



# Perspectivas



Com a maior mudança eleitoral desde a redemocratização, o que podemos esperar?

## O FIM DA ERA DIRETAS JÁ

# Perspectivas - Dezembro 2018

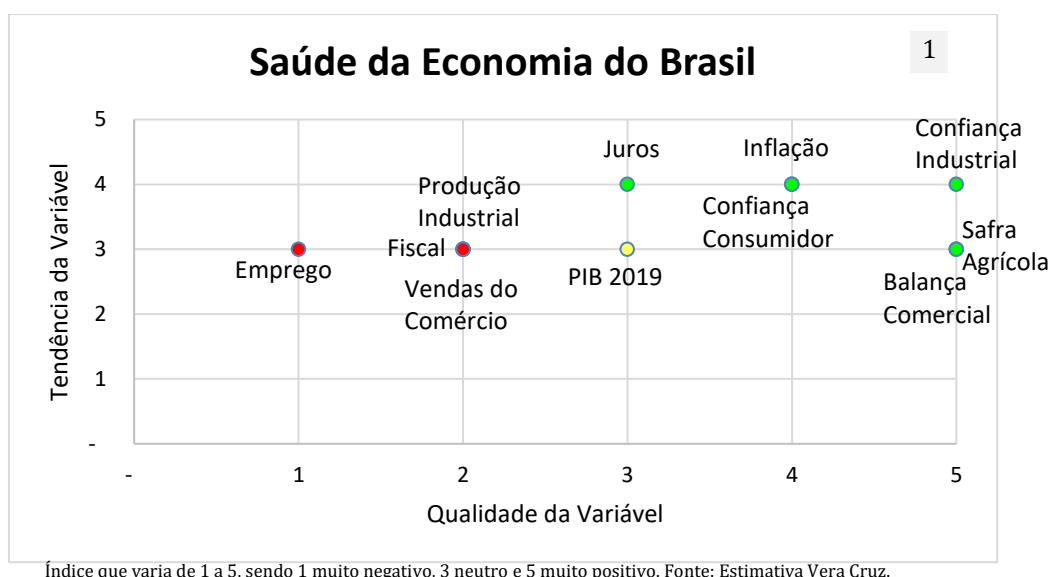
## Cenário Geral: Neutro/Positivo

### O FIM DA ERA DIRETAS JÁ

Desde o famoso movimento das Diretas Já, em 1984, houve uma forte mobilização da sociedade para devolver o poder ao povo (via seus eleitos) e recompensar o povo em relação ao trauma da ditadura com inúmeros direitos, que são amplamente refletidos na Constituição de 1988. A partir de então, politicamente, o Brasil era um país de esquerda ou de centro esquerda, onde palavras como privatização eram palavrões e se tinha disseminado na média da população que o país poderia dar direitos e benesses a todos de modo quase ilimitado. Com as eleições de 2018, esta lógica está sendo quebrada de modo relevante. Se o novo movimento será benéfico ao país é algo que só o tempo dirá, mas definitivamente trocaram a música. O exercício da política como tem sido não será mais a mesmo.

Uma vez que a questão da política está encaminhada com os novos eleitos e uma vitória da direita, o Brasil caminha na economia para uma normalidade, visto que o grande risco antecipado seria uma vitória da esquerda e de candidatos ligados à corrupção sistêmica que nos trouxe à maior crise econômica da história. A atividade volta a crescer, o dólar e a taxa de juros voltam a ficar mais benignos e até a esperança renovada da população tende a ter um impacto positivo na confiança e por consequência no desempenho econômico.

No exterior, por sua vez, a China é a preocupação do momento, com indicações crescentes de desaceleração e diversos riscos financeiros. Os EUA também dão alguns sinais de que o pico de euforia está ficando para trás e a Arábia Saudita nos “entretém” com um caso bizarro que poderia muito bem ser uma série policial e de ação, que corre o risco de abalar a relação saudita com o Ocidente.



## **Check List: 12 pontos a monitorar nos próximos 12 meses**

- 1. Eleições.** Vitória arrasadora de candidatos de direita ou centro direita. Melhor que o esperado.
- 2. Superávit Primário do Governo do Brasil.** Aumento de salários do STF e outras reações corporativistas continuam. Pior que o esperado.
- 3. Inflação.** Após uma forte alta da inflação após junho, o índice volta a normalidade e surpreende analistas no final de 2018. Melhor que o esperado.
- 4. Política Monetária do Fed, Banco Central dos EUA.** Inflação em alta, embora moderada, sustenta aumento na taxa de juros, que terminou outubro em 2,25%. Pior que o esperado.
- 5. Política Monetária do BC.** Juros estáveis em 6,50% em 2018 e revisão para baixo da expectativa para 2019, que estava em 8%. Melhor que o esperado.
- 6. Fluxo Externo.** Após meses de desempenho mais fraco, Balança Comercial volta a se recuperar de modo forte em novembro. Melhor que o esperado.
- 7. Governo dos EUA.** Conflito comercial com a China está escalando, o que tende a prejudicar a China e empresas americanas. Pior que o esperado.
- 8. Produção Industrial.** Desempenho ainda fraco, salvo o setor automotivo. Pior que o esperado.
- 9. Exportações de Manufaturados.** A exportação de manufaturados continua a decepcionar, escancarando a dependência da Argentina. Pior que o esperado.
- 10. Nível dos Reservatórios.** Os meses de setembro e outubro permitiram uma virada nos preços de energia, com um bom regime de chuvas. Melhor que o esperado.
- 11. Rating (risco de crédito) do Brasil.** O risco Brasil melhorou após as eleições, voltando a níveis pré estresse. Melhor que o esperado.
- 12. Evolução da Atividade Global.** Colapso do petróleo é o prenúncio de desaceleração global. Pior que o esperado.

## Insight Vera Cruz: Mudanças à vista nos Instrumentos Financeiros

O *International Accounting Standards Board* (IASB), órgão máximo que cria e zela pelas normas do IFRS para o mundo, lançou em junho o *Discussion Paper* “*Financial Instruments with Characteristics of Equity*” (<https://www.ifrs.org/-/media/project/fice/discussion-paper/published-documents/dp-fice-june-2018.pdf>), no qual está propondo várias mudanças no IAS 32, que é a norma internacional responsável por determinar o reconhecimento dos ativos financeiros, classificando o que é dívida e o que é *equity*. A equipe do IASB tem rodado o mundo nos últimos meses para abordar o conteúdo deste papel de discussão no intuito de aprimorá-lo e soltar em 2019 uma mudança definitiva em relação ao assunto. A Vera Cruz participou de uma dessas discussões e tivemos uma experiência interessante com discussão de alto nível dos diversos participantes.

Dentre as 150 páginas que tratam do assunto no papel de discussão, um dos pontos centrais é o seguinte: os critérios básicos para definir se um ativo financeiro é dívida ou *equity* são dois: 1) distinção baseada na forma de pagamento do instrumento financeiro; 2) distinção baseada no tempo para pagamento. A seguir colocamos a tabela conforme apresentado no papel de discussão:

|  |   |  |
|--|---|--|
| Distinction based on amount feature  | Obligation for an amount independent of the entity's available economic resources (such as fixed contractual amounts, or an amount based on an interest rate or other financial variable) | No obligation for an amount independent of the entity's available economic resources (such as an amount indexed to the entity's own share price) |
| Distinction based on timing feature  |   |  |
| Obligation to transfer cash or another financial asset at a specified time other than at liquidation (such as scheduled cash payments)                 | <b>Liability</b><br>(eg simple bonds)   | <b>Liability</b><br>(eg shares redeemable at fair value)   |
| No obligation to transfer cash or another financial asset at a specified time other than at liquidation (such as settlement in an entity's own shares) | <b>Liability</b><br>(eg bonds with an obligation to deliver a variable number of the entity's own shares with a total value equal to a fixed amount of cash)                              | <b>Equity</b><br>(eg ordinary shares)  |

Fonte: IASB; <https://www.ifrs.org/-/media/project/fice/discussion-paper/published-documents/dp-fice-june-2018.pdf>, pág.8.

Há espaço para uma grande mudança na contabilização de vários instrumentos híbridos, que historicamente são tratados como *equity*, mas que deverão passar a ser tratados como dívida. É o caso, por exemplo, de uma dívida perpétua que pode virar um vencimento antecipado se determinada situação financeira da empresa acontecer. Como o futuro da situação financeira não está inteiramente sob o controle da empresa, há um risco de pagamento em moeda em algum momento e, portanto não

pode ser considerado *equity*, mesmo que haja a percepção de que o risco de ser exercido seja baixo. Ou seja, sai a interpretação e uma possibilidade de utilizar probabilidades, para se ter um processo decisório binário. Um setor que deve sofrer bastante com esta nova metodologia, é o financeiro, que possui diversos instrumentos financeiros além do clássico de ações para compor seu capital.

Além do ponto destacado, há mudanças propostas na classificação de derivativos, mudanças no procedimento de lançamento contábil de *puts* de investidores minoritários (muito utilizado em operações de M&A) e diversas mudanças na apresentação das notas explicativas. Para quem tem algum impacto no assunto recomendamos a leitura pelo menos parcial do material. Vale ressaltar que ainda não é uma nova norma, mas apenas a discussão para a confecção de uma nova norma e todos estão convidados para colocar eventuais considerações ao IASB.

## Vera Cruz Análise Mercado: 2018 é o ano disruptivo de TI!

Em 1997 um trabalho de pesquisa do CNPQ se propunha a analisar os polos tecnológicos, comparando polos existentes no Brasil com Bangalore na Índia e o Vale do Silício nos Estados Unidos (<https://pesquisa-eaesp.fgv.br/publicacoes/pibic/industria-da-informacao-os-polos-tecnologicos-e-gestao-de-tecnologias-e-parcerias>). A diferença então era gigantesca, quase que uma realidade paralela entre EUA e Índia versus um Brasil que aspirava algo em tecnologia, mas longe de ter a mentalidade, o ambiente para tonar o sonho realidade. Desde então os Estados Unidos evoluíram ao longo de décadas, culminando nas FAANGs, enquanto a Índia criou alguns titãs com base em uma ampla e muito qualificada mão de obra, dos quais podemos destacar a Wipro, a Tata Systems e a Infosys. Esta última foi uma das então estudadas lá em 1996. Hoje possui 218 mil funcionários e um valor de mercado de US\$40,5 bilhões (R\$157 bilhões), que a colocaria como a 6ª maior empresa da B3 (bolsa de valores de SP). No Brasil não há empresa com escala parecida. Os Correios, um dos maiores empregadores, possuem 115 mil funcionários.

E passamos então duas décadas à margem dessa revolução, com sucessos que poderíamos contar nos dedos, como a TOTVS e o UOL. Este, aliás, é responsável pelo grande sucesso do momento, a PagSeguro, subsidiária do UOL de pagamentos. A empresa possui um valor de mercado de US\$7,3 bilhões, sendo de longe a maior empresa “pura” de tecnologia do Brasil e a segunda maior da América Latina em valor de mercado, atrás do Mercado Livre, que tem US\$15 bilhões (se estivesse listada na B3, seria 10ª de maior valor de mercado).

Mas a virada de 2017 para 2018 iniciou um salto de qualidade, com o primeiro unicórnio (empresa com avaliação superior a US\$1 bilhão) do Brasil: a 99. Poucos países do mundo conseguiram chegar neste estágio. Mas o caso da 99 já foi multiplicado: Pagseguro, Movel, iFood, Nubank, Stone etc. De repente o setor desabrochou, ganhou dinâmica, atraiu mais talentos, atraiu capital, ganhou maturidade de execução. Um exemplo da nova dinâmica é o Cubo, uma associação sem fins lucrativos que tem por objetivo fomentar o empreendedorismo. E que o Itaú como grande apoiador. Criado em 2015, saiu recentemente de uma estrutura de 5,3 mil m<sup>2</sup> para 20,6 mil m<sup>2</sup>. Possuía em outubro de 2018 cerca de 75 *start-ups* com faturamento superior a R\$218 milhões e crescimento de 100% em 2018.

Nós já temos diversos casos no mercado de “*serial entrepreneurs*”, que já criaram, madureceram, venderam e voltaram a criar empresas. Dentre os inúmeros exemplos, podemos citar o fundador da 99, que após vender a empresa para Didi Chuxing em janeiro de 2018, criou a Yellow, focada em aluguel de

bicicletas, que pretende ter até 20.000 unidades disponíveis em São Paulo até o final de 2018. Só para citar o ritmo do negócio, a Yellow captou R\$30 milhões em abril e mais R\$260 milhões em setembro, sendo uma empresa operacional desde agosto. É uma realidade paralela dentro da realidade de negócios do Brasil – lenta e com grande dificuldade de capital.

### Maiores empresas de TI (ou expostas a TI) por Valor de Mercado

3

| Empresa          | Subsetor          | Bolsa   | Valor de Mercado <sup>1</sup> | Controle                 |
|------------------|-------------------|---------|-------------------------------|--------------------------|
| Magazine Luiza   | <i>E-Commerce</i> | B3      | 30.150                        | Privado                  |
| PagSeguro        | <i>Fintech</i>    | NASDAQ  | 28.339                        | Brasileiro               |
| Cielo            | <i>Fintech</i>    | Privado | 23.770                        | Privado                  |
| Stone Pagamentos | <i>Fintech</i>    | NASDAQ  | 23.300                        | Pulverizado              |
| B2W              | <i>E-Commerce</i> | B3      | 17.190                        | Privado                  |
| Nubank           | <i>Fintech</i>    | Privado | 15.507                        | Pulverizado <sup>2</sup> |
| Mobile           | Diversos          | Privado | 9.424                         | Pulverizado <sup>2</sup> |
| iFood            | Logística         | Privado | 4.846                         | Privado <sup>2</sup>     |
| Arco Educação    | Educação          | NASDAQ  | 4.730                         | Privado                  |
| TOTVS            | Software          | B3      | 4.630                         | Pulverizado              |
| Linx             | Software          | B3      | 4.300                         | Pulverizado              |
| Banco Inter      | <i>Fintech</i>    | B3      | 3.804                         | Privado                  |
| 99               | Transporte        | Privado | 3.700                         | Chinês                   |
| Senior Solution  | Software          | B3      | 301                           | Pulverizado              |

1-Cotação em 27/11/2018 ou última transação.; 2-Estimativa

Mas o setor no qual o Brasil deve apresentar dezenas de unicórnios parece ser o das *fintechs*. Devido ao alto custo ligado à baixa competição, ao fato de que quase todos possuem um smartfone mas poucos possuem cartão de crédito e conta bancária, ao fato de que a inadimplência é um risco relevante e que há grandes limitações regulatórias, temos um ambiente propício a inúmeros inovadores, que devem trazer forte redução de custos e ganhos de eficiência à economia. E o Banco Central tem tido um papel relevante na medida em que mantém o controle, mas está modernizando e simplificando algumas exigências. A conta bancária digital, por exemplo, é um grande salto vis à vis a burocracia anterior. Empresas como a Agibank precisam basicamente de um número de telefone e foto do usuário, além de outros dados que podem ser enviados pelo próprio telefone. Esta empresa, aliás, apresenta um crescimento da sua base de 5% a 10% ao mês e está entrando no mercado dos EUA. Um exemplo prático de redução de custos é a quase extinção de aluguel de máquinas e a redução da taxa de antecipação de recebíveis para 1% ao mês, o que ainda é um pouco alto (CDI +6%) para um risco baixo – a venda no cartão de crédito é garantido pelos próprios bancos emissores.

Com o ganho de relevância do setor, o Brasil tende a se consolidar como o centro gravitacional de TI na América do Sul, com possibilidade de ter algumas empresas globais. O mercado de M&A tende a se sofisticar, o setor financeiro como um todo também e a bolsa tende a ganhar dezenas de novas empresas. Apesar de que um grande risco é a perda deste segmento para a NASDAQ, uma vez que alguns bancos argumentam que nos Estados Unidos há uma quantidade enorme de investidores dedicados a tecnologia. Neste ano, foi o caso da PagSeguro, Stone e Arco Educação. Mas acreditamos que há um

grande espaço para este setor na B3, pois com taxa de juros baixa e um mercado mais dinâmico, com dezenas de gestoras independentes com mais R\$5 bilhões de ativos, há espaço para essas empresas.

Assumindo que o Brasil tenha uma economia mais tranquila pelo menos nos próximos 12-18 meses, acreditamos ser possível pelo menos 10 aberturas de capital de empresas de TI por ano. Na lista dos próximos 6 meses, temos as seguintes possibilidades: TIVIT, Agibank, Multilaser, iFood, Movile, Nubank, Stefanini, UOL Diveo...

## Perspectiva Mundo: Neutro

### EUA: Neutro/Negativo

A contenda comercial dos Estados Unidos com a China continua a avançar, com a ampliação de sobretaxas para quase todo o comércio dos dois países, entrando agora em uma fase mais sensível onde diversos produtos de tecnologia serão impactados se as alíquotas forem mesmo implementadas. No caso do icônico iPhone, a taxa será de 10%. E para outros produtos a taxa de importação subirá para 25%. A China tenta contra atacar penalizando os produtos americanos, mas o grande prejudicado é a agricultura, uma vez que a China importa pouco e pouco manufaturado. Sabemos que o esporte de 9 entre 10 analistas é criticar o presidente americano, mas nesta contenda entendemos que a pressão é razoável. A China na prática se utiliza de barreiras tarifárias ou não tarifárias para trazer benefício à própria indústria e às próprias empresas, relegando ao resto do mundo o papel de fornecedor de commodities. É só observarmos o caso da soja. O Brasil praticamente não consegue exportar carnes para a China que compra milhões de toneladas de soja para ela mesma produzir a sua própria carne.

Mesmo que tenhamos algum acordo no caminho (durante o G-20 em Buenos Aires foi anunciado uma “trégua” de 90 dias, com manutenção da sobretaxa de 10% dos EUA), nos parece razoável que tenhamos as seguintes resultantes do contencioso sino-americano:

1. Alta dos preços de vários produtos nos EUA e com isso uma alta da inflação;
2. Redução das margens de empresa baseadas no modelo de design nos EUA e produção na China, do qual a Apple é um claro exemplo;
3. Redução da produção industrial chinesa e das exportações chinesas em 2019;
4. Aumento relevante do default de empresas exportadoras chinesas, especialmente as médias e pequenas com grande dependência de exportações aos EUA;
5. Transferência de parte da produção baseada na China ao longo dos próximos 12-36 meses para outros países asiáticos, para a América Latina e para os EUA, como estratégia das corporações de reduzir o risco político;
6. Redução de investimento estrangeiro na China com vistas a criar novas bases de exportação.

Como os Estados Unidos continuam com um cenário benéfico devido ao estímulo fiscal com a redução de impostos no final de 2017, é provável que passe ao largo desse ruído, com exceção do setor agro, que por ironia foi um dos grandes apoiadores de Trump. Muitos estão literalmente sentados na produção, armazenando soja e milho em qualquer lugar. E é muito provável que milhões de toneladas sejam perdidas por apodrecerem devido a más condições de armazenamento. Como os EUA são o grande competidor do Brasil na área, diria que os produtores brasileiros estão como aqueles jogadores de Fortnite (o jogo mais popular do momento) que ficam vendo os adversários se matarem enquanto estão seguros em seu esconderijo...

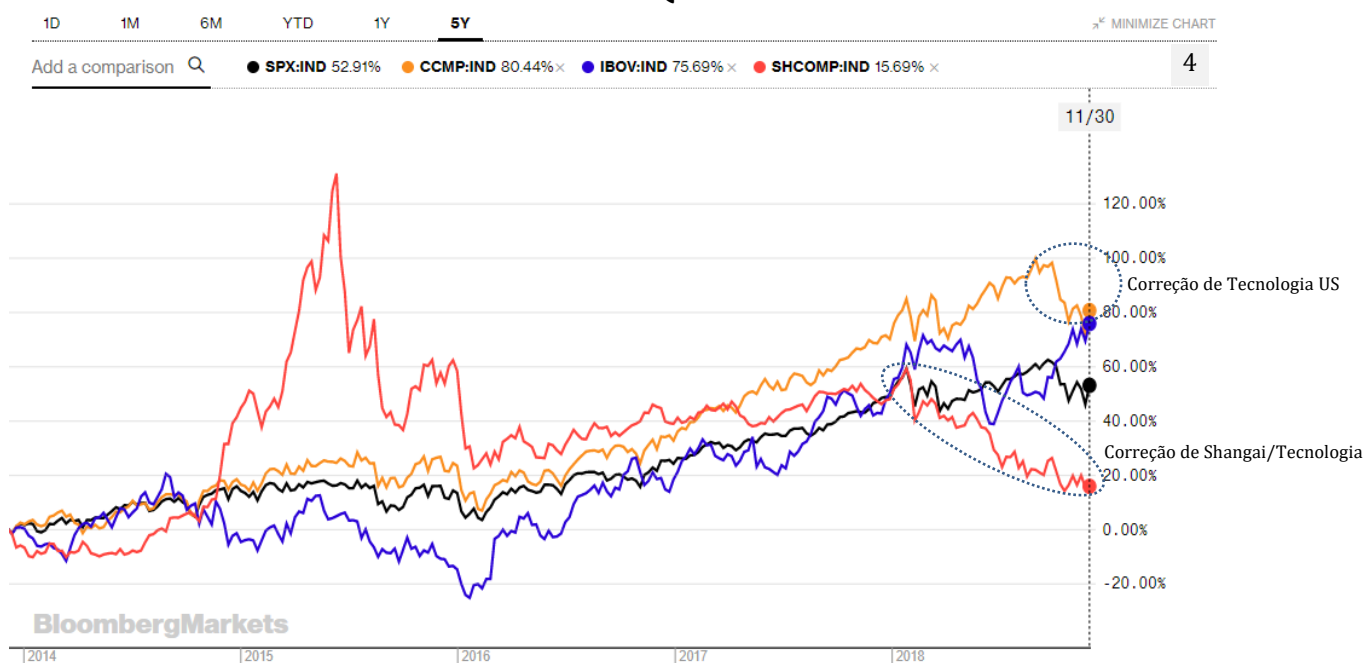
Por outro lado, a grande fortaleza americana, seu mercado de capitais, começa a expor suas fraturas após vários anos de forte crescimento, conforme podemos observar no gráfico 4. Como já colocamos anteriormente, entendemos que esta queda do mercado americano é até positiva ao Brasil, uma vez que o grande competidor do país por capital não é mais outro emergente e sim o mercado de tecnologia americano, que atingiu níveis exorbitantes de *Valuation* e tem aceitado e premiado estruturas de



governança horrendas, como já mencionamos anteriormente em relação ao Facebook, que por coincidência está sendo amplamente questionado, inclusive o seu CEO, que está sendo pressionado a melhorar essa mesma governança, deixando a presidência do conselho (será?).

Segundo uma das análises gráficas básicas do mercado, boa parte das empresas de TI entrou no “*bear market*”, ou mercado em tendência de queda, após os ativos caírem mais de 20% do seu pico. E isso se aplica a todas as FAANGs – Facebook, Apple, Amazon, Netflix, Google (que agora se chama Alphabet). Além da questão gráfica, temos como pano de fundo o fato de que nada dura para sempre e as empresas de TI, ao contrário do que muito analistas projetam, uma hora tendem a tornar-se empresas maduras, com baixo crescimento ou até queda. No caso da Apple, por exemplo, a limitação de salto na tecnologia, o aumento da competição e o amadurecimento do mercado tendem a acabar com o forte ciclo de alta de resultado da empresa. Além disso, nos últimos anos a melhoria de receita se deu pela alta de preços dos produtos, tentando “tirar até o osso” da gordura que empresa tem pelo seu ecossistema e a marca. E cada uma das outras tem o seu enredo, mas que basicamente indica que a situação de grande crescimento e aumento de margens ficou para trás.

### Bolsa: SPX e NASDAQ x Brasil e China



Evolução dos índices S&P 500, Nasdaq 100, Ibovespa e Shanghai Composite em 5 anos. Fonte: Bloomberg.

### China: Negativo

Os últimos 3 meses estão consolidando a percepção de que a China tende a uma forte desaceleração devido à pressão comercial dos Estados Unidos, dentre outros fatores. Os principais indicadores – produção industrial, vendas do comércio e investimento – continuam em desaceleração ou em níveis que são os menores em 20 anos (em termos de crescimento anual). Uma indústria que simboliza a mudança do ritmo da economia é a de automóveis, que caminha para a primeira queda nas vendas em mais de 10 anos, como podemos observar no gráfico 5. Em outubro de 2018 as vendas caíram 11,7%

na comparação anual, algo chocante para o padrão de desempenho chinês, e preocupante diante de uma tendência de piora nos últimos meses.

Um efeito que pode enganar um desavisado, é que a briga comercial com os EUA é até positiva no curto prazo, na medida em que clientes procuram comprar mais do que precisam para evitar as tarifas que estão entrando em vigor. Com isso, as exportações continuam relativamente fortes, mas se não houver uma solução negociada até 2019, o impacto será duro e inevitável, com a entrada da tarifa de importação de 10% para quase todos os produtos importados pelos EUA que ainda não estavam sofrendo restrições. Basicamente todos os eletrônicos bacanas que os brasileiros estão acostumados a comprar devem entrar nessa última lista, de smartphones a laptops. A trégua anunciada no início de dezembro deve atenuar, mas não reverter a piora em 2019, uma vez que a demanda futura será menor que a atual ao retirar a antecipação de compras, além do que os clientes tentarão colocar em prática a estratégia de diversificação do fornecimento, conforme já destacamos.

E é fato que o cenário de riscos para as multinacionais mudou e elas tendem a direcionar a produção de seus produtos para outros países, reduzindo no *market share* do “*made in China*”. E o país asiático está em meio a este duro golpe ao mesmo tempo em que tem de lidar com um alto nível de endividamento tanto privado como de governos regionais. O país é uma grande bicicleta, onde se parar, pode cair. Além disso, o bônus demográfico agora é déficit, uma vez que a população atingiu seu pico devido à política de 1 filho, criada décadas atrás pelo regime comunista. E o pilar de crescimento econômico é crescimento da população x crescimento da produtividade. Em relação ao último, é visível para qualquer um que visite ou leia sobre o país o quão grande tem sido o salto, dado que provavelmente tem a melhor infraestrutura do mundo em quase tudo – aeroportos, energia renovável, metrô e trens de alta velocidade etc. Mas mesmo isso tem seus limites, que já comentamos aqui diversas vezes.

## China: Evolução das vendas mensais de automóveis



SOURCE: TRADINGECONOMICS.COM | CHINA ASSOCIATION OF AUTOMOBILE MANUFACTURERS

Volume vendido em unidades. Fonte: *Tradingeconomics.com*; *China Association of Automobile Manufacturers*.

## América Latina: Neutro/Positivo

Um evento relevante dos últimos meses na região foi o acordo de livre comércio entre Brasil e Chile, que modernizou e ampliou o anterior, que data de 1996. Este acordo permitirá uma nova expansão do comércio bilateral com este que é o segundo maior comprador do Brasil na América do Sul após a Argentina. aproximando ainda mais os dois países e permitindo mais negócio nas duas direções, especialmente para pequenas e médias empresas. Um dos pontos foi permitir a participação de empresas dos dois países em compras governamentais, além de incluir serviços dentro do acordo. Embora seja um grande cliente, a pauta de exportações para o Chile demonstra como estamos a anos luz de um perfil bem estruturado. Salvo veículos, o destaque é petróleo e alimentos, ou seja, só commodities.

Fazendo um balanço de 2018 em relação ao comércio exterior do Brasil com a região, podemos concluir que foi um desempenho fraco, com alta de apenas 2% nas exportações, puxado pela queda das vendas para a Argentina devido à recessão em que o país entrou após a sua maxidesvalorização da moeda e alta de juros. No acumulado de janeiro a novembro de 2018, a região atingiu 16% das exportações do Brasil, sendo 7% representados pela Argentina (ou seja, quase 50% do total), conforme observamos no gráfico 6.

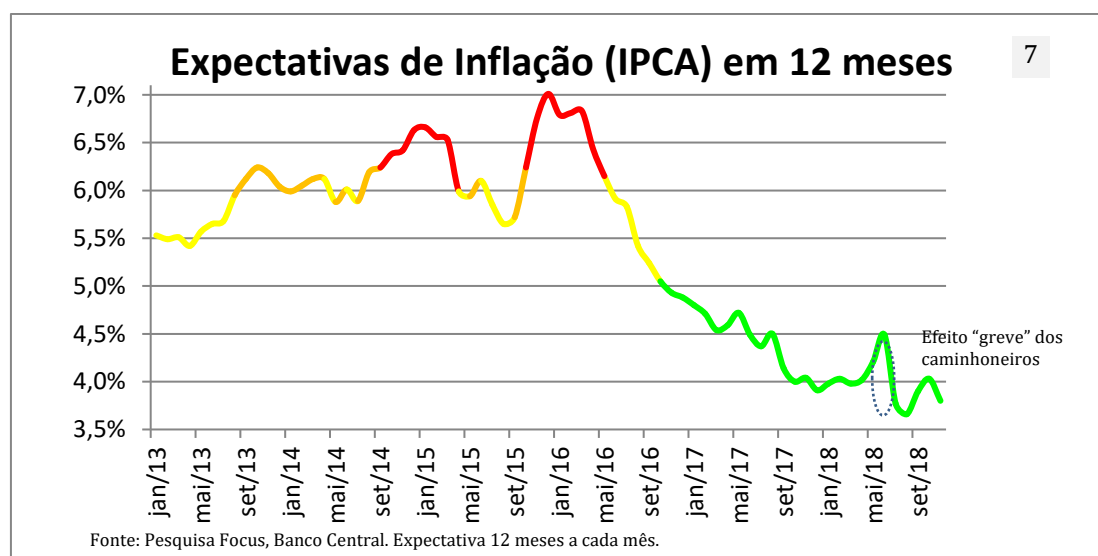
A reunião do G-20, ocorrida no final de novembro na Argentina, também foi um ponto alto na região, marcando a primeira vinda de Trump para a América do Sul desde que assumiu o poder. Buenos Aires literalmente parou para receber as 38 comitivas dos 19 países mais ricos do mundo mais a União Europeia. O país aliás, precisa urgente de apoio dos seus parceiros e do clima para se reerguer da forte seca de 20-17 e da maxidesvalorização cambial, que trouxe a inflação para cerca de 45% em 2018 (segundo dados do O Globo) e forçou o Banco Central a trazer a taxa de juros para estratosféricos 60% - na realidade chegou a superar 70% e agora está voltando. Junto com a Venezuela, é a única economia em recessão no momento na região.



## Perspectiva Brasil: Neutro

O mês de outubro foi de forte reversão positiva do mercado financeiro, que trouxe a taxa de juros e a bolsa para níveis pré “greve” dos caminhoneiros. O dólar, no entanto, ainda ficou acima de R\$3,70, tendo como motivação principal o ceticismo do investidor estrangeiro com o novo presidente. Aliás, este é um fenômeno novo. Historicamente, nos últimos 15 anos, o investidor estrangeiro sempre foi o otimista e o local o cético. No limiar de um novo ano e novo governo, podemos resumir os principais pontos relevantes com impacto no desempenho da economia:

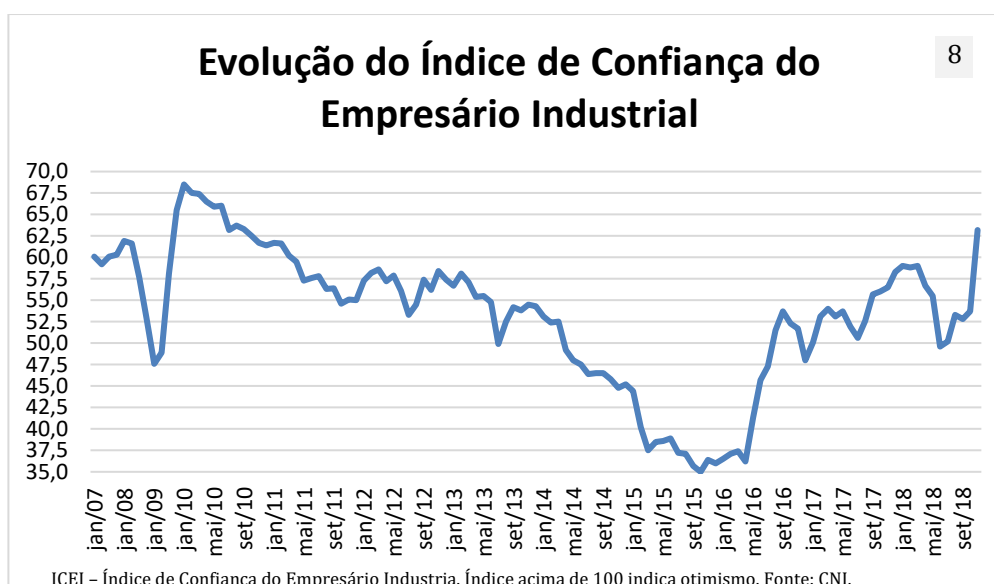
- 1.Reformas: no país precisa de modo urgente aprovar a Reforma da Previdência, além de mudanças importantes no funcionalismo público (fim da estabilidade e de promoções automáticas estão na pauta) e redução do engessamento do gasto público. Esta é uma briga para os primeiros 6 meses;
- 2.Inflação: benigna para o novo governo após a queda do petróleo. Regime de chuvas mais uma vez será relevante para o preço da energia, uma vez que o nível dos reservatórios ainda é baixo;
- 3.Estatais: o governo Temer fez um ótimo trabalho de despertização das estatais, mas ainda há bastante espaço para ganhos de eficiência. O lado bom para o novo governo é que o ritmo já é positivo e certamente os empregados dessas empresas já estão encampando um novo *mindset*, onde acabou a mamata. Mas muita briga ainda existe, como podemos observa na Amazona Energia, que é um escândalo de sangria do dinheiro público e no qual há inúmeros lobbies contra a privatização;
- 4.Atividade: níveis de confiança voltaram as máximas de alguns anos, sinalizando uma aceleração do consumo nos próximos meses.



Como podemos perceber em relação a alguns pontos relevantes, a dinâmica da economia é positiva, mas ao mesmo tempo o governo tem uma faca no pescoço que não pode ignorar, e os primeiros 6 meses de 2019 tendem a ditar o que serão os próximos 4 anos.

## Atividade: Neutro/Positivo

Com toda a incerteza eleitoral e o “show” dos caminhoneiros que deixaram o país refém em maio, 2018 foi de certa forma um ano perdido pelo menos até o início de outubro, quando a perspectiva de derrota da esquerda deu um alívio generalizado para quem importa no Brasil: quem trabalha (ou quer trabalhar) e quem gera emprego e investimento. Do outro lado, quem só quer seu bolsa isso e aquilo está um pouco mais preocupado. Nada demonstra melhor a mudança de humor da parte do país que importa do que o nível de confiança medido em novembro, que explodiu pelo telhado, literalmente, atingindo o maior nível em 8 anos (vide gráfico 8). Estamos há tanto tempo reféns de alguns, que sequestraram o Brasil dos brasileiros, que se tivermos simplesmente paz e pararem de atrapalhar, as coisas já andam per si. Esta é a sensação de muitos, de alívio, mudança no modus operandi da política e da gestão pública.



Mas acreditamos que a alta da confiança deve impactar mais investimentos que o consumo no cenário de 12 meses, pois a situação de crédito tende a continuar como limitante de grande parte da população. O nível de endividamento do consumidor, que já abordamos em relatórios anteriores, ainda continua muito alto e as taxas de juros de operações de crédito ainda continuam no seu mundinho próprio, ignorando a menor taxa de juros da história. Somente o aumento da competição, que esperamos vir de *fintechs* e cooperativas de crédito (estas continuam, crescendo acima de 20% suas operações de crédito), pode mudar este mercado assim como já está mudando de modo relevante o setor de pagamentos, com forte redução no custo de aluguel de maquininhas e de taxa de juros na antecipação de recebíveis, onde o novo normal é de taxa de 1% ao mês, ante 3% ou mais há 1-2 anos atrás. Uma outra fonte de competição pode vir do Banco do Brasil e da Caixa, que estão se tornando mais eficientes e podem incomodar um pouco mais os bancos privados saindo do seu mundinho de funcionário público e competindo mais pelo setor privado da economia. Os nomes aventados para a gestão nos indicam um otimismo quanto à futuros ganhos de eficiência das duas instituições, continuando aprofundando o trabalho que vem sendo realizado nos últimos 18 meses.

Com os gastos sociais tende a ficar congelados e os gastos com funcionalismo público idem, é provável que as regiões com maior atividade econômica – leia-se Sudeste, Sul e Centro Oeste – tendem a superar as regiões mais dependentes de subvenções. Aliás, uma tônica do próximo governo, espera-se é uma redução do tamanho do estado no PIB, permitindo um maior dinamismo da economia.

## **Emprego: Neutro**

O desempenho do emprego ao longo de 2018 ainda é frustrante, especialmente em relação à criação de empregos formais. É inegável que a mensagem subliminar é que muitos dos agentes econômicos, em especial as pequenas e médias empresas, que são os grandes empregadores, ainda estão machucados após 4 anos muito duros de desempenho econômico. E muitas vezes o setor público, que usualmente sempre atrapalha, pode se superar. Para citar um exemplo, a cidade de Fortaleza criou um novo Código Tributário Municipal, criando uma taxa de licença a estabelecimentos como comércio, padarias etc, de modo draconiano. Depois de muito estresse, chegou-se a um acordo, mas é aquele famoso bode na sala. No final, o estado colocou mais um peso para a mula do empresário privado carregar e para fechar a conta, vai ter que sacrificar outras coisas, inclusive emprego...

Para 2019 deveremos ter uma continuação da melhoria, mas tende a ser aquém do que muitos gostariam. O Brasil perdeu muita produção e sofre uma pressão para manter e conquistar mais ganhos de produtividade, o que coloca as empresas em uma posição onde talvez trabalhem com a mesma equipe mesmo vendendo 10% mais, sob pena de não rentabilizar o negócio. E o uso da tecnologia tem ganhado cada vez mais tração. Além disso, podemos esperar mais demissões nas empresas estatais, onde o emprego é formal, na medida em que a nova equipe econômica continuará o processo de despetização do estado.

## **Governo: Neutro/Positivo**

As eleições de 2018 foram um verdadeiro tsunami eleitoral, com renovação de cerca de 80% de 2/3 do Senado (cadeiras que foram renovadas) e pouco mais de 50% da Câmara dos Deputados. Conforme colocamos no início do relatório, é fim da era Diretas Já. Saio toda a preocupação com a social democracia, direitos humanos etc., e entra um sentimento mais prático de menos estado, zero de corrupção, menos direitos para presos etc. A mudança está sendo tão relevante que é geracional. Conforme citamos em um post no Blog do Analista, estimamos que a idade média do Senado renovado seja 20 anos inferior à anterior. Citamos inclusive o exemplo do Senado em SP, no qual saiu Aloysio Nunes de 73 anos para a entrada de Mara Gabrilli, de 51. É o mesmo partido, o PSDB, mas são perfil completamente diferentes. O Senado talvez seja a casa mais emblemática, porque desde a redemocratização, o PMDB sempre teve uma posição relevante, com cerca de 20 senadores ou mais, e quase sempre teve a presidência da casa. Os líderes de sempre, com exceção de Renan Calheiros, estarão fora. Então nesta casa, com certeza, as práticas vão mudar.

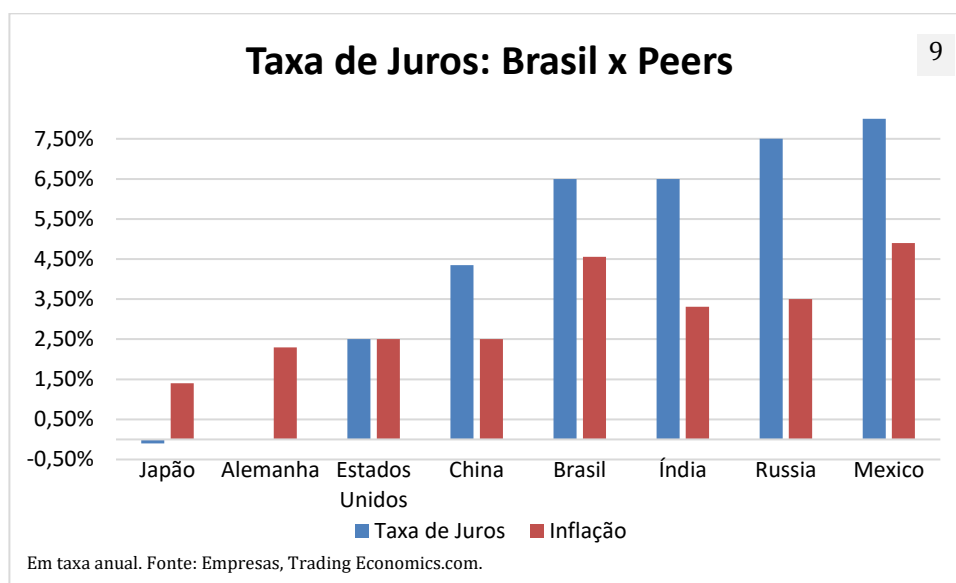
Mas é importante ressaltar que quando falamos de guinada à direita e colocamos algum otimismo com as mudanças, estamos fazendo um certo exercício de fé. Só para citar um exemplo: acreditar que o novo senador por SP, Major Olímpio, que sempre esteve alinhado a partidos de esquerda e tem como principal pauta defender direitos e salários de policiais é uma pessoa alinhada à direita, ou seja, a favor

de um estado menor, da redução das benesses de servidores públicos etc., é algo que será interessante de observar ao longo das “provações”. Vale ressaltar que a emergência de Bolsonaro, de certa forma, nos lembra um pouco a força de ACM na Bahia, onde 99% da bancada se elegia por estar alinhado à ele e votava como ele mandava. E isso é verdade para parte relevante da bancada do PSL, na qual muitos inclusive adicionaram Bolsonaro à sua menção na propaganda política (“Fulano Bolsonaro”). Mas que está cheio de Kaddafi alistado em ONG de direitos humanos na África, isso está...

Também é muito importante ressaltar que ex romantismos, o Bolsonaro historicamente sempre foi um político desprezado e pouco relevante, sem representar uma clara fonte de liderança. De certa forma, podemos bem compará-lo com a ex-presidente Dilma, com a vantagem de que o Bolsonaro pelo menos admite que não entende nada de economia e terceirizou o assunto para alguém respeitado pelo mercado financeiro, o Paulo Guedes. Então, temos um arranjo que foi bem-sucedido para a eleição, mas que terá que ser provado na gestão de governo. Falar que todos os gestores de então são corruptos ou incompetentes e que o entrante tem uma fórmula mágica é plantar o autoengano. A sorte do novo governante é que parte importante do trabalho sujo de despetização quer queira quer não foi feito no último ano e meio. Mas é imperativo fazer a reforma da Previdência e uma Reforma da Gestão do Governo. É imperativo, em bom português, ferrar o aposentado e ferrar o funcionário público. Que nada mais é do que colocar ambos dentro de uma lógica mínima de racionalidade, sem privilégios, tornando todos os cidadãos iguais perante a lei.

Analisando as demais escolhas de ministério, o grande destaque é sem dúvida Sérgio Moro, que junto com Paulo Guedes forma a dupla de imexíveis do governo. Então na área econômica e na área da Justiça o governo tem uma estrutura 9 a 10. Em outros ministérios relevantes como Agricultura, as escolhas também foram boas. Mas está claro no geral que há algo disfuncional, com muitos militares, o que é totalmente dispensável. Se militar fosse bom gestor, as grandes empresas estariam cheias deles nas diretorias ou nos conselhos de administração. O lado bom que é sempre preferível um militar OK a um político tarimbado, especialmente se for um padrão política antiga. Outra conclusão que chegamos é que a articulação política é o ponto baixo do governo, se é que ela existe. Os ministros políticos escolhidos não devem representar 25% do Congresso, e a articulação política parece ser muito fraca. Então temos um espaço para decepção em relação ao Congresso. Não podemos minimizar este risco. A aprovação das reformas definitivamente não vai ser um passeio no parque. Está muito mais parecido com um jogo parrelha de basquete, onde só vamos saber se será vencedor ou perdedor quando o cronômetro terminar de contar...

Um grande ponto a favor do governo é que a casa está mais arrumada com uma taxa de juros mais decente, que permite ao Brasil começar a ser comparado às maiores economias do mundo, como podemos observar no gráfico 9. E como a inflação está em ritmo positivo, com níveis em torno de 2% ao ano nos núcleos (excluindo itens mais voláteis como alimentos e combustíveis), é uma questão de tempo para bater na economia e estimular um maior crescimento, contanto que no governo faça pelo menos parte importante da sua lista de “To Dos”.



Dentro dessa lista de “To Dos”, ainda há um longo caminho na privatização e melhoria de gestão das estatais. Mesmo após a boa evolução das gestões em empresas como Caixa, Banco do Brasil e Correios, ainda há um longo caminho. Além das estatais em si, fala-se de redução de estrutura em órgãos como o BNB e o BASA, que historicamente têm sido excelentes para os seus funcionários, não necessariamente para o povo que os banca. Mas é uma pena que mesmo com um time teoricamente liberal ainda continuamos a manter vacas sagradas. Não há nenhuma motivação racional para o país ainda ter o BB e a Caixa como estatais, por exemplo. Se são considerados estratégicos, que o governo mantenha uma posição relevante – digamos 30%, mantenha *golden share* e torne as instituições *Corporations*. Para uma mesma empresa, só o fim das amarras da lei de licitação deve trazer uns 20% de ganho de valor. A mudança de *mindset* de funcionário público para empregado de uma empresa focada em retorno ao acionista, mais uns 50% a 100%. A redução brutal da corrupção, da politicagem e do amadorismo mais 100% a 200%. Ou seja, uma estatal que vale 100 pode virar uma *Corporation* que vale 800! E questões como linhas de crédito especiais podem ser oferecidas por qualquer banco mediante um contrato com o governo, que é o que já acontece atualmente para evitar subsídios dos bancos ao governo, o que é passível de punição criminal – esse foi aliás um dos pontos de responsabilização no processo de impeachment da “presidenta”...

## Investimento: Positivo

A dinâmica de um dos principais pilares da economia parece finalmente estar mudando. No PIB do 3º trimestre divulgado pelo IBGE em 30 de novembro, a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) apresentou forte alta de 7,7% ante o trimestre anterior com ajuste sazonal. E isso apesar dos desembolsos do BNDES estarem patinando, algo que torcemos que continue nos próximos quatro anos, com redução do banco e crescimento do mercado de capitais.



E na esteira ou não da mudança de governo, voltamos a ter notícia de novos investimentos relevantes, algo que estava bem raro, como já mencionamos no relatório anterior. Na tabela 10, destacamos alguns desses anúncios, que envolve setores diversos como mineração, no qual a produção é focada na exportação e o investimento da Gerdau em ampliação e modernização de usina de aço, que é focado na indústria automotiva local. Como a atual conjuntura é desfavorável à grandes incentivos fiscais, seja pela restrição fiscal seja pela descoberta de esquemas de corrupção como foi o caso do Rio de Janeiro, acreditamos que os novos investimentos deverão seguir uma lógica de mercado, ficando em estados mais fortes em infra estrutura, como é o caso de São Paulo, ou que possuem as vantagens naturais, como é o caso do Pará na Mineração e a região Sul e MS no caso de Papel e Celulose. Aliás, nos próximos 6 meses deveremos observar o anúncio de grandes investimentos nesta última região no setor de Papel e Celulose, com expansão do projeto Puma da Klabin e uma terceira fábrica da Fibria no MS, no que está se consolidando como o grande polo de produção de celulose de fibra curta do mundo.

### Brasil: Investimentos Relevantes Divulgados no 4T 2018

10

| Empresa     | Valor (R\$ milhões) | Estado | Indústria        | Descrição                                     |
|-------------|---------------------|--------|------------------|---|
| Vale        | 4.180               | PA     | Mineração        | Ampliação de Salobo                           |
| Eletropaulo | 3.200               | SP     | Utilities        | Ampliação e modernização de estrutura         |
| Vale        | 1.626               | PA     | Mineração        | Projeto de Gelado                             |
| WestRock    | 1.300               | SC     | Papel e Celulose | Ampliação de celulose e kraftliner            |
| Novelis     | 650                 | SP     | Alumínio         | Ampliação de 160 mil toneladas                |
| Gerdau      | 550                 | SP     | Aço              | Ampliação de 400 mil toneladas e modernização |
| Solvay      | 150                 | SP     | Química          | Ampliação de 6 mil toneladas                  |
| Amaggi      | 75                  | MT     | Química          | Nova fábrica de biodiesel                     |

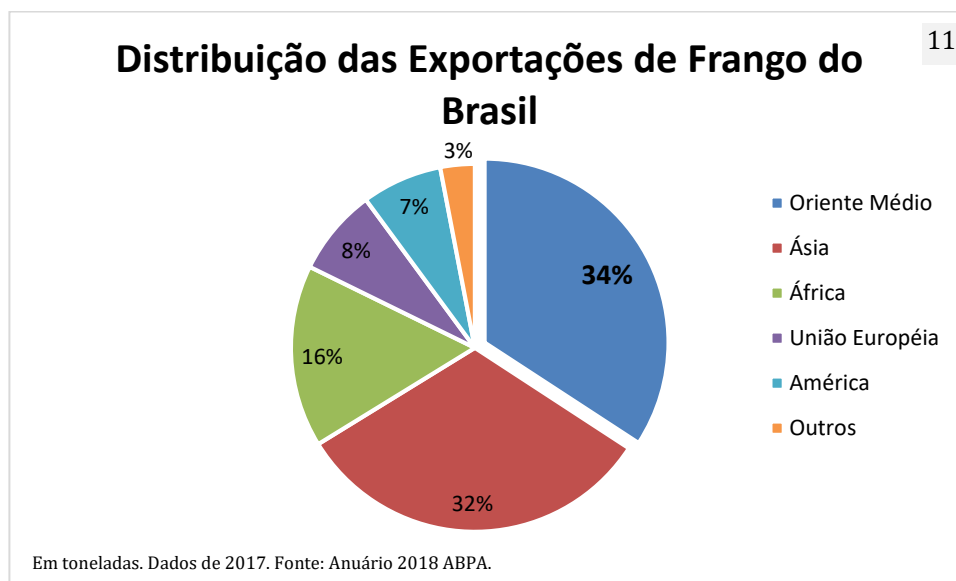
## Setor Externo: Neutro/Negativo

Se há um espaço para desastre do novo governo é a esfera internacional. O novo ministro das Relações Exteriores é um grande risco em potencial, se levar a cabo algumas declarações pessoais colocadas em mídia ao longo de 2018. Muitas das colocações, como aventar a saída do acordo do clima ou transferir a embaixada de Israel de Tel Aviv para Jerusalém são de um infantilismo e uma ingenuidade que só nos dão o conforto de constatar que as vezes quem parece medíocre, tem jeito de medíocre e fala como medíocre, é medíocre. Só que neste caso, preferimos ser felizes (que o governo não faça besteira como tememos) do que ter razão.

Vamos nos debruçar, por exemplo, em relação ao impacto do clima: o Brasil já é o país mais limpo do mundo dentre as grandes economias, com 90% da sua geração baseada em fontes renováveis, grande participação do etanol no consumo de combustíveis, a maior floresta do mundo etc. Nós somos a ponta ganhadora da valorização da causa do meio ambiente. No limite, podemos cobrar do mundo para preservar a Amazônia, a Mata Atlântica e o Cerrado, algo que de certa forma já acontece via a negociação de créditos de carbono. Um presidente do Brasil que é contra a redução do gás estufa, é o mesmo que ser contra o consumo de carne bovina e de soja.

Já a possível mudança da embaixada, nos parece simplesmente uma tentativa tosca de “eu quero ser como Trump”, com zero de simbologia e ganho político interno e tudo a perder para o Brasil, que tem

os países muçulmanos como seus grandes consumidores de alimentos depois da China, sendo quase exclusivo no fornecimento de carne Halal aos países islâmicos, com destaque para a Arábia Saudita, além de ter países como Irã e Egito entre seus maiores compradores de carne bovina, para citar dois dos produtos mais relevantes. No caso do frango, apenas o Oriente Médio foi responsável por 34% das exportações brasileira em 2017, conforme podemos observar no gráfico 11.



## Vera Cruz Análise Crítica: A conquista do Mercado Internacional

Em países como Israel, nascer pensando em conquistar o mundo é algo natural e já incorporado no DNA da grande maioria dos empresários, especialmente os empreendedores de *startups*, com destaque para TI e farma. Nos Estados Unidos, apesar do gigantismo do seu mercado doméstico, uma empresa que já não pense como multinacional é um peixe fora d'água, até porque elas naturalmente estão expostas ao mundo via as dezenas de milhões de turistas que visitam anualmente o país. Marcas como Polo Ralph Lauren ou GAP já eram conhecidas dos brasileiros décadas antes das próprias empresas estabelecerem presença no país.

Contudo, o empresário brasileiro ainda tem uma mentalidade tacanha no sentido de conquistar o mundo. Ainda contamos nos dedos as empresas brasileiras multinacionais e que tenham pelo menos 30% da sua receita com operações internacionais. Ou temos grandes empresas ligadas a commodities que são estruturalmente internacionais, como Vale, Suzano e BRF, ou temos empresas que se orgulham de serem a maior do país ou de uma determinada região.

Felizmente, temos observado que aos poucos essa mentalidade está mudando, com destaque para empresas mais novas e que geralmente possuem um investidor mais agressivo por trás, como o fundo de *Private Equity*. Dentre as empresas listadas, o grande exemplo de multinacional é a Ambev, que atua em quase todas as Américas, com exceção de México e Estados Unidos, tendo como destaque a grande operação no Canadá. No segmento de bens de capital e autopeças, podemos destacar duas empresas: a WEG, uma das líderes globais em motores elétricos, e a Maxion, que recentemente inaugurou mais uma

fábrica na Índia, as duas com mais de 50% da receita gerada fora do Brasil. Em bens de consumo, a mudança mais relevante nos últimos 12 meses foi a aquisição da The Body Shop pela Natura, que agora possui realmente uma operação global, com presença em quase todas as grandes economias do mundo à exceção da China. No setor de TI também temos algumas multinacionais, com destaque para a Stefanini, que possui presença física em mais de 20 países. Temos outras empresas como a TOTVS e, mais recentemente a Linx, mas na prática o percentual de vendas geradas no exterior ainda é pouco relevante, inferior a 20% do total.

E observamos uma nova geração de empresas que, como colocamos anteriormente, usualmente têm um fundo de Private Equity como sócio. É o caso da TIVIT (fundo investidor: Apax), que já foi listada na B3 e posteriormente teve seu capital fechado, e possui uma operação relevante na América Latina. Também é o caso da Smartfit (Pátria), que já é uma das quatro maiores empresas de *fitness* do mundo e possui 34% do número de academias em países da América Latina. Já a Biotoscana (Advent), por sua vez, é uma verdadeira multinacional latino-americana, com sede no Uruguai, listagem no Brasil e operações nos principais mercados da região.

O desafio cada vez mais é de estabelecer operações no exterior em escala relevante, com marca e tecnologia, além de ter presença local. É um pouco da estratégia que as empresas do segmento de carnes têm buscado fazer, como é o caso da JBS e da BRF, que possuem marcas locais e força de venda local, assim como a Havaianas, que está investindo em uma estrutura própria de vendas, em vez de apenas exportar para distribuidores. O ganho para as empresas brasileiras é, além do aumento da escala, ter uma diversificação de mercado, além do potencial de margens ainda maiores que as praticadas no Brasil. Para citar um exemplo do benefício da diversificação, o peso colombiano se valorizou no 1º semestre de 2018 quase 20% ante o real, mitigando em parte o risco Brasil. Então a Colômbia, apesar de ser emergente e vizinha do nosso país, tem um comportamento distinto de risco, PIB e inflação vis-à-vis o Brasil. O mesmo podemos destacar em relação a Chile, Peru e México, para citar alguns dos principais países.

## Perspectiva dos Mercados

### Bolsa: Positivo

Apesar do Brasil ser a 8ª maior economia do mundo, a sua bolsa de valores ainda é apenas a 20ª do mundo quando medido por valor de mercado das empresas listadas (o ranking na tabela 12 refere-se a uma foto de março de 2018). Parte deste desempenho deve-se a uma mentalidade geral dos empresários que ainda não é pró mercado, parte devido ao grande peso do estado na economia (uma Petrobrás privada poderia valer quem sabe o dobro), parte devido à falta de dinamismo da economia, com destaque para o setor de tecnologia que abordamos em outra parte deste relatório, e parte devido ao histórico de alta taxa de juros. Mas o ano de 2018 tem sido muito importante para uma mudança de patamar da bolsa, que após anos muito ruins começa a sinalizar um cenário melhor. O grande sinal disso é refletido no volume negociado, que na média do 4º trimestre de 2018 está em torno de R\$16,1 bilhões, um salto de 85% ante 2017. E com tendência crescente, uma vez que no ano a média é de R\$12,1 bilhões (e neste negócio não há sazonalidade de *Black Friday* ou Natal...)

| Maiores Bolsas do Mundo por Market Cap 12 |                  |
|---|------------------|
| Instituição                               | Market Cap (USD) |
| NYSE                                      | 24,22            |
| Nasdaq                                    | 11,86            |
| Tokyo Stock Exchange (TSE)                | 6,18             |
| Shangai Stock Exchange (SSE)              | 4,39             |
| Hong Kong Stock Exchange                  | 4,11             |
| Lodon Stock Exchange (LSE)                | 4,24             |
| Euronext                                  | 4,38             |
| Shenzen Stock Exchange                    | 2,69             |
| Toronto Stock Exchange (TSE)              | 2,29             |
| German Stock Exchange                     | 2,11             |
| Bombay Stock Exchange                     | 2,00             |
| India National Stock Exchange             | 1,97             |
| South Korea Stock Exchange                | 1,66             |
| Swiss Stock Exchange                      | 1,60             |
| Stockholm Stock Exchnage                  | 1,52             |
| Australia Stock Exchange                  | 1,43             |
| Taiwan Stock Exchange                     | 1,08             |
| Johanesburg Stock Exchange                | 0,99             |
| Spanish Stock Exchange                    | 0,81             |
| <b>B3</b>                                 | <b>0,80</b>      |

Fonte: stockmarketclock.com; 15 nov 2019

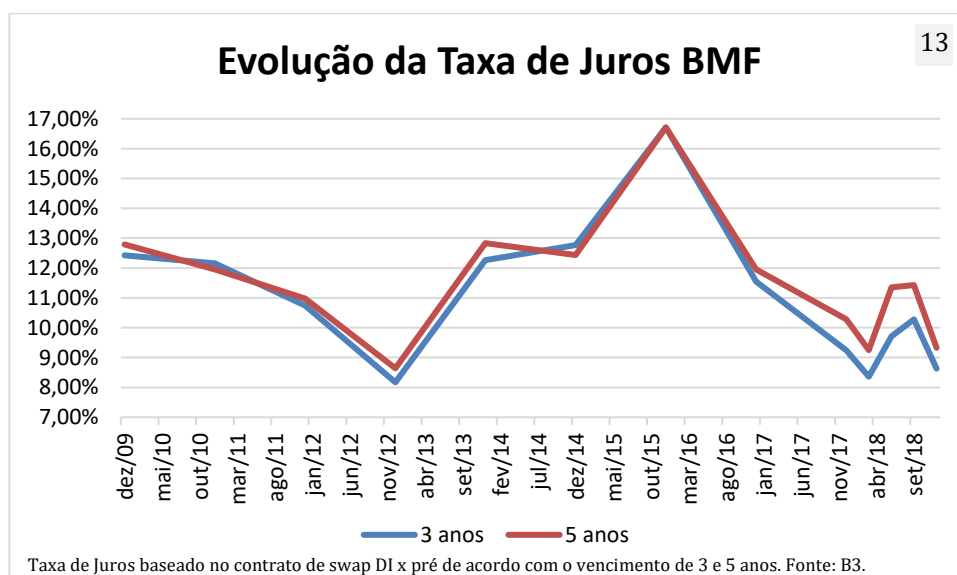
Como o cenário de governo tende a ser benéfico nos próximos 6 a 12 meses, acreditamos que bolsa possa continuar nessa tendência positiva de aumento da liquidez, valorização dos ativos e a entrada de novas empresas, fundamentais para a roda girar. Este, aliás, é um dos grandes problemas da B3.

Mercados equivalentes possuem mais de 1.000 empresas listadas, enquanto aqui temos em torno de 340 empresas, das quais apenas umas 150 possuem liquidez mais razoável, além de cobertura de vários analistas. Os últimos anos têm sido muito bons para a B3, que possui um resultado financeiro invejável e uma base tecnológica de primeiro nível, mas não têm sido bons para as corretoras, que são as empresas que intermediam os ativos em nome dos seus clientes, garantindo sigilo, além de dar a garantia financeira das operações – se um cliente não paga, a Corretora tem que cobrir a operação no seu lugar e se quebrar a B3 cobrirá a operação.

Um movimento que poderá ganhar tração ao longo de 2019 é o aumento da participação do investidor pessoa física, que está bem aquém do histórico e é muito aquém do observado em países de economia estável como os Estados Unidos. O investidor estrangeiro também ainda está arredo e pode trazer uma avalanche de recursos se o Brasil aprovar parte relevante das reformas. E para completar precisaremos de uma quantidade relevante de novas empresas para trazer novidades, como novos setores da economia sendo representados, preferencialmente com alto nível de governança.

## Juros: Positivo

Após uma forte correção positiva no mercado de juros em outubro e novembro (vide gráfico 13), a tendência para os próximos 12 meses é de mais queda da taxa de juros. Ou seja, do ponto de vista do mercado financeiro, o cenário é amplamente positivo. Isto se deve pela perspectiva das reformas e de uma ampla redução do estado através de privatizações e concessões, além da nova queda da taxa de inflação, que está rodando no seu núcleo entre 2% e 3% portanto abaixo do piso da meta), da forte queda do petróleo e do cenário benigno da energia elétrica, que pode ter o menor preço no mercado livre em pelo menos 5 anos.



Dentro dessa dinâmica do mercado, teremos dois movimentos relevantes nos próximos 6 meses: o primeiro é a reversão de expectativa de alta dos juros por parte do mercado, que nos últimos meses tinha como projeção para dezembro de 2019 uma taxa SELIC de 8%, ou seja, 1,5% acima da taxa corrente. Como a inflação está abaixo da meta do BC e do projetado atualmente pela média do mercado

para 2019, é natural que se tenha uma reversão completa desta expectativa, algo que deve acontecer até o final do primeiro trimestre. Com isso, a curva de juros deve abaixar, com queda nas taxas entre 1 e 3 anos principalmente. Este movimento já é quase líquido e certo. O segundo movimento, que já começou a ser aventado em reunião do mercado com o Banco Central em 29 de novembro, é uma possível nova redução da taxa de juros por parte do BC visto que a inflação no seu núcleo está abaixo do piso, há um enorme hiato de produto (leia-se grande capacidade ociosa da economia) e o crescimento do PIB ainda é pífio. Como o Brasil não sabe o que é ter uma taxa de juros decente, é difícil dizer para onde a SELIC poderia ir. Mas o fato é que quanto mais abrangentes forem as reformas, quanto menor for o governo e quanto menor for o BNDES e outros bancos de desenvolvimento, menor tende a ser a taxa. Na nossa visão empírica (ou seja, sem grandes estudos e cálculos econométricos), 5% talvez seja um bom nível, perseguindo 3% a 4% em um cenário de 5 anos. Mas isso, reforçamos, tem que estar casado com as reformas e um estado menor, além de ter que combinar com a política monetária de outros países, especialmente os Estados Unidos.

## **Dólar: Neutro/Positivo**

De todas as variáveis de mercado financeiro, a única que não está tocando conforme a música é o dólar. Dado a curva de juros, o nível da bolsa, a taxa de inflação e o desempenho fiscal menos ruim do governo, o dólar poderia estar facilmente rondado uma banda entre R\$3,30 e R\$3,50. Mas pela primeira vez em muito tempo, conforme já destacamos no Blog do Analista, os investidores locais estão otimistas e os investidores estrangeiros estão céticos. Então observamos aqui um cenário onde se as reformas forem aprovadas – pelo menos nos pontos mais relevantes – o dólar tende a despencar, e se as reformas forem aquém do esperado a alta tende a ficar limitada.

Um ponto importante para a precificação do ativo é a crença de parte da nova política econômica de que o Brasil tem reservas em excesso. Com isso, se o Banco Central passar a vender dólar no mercado, há espaço para queda da moeda ou uma estabilidade diante de uma muralha para se vender. Estamos falando de cerca de US\$100 bilhões dos atuais US\$380 bilhões que poderiam ser vendidos, com base em algumas declarações à imprensa e burburinhos de mercado.

## **M&A: Positivo**

Diante do cenário binário do Brasil, com risco de retorno de um governo de esquerda, as transações de M&A continuaram em ritmo mais lento, com exceção de empresas de tecnologia, que vivem um mundo à parte com grande entrada de investidores e forte competição para tornar-se o player dominante. Um mercado claro disso é o de pagamentos, dessa vez com IPOs e o de entregas, no qual a Rappi na Colômbia tornou-se um unicórnio (valor superior a US\$1 bilhão), a Loggi levantou R\$400 milhões e a iFood levantou mais US\$500 milhões.

Uma operação de destaque que está em curso e tem boas chances de seguir em frente é a aquisição da Braskem, empresa controlada pela Odebrecht em conjunto com a Petrobrás, que possui o direito de preferência, assim como o direito de vender em conjunto (*tag along*). O comprador seria LyondellBasell, um concorrente maior e mais capitalizado listado na Holanda. Esse é um negócio para algo entre R\$50 a R\$60 bilhões considerando 100% da empresa.

## Monitor de M&A e Ofertas de Ações

14

| Adquirente                | Empresa                          | Setor               | Valor da Transação (R\$ milhões) | % do Total | Tipo de Operação       |
|---------------------------|----------------------------------|---------------------|----------------------------------|------------|------------------------|
| Investidores              | Stone Pagamentos                 | TI, Fintech         | 5.700                            | 53%        | IPO                    |
| Oyak                      | InterCement Portugal, Cabo Verde | Imobiliário Insumos | 3.021                            | 100%       | Aquisição              |
| Mapfre                    | Operações da BB Seguridade       | Financeiro          | 2.270                            |            | Div. Part. Minoritária |
| Mobile, Outros            | iFood                            | TI, Logística       | 1.870                            |            | N/D Part. Minoritária  |
| 43 Concessões RN          | 3R Petroleum                     | Petróleo            | 1.744                            | 100%       | Aquisição              |
| Votorantim, CPPIB         | CESP                             | Utilities           | 1.700                            | 41%        | Part. Relevante        |
| Perenco                   | Pargo, Carapeba e Vermelho       | Petróleo            | 1.425                            | 100%       | Aquisição              |
| Virat                     | Ciplan                           | Imobiliário Insumos | 1.290                            | 65%        | Aquisição              |
| Investidores              | Arco Educação                    | TI, Educação        | 796                              | 22%        | IPO                    |
| Tencent, outros           | Nubank                           | TI, Fintech         | 780                              |            | N/D Part. Minoritária  |
| StatKraft                 | EDP PCH                          | Utilities           | 704                              | 100%       | Aquisição              |
| XP Malls FII              | Shopping Cidade Jardim, outros   | Imobiliário         | 650                              | 25%        | Part. Minoritária      |
| Softbank, Kaszek Ventures | Loggi                            | TI, Logística       | 400                              |            | N/D Part. Minoritária  |

Operações de destaque de out/18 a dez/18. Valores em R\$ milhões. Fonte: Empresas, Valor Econômico, diversos.

## Petróleo: Sem Opinião!

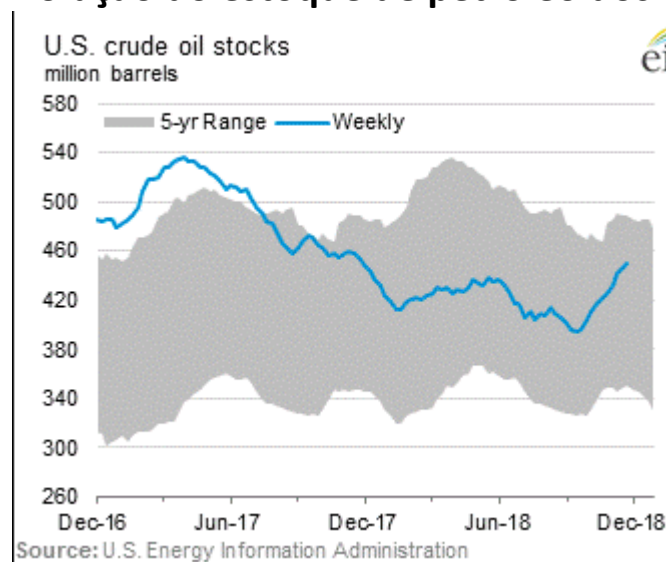
Os meses de outubro e novembro de 2018 deverão ser lembrados pelos *traders* de petróleo como um período negro no histórico da commodity, que deixou muita gente ferida pelo caminho após uma volatilidade enorme, com alguns dias de variação superior a 5%, algo raro para esse commodity, que é mais negociada no mundo e altamente relevante para inúmeras economias como a Arábia Saudita, Rússia e até os Estados Unidos, que são o maior consumidor e também o maior produtor após o salto com o *shale oil*. Com a forte queda de mais de 20%, com o WTI saindo US\$76 por barril em 3 de outubro para um nível de US\$50 por barril na última semana de novembro de 2018, o mundo ganhou pelo menos temporariamente um estímulo fiscal. Com isso, o mundo ganhou um estímulo para ampliar o consumo de outros produtos, enquanto os governos ganharam uma trégua na inflação.

Uma virada de 180 graus como essa em um período tão curto é algo inédito, ainda mais sem termos algum evento catastrófico como uma quebra da Lehman de 2008 para fundamentar uma mudança brusca de cenário. Mas se pudermos resumir de modo curto e direto, o mercado virou, com a oferta bem maior que a demanda, algo que está sendo refletido na forte alta dos estoques de petróleo nos Estados Unidos, como podemos observar no gráfico 15. O que trouxe esta virada foram alguns fatores:

- 1) produção crescente nos Estados Unidos e a partir de novembro no Brasil (apresentou alta de 8% ante outubro e deve dar um salto com novas plataformas);
- 2) surpresa com a produção do Irã, uma vez que os EUA deram *waiver* para alguns países como a China e a Índia continuarem a comprar petróleo apesar da entrada de sanções contra o país;
- 3) produção recorde de petróleo na Arábia Saudita e Rússia;
- 4) desaceleração da economia global e consequente queda no consumo;
- 5) temor com escalada da guerra comercial entre Estados Unidos e China.

Dado a pancadaria do mercado e o fato de que a decisão de pontos relevantes está nas mãos de alguns, preferimos não ter opinião. Tudo está na mesa no momento. Desde uma nova queda abaixo de US\$50 para o WTI diante de um mercado nervoso, a uma recuperação para US\$60 se o mercado comprar uma maior disciplina na produção por parte da Rússia e Arábia Saudita. Mas como o cenário tem sido chamativo para nova oferta, a história nos mostra que o risco na margem é de vir de modo repentino uma nova leva de produção. O Brasil, por exemplo, que é um destaque global em produção adicional estará elevando a produção em mais de 500.000 barris/dia entre outubro de 2018 e dezembro de 2019, ante um desequilíbrio de mercado que alguns estimam ser de excesso de 1 a 1,5 milhão de barris/dia.

### Evolução do estoque de petróleo dos EUA



15

Estoque semanal de petróleo dos EUA. Em milhões de barris. Fonte: U.S. Energy.





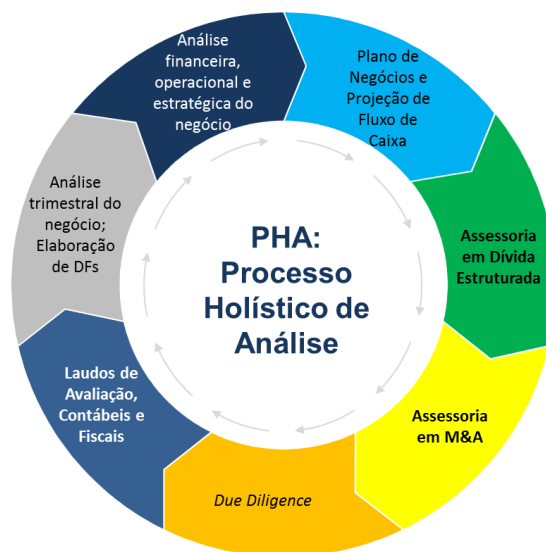
veracruz  
investimentos

---

Página deixada intencionalmente em branco

### 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 serviços de assessoria financeira para empresas, como laudos de avaliação, assessoria financeira em M&A, *Due Diligence*, atendendo desde empresas de *middle market* a multinacionais e empresas listadas na bolsa e com alta exigência de qualidade de serviço e governança.



### 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>.