

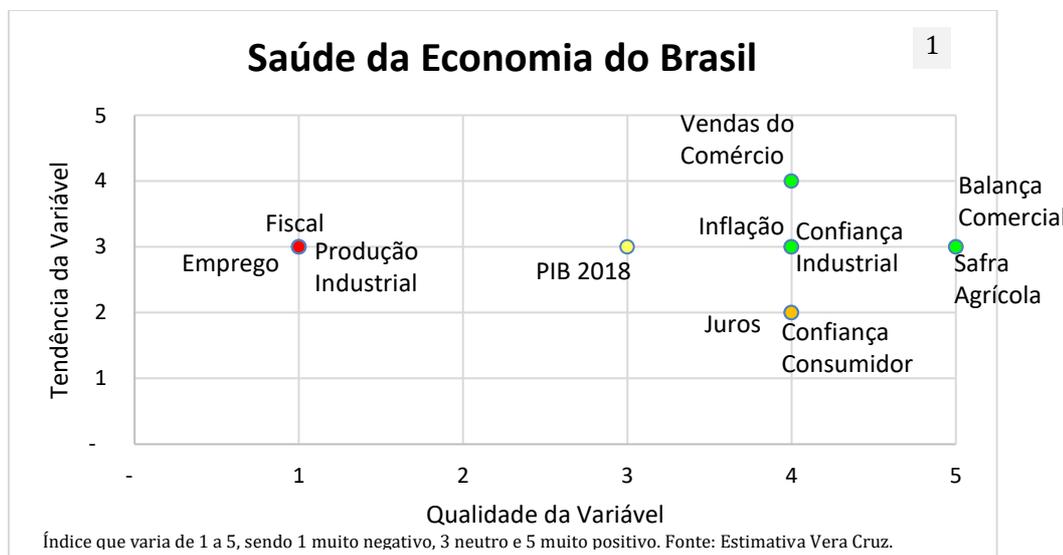
# Perspectivas - Junho 2018

## Cenário Geral: Neutro

### GOVERNO FRACO, RISCO DE RECAÍDA

O brasileiro é como um indivíduo viciado que está em clínica de reabilitação. No caso, o nosso vício é um benefício para chamar de seu. Nos últimos 2 anos o país tem passado por um tratamento de desintoxicação, mas a carne é fraca e sempre há a tentação da solução mais fácil. E com um governo fraco, podemos ter um coquetel explosivo. Vide o atropelo por um caminhão em maio... Na margem a situação econômica melhora, embora com menor crescimento da atividade, mas com um comportamento excepcional da inflação. Na ponta final, salvo para as grandes empresas, as condições econômicas ainda são penosas, e a taxa SELIC parece uma miragem ao cidadão comum e às pequenas e médias empresas. Vide o pedido de S.O.S. dos caminhoneiros... Já o segmento portador de 8 em cada 10 boas notícias, o agro, continua surpreendendo, e garantirá mais uma supersafra, com produção recorde de soja e uma produção menor, mas ainda confortável de milho. O Nordeste, região mais pobre do país, finalmente teve um regime positivo de chuvas, permitindo àqueles que vivem da terra mesmo que para a subsistência a melhor safra em mais de 6 anos, com mais milho, feijão e mandioca na mesa de casa.

E os ventos de fora não têm sido muito positivos, especialmente desde maio. Os Estados Unidos continuam gerando muitos ruídos, com destaque à contenda com a China, que tende a ter impacto negativo e inflacionário global. Outro ponto negativo da maior economia global é a tendência de alta de juros, que rompeu a barreira dos 3% (juros de 10 anos) na metade de maio. Com isso, a lua de mel do mercado com os Emergentes está “dando um tempo” e países mais frágeis como a Argentina e a Turquia têm sofrido fortes desvalorizações da sua moeda. Para o Brasil, contanto que nenhum maluco ganhe a eleição de 2018, o destino está nas nossas mãos e tende a continuar positivo.



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

1. **Eleições.** Ainda é cedo, mas pesquisas indicam o favoritismo de candidatos temerosos para uma boa política econômica. Pior que o esperado.
2. **Superávit Primário do Governo do Brasil.** A greve dos caminhoneiros trouxe um grande e inesperado custo, além de jogar na incerteza novas pressões por gastos. Pior que o esperado.
3. **Inflação.** A inflação em 12 meses até maio de 2018 se mantém abaixo de 3%. Melhor que o esperado.
4. **Política Monetária do Fed, Banco Central dos EUA.** Taxa de juros de 10 anos superou 3% e mercado indica que vá buscar 4%, motivado pela alta de juros do Fed e reversão do QE. Pior que o esperado.
5. **Política Monetária do BC.** Juros estáveis em 6,50% em 2018. Pior que o esperado considerando o cenário de inflação.
6. **Fluxo Externo.** Mudança recente com alta da taxa de juros dos EUA. Pior que o esperado.
7. **Governo dos EUA.** Muito ruído na política externa. Pior que o esperado.
8. **Produção Industrial.** Crescimento na margem ainda fraco, especialmente em setores como a indústria de exploração de petróleo e mineração. Pior que o esperado.
9. **Exportações de Manufaturados.** A exportação de manufaturado cresce de modo mais modesto. Em linha com o esperado.
10. **Nível dos Reservatórios.** O período chuvoso foi razoável, o que mantém um cenário de tarifas um pouco altas, mas com menor risco de tarifa vermelha. Em linha com o esperado.
11. **Rating (risco de crédito) do Brasil.** Após rebaixamento do início do ano, o risco Brasil na média está estável, com algum sofrimento em conjunto com os outros emergentes. Um pouco pior que o esperado.
12. **Evolução da Atividade Global.** O pico de otimismo parece ter ficado para trás e a alta de juros nos EUA e outros países emergentes tende a reduzir o crescimento na margem. Em linha com o esperado.

## Vera Cruz Análise: A taxa de juros e a redução da desigualdade

O Brasil é um dos países mais cruéis do mundo quando abordamos a questão da desigualdade. Seu sistema torto cria um Robin Hood às avessas, com pessoas mais pobres pagando mais impostos, a classe média tendo gastos aviltantes em itens como educação e saúde apesar dos altos impostos, ao mesmo tempo em que possuem uma aposentadoria limitada independente do seu salário. Por outro lado, as pessoas mais ricas possuem uma taxação módica, de no máximo 27,5%, enquanto em países com os Estados Unidos e Inglaterra a taxa chega a 40%. Mas o perfil mais cruel da desigualdade no Brasil talvez seja o canal de crédito. Há um crédito escasso e muito caro para quem precisa, e um crédito barato e amplo para quem só empresta. Além disso, o retorno sem risco, que é refletido na SELIC, historicamente sempre foi de dois dígitos, totalmente fora do contexto global, onde a maior parte dos países desenvolvidos apresenta taxas inferiores a 1% desde 2009. Há inclusive países com taxa negativa, ou seja, cobram para os recursos ficarem aplicados.

Por isso, a queda da taxa de juros para taxa inferior a 7% terá um grande impacto positivo, reduzindo uma fonte relevante de desigualdade. Mas o efeito da queda estrutural da inflação e da taxa de juros será percebido aos poucos, em um horizonte de pelo menos 12-24 meses. Do ponto de vista prático, teremos um choque cultural: é como se de uma hora para outra mudássemos de modo Brasil para o modo inglês, digamos, tendo que dirigir pela direita em vez da esquerda. O mundo vai virar de cabeça para baixo no bom sentido. O momento histórico mais parecido com este é o Plano Real, que enriqueceu instantaneamente as pessoas quando debelou a hiperinflação. O ganho agora será mais cadenciado, mas tão ou mais relevante que o Plano Real.

Do ponto de vista da inflação, muita coisa está mudando. Como os atores econômicos estão se desacostumando a aumentar preços, o aumento de preços futuro é mais difícil e as empresas são mais forçadas a buscar ganhos de produtividade. Do ponto de vista do cidadão, a vida torna-se mais previsível e a briga eterna com os preços se torna mais palatável. Um setor onde isto ficará bem claro é o de educação. A tendência dos últimos 15 anos era começar pagando um GOL de escola e terminando com uma BMW. Em alguns casos, tinha um “imbecil” adicional pagando centenas de milhares de bolsas sem nenhum critério e ao maior preço, estimulando uma inflação maior no segmento universitário. Agora que acabou a festa do FIES, há estimativas de uma redução de até 40% no médio prazo nas mensalidades, motivados por ganhos de custo via utilização de mais tecnologia.

Do lado dos juros, temos uma parcela enorme da economia formada por pequenas e médias empresas, que são responsáveis por cerca de 60% dos empregos do país. Em uma conjuntura de juros aviltantes, essas empresas praticamente sangram todo o seu resultado operacional para pagar juros, limitando a sua capacidade de investimento e crescimento. Um efeito no médio prazo da queda de juros é o fortalecimento deste pilar fundamental para o país, e que deve permitir uma alta consistente da taxa de investimento e de maiores ganhos de produtividade neste elo da cadeia. Em países como a Alemanha (*Mittelstand*) e a Itália, as pequenas e médias empresas são as estrelas da economia, com muitas delas sendo inclusive exportadoras para dezenas de países.

E para o indivíduo de classe média, o preço de carros e casas tende a cair de modo relevante com a redução dos juros e, quem sabe, chegaremos em uma situação mais parecida com a de países como os Estados Unidos. A parcela média de um carro de R\$50.000 financiado em 5 anos a 2% é de R\$1.438,

enquanto a mesma parcela a 1% ao mês reduz 23% para R\$1.112. É quase como se fosse um ganho de renda.

E quem paga a conta neste novo cenário? Nesta nova conjuntura paga a conta o rentista – o dono do dinheiro e o dono de bens como imóveis, por exemplo. E essas são as pessoas que fazem parte dos 10 a 20% mais ricos. Ou seja, neste novo cenário teremos uma transferência de riqueza ou redução da sangria dos mais pobres, que pagarão menos pelo capital provido pelos mais ricos.

Outro impacto relevante na nova conjuntura é que a presença do Governo será naturalmente decrescente e menos relevante. A razão de existir o BNDES, por exemplo, era para oferecer uma taxa de juros mais próximo de 6% ao ano porque a taxa no país era alta e precisávamos estimular investimentos mesmo em um cenário de alta taxa, que era a única forma de viabilizar projetos de infraestrutura a um custo competitivo. Como a taxa de juros básica da economia é 6%, é muito mais razoável para as grandes empresas captar direto no mercado, com menos burocracia, menos exigências de garantias e sem precisar ser amigo do Rei.

Outro efeito é no mercado de crédito para pequenas e médias empresas. Como o crédito é caro, o risco de default é maior e o apetite das empresas é menor. Com a esperada queda da taxa via spread, o custo final para pequenas e médias empresas cairá substancialmente e o limite de crédito aumentará de modo inverso. Suponhamos o caso de uma empresa que gasta R\$100.000 de juros com uma dívida que custa 30% ao ano. Se a taxa de juros cair para 15%, a mesma empresa poderia ter o dobro de dívida com o banco e ainda assim a relação de índice de cobertura (geração de caixa/juros) não mudaria.

## Vera Cruz Análise Mercado: Resultados do 1º Trimestre acelerando...

Os resultados do 1º trimestre de 2018 foram positivos mais uma vez, com destaque para as empresas não financeiras, que apresentaram uma alta de 13% na receita e uma expansão de 23% no EBITDA ajustado pelo segundo trimestre consecutivo (considerando as empresas não financeiras ex Petro, Vale e Eletrobrás, que distorcem o índice). Também vale ressaltar mais um forte aumento no lucro líquido (índice que evitamos dar muita importância por causa de distorções como valorização ou não do Real) – 113% na mesma medida – refletindo o impacto positivo da queda dos juros, além da melhoria operacional. As instituições financeiras, por sua vez, continuam patinando na receita devido à queda nos empréstimos, mas apresentaram nova expansão de 14% nos lucros (não temos a medida de EBITDA em instituições financeiras) através da redução de despesas (o destaque aqui seria O Banco do Brasil e mesmo a Caixa, que não é listada) e principalmente a menor provisão para devedores duvidosos.

Mas o que na média é positivo, esconde realidades bem diferentes por empresa e setor. A seguir alguns destaques

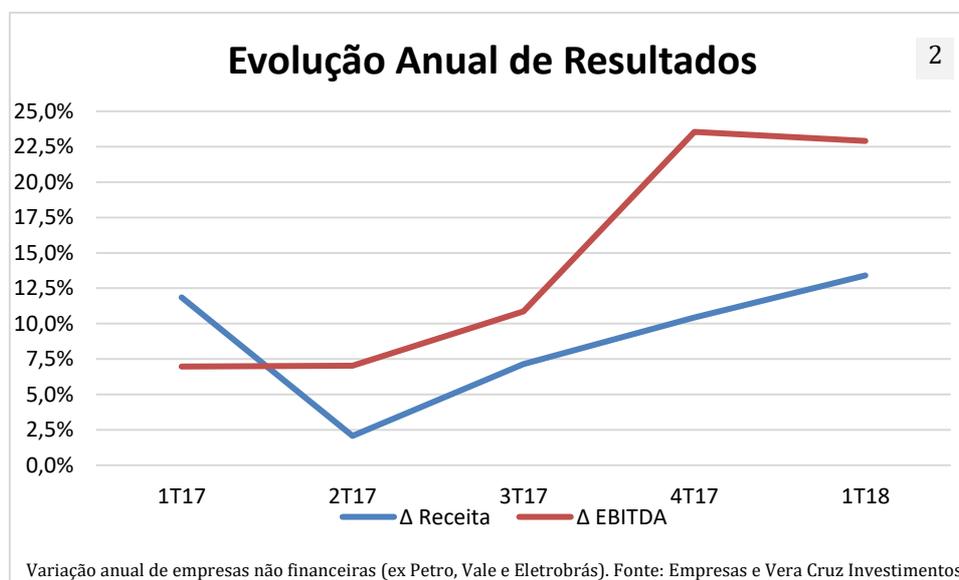
1. PagSeguro UOL: A empresa mais “quente” do Brasil listada em bolsa infelizmente não está disponível na B3, apenas na NYSE. A PagSeguro, que se vende como uma *fintech*, mas na prática ainda é uma adquirente emergente, apresentou mais um forte resultado, com crescimento de 107% na receita e 95% no EBITDA. A empresa já é cerca de 10% da Cielo em volume de transações e continua com uma dinâmica positiva pela frente. Não é à toa que foi o maior IPO do ano nos Estados Unidos (até maio) e

que tem valor de mercado em torno de US\$10 bilhões (ou cerca de R\$37 bilhões), mas que talvez seja um preço esticado uma vez que a CIELO vale em torno de R\$45 bilhões.

2.Papel e Celulose: Fibria, Suzano e Klabin, mais uma vez, tiveram um resultado excepcional, com alta de 100% no EBITDA e o 2º trimestre já promete, após a alta do dólar, uma vez que pelo menos 80% dos custos são em Reais. O setor também é o grande destaque em M&A, com a aquisição da Fibria pela Suzano. É um novo gigante de commodity brasileiro, que terá um valor de mercado próximo a R\$80 bilhões (cerca de US\$22 bilhões), próximo ao da International Paper, por exemplo.

3.Natura: A integração da The Body Shop em conjunto com o turnaround no Brasil e a continuação de forte desempenho na América Latina e da AESOP trouxeram mais um resultado que está fazendo o mercado financeiro mudar para positivo a opinião sobre a empresa. O EBITDA do 1º trimestre evoluiu 52%, refletindo, além do já colocado, melhorias operacionais na The Body Shop, o que é surpreendente para uma aquisição tão complexa. Acreditamos que a empresa tende a ser cada vez mais um player global e uma das principais listadas na B3.

4.Magazine Luiza: O ritmo da Magalu continua excepcional e a empresa é cada vez mais uma querida do mercado e todos os méritos são da sua administração. A estratégia de trabalhar multicanais parece ser bem vencedora, utilizando as lojas também como pontos de coleta e até de distribuição de produtos vendidos vis site ou aplicativo em dispositivos móveis. Mais uma lata de 29% na Receita Líquida e 30% no EBITDA. Algo que nos chama a atenção é o “pífio” investimento da empresa, de apenas R\$36mm no trimestre (para vendas de R\$4,5 bilhões), indicando que a gestão conseguiu estruturar um negócio com alto potencial de retorno do capital investido.



5.Educação: Um dos setores que mais se beneficiou nos últimos anos, baseado na ampliação do ensino universitário e em incentivo do governo como o FIES, o setor agora tem que focar na redução de custos e em estratégias de marketing mais agressivas para manter seu crescimento. A forte queda do FIES, em especial, tem sido uma dura realidade, uma vez que o governo anterior não só inundou o setor com novos alunos, como pagava altos preços pelos cursos. Com exceção da Estácio e da Somos (esta

última vindo de uma reestruturação das operações), o setor apresentou um crescimento de 0% a 10% na Receita e queda no EBITDA. Acreditamos que para os próximos trimestres este seja ainda o tom, reforçando ainda mais uma nova rodada de consolidação, mas que não envolverá a Kroton, que agora focará na aquisição da Somos e aquisições somente de ensino básico.

6.Shoppings: Um dos setores mais resilientes da economia e muito bem representado na bolsa, o setor de shopping centers sofre com uma economia ainda com grande hiato de produto e uma crescente concorrência do e-commerce. As principais empresas apresentaram no 1º trimestre uma leve queda nas vendas, com exceção da Multiplan, que possui de longe o melhor portfólio do mercado. Na margem o 1º trimestre foi pior que o 4º trimestre e não conseguimos observar nenhuma mudança positiva relevante pelo menos até 2019.

7.Saúde: Na média o setor apresentou um dos resultados mais fracos dos últimos trimestres com crescimento de cerca de 8% no EBITDA, excluindo as novatas Hapvida e Intermédica. Estas duas, aliás, são grandes candidatas a participantes dos principais índices da B3, seja pelo seu porte – as duas já estão entre as 50 maiores por valor de mercado – seja pela excelente perspectiva, com crescimento de EBITDA superior a 20%. Como o setor está muito ligado à saúde privada e esta por sua vez tem como driver o emprego formal, ainda deveremos observar um desempenho tímido ao longo de 2018. Enquanto isso, empresas focadas em eficiência e preço como as duas novatas tendem a ganhar mais mercado.

8.Automotivo: As principais empresas do setor têm apresentado forte melhoria de resultados, e algumas estão apresentando os melhores resultados da sua história, como é o caso da Tupy, uma das maiores fundições do mundo, que vende para o mercado externo 80% do total faturado. Na média houve alta de 81% no EBITDA, e além da Tupy podemos também destacar a Randon, que tem realizado diversas aquisições via a Fras-Le, uma subsidiária focada em freios para caminhões e implementos.

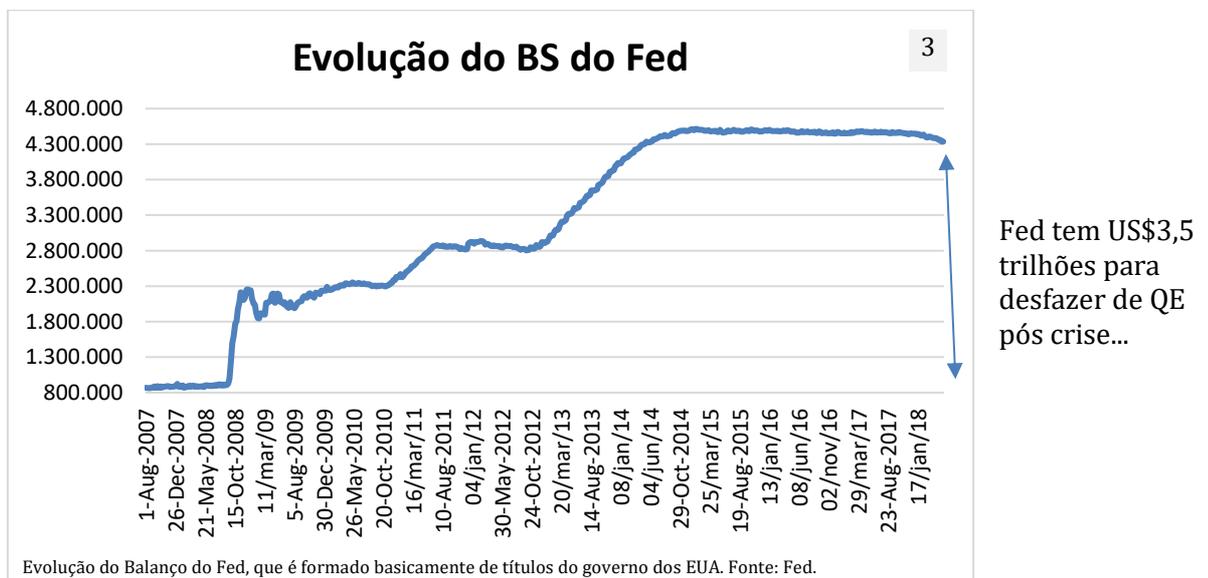
O que podemos tirar dos resultados das empresas abertas e do que observamos em contato com outros clientes e prospects e nas informações públicas, é que temos ainda dois mundos apartados. Mesmo aquelas empresas que apresentaram um resultado fraco, são um sonho de consumo para a grande maioria dos empresários. A recente mobilização no setor de transportes, por exemplo, indica esse grito de S.O.S., por enquanto uns estão no máximo com “água no pé”, outros estão pelo menos uns dois metros abaixo do nível de água...

## Perspectiva Mundo: Neutro

### EUA: Negativo

Tudo indica que, em se tratando de notícias e influências econômicas de médio prazo, o melhor ficou para trás quando se trata da maior economia global. O Fed continua subindo a taxa de juros e desfazendo o QE (já reduziu em US\$111 bilhões o total de títulos dos EUA em 2018), enquanto as pressões inflacionárias aumentam. A forte alta no preço do petróleo, por exemplo, certamente não estava na expectativa de boa parte do mercado. Com isso, a taxa de juros de 10 anos rompeu o nível psicológico de 3% ao ano e muitos analistas acreditam que tem tudo para atingir 4% ao ano, no que seria a taxa mais alta em 11 anos, pré *crash* de agosto de 2008. Não é pouca coisa. Temos uma quase geração que não sabe o que é uma taxa de juros mais normal. E com taxa de juros mais alta, o preço de todos os ativos tende a cair, incluindo ações, títulos de dívida etc.

As primeiras vítimas de uma taxa mais alta são os países emergentes que estão em situação fiscal e cambial mais delicadas. Este é o caso da Argentina, Turquia, África do Sul e Índia, que possuem déficit público alto e, mais importante déficit de conta corrente alto. No caso da Turquia, ele é superior a 5% do PIB, assim como é o da Argentina. Um índice acima de 4% é preocupante, embora tenham outros dados relevantes, como a dívida externa, que no caso do país mulçumano também é bastante alto. O que temos observado nos dois países mencionados é uma saída de dólares, que por sua vez impacta na lata do dólar, forçando o Banco Central a subir os juros para estancar a sangria. Com isso, os países tendem a ter mais inflação e a ter uma desaceleração da sua economia, em um ciclo que de certa forma conhecemos bem de “verões passados” ...



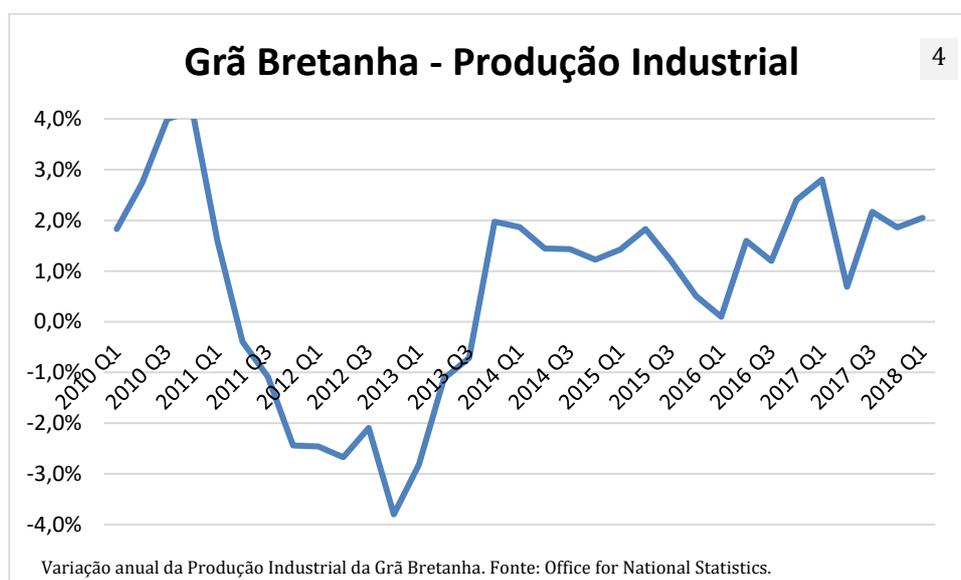
Outro impacto relevante dos Estados Unidos no resto do mundo tem sido a sua política comercial mais belicosa, onde utiliza a estratégia de jogar uma bomba e sair correndo. E uma vez que o bode ficou na sala, negocia-se para ele ir à cozinha, por exemplo. Foi o caso do aço, onde decretou-se unilateralmente uma sobretaxa aviltante para depois negociar cotas de exportação sem sobretaxa. De um modo geral este modus operandi é negativo ao crescimento global e ao país. Talvez um dos únicos pontos que

possamos concordar é a pressão para que a China finalmente abara mais o seu mercado, que há década tem uma estrutura torta, só a favor de si, como é o caso do setor automobilístico, onde as empresas estrangeiras são obrigadas a ter *Joint Ventures* (empresas de controle compartilhado) com sócios locais.

## Europa: Neutro

Após vários trimestres de boas notícias - salvo a votação do *Brexit* em 2016 pela Grã-Bretanha - a Europa parece estar desacelerando e apresenta alguns ruídos políticos, com destaque para a Itália, que está perdida com um governo de coalizão populista, que coloca em risco a solvência do país e a sua permanência na Zona do Euro. Na Espanha, por sua vez, a crise da Catalunha parece estar ficando para trás, mas o governo do (ex) primeiro ministro Rajoy foi derrubado no início de junho por denúncias de corrupção. Com isso, assumiu uma nova aliança, agora de esquerda, que tem maior risco de também guinar para uma rota menos responsável fiscalmente.

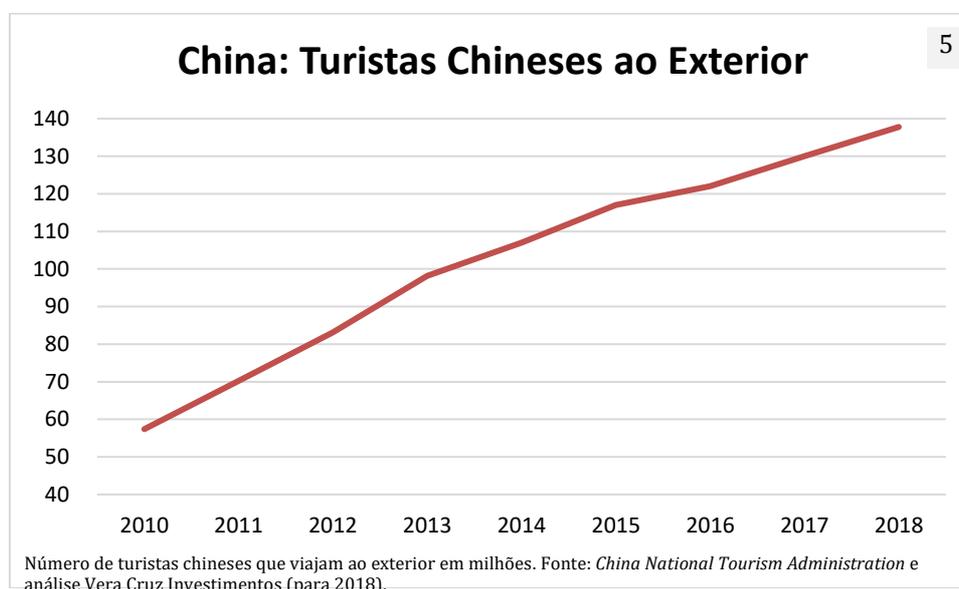
No primeiro trimestre, a União Europeia cresceu 0,4% ante o 4º trimestre de 2017 com ajuste sazonal, reduzindo o crescimento de 12 meses de 2,7% para 2,4% (EU28). Foi o desempenho mais fraco em quase 2 anos. O destaque negativo no período foi e tem sido a Grã-Bretanha, com evolução de apenas 0,1% e pífios 1,2% em 12 meses. A Produção Industrial tem patinado entre 1% e 2% e não há sinais de grandes mudanças a favor na medida em que o país ainda está no limbo da saída da UE.



## China: Neutro

A China continua em forte ritmo de crescimento, com dados na média levemente acima do esperado. O foco atual do mercado nos últimos meses está na questão da possível briga comercial entre o país e os Estados Unidos. Há um grande temor de escalada comercial, com grandes reflexos no mundo. Isto porque há uma verdadeira integração global de cadeias de manufaturas. Um celular da americana Apple, por exemplo, é construído na China com componentes de diversos países tais como China, Coreia do Sul, Taiwan e Japão. O que temos observado até o momento, conforme já comentamos na seção dos Estados Unidos, é uma concessão gradual do país asiático.

Um lado não tão observável pelo Brasil, mas que está ganhando destaque no país é a explosão de viagens internacionais dos seus habitantes. Em matéria recente da *The Economist*, destacou-se o enorme déficit da conta de viagens (gastos de turistas no exterior) e que em 2018 o saldo total de conta corrente deve chegar pela primeira vez nas últimas décadas a zero, apesar do grande saldo comercial – a conta corrente reflete a movimentação de fluxos – despesas e receitas com juros, saldo da balança comercial, despesas e receitas com viagens. E os dados são palpáveis: segundo o *Global Attraction Report 2017* da *Themed Entertainment Association* (TEA), o número de visitantes em parques temáticos no país cresceu impressionantes 20% no ano passado. Então o impacto da China como consumidor no mundo tende a ser cada vez mais sentida pelos outros países e uma grande fonte de desbalanceamento da economia global está se resolvendo.



## América Latina: Otimista

Do último trimestre de 2017 até o final de 2018, a América Latina terá assistido a uma quantidade muito relevante de eventos de eleição, especialmente presidencial. No Chile a direita já venceu, com o retorno de Sebastian Piñera. Na Colômbia a direita também deverá prevalecer no segundo turno com Iván Duque, candidato alinhado a Álvaro Uribe, ex-presidente do país. No México, pela primeira vez na história, um candidato de esquerda deverá ganhar nas eleições de julho, Andrés Manuel Lopez Obrador. De todas as principais economias da América Latina, será a única com a liderança de esquerda, em meio a uma crise de relacionamento com o forte vizinho do Norte, os Estados Unidos. É difícil ficar otimista com a perspectiva do país. Até a recente abertura do mercado de petróleo está em risco com o novo dirigente.

Mas o destaque do 2º trimestre tem sido a nova crise argentina. Após um período de lua de mel com o mercado financeiro internacional, o país entrou em um espiral negativo quando ficou claro que a inflação e o déficit fiscal não iriam melhorar de modo relevante em 2018. Junte-se a isto a enorme quebra de safra de grãos devido ao clima (algo como 40%), deste que é o principal motor de exportações e, portanto, de atração de dólares do país. É fácil colocar a culpa no atual governo, mas o presidente



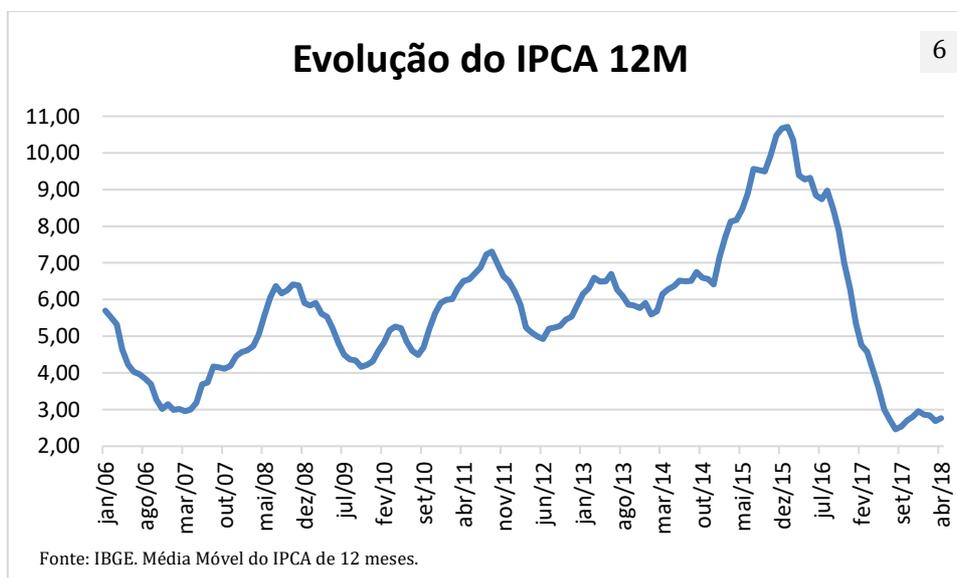
Macri tem feito uma tarefa hercúlea para tirar o país do abismo para o qual foi atirado pelo governo anterior. Se não houvesse a grande quebra na safra, provavelmente o país teria sofrido solavancos, em vez do tsunami pelo qual está passando. Se o Brasil estivesse com um dirigente forte e visionário, esta seria uma oportunidade para o país entrar junto com o FMI dando apoio ao seu principal cliente de manufaturados. Com reservas de quase US\$400 bilhões, US\$10 bilhões que se colocasse à disposição seria pouco ao Brasil e muito relevante ao vizinho. Se quisermos ampliar nosso protagonismo vis a vis EUA e China na região, precisamos começar a pensar em atitudes como esta.

No geral, a região deve passar bem pelo atual cenário de alta de juros dos EUA, uma vez que os países salvo a Argentina e a Venezuela possuem uma posição sólida tanto de reservas internacionais como de déficit público e os principais produtos de exportação estão com boas perspectivas, especialmente aqueles ligados à revolução do carro elétrico: cobre, níquel e lítio – Chile e Peru são os maiores beneficiários.

## Perspectiva Brasil: Otimista/Neutro

O grande risco do Brasil no atual momento, chama-se o povo brasileiro e as eleições. Existe um clima de revolução, contra tudo e contra todos, e de um modo geral o eleitor em princípio está pensando com o fígado e não com a cabeça. Por isso observamos pesquisas que seriam mais próprias de um show de humor do que de algo crível para quem se preocupa minimamente com uma boa gestão administrativa e econômica. Menos mal que algumas das possíveis surpresas da eleição desistira e agora temos apenas 3 riscos em potencial. A verdade é que o brasileiro médio quer algo que não existe, e ainda é muito pouco educado do ponto de vista de causa-efeito das coisas. É o indivíduo que quer menos governo, mas não pode reduzir os “benefícios” da aposentadoria; é o sujeito que quer mais oportunidade de emprego, mas não pode mexer na CLT, que é um dos maiores defeitos do Brasil, mesmo após a reforma. Mas esta é a realidade que está dada e é com ela que temos que lidar. Detalharemos mais a nossa opinião sobre as eleições no item Governo.

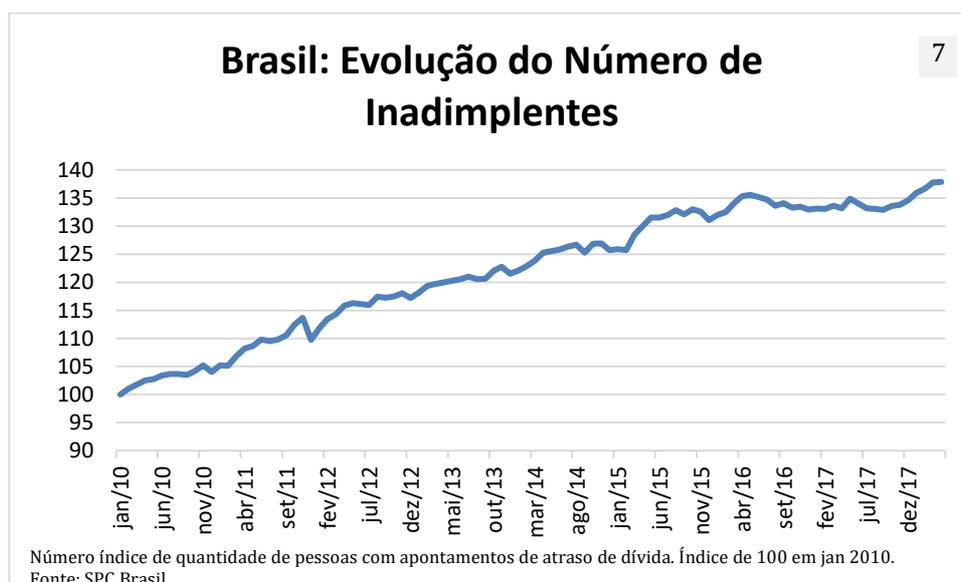
Do ponto de vista da economia, a aceleração do crescimento está vindo abaixo do esperado. Um grande vilão é, sem dúvida o canal de crédito, que está bem emperrado. Dentro dele, temos três vertentes: 1) permitiram uma concentração bancária brutal, que agora está penalizando mais a economia; 2) está ocorrendo de modo acelerado uma mudança estrutural, com forte queda no crédito direcionado, especialmente o BNDES; 3) inúmeras empresas ainda estão focando em aproveitar a capacidade ociosa ou reduzir as suas dívidas, o que atrasa o aumento de investimento. Por outro lado, que é uma causa-efeito, a inflação tem se comportado de modo excepcional, realmente inédito na história recente do Brasil. A inflação de preços livres roda em torno de 1% ao ano há quase 6 meses. É impressionante! A inflação cheia roda abaixo de 3% ao ano há quase 12 meses (vide gráfico 6). E tudo isso sem artificialismos. E dentro dos preços regulados, estamos observando uma política de mercado como jamais o país teve, como é o caso do preço da gasolina, que se move de acordo com o mercado internacional tal qual é nos Estados Unidos. Sempre tem alguém que reclama, mas é o que é. Se o preço de um item sobe, ele tenderia a desestimular a demanda e com isto ela cairia em um segundo momento e o preço também cairia. Mas vale ressaltar que o episódio dos caminhoneiros coloca esta política em risco.



O perigo recente é o dólar, que atingiu novas máximas a partir de maio. Trata-se de um movimento global, uma vez que os Estados Unidos, que teoricamente são o porto seguro do mundo, estão pagando uma taxa superior a 3% ao ano nos títulos de 10 anos, o que é o maior nível desde 2011. O Brasil tem sido atingido, mas sem preocupações em princípio. A inflação está bem tranquila, o déficit em Conta Corrente não existe mais (já falamos dele várias vezes), as Reservas Internacionais estão nas máximas históricas e o endividamento externo tanto do governo como das empresas privadas está tranquilo. O mais provável no atual cenário é um aumento das exportações e um crescimento mais contido das importações. No limite, países como os Estados Unidos e a China, que tem moeda bastante atrelada ao dólar, tendem a perder competitividade.

### Atividade: Neutro/Otimista

O primeiro trimestre foi de frustração quanto à evolução da atividade econômica. 10 em cada 10 agentes econômicos esperavam uma aceleração do crescimento da economia, refletindo a forte queda na taxa de juros, a gradual redução do desemprego etc. Contudo, como o canal de comunicação do crédito está travado e como há uma forte restrição fiscal limitando a expansão de gastos do governo, coloca-se quase toda a responsabilidade no próprio setor privado e nas exportações. O fato é que o caminho ainda é longo. Quando observamos itens como a quantidade de pessoas inadimplentes no Brasil, temos um dado ainda assustador, com 62 milhões de pessoas com alguma restrição de crédito, ou cerca de 40% da população ativa do país (vide evolução da quantidade de inadimplentes no gráfico 7). Vai ser necessário alguns anos de juros baixo e um nível de desemprego abaixo de 10% para permitir a este contingente que retorne ao mercado de crédito. Podemos assumir que esta é uma das razões de travas ao consumo. O crédito bancário, então só estaria disponível para 60% das pessoas e, com isso, a venda de bens duráveis como carros e TVs, que em sua grande maioria dependem de vendas parceladas.



Então esperamos para 2018 uma forte queda na taxa de empréstimo ao tomador final, motivado pela nova SELIC em novos empréstimos e pela redução de spreads. Observamos bancos como o Santander e o BTG Pactual, além de fintechs como o Banco Inter e o Nubank sendo bem agressivos no aumento de oferta de crédito, além da redução de juros. O Nubank, por exemplo, cobra uma taxa de 5% no seu

rotativo, enquanto os grandes bancos trabalham com 10% ou mais. Então o crédito sairá gradualmente da turma dos malvados para a turma dos mocinhos no que tange à contribuição para o crescimento da atividade.

Mesmo o setor que mais sofre com a conjuntura dos últimos anos, o de construção civil, dá sinais de que terá crescimento em 2018 acima de 10%, embora sobre uma base deprimida. Segundo o Secovi-SP, a quantidade de lançamento e vendas de apartamentos na capital paulista subiu 48% e 46% respectivamente em 2017. E como há um atraso de 6 meses a 1 ano entre o lançamento do empreendimento e o início das obras, em 2018 já teremos este reflexo. Em janeiro de 2018, por exemplo, o setor de construção civil já foi um dos destaques positivos na estatística do CAGED, com adição de 15.000 empregos de carteira assinada.

A grande draga que ainda vai continuar em 2018 – e isto é positivo – é o gasto do governo, dado que quase todos os entes estão sob pressão, com receitas bem aquém das despesas. Peguemos o caso do Rio de Janeiro, que está num estágio pós UTI. Deus tratou de mandar para lá o enésimo maná ao permitir uma grande recuperação dos Royalties de Petróleo. Mas este benefício só vai permitir um buraco menor, insuficiente para pagar os salários em dia, quiçá ter recursos relevantes para investimentos. Então será o setor privado o responsável por 150% da locomotiva que trará o país rumo aos 3% de crescimento do PIB!

## **Emprego: Otimista/Neutro**

Conforme já colocamos no relatório Perspectivas de Dezembro, é provável que 2018 seja um ano de transição, com taxa de desemprego estável na medida em que mais pessoas voltam a procurar emprego e as pessoas com empregos precários passam a obter melhores empregos. O que temos observado, no entanto, é um mercado na média melhorando, mas ainda com resultado neutro ou negativo para empregos de maior faixa salarial – acima de 5 salários mínimos – e contratação líquida positiva em empregos de menor qualificação. Então para a classe média em geral, o mercado ainda será duro em 2018.

Também será um ano de consolidação das leis trabalhistas e o impacto final do trabalho parcial ainda é um mistério. Na teoria, tem tudo para ser um sucesso de longo prazo, ajudando na melhor alocação de recursos de trabalho na economia. E o varejo talvez seja o setor mais beneficiado, uma vez que possui jornadas longas, que incluem sábados, domingos e feriados e grande variação de demanda – forte aos sábados e fraco nos dias de semana, especialmente pela manhã.

E as notícias que tratam da Justiça Trabalhista continuam demonstrando uma mudança radical de paradigma, com diversos funcionários de má fé sendo obrigados a pagar multas pesadas. A velha estratégia de “mente para mim que eu minto para você e nós dois ganhamos em cima da empresa”, está ficando mais perigosa... E com a maior flexibilidade, já observamos companhias fazendo uma gestão mais ativa dos seus custos de pessoal. Um destaque amplamente comentado no final de 2017 foi a Estácio, que realizou a demissão de mais de 1.000 professores que tinham um salário acima do praticado por concorrentes e que recontratou outros com salário menor. Muitas pessoas irão argumentar que com a nova lei realizou-se uma precarização do trabalho. Mas é preferível ter um trabalho “precário” para 100 do que um trabalho superprotegido e não competitivo para 10.

## Governo: Neutro

O principal risco número 1,2 e 3 dos próximos 12 meses, quiçá, dos próximos 4 anos, é a eleição de 2018. Vários dos candidatos favoritos são daqueles que é para comprar passagem de ida para o exterior se forem eleitos. Mas poderia ser pior: enquanto por aqui ainda estamos no campo da possibilidade, no México o favoritíssimo é um candidato padrão Lula de 2002 (“a Esperança vence o Medo...”).

Dos chamados “*outsiders*”, a única certeza é o Jair Bolsonaro, que tem um perfil semelhante ao do candidato Russomano, que historicamente começa forte a eleição majoritária, mas tende a perder substância porque seria mais um voto de protesto e o eleitor brasileiro usualmente reflete melhor e busca a opção mais consistente do que entende como um bom programa de governo. A sua campanha deve ser muito frágil, praticamente sem apoio. Esperava atrair mais de duas dezenas de deputados e não conseguiu sequer 10 na janela partidária de março-abril. Há espaço para surpreender se conseguir capitalizar a questão da segurança e de “honestidade”, mas vai ter que operar milagre em um país continental. Um eventual governo seu seria muito ruim, com uma base inicial no Congresso ridícula (vide tabela 8), que teria que ser ampliada exatamente com um Centrão (partidos como PP, PR etc.) e teria que lidar com as práticas que teoricamente condena de modo radical no seu discurso. Além disso, a sua plataforma econômica é inexistente, tende a ser estatista, etc. Ou seja, na melhor das hipóteses o status quo não mudaria, o que é negativo dado a dinâmica da previdência, que ainda não teve a devida reforma.

Marina Silva, outra *outsider*, foi completamente abandonada pelo meio político. Quem não consegue atrair sequer 5 congressistas, dificilmente conseguirá algo relevante do ponto de apoio local nas eleições. Não seria absurdo se ela desistisse da candidatura. Teoricamente, até o PSOL está mais bem estruturado que a REDE. E um eventual governo dela seria um completo desastre, totalmente inoperante. Não só não teria base política, como seu *modus operandi* decisório é temerário, com reuniões infundáveis para decidir coisas simples, uma vez que em geral utiliza do princípio do consenso, o que basicamente é uma decisão de não decidir nada.

No campo da esquerda o principal representante político no que tange à estrutura partidária e palanques regionais, é Ciro Gomes, que é amplamente conhecido porque está indo para sua 3ª eleição para presidente. Além de ter um desgaste de outras eleições devido a declarações polêmicas, há uma limitação para colocar o estado do Ceará como uma vitrine sua porque, dentre outros motivos, a questão da segurança pública nesse estado está um desastre. E simplesmente vir à São Paulo e justificar que a taxa de homicídios do estado é 25% da estatística do Ceará porque há um acordo do governo estadual com organizações criminosas parece mais uma desculpa feia de mau perdedor. A grande esperança é ser ungido como o representante das esquerdas e ganhar um caminhão de votos na trincheira do Nordeste, onde fica seu maior eleitorado potencial.

Uma das surpresas das pesquisas até o momento tem sido Álvaro Dias, ex-tucano, que tem tido um desempenho excepcional na região Sul, com quase 20% das intenções dependendo da pesquisa, o que lhe confere algo como 6% em nível nacional. Mas o seu partido, apesar de ter amealhado dezenas de

deputados, tem porte nanico, tanto em tempo de TV quanto em recursos. Isso posto, terá alguns palanques interessantes, como no Rio de Janeiro com a provável candidatura de Romário. Mas é possível ainda compor com o PSDB como vice de Alckmin, o que teoricamente teria uma grande sinergia, pois competem no mesmo eleitorado. Inclusive, muitos indicam que o desempenho de Alckmin pior que o esperado neste início se dá pela perda dos votos no Sul para Álvaro Dias.

Por fim, temos a candidatura do PSDB, que em princípio será Alckmin. Do ponto de vista do mercado financeiro e de cidadãos mais conscientes, esta seria a melhor alternativa. Discussões à parte na questão de alguns pontos nebulosos de acusações de corrupção ou caixa dois, o ex-governador de São Paulo, é o candidato com maior envergadura, o melhor alinhamento econômico e, até o momento, uma postura pelo menos do ponto de vista pessoal, bastante razoável no tange à ética e ao bom trato do bem público. Ao contrário de outros políticos agora atrás das grades, Alckmin não tem no seu histórico andar somente de helicóptero e jatinho de outros, nem de usar imóveis de “amigos” como se fosse seu. Ao mesmo tempo, ele não é um clássico liberal, como é o João Dória, que certamente deve avançar em mais privatizações no Estado de São Paulo assumindo que seja eleito para o governo do estado.

## Eleições: Análise de Qualidade de Governo dos Presidenciáveis

8

Pré Candidato	Partido	Base na Câmara dos Deputados		Qualidade da Política Econômica <sup>2</sup> e Governabilidade	
		Deputados <sup>1</sup>	Deputados do Partido <sup>1</sup>	Econômica <sup>2</sup>	Governabilidade
Jair Bolsonaro	PSL	80	20	3	3
Marina Silva	REDE	50	5	3	1
Ciro Gomes	PDT	120	30	3	4
Geraldo Alckmin	PSDB	300	70	8	7
Álvaro Dias	PODEMOS	200	30	7	6

1-Estimativa preliminar após as eleições considerando uma base minimamente alinhada do ponto de vista programático - ponto médio. Total de representantes na Câmara de Deputados é 513;

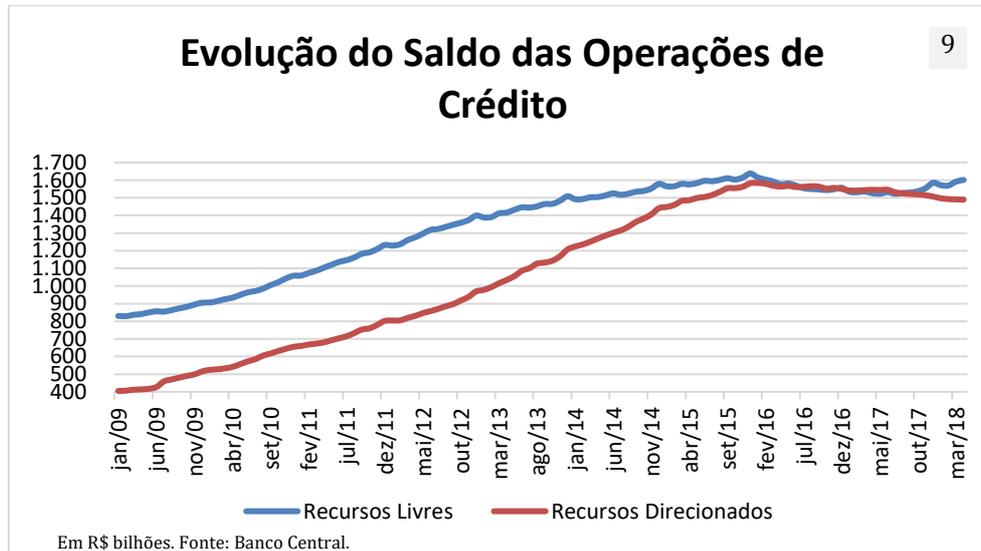
2- Análise qualitativa de 0 (pior) a 10 (melhor). Fonte: Estimativa Vera Cruz Investimentos.

## Investimento: Neutro/Otimista

A evolução do investimento tem sido aquém do ideal, na medida em que estamos passando por uma entressafra de obras, motivado pela restrição fiscal, pelas eleições, por problemas em concessões do governo anterior e pelo intervalo entre a assinatura de várias novas concessões e a efetiva contratação de obras. Só para citar um exemplo, a Fraport somente teve autorização para iniciar as obras de expansão no aeroporto de Fortaleza em maio de 2018, mesmo tendo formalizado a concessão em julho de 2017. Aliás, esta concessão demonstra como a maior participação do setor privado pode revolucionar o país. O aeroporto de Fortaleza terminará 2018 com uma quantidade de voos semanais ao exterior 300% superior ao do final de 2017, para um número superior a 40 ligando EUA, Europa, América Latina e África. O estado do Ceará tende a passar por uma verdadeira revolução no seu turismo ao longo dos próximos trimestres. Estruturas de alto nível como o Beach Park agradecem.

Mas ao longo dos próximos trimestres é provável que tenhamos uma aceleração dos investimentos, assumindo que o resultado das urnas seja pró mercado. Um destaque deverá ser o setor de petróleo, com a implantação de novas plataformas da Petrobrás e o impacto dos investimentos de novos campos após as rodadas bem-sucedidas de 2017 e 2018. Já o setor de infraestrutura de transportes está um pouco travado, pois algumas concessões estão próximas ao vencimento e o governo tende a apostar as fichas em uma nova concessão em vez de aprovar um investimento em troca de extensão da concessão. Este é o caso da Dutra, que tem o vencimento da concessão em 2021. Um dos pontos relevantes é que a taxa de retorno das concessões mais antigas gira em torno de até 20%, refletindo o maior risco e a menor competição da época. Com uma taxa de juros abaixo de 7%, é razoável esperar que a TIR de novas concessões seja inferior a 10%, que seria refletido em tarifas bem menores. Foi o caso da Rodovia dos Calçados, em São Paulo, que foi relicitada em abril de 2017 e teve queda de 20% na tarifa além de valor expressivo de outorga.

Um setor que pode surpreender também é o agro, pois apesar das últimas safras recordes tem apresentado investimento aquém do que poderia realizar, especialmente em ativos como a armazenagem de grãos. Só para citar um exemplo, a venda de tratores de rodas apresenta queda de 10% no ano até abril, enquanto a venda de colheitadeiras tem redução de 5% no mesmo período. Temos observado um aumento da competição dos bancos na margem, com entrada mais forte especialmente do Santander em uma seara típica do Banco do Brasil.



No mercado de crédito ainda não há sinais de retomada de investimento, pois os empréstimos para pessoa jurídica continuam patinando, com forte queda no crédito do BNDES (-13,3% na comparação anual em abril de 2018) e leve alta no crédito livre (+1,7% na comparação anual na mesma base), que é mais caro e de prazo mais curto. Este, aliás, ainda é um fator de mudança estrutural que tende a segurar o movimento de empresas pequenas e médias, que ainda não possuem acesso ao mercado de capitais. Considerando que o saldo de BNDES com pessoa jurídica é de R\$462 bilhões em abril de 2018 e este mesmo dado pré pedalada era R\$196 bilhões, ainda teremos pelo menos mais uns 2-3 anos para desfazer a distorção.

## Setor Externo: Otimista

Seja pelo aumento de preço, seja pelo aumento de quantidade, o comércio exterior do Brasil está ganhando tração, com as importações mais fortes que as exportações na ponta. O mês de maio apresentaria o maior saldo comercial da história, de US\$8 bilhões, com alta de 20% nas exportações e 27% nas importações. O número final ficou bastante distorcido por causa da greve dos caminhoneiros e o saldo final ficou em US\$5,9 bilhões. O destaque nas exportações é o setor de agro, que além da maior safra de soja da história está com os melhores preços dos últimos anos, motivados pela alta do dólar e a quebra de safra da Argentina. Além disso vale a pena destacar a exportação de celulose, que se tornou o quarto maior produto na pauta de exportação do país (vide tabela 10), refletindo os maiores preços da história e a produção recorde do Brasil.

### Exportações do Brasil - 10 Produtos Mais Vendidos 10

Produtos	2017	2018	Variação
Soja em grão	13.315	14.233	7%
Petróleo Bruto	7.233	8.848	22%
Minério de Ferro	8.690	7.497	-14%
Celulose	2.392	3.504	46%
Farelo de Soja	2.249	2.708	20%
Automóveis de passageiros	2.676	2.558	-4%
Carne de Frango	2.610	2.293	-12%
Açúcar bruto	3.222	2.041	-37%
Carne Bovina	1.754	1.960	12%
Semimanufaturados Ferro/Aço	1.662	1.718	3%

\*Em US\$ milhões. Período de janeiro a maio de cada ano. Fonte: MDIC.

## Vera Cruz Análise Crítica: Governança e a Fibria x Facebook

O Brasil tem um histórico nebuloso quando se trata de governança, com uma relação abusiva entre o acionista controlador e os minoritários. O primeiro quase sempre se achou acima do bem e do mal, um soberano na sua empresa, que poderia colocar despesas pessoais para todos pagarem por exemplo, ou dividir com os demais sócios alguns erros extra empresa, como investimentos ruins do controlador. Este foi um caso de uma grande empresa listada na B3 do segmento de minério e siderurgia, que fez a empresa na bolsa adquirir participações minoritárias de controladas a um custo acima do razoável porque o controlador havia feito mal negócio com um banco.

Mas felizmente esses abusos são cada vez mais uma coisa do passado. O ponto de inflexão se deu em 2000, com o lançamento do Novo Mercado, um segmento da Bovespa que se propõe a ser uma auto-regulamentação com altos níveis de governança. Dentre os diversos pontos do Novo Mercado, podemos resumir os seguintes: 1) há somente ações ON (com direito a voto); 2) em caso de aquisição de controle os minoritários possuem direito a aderir nas mesmas condições (*tag along*); 3) mínimo de 15% a 25% das ações em *free float* (disponíveis para negociação, com minoritários); 4) regras em caso de

fechamento de capital; 5)diversas regras de comunicação de fatos relevantes e estrutura de controle e *compliance*. Com isto, hoje a maioria das empresas com liquidez listadas na B3 seguem o Novo Mercado e diversas empresas que ainda não são Novo Mercado seguem várias regras semelhantes, como é o caso do Banco Itaú, que dá às ações PN o direito de venda nas mesmas condições dos controladores em caso de mudança de controle.

Então hoje nós observamos que em termos de governança a grande maioria das empresas brasileiras na média pode ganhar uma nota 8 a 9, com relatórios bem completos sobre os resultados, por exemplo, e a existência de conferência de resultados para discussão dos seus números, além de comitês como o fiscal, permitindo aos minoritários fiscalizar os dados da companhia. Já nos Estados Unidos, que teoricamente é a meca do mercado de capitais, há uma pobreza na disponibilização de informações. Os relatórios trimestrais, por exemplo, são bem simplórios e daríamos uma nota 5 a 6 pela qualidade do conjunto. É verdade que há relatórios completos padrão SEC, mas pouco amigáveis à maior parte dos investidores. A grande vantagem dos EUA é a existência do *class action* (ação coletiva) e um alto grau de exigência legal de *compliance*, via a Sarbanes Oxley. Contudo, recentemente ficou claro que há um risco talvez subdimensionado em várias das empresas de tecnologia fechadas, algumas delas avaliadas em bilhões de dólares (os “unicórnios”). A Theranos, que foi tida como uma queridinha há apenas 3 anos, teve uma condenação via SEC em março, onde a acionista controladora aceitou repassar parte relevante das suas ações à outros acionistas, em meio a acusações de fraudes no balanço e mentiras puras e simples, como dizer a um investidor que havia faturado US\$108 milhões em 2014, quando na realidade foi apenas US\$100.000, segundo o New York Times.

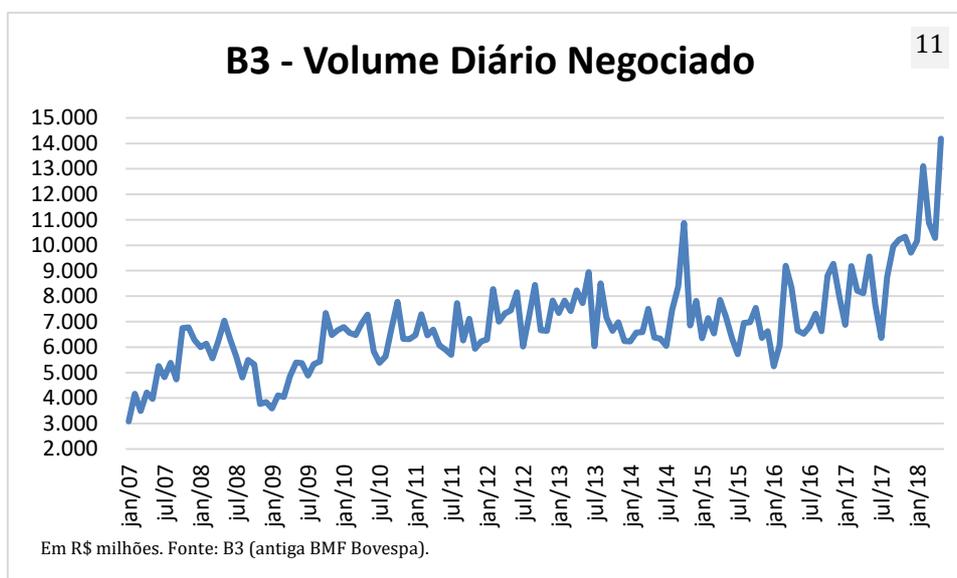
O evento da aquisição da Fibria pela Suzano, formando a maior empresa de celulose do mundo, é um exemplo da prática dessa nova governança no mercado brasileiro. Todos os acionistas da Fibria estão no mesmo barco dos controladores, a Votorantim e o BNDESpAr, e receberão R\$52,50 em dinheiro mais 0,4611 ações da Suzano para cada ação da Fibria. Isto jamais seria possível no Facebook, uma das empresas queridas do mercado americano mas que em termos de governança, convenhamos, lembra o pior que o Brasil já teve. Nesta empresa de mídia social, o seu controlador é mais real que os demais, e possui ações com poder de voto 10 vezes maior que o das demais ações ordinárias. Ele possui ações ON classe B e o mercado financeiro as ações ON classe A. Ou seja, no limite ele poderia deter o controle com menos de 10% das ações, pior do que a pior governança no pior momento do mercado de capitais do Brasil. Além disso, ele acumula os cargos de presidente do conselho e presidente executivo, algo que também é proibido no Brasil de acordo com as recomendações de boa governança.

Portanto, para aqueles que são céticos com o Brasil, o seu mercado de capitais e a possibilidade da boa governança superar a “esperteza”, vale ressaltar as coisas como são e se dar conta de que o país já avançou bastante nas boas práticas de mercado financeiro e de gestão, enquanto às vezes os Estados Unidos, mesmo em grandes empresas, se fia no “*la garantia soy yo*”. Só para citar mais um dissabor desse mercado, o caso recente com a GE, que “repentinamente” descobriu que havia minimizado passivos em “miseráveis” US\$10 bilhões! É interessante, inclusive, que os investidores nos EUA parecem ser 10 vezes mais rápidos para entrar com um *class action* contra empresas brasileiras, do que em casos contra empresas americanas.

## Perspectiva dos Mercados

### Bolsa: Neutro/Pessimista

A greve dos caminhoneiros conseguiu a proeza de desfazer em uma semana a credibilidade conquistada ao longo de 2 anos de trabalho árduo na Petrobrás, além de criar uma grande insegurança em relação ao Brasil, que se mostrou muito frágil diante de uma situação de chantagem e com risco de sofrer novos ataques de grupos específicos querendo um bolsa família para chamar de seu. Com isso, as operações de abertura de capital da janela até julho correm um risco maior de não serem bem-sucedidas. Temos ativos interessantes como Agibank, um banco convertido em *fintech* com forte crescimento, a Multilaser, uma empresa de TI que pode surpreender positivamente dado o seu tamanho e boa qualidade de resultados, e o Banrisul Cartões, que também é uma empresa financeira bem interessante.

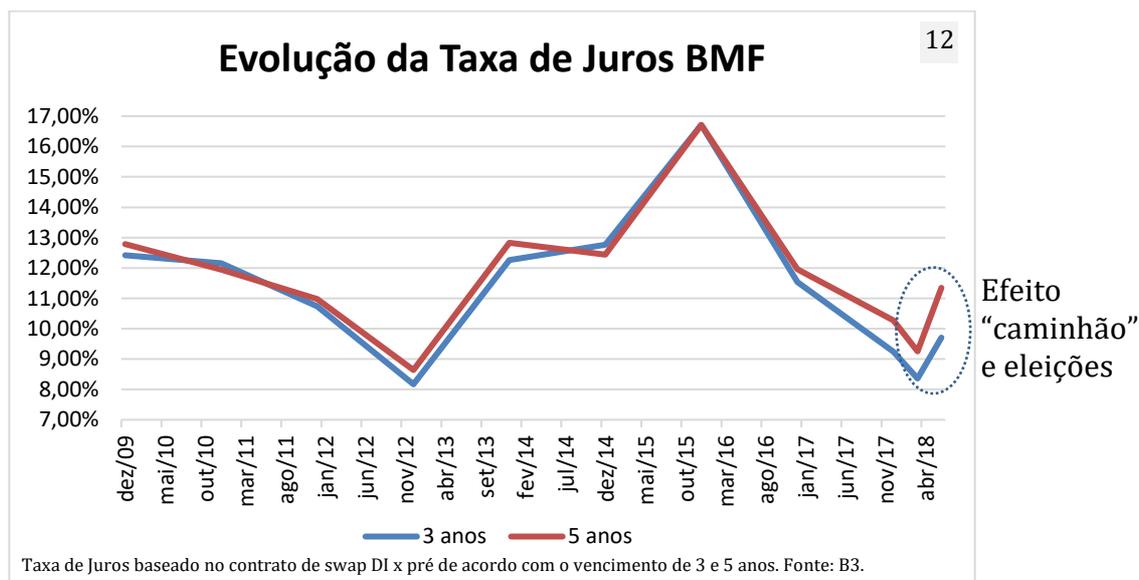


Pelo menos até as eleições a bolsa tende a ficar bastante volátil e o risco na margem é para baixo dado o atual balanço de riscos. Enquanto não tivermos a ascensão de um candidato pró mercado, a tendência é de muito nervosismo, especialmente após o susto com a greve dos caminhoneiros. Ficou claro que é possível um presidente maluco jogar na lata do lixo a gradual melhoria na gestão que o atual governo vem promovendo. Basta decretar que a Petrobrás vai virar novamente o “otário” do pedaço em prol do país... O que na média pode ser ruim para o investidor, é positivo no curto prazo para a B3, que tende a ter maiores volumes com maior volatilidade.

### Juros: Neutro

Os acontecimentos de maio foram péssimos para o mercado de juros, como podemos observar no gráfico 12, onde houve piora relevante na taxa de juros mais longa. Alta de juros do Fed, alta do dólar e surpresa negativa do Banco Central, que sinalizou ao mercado que o câmbio não era relevante e tomou uma decisão surpresa de não reduzir juros na reunião do dia 16 de maio. Mas o que atropelou mesmo o mercado foi “um golpe de estado via caminhão”, que tornou o país refém de uma classe empresarial e

deverá custar um Bolsa Família, além de tentarem resgatar práticas de 20 anos atrás, como a garantia de preço mínimo de frete. Enfim, é de esse lamentar todo esse espetáculo dantesco do final de maio, mas na prática continuamos otimistas de que a taxa de juros não se moverá tão cedo assumindo que o BC tenha uma ação apolítica e que nas eleições não tenhamos na reta final dois malucos indo para o segundo turno.



## Dólar: Neutro/Otimista

Ao contrário do que esperávamos, o mercado internacional passou a dar um peso excessivo à mudança de juros dos Estados Unidos, desencadeando um movimento global de venda de emergentes, em especial as moedas. E o Real acompanhou o movimento. Aliado a isto, a decisão do BC de não fazer a última redução de juros pegou o mercado no contrapé e atçou o nervosismo. Aí veio a hecatombe dos caminhoneiros, que na prática trouxe uma piora no cenário fiscal e na confiança do investidor em relação aos investimentos em bolsa, provocando uma piora maior do Real. Adicionalmente, a eleição já está mais no radar do investidor e o fato do candidato preferido estar patinando traz um sentimento crescente de angústia que se reflete no câmbio. Como colocamos em outros pontos do relatório, se o novo presidente for um maluco, há sim potencial para as coisas piorarem. Infelizmente até as eleições o dólar é uma roleta russa e na margem é para pior, ou seja, rumo a R\$4,00 após todos os episódios recentes.

## M&A: Neutro

Com a incerteza das eleições, temos observado uma queda importante do número de fusões e aquisições em 2018, visto que os cenários dependendo dos candidatos podem ser bem diferentes, colocando um risco adicional que, pelo jeito, muitos investidores preferem não correr. Por outro lado, 2018 está sendo marcado por mega transações e o destaque disparado é a aquisição da Fibria pela Suzano, que está criando um gigante global de papel e celulose que, guardado as proporções, é uma nova Vale. O mesmo vale para aberturas de capital, que foram poucas, mas com volumes altos, acima de R\$1 bilhão por operação.

Continuamos a observar, assim como nos últimos trimestres, uma atividade relevante de aquisições de empresas no exterior por parte das empresas brasileiras. O grande destaque dos últimos meses foi a aquisição da Natinal Beef pela Marfrig, criando a segunda maior empresa do de carne bovina no mundo. Também tivemos a aquisição das operações da Shell na Argentina pela Cosan e a aquisição de ativos na Colômbia, Chile e México pela SmartFit, que já se tornou a 4<sup>a</sup> maior empresa do setor de academias de ginástica no mundo.

### Monitor de M&A e Ofertas de Ações

13

Adquirente	Empresa	Setor	Valor da Transação (R\$ milhões)	% do Total	Tipo de Operação
Suzano Papel e Celulose	Fibria	Papel e Celulose	35.000	100%	Aquisição
Enel	Eletropaulo	Utilities	5.550	75%	Aquisição
Kroton	Somos Educação	Educação	4.500	100%	Aquisição
Nidec Corp	Embraco	Bens Duráveis	3.834	100%	Aquisição
Raizen	Shell Argentina	Petróleo	3.325	100%	Aquisição
Investidores	Hapvida	Saúde	3.310	24%	IPO
Marfrig	National Beef	Alimentos	3.295	100%	Aquisição
Investidores	Intermédica	Saúde	2.719	34%	IPO
RGE	Lwarcel	Papel e Celulose	2.700	100%	Aquisição
Steel Dynamics	CSN LLC	Mineração e Metais	1.520	100%	Aquisição

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

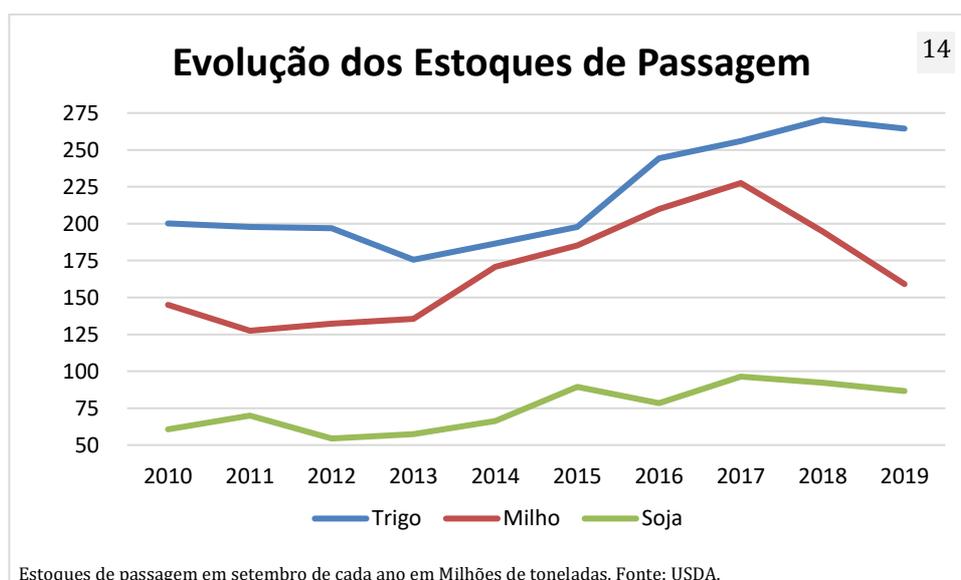
## Crédito Privado: Neutro/Otimista

As operações de crédito privado via mercado de capitais continuaram com boa movimentação nos últimos meses. O total de emissões até abril foi de R\$40 bilhões segundo a ANBIMA, uma alta de 54% ante 2017 (fonte: Valor Econômico). O instrumento mais utilizado foi o de debêntures, responsáveis por 80% do volume captado. Também continua um movimento positivo de CRA, que são títulos lastreados em ativos agrícolas com isenção fiscal para investidores pessoa física. Várias operações estão em andamento em com perspectiva de serem lançadas, atraindo novatas como a BR Distribuidora.

A turbulência recente, no entanto, pode arrefecer um pouco das operações, embora o usual sejam títulos indexados ao CDI, o que minimiza um pouco a variação da taxa. Um ponto que pode ser relevante nos próximos trimestres é a nova lei de distrato, que reduz substancialmente o risco das construtoras e aumenta a atratividade dos CCIs e CRIs, que historicamente foram instrumentos muito relevantes no mercado e andam “sumidos” há mais de 2 anos devido à forte retração do setor de construção civil.

## Commodities Agrícolas: Neutro/Otimista

A Argentina foi a grande surpresa do ano, com a maior quebra de safra da sua história, devido à forte seca no período de plantio e crescimento dos grãos e um excesso de chuvas na colheita. A safra de soja, com isso, apresentou redução de 33%, caindo de 57,8 milhões de toneladas na safra 2016/17 para cerca de 39 milhões na safra 2017/18, enquanto no milho houve uma queda de 20% saindo de 41 milhões de toneladas na safra 2016/17 para 33 milhões de toneladas de acordo com o USDA (*World Agricultural Supply and Demand Estimates, May 10, 2018*). O Brasil, por outro lado, apresentou novo recorde na produção de soja, atingindo 117 milhões, com alta de 3% ante a safra anterior de acordo com a mesma fonte. Segundo o mesmo órgão, a expectativa é de nova queda nos estoques finais de milho e soja em 2018 e 2019, conforme o gráfico 14. Com a demanda dos dois grãos é crescente, especialmente a soja, a tendência na margem seria de valorização tanto do milho como da soja num horizonte de 12 meses. Vale ressaltar também que este cenário não contempla frustrações na produção, algo que pode ocorrer novamente e trazer uma pressão altista ainda maior.

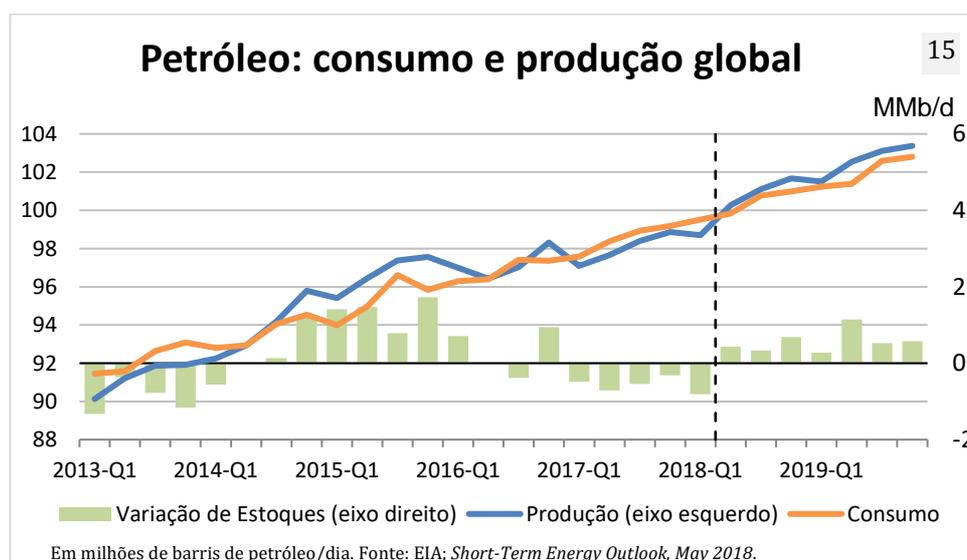


## Commodities Metálicas/Petróleo: Otimista

O Petróleo vem apresentando forte alta nos últimos meses. Até o final de 2017, US\$55 era teto para o WTI. No primeiro trimestre este teto mudou para US\$62 e deu um salto para US\$72,50 no final de maio, no maior nível de preços desde 2014. Mas o que mudou se boa parte do mercado esperava um preço médio em torno de US\$60 para 2018? Dentre os fatores, o principal é uma redução maior que o esperado na produção da OPEP (400.000 barris/dia inferior ao acordado), puxado principalmente pela Venezuela, que está em uma queda em espiral, refletindo o desastre do governo local, que dilapidou durante décadas a empresa para prover benefícios sociais, matando os investimentos necessários para manter a produção. Como sabemos, um típico poço de petróleo atinge um determinado pico de produção e ao longo dos anos tende a declinar entre 5%-10% na média devido à redução de pressão dos poços e ao esvaziamento dos mesmos. Outro fator relevante foi a decisão dos Estados Unidos de sair do acordo nuclear com o Irã estabelecido em 2015 em conjunto com a Europa. Dependendo dos desdobramentos, o Irã será parcialmente excluído do mercado global, o que poderia retirar cerca de 1

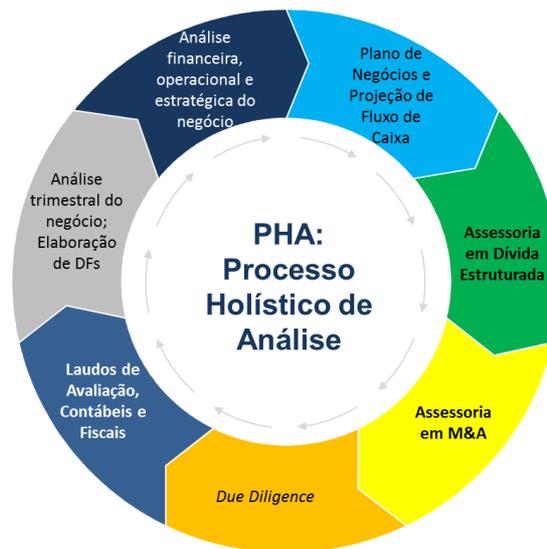
milhão de barris diários do mercado pelo menos. Um terceiro fator é o crescimento da demanda global, com adicional de 1,9 milhão de barris/dia no 1º trimestre de 2018 ante o mesmo período de 2017 segundo a *US Energy Information Administration* (vide gráfico 15), numa das maiores altas dos últimos 10 anos. Por último, há uma entressafra na alta de produção de petróleo ex-OPEP. Com exceção de Estados Unidos, Canadá e Brasil, os outros países do mundo estão com produção estagnada ou em declínio. No 1º trimestre de 2018, ainda segundo a EIA, houve um déficit de 800 mil barris dia de petróleo, que observamos dentre outros na forte queda dos estoques de petróleo dos EUA, que saiu das máximas históricas para voltar à média dos últimos 5 anos.

Em relação aos metais, destaque para o nosso “queridinho” da vez, o níquel. Os Estoques na LME, que iniciaram 2018 em 370.000 toneladas, já caíram para cerca de 279.000 toneladas no início de junho. Uma combinação de consumo mais forte e, uma produção menor ou estagnada dos maiores players do mercado, com destaque para a Norilsk e a Vale. Esta última está levando a cabo uma estratégia de maximizar valor, deixando minas menos competitivas em modo de hibernação. O objetivo do novo CEO é trabalhar o mercado de níquel do mesmo modo como o mercado de ferro, capturando maior valor pelo material de maior qualidade. Como já colocamos em relatórios anteriores, o níquel utilizado em baterias é muito superior ao níquel utilizado em aço inoxidável. E segundo o *The International Nickel Study Group* (INSG), em exibição no *Metal Bulletin’s sixth International Nickel Conference* (ocorrida no início de junho), o déficit de níquel em 2018 deve ser de 117.000 toneladas, muito relevante diante de um mercado anual de 2,3 milhões de toneladas (ou seja, um déficit de 5% da demanda). Ainda segundo a *Metal Bulletin*, o consenso na conferência é que somente um preço acima de US\$18.000 por tonelada por um período superior a 18-24 meses traria o estímulo necessário para novos investimentos e a redução do déficit na relação de oferta e demanda do produto.



### 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 produtos de análise 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>.