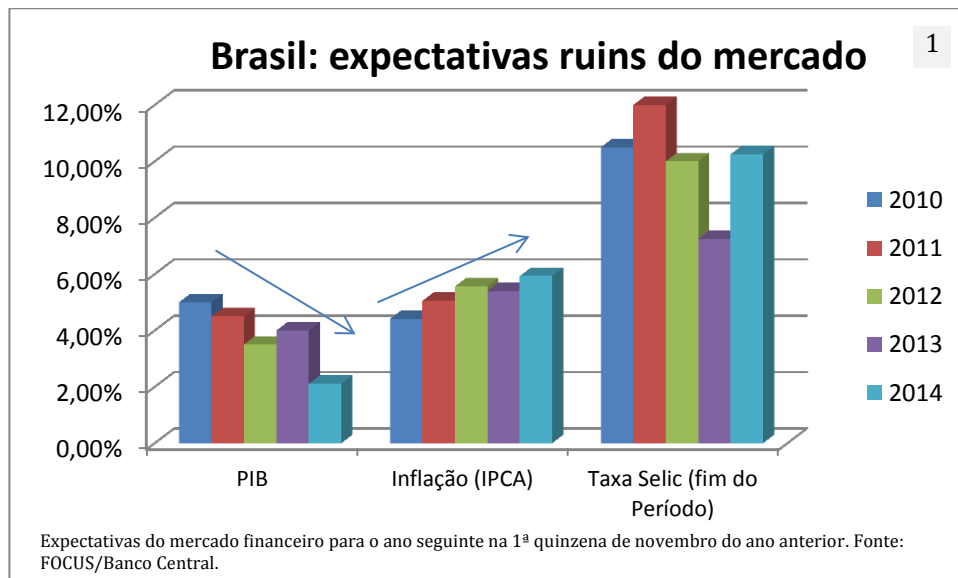


# Perspectivas – Dez 2013

## Cenário Geral: Neutro/Pessimista

### E 2014 deve ser pior que 2013...

As perspectivas do mercado financeiro para 2014, pela primeira vez em muitos anos, são realistas, já conformatadas com um 2014 que deve ser muito fraco no Brasil (vide gráfico 1), mas razoável no mundo. É um cenário desafiador no mercado doméstico, com menor disponibilidade de recursos, seja via bancos, seja via o mercado financeiro, e um risco cada vez maior de inflação sob pressão, câmbio sob pressão e juros sob pressão. Está ficando claro para os investidores que enquanto o cenário Brasil é de deterioração, o cenário global é de melhora. Teremos uma China com crescimento estabilizado em torno de 7%, um Estados Unidos pujante (crescimento de quase 3%) e uma Europa ainda no modo “em conserto”. Outros mercados emergentes, que não fizeram o dever de casa, também correm risco de ter um 2014 frustrante. É só uma questão de tempo para haver um novo stress do mercado financeiro com o fim do QE – *Quantitative Easing* (um programa de recompra de títulos) do Fed, que foi postergado nos últimos meses. Quando ficar claro o fim do QE, haverá impacto negativo nas economias dos países emergentes e no Brasil em especial.



## **10 pontos a monitorar em 2014 (em ordem de importância)**

- 1.Desmontagem da Política de QE do Fed, Banco Central dos EUA.**
- 2.Redução de Rating (risco de crédito) do Brasil.**
- 3.Evolução do Superávit Primário do Governo do Brasil.**
- 4.Política Cambial do BC (até que volume vão os swaps, se haverá venda de reservas).**
- 5.Política Monetária do BC (até onde vão os juros).**
- 6.Evolução das Contas Externas (Déficit de Conta Corrente e Investimento Direto).**
- 7.Resolução (ou não) da Política Fiscal (impostos e gastos) e Limite de Endividamento dos EUA.**
- 8. Evolução da Atividade na China.**
- 9. Eleições no Brasil (só vai ganhar importância pós Copa).**
- 10.Teste de Stress dos Bancos Europeus.**

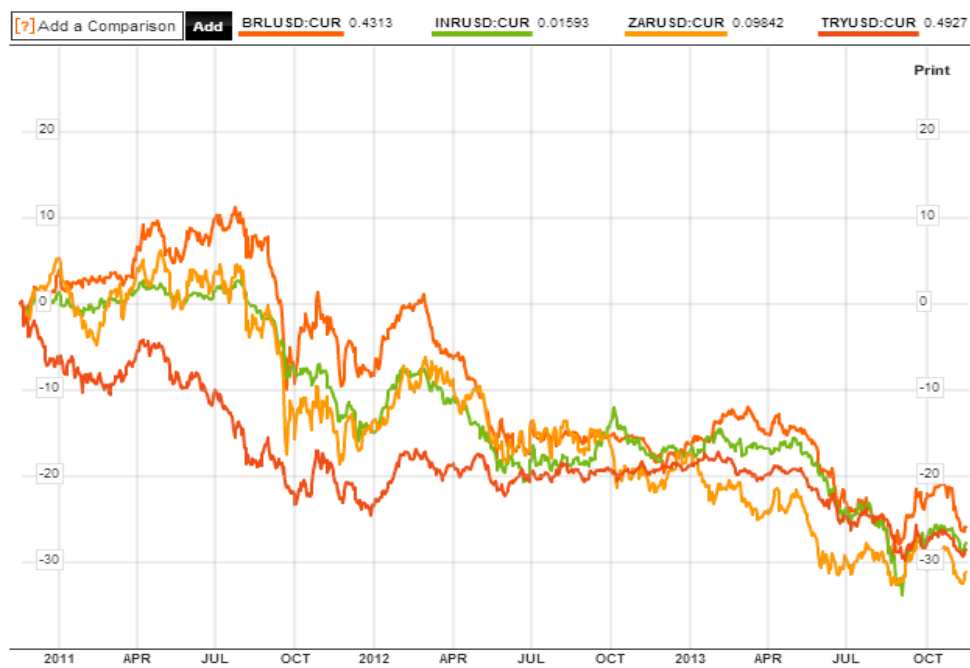
## Perspectiva Mundo: Neutro

### EUA: Otimista

Após mais um stress da queda de braço de democratas e republicanos em outubro, com o *shutdown* do governo por 15 dias (houve literalmente o fechamento de vários órgãos por falta de dinheiro) e um risco de *default* na dívida pela limitação de endividamento, os EUA aprovou medidas que permitem mais alguns meses até um novo embate. O lado positivo, é que o governo está sendo forçado a cortar gastos e, deste modo, ser mais responsável fiscalmente. A perspectiva, segundo o Congresso Americano é de forte redução do déficit nos próximos anos. Segundo o CBO (*Congressional Budget Office*), o déficit fiscal deve cair de 6,8% do PIB em 2012 para apenas 2,1% em 2015. Sendo a maior economia do mundo, com uma legislação pró-mercado, uma perspectiva de crescimento razoável e um governo que está fazendo o dever se casa, tem-se uma combinação explosiva, que só reforça o fluxo do mundo para os EUA, com destaque de perda para os países emergentes que estão na “turma do fundão”, com má gestão do governo e fragilidade na conta externa. Como destaques, temos Brasil, Índia, África do Sul e Turquia. As moedas desses países têm sofrido forte pressão, como podemos observar no gráfico 2. Nas palavras da *Economist Intelligence Unit* (EIU), “não é impreciso dizer que as moedas de países com problemas fiscais ou em conta corrente, especialmente Índia, Brasil, Indonésia, Turquia e África do Sul, **são, essencialmente, reféns de mudanças do Fed** em relação ao futuro do seu programa de compra de títulos”.

### Evolução das Moedas de Países Emergentes

2



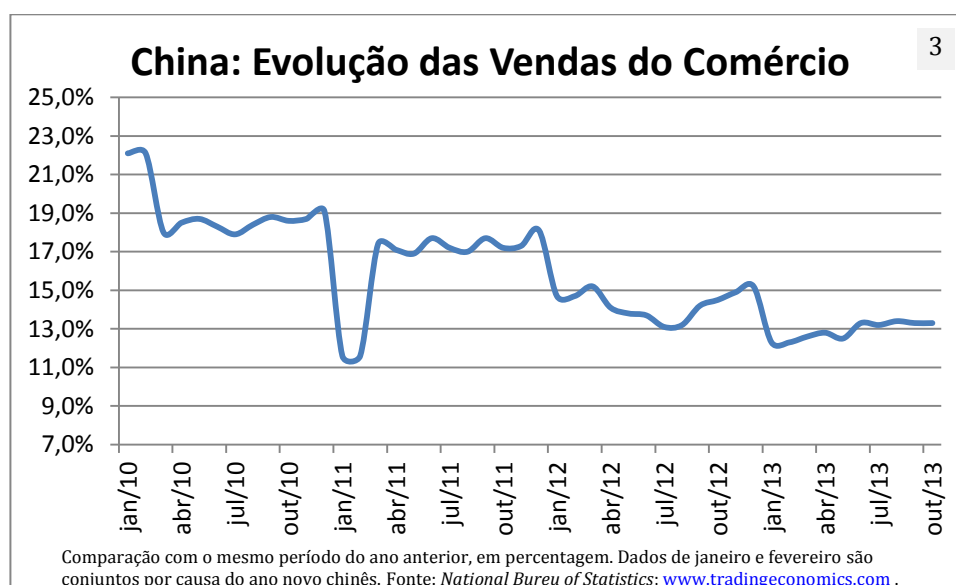
Em percentagem nos últimos 3 anos. Legenda: Real:BRLUSD; Rúpia Indiana:INRUSD; Rand Sul africano:ZARUSD; Lira Turca:TRYUSD. Fonte: Bloomberg.

## Europa: Pessimista

Na reunião de novembro do Banco Central Europeu houve nova redução da taxa básica de juros, para o nível de 0,25% ao ano, nova mínima histórica. Como já colocamos em outras ocasiões, às vezes boas notícias indicam uma situação ruim. Neste caso, a nova redução de juros indica como a Europa ainda está enferma. O risco da deflação ou baixa inflação, semelhante ao que afligiu o Japão nos últimos 20 anos parece real, indicando uma economia em estado de estagnação, para não dizer depressão. Começamos a ver algumas notícias positivas, tais como um suspiro de crescimento na Espanha, mas os patamares de atividade são bem inferiores e não acreditamos em uma retomada consistente. Um ponto a observar em 2014 é o teste de stress nos maiores bancos da Zona do Euro, algo que deve ser divulgado até a metade do ano que vem. Segundo relatório do FMI, os bancos de Portugal, Espanha e Itália têm uma perda potencial de €250 bilhões (R\$750 bilhões) nos próximos 2 anos com inadimplência. É bom ressaltar que o problema bancário não foi resolvido, apenas comprou-se tempo. É o esqueleto no armário que pode aparecer quando menos esperarmos.

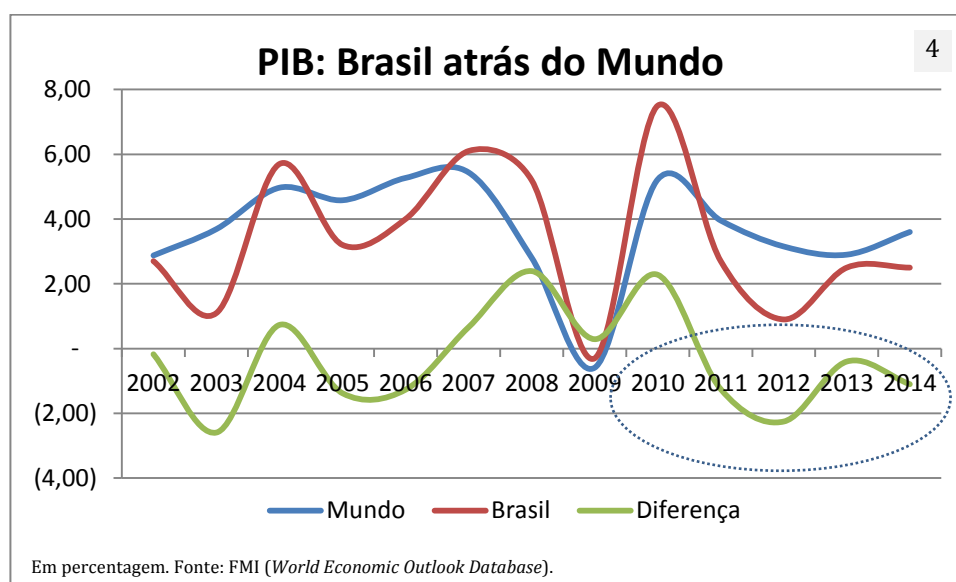
## China: Neutro

Assim como um acrobata do Circo da China faz algo difícil parecer fácil, o governo chinês doma a sua economia há décadas de modo impressionante, conciliando um ritmo frenético de crescimento com uma resposta positiva dos agentes econômicos, algo quase impossível em uma economia capitalista tradicional. Após um surpreendente 3º trimestre, com crescimento anual de 7,8%, a China deve cravar algo como 7,7% em 2013, ao contrário do que nós e parte do mercado acreditava, que era um cenário com crescimento de apenas 7,0% com tendência de queda. O consumo interno está estabilizado em patamar ainda alto, como podemos observar no gráfico 3. Para 2014, o intervalo de crescimento do PIB deve ser entre 7,5%-7,0%, com leve queda em relação a 2013 e bem mais otimista que o projetado há alguns meses atrás. Neste cenário, os riscos continuam os mesmos: bolha imobiliária, inadimplência bancária e perda de competitividade nas exportações. No momento, são apenas os fantasmas de sempre...



## Perspectiva Brasil: Pessimista

Estamos prestes a entrar o ano de 2014 com a menor expectativa de crescimento do PIB em pelo menos 5 anos, em torno de 2%, ou quase metade do esperado há um ano atrás (segundo o Focus/Banco Central). Na realidade, 2014 será o quarto ano seguido onde o desempenho da economia brasileira é inferior ao mundo (vide gráfico 4). O lado bom é que o espaço para decepção é reduzido. O lado ruim é que com base nas expectativas conservadoras os bancos continuarão com o pé no freio no crédito, os empresários continuarão restritivos nas políticas de vendas e os investimentos em ampliação seguirão um cenário mais conservador. Outro lado bom é que para muitas empresas está claro que o principal caminho para ampliação dos lucros é o ganho de eficiência, além do que os novos projetos de investimentos tenderão a ser mais criteriosos, minimizando o risco de elefantes brancos.

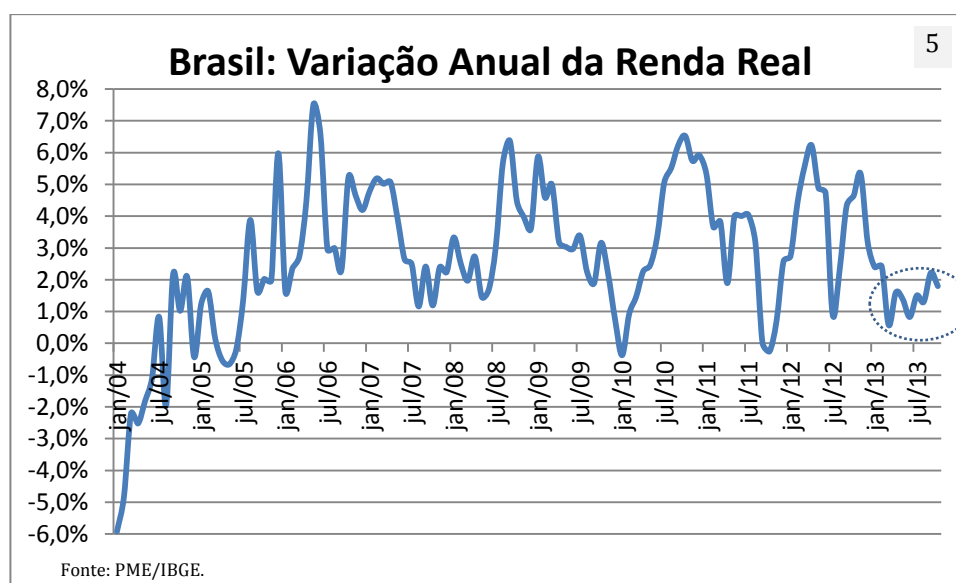


### Atividade: Neutro/Pessimista

Com a inflação em patamares ainda elevados e uma perspectiva negativa para 2014, a atividade econômica fica limitada por si só. Além disso, o mercado de trabalho está fraco e os bancos continuam com uma postura conservadora no crédito. Aos bancos privados, se juntarão os bancos públicos, que vêm crescendo a um ritmo bem agressivo. A Caixa divulgou recentemente o balanço do 3º trimestre, com crescimento de 40% na sua carteira de crédito, uma desaceleração versus o ritmo de 43% no 2º trimestre. Esperamos mais desaceleração após a ordem do Ministério da Fazenda (não oficial) para o banco se concentrar nos empréstimos imobiliários em vez dos empréstimos para empresas e pessoa física em geral. Por outro lado, os dados de comércio tem vindo bons nos últimos meses, e no último dado (setembro) apresentou um crescimento anual de 4,1% (em volume) e 10,6% (nominal, considerando a inflação). Para 2014, outro fator que deve pesar contra é o fim de vários incentivos fiscais, com destaque para o setor automotivo. Este, aliás, é um setor no qual estamos bem pessimistas e acreditamos que deva sofrer uma queda relevante (até 5%) no próximo ano.

## Emprego: Pessimista

Nos últimos meses estamos assistindo a um fenômeno estranho, no qual a taxa de desemprego tem se mantido estável graças à redução da População Economicamente Ativa (PEA). O que está acontecendo, segundo o IBGE, é que uma quantidade razoável de pessoas saiu da PEA para a PNEA, ou seja, são pessoas em idade de trabalhar mas que decidiram não procurar mais emprego. Normalmente isso ocorre em situações de desalento, quando as pessoas cansam de procurar e não achar emprego, mas neste caso parece ser uma decisão de qualidade de vida, de estar confortável com a renda atual da família. Desde outubro de 2012, são 622 mil pessoas nesta condição, ou 5% a mais, segundo o jornal Valor Econômico. A renda real, por sua vez, está em níveis débeis, com um crescimento anual em torno de 2%, como destacamos no gráfico 5, devido ao mercado mais fraco (impactando em reajustes menores) e um patamar alto de inflação. Um ponto relevante a ser monitorado é o volume de desembolsos com auxílio desemprego, que tem crescido de modo avassalador mesmo com a queda da taxa de desemprego. Este é o principal causador da piora nas contas da Previdência Social e deve ser um item de primeira prioridade para o governo. Ou tem havido mais fraudes, ou os dados do mercado de trabalho são piores do que o IBGE sugere.



## Governo: Pessimista/Neutro

A gestão do governo brasileiro é, certamente uma das piores dentre as grandes economias do mundo. E esta má gestão está pesando cada vez na economia brasileira, seja afugentando investimento, seja minando a competitividade do país, seja colocando o país em uma situação inicial de crédito mais delicada. O grau de investimento, perseguido tão obstinadamente por governos anteriores, que implantaram a Lei de Responsabilidade Fiscal, sanaram estados quebrados, criaram o Sistema de Metas de Inflação e o PROER, começa a ficar em risco pela gestão “ladeira abaixo”, conforme colocamos em um dos nossos posts do blog. O resultado fiscal é o pior em pelo menos 10 anos e com uma trajetória muito ruim. E o pior de tudo é a falta de capacidade dos gestores de entender a lógica da necessidade dos resultados. É como um aluno que acha que não deve colar estritamente porque pode ser expulso da escola, em vez de entender que precisa aprender para fazer sentido estar na

escola. O mesmo governo que tem horror à privatização promove uma concentração de recursos públicos na mãos de “campeões nacionais” em um volume sem precedentes, por exemplo. O grupo EBX é somente um dos exemplos, junto com LBR, de excessos cometidos nos últimos anos. Por isso, como bem definiu a *The Economist* em uma capa recente, *Has Brazil blown it?* - “o Brasil estragou tudo”? Para muitos investidores, a resposta é que já estamos na marcha ré. De acordo com a tabela 6, os títulos da dívida brasileira já são negociados a níveis piores que, pasmem – a Espanha e a Itália – dois pacientes de UTI. O mercado já coloca implicitamente que deveríamos ter um rating pelo menos 1 nível pior. E é para lá que deveremos ir ano que vem, pelo menos na agência de risco Standard & Poors (S&P). E o que isso significa para nós? Menos investimento estrangeiro, dólar mais alto, inflação mais alta e taxa de juros mais alta. O governo está sentindo a pressão – até falou em pacto fiscal recentemente – mas a responsabilidade fiscal é, acima de tudo, uma crença, um mantra, e não apenas uma “obrigação”.

### Brasil: Taxa já indica rating pior

6

País	Yield 10 anos	Evolução 1 ano	Rating		
			S&P	Moody's	Fitch
Alemanha	1,72%	0,36%	AAA	Aaa	AAA
Estados Unidos	2,70%	1,08%	AA+	Aaa	AAA
Espanha	4,07%	-1,82%	BBB-	Baa3	BBB
Itália	4,06%	-0,84%	BBB	Baa2	BBB+
México	3,81%	1,27%	BBB	Baa1	BBB+
<b>Brasil</b>	<b>4,41%</b>	<b>1,88%</b>	<b>BBB</b>	<b>Baa2</b>	<b>BBB</b>
India	9,02%	0,83%	BBB-	Baa3	BBB-

Fonte: Bloomberg (dados de mercado de 19 de Novembro de 2013), S&P e <http://countryeconomy.com>.

### Investimento: Neutro/Pessimista

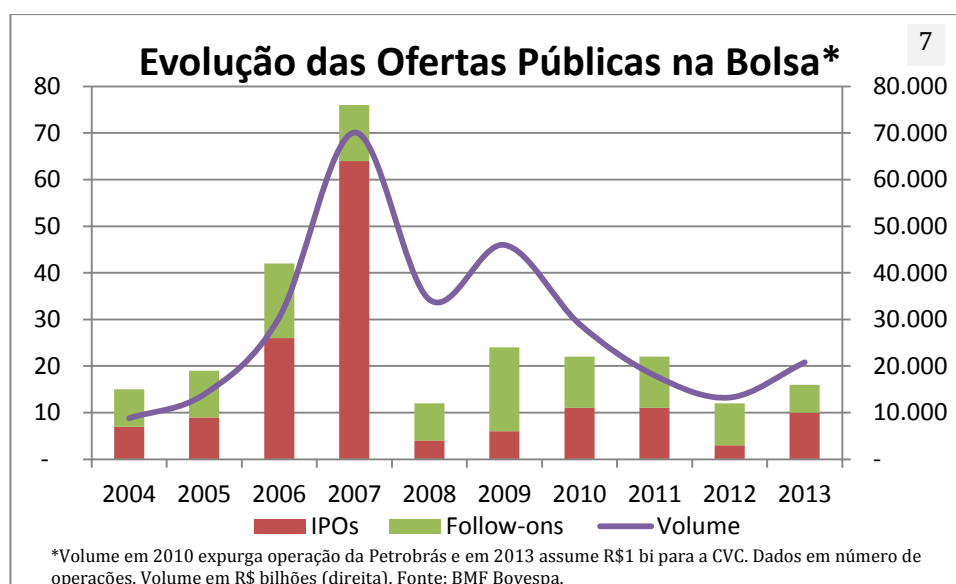
2004 é ano eleitoral para governos estaduais e federal e, portanto, é esperado a inauguração de diversas obras de infra estrutura ou produtivas relevantes para a redução do custo Brasil. Dentre elas, podemos destacar as seguintes:

- Rodoanel trecho leste (grande São Paulo);
- Expansão do Metrô de SP (São Paulo) – linhas 4,5,15 e 17;
- Novos terminais de aeroportos (São Paulo, Campinas e Brasília);
- *Ramp-up* do trecho da ALL a Rondonópolis (Mato Grosso);
- *Ramp-up* de terminais portuários (Santos) – BTP e Embraport;
- Inauguração de expansão da Ferrovia Norte-Sul (Tocantins e Goiás);
- Duplicação da Estrada de Ferro Carajás (Pará e Maranhão);
- *Ramp-up* e expansão do Etanolduto trecho Ribeirão Preto-Uberaba(São Paulo e Goiás);
- *Ramp-up* e lançamento de plataformas de petróleo com 1,1 milhão de barris por dia de capacidade (São Paulo, Rio de Janeiro e Espírito Santo);
- Inauguração da Refinaria Abreu e Lima (Pernambuco) – talvez a mais cara da história mundial...;
- Outras obras de infra estrutura de transporte ligadas à Copa (cidades-sede).

Se por um lado as obras listadas trarão ganhos importantes de produtividade na economia, por outro lado, o BNDES, grande financiador de investimentos do país, atingiu a máxima histórica dos empréstimos no Brasil e está em trajetória insustentável, conforme já comentamos em relatórios anteriores. Como o governo está sendo duramente criticado e tem real ameaça de *downgrade* das agências de rating, há demonstrações claras via Ministério da Fazenda e outros órgãos que os desembolsos de 2014 serão inferiores a 2013, para evitar um novo aumento de capital, que já atingiram quase R\$300 bilhões desde 2009! Além disso, já se comenta um possível fim da linha PSI ou o reajuste de taxas, o que deverá por si só diminuir a demanda do mercado. Enfim, em se tratando de BNDES, “*the party is over!*”...

## Perspectiva dos Mercados

### Bolsa: Pessimista com o mercado; Otimista com os IPOs



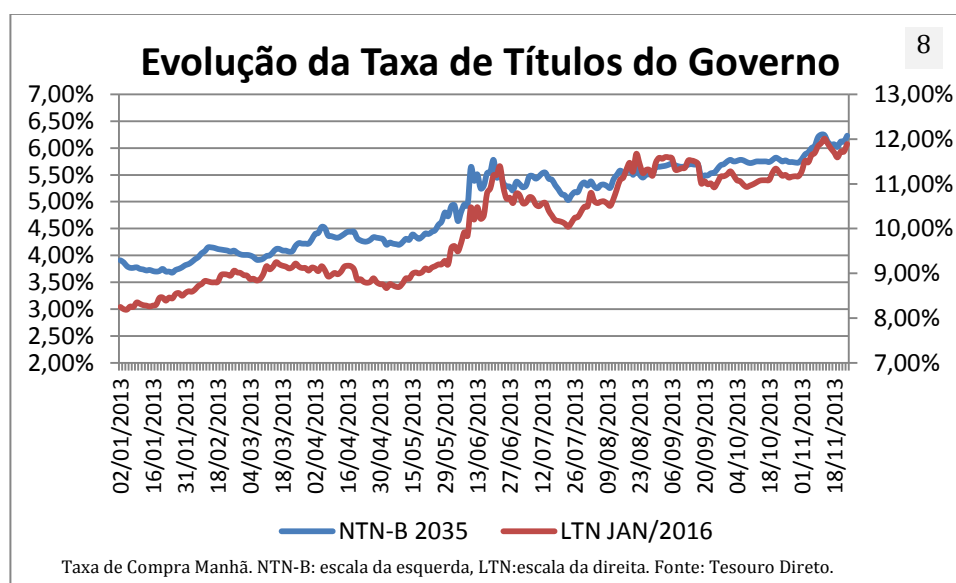
No 3º trimestre de 2013 tivemos alguns resultados positivos, com destaque para a Vale do Rio Doce, que apresentou um crescimento de 77% no EBITDA em reais vis a vis o mesmo período de 2012, resultado de corte de custos e desvalorização do real combinado com preços do minério de ferro em níveis atrativos. No entanto, assim como parte relevante das maiores empresas (*large caps*), é apenas uma recuperação a partir de um ponto muito ruim. Diversas empresas que nos últimos anos estavam tendo um desempenho excepcional, como as varejistas, estão agora patinando com resultados mais modestos, com destaque para Le Lis e Marisa, e em menor grau a Hering, que ainda é um empresa de primeiro nível na qualidade dos resultados. Outras empresas estão sofrendo com maior competição, como é o caso da Santos Brasil (queda de 33% no EBITDA do 3º Trim.), que agora está sendo obrigada a ajustar seus preços com a entrada de novos terminais de contêineres no porto de Santos. Até a Souza Cruz (queda de 1% no EBITDA do 3º Trim.) e a Ambev (alta de 11% no EBITDA e queda de 8% no Lucro Líquido do 3º Trim.), empresas que sempre desafiaram a lógica “*nothing last forever*”, estão começando a sentir o peso de uma economia que cresce menos, custos que tendem a pressionar constantemente, e o peso do estado via impostos.



Por outro lado, temos o represamento de vários anos com poucas ofertas de empresas no mercado de ações (IPO – Ofertas Públicas Iniciais) e os investidores domésticos aos poucos estão tomando a liderança nas ofertas, que historicamente eram comandadas pelos investidores estrangeiros. Essa é uma ótima notícia, porque uma alta participação de investidor estrangeiro normalmente indica um preço inflado e irrealista de ativo, enquanto o investidor doméstico faz mais conta. O racional é simples: para um gestor de R\$100 milhões, a responsabilidade sobre um investimento de R\$5 milhões é bem maior que para um gestor estrangeiro nas arábias colocar US\$50 milhões se ele tem US\$300 bilhões sob gestão. É a famosa compra de kit Brasil *top down*, sem analisar a fundo o case. É o que dá margem para investir na “Petrobrás privada” (case OGX). Por isso, devido à melhor qualidade dos investidores, a disponibilidade de recursos e o estoque de boas empresas, acreditamos que após o fundo do poço de 2012 (vide gráfico 7), deveremos continuar em 2014 uma recuperação na quantidade e volume das operações de IPOs, com boas oportunidades no médio e longo prazo.

## Juros: Pessimista

Quanto maior o risco do devedor, maior deve ser o juro. No caso de um risco soberano, este é um dos fatores, junto com a expectativa de inflação. Com dados fiscais piores, dólar pressionado e estímulos do governo que geraram distorções de mercado, os riscos são definitivamente para cima. Até o pinóquio está com mais credibilidade para falar de compromisso fiscal e afins. Até nas pesquisas eleitorais o povo já indica que deseja mudanças (62% da população para ser mais preciso). Enfim, o desconforto vai se concretizando através de juros maiores (vide gráfico 8) e também da exigência de prazos menores, revertendo a tendência dos últimos anos. A curva de juros futuros já projeta uma SELIC em dezembro de 2014 próxima a 11%, embora pelo FOCUS/BC o mercado espere 10,25%. Para controlar a expectativa do mercado, o governo terá que tomar medidas impopulares em pleno ano eleitoral, mas é muito provável que faça algo, pois está colhendo o que plantou e se não desmontar parte das bombas que colocou será gatinho no meio de leões do mercado financeiro.

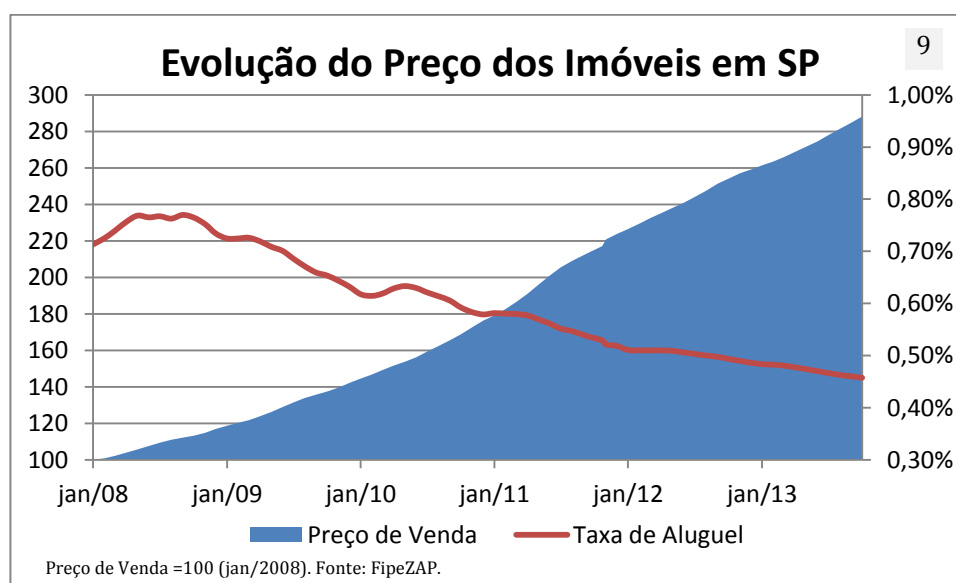


## Dólar: Perspectiva de alta

Dado o cenário de fim do QE em 2014, rebaixamento da nota soberana e uma situação fiscal ruim, o risco do dólar é para cima. Se tivermos surpresas positivas, com um governo mais responsável, o patamar é R\$2,30. Mas dado o histórico e a sensação cada vez mais clara de que o mundo está ficando bem e o Brasil está ficando mal, acreditamos que há um risco real de um dólar bem mais fraco, a um patamar de R\$2,60 ou até pior. Apesar dos números oficiais serem de reservas de US\$376 bilhões (dia 20 de novembro), na prática as nossas reservas já seriam de aproximadamente US\$300 bilhões, pois o Banco Central está vendido via instrumentos financeiros em quase US\$76 bilhões. E uma das únicas certezas que temos para 2014 é mais estresse quando o Fed parar a recompra de títulos americanos. Podem se preparar, que neste mercado ainda vamos tomar bastante susto.

## Imóveis: Neutro (Rio-SP-DF-BH)/ Tendência de Alta (outros mercados)

Historicamente os imóveis são considerados uma reserva de valor, ou seja, são mais cobiçados ainda em tempos de inflação, como estamos agora. Mas o mercado já subiu demasiadamente, como nós e parte de mercado – inclusive o prêmio Nobel Robert Shiller – já colocam há tempos. O gráfico 9 demonstra bem este exagero, com preços que quase triplicaram desde janeiro de 2008 em São Paulo e boa parte do país. Um dos indicadores de bolha é quando a relação de *yield* de aluguel fica em patamares muito baixos, indicando que a taxa de retorno implícita do imóvel não é atraente, ou seja, o imóvel está caro. No caso de São Paulo, de acordo com dados da FipeZAP, o *rental yield* (linha vermelha) é decrescente e já atinge patamares preocupantes, com taxa de 0,45% ao mês em outubro de 2013. Se a poupança está oferecendo rentabilidade de 0,60% ao mês (equalizando o IR de 15%), um investidor racional teoricamente já deveria fazer mais conta. Como temos a cabeça de gestores, sempre utilizamos o princípio de que não adianta querer “ganhar até o osso” e, com este princípio e o mercado atual, é preferível para a maior parte dos investidores diminuir a exposição em imóveis e ficar em ativos mais líquidos como, aliás, a própria poupança.



## Evolução do Preço das Commodities (CRB)

10



Valor do Índice nos últimos 3 anos. Thomson Reuters/Jefferies CRB Commodity Index. Fonte: Bloomberg.

### Commodities agrícolas: Neutro

As commodities agrícolas continuaram com tendência de queda nos últimos meses, motivado por uma safra americana com poucas surpresas. No ano de 2013, ao contrário de anteriores, as surpresas climáticas em geral foram menores e não houve quebra relevante dos grande produtores. A expectativa para os próximos meses é de preços estáveis ou em queda, pois as safras da América do Sul tendem a ser ainda maiores. A soja fechou outubro no menor preço desde março de 2012, enquanto o milho fechou na mínima desde outubro de 2010 e o açúcar está em uma curva positiva após atingir a mínima de 3 anos em junho de 2013.

### Commodities metálicas e petróleo: Neutro

O CRB, índice demonstrado no gráfico 10 (cotação dos últimos 3 anos), indica a evolução dos preços das commodities no longo prazo, com tendência de baixa, especialmente nas metálicas. Mais recentemente, no entanto, parece que temos um piso, como \$13.500/tonelada de níquel e \$7.000/tonelada para o cobre. Com exceção do mercado de minério de ferro e do petróleo, quase todas as commodities estão em níveis de preço pouco atrativas e não há perspectiva de alta de preços, pelo menos em um horizonte de 12 meses. O risco deste cenário de preços estáveis, é mais para a queda de preços como o do petróleo, na medida em que os EUA aumentam a sua oferta via novas tecnologias como o *fracking*, aqui já mencionadas em outros relatórios. Até o Brasil pode ter impacto se finalmente responder ao forte aumento de capacidade de extração de petróleo que está sendo adicionado em 2013-2014.

### Sobre a Vera Cruz Investimentos

A Vera Cruz Investimentos é uma empresa de Assessoria Financeira, Wealth Management (Gestão de Riqueza) e Asset Management (Gestão de Fundos). Seu foco é em empresas de middle market (com receita de R\$50 milhões a R\$1 bilhão) e investidores de alta renda (com patrimônio com liquidez de R\$1 milhão a R\$300 milhões).



### Disclaimer

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