



# Perspectivas



*Mayday, mayday...*

**ALGUÉM DESLIGA O MCAS DO  
BRASIL?**

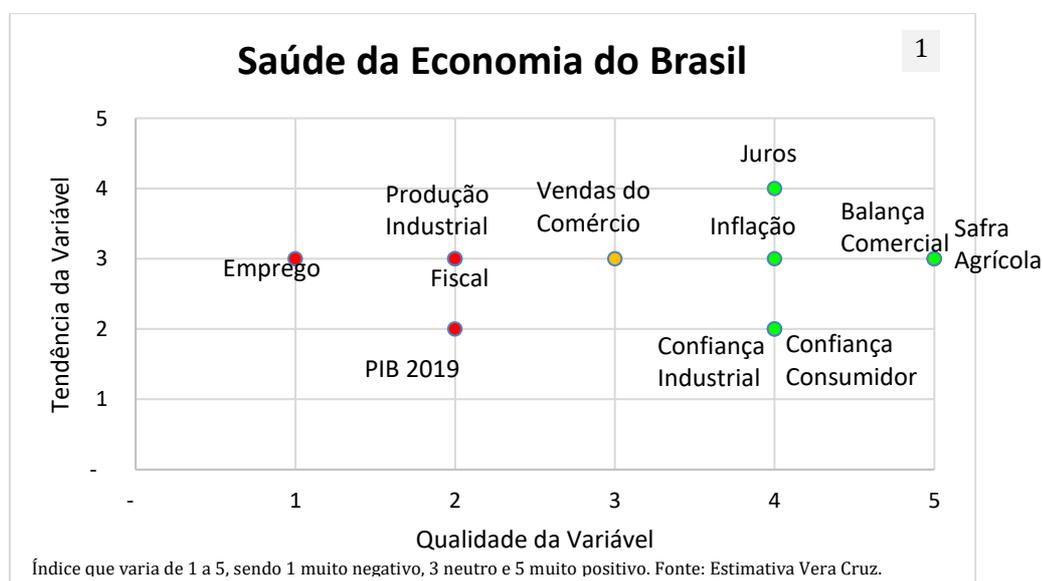
# Perspectivas - Junho 2019

## Cenário Geral: Neutro/Positivo

### ALGUÉM DESLIGA O MCAS DO BRASIL?

Assim como aconteceu com alguns jatos, parece que o Brasil está com o sistema MCAS puxando para baixo toda a economia. Estamos indo para o quarto ano seguido de crescimento pífito, com grandes frustrações já na largada de 2019. A indústria teve um início péssimo, as vendas do comércio patinam, e os indicadores de confiança reverteram parte da alta pós eleições. Além disso, o novo presidente só teve direito a uns 3 meses de Lua de Mel, gastando parte relevante do seu capital político com assuntos irrelevantes para aqueles que estão interessados em produzir ou as dezenas de milhões de desempregados e subempregados do país. Então, respondendo à pergunta do relatório anterior, se o Brasil conseguiria sobreviver às expectativas, a resposta até o momento é não. Acreditar que o país mudará para o primeiro patamar em atratividade e competitividade em um médio prazo parece ser mais um exercício de fé. Uma boa parte é culpa do novo governo, que se demonstra muito amador principalmente na articulação política, e parte é uma constatação de que nosso problema pode ser maior que antecipado.

O Brasil nunca teve por tanto tempo uma taxa de juros tão baixa, um real tão desvalorizado e uma grande massa disponível para empregar, mas na prática não estamos observando ainda algo positivo dessas possíveis alavancas de crescimento. Por outro lado, o ambiente internacional não parece tão benigno, com uma grande desaceleração tanto de emergentes como de economias desenvolvidas e na América Latina em particular temos uma grave crise no nosso grande cliente de manufaturados, a Argentina, e outra crise inclusive humanitária na Venezuela. Porém, assim como nos bons enredos, sempre há a esperança de que o mocinho venha nos salvar. Aguardemos os próximos capítulos.

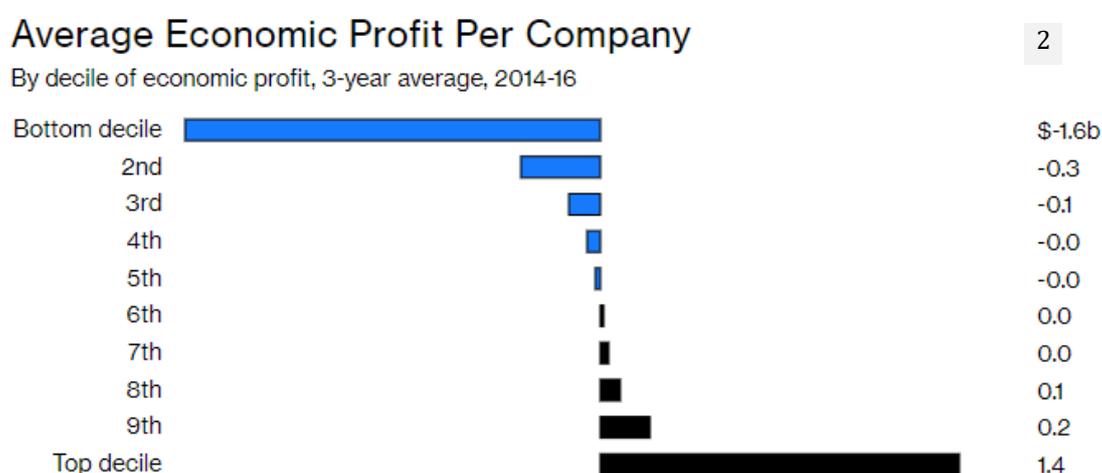


## **Check List: 12 pontos a monitorar nos próximos 12 meses**

1. **Reformas.** Reforma da Previdência tende a ser razoável apesar do amadorismo do governo. Em linha com o esperado.
2. **Superávit Primário do Governo do Brasil.** Resultado inicial de 2019 apresenta redução do déficit, mas a custo de duros cortes. Melhor que o esperado.
3. **Inflação.** Inflação deu um salto em março e abril. Pior que o esperado.
4. **Política Monetária do Fed, Banco Central dos EUA.** Sem novidades, com tendência de manter os juros. Em linha com o esperado.
5. **Política Monetária do BC.** Juros estáveis em 6,50% em 2019, mas com risco crescente de redução devido ao fraco crescimento da economia. Melhor que o esperado.
6. **Atividade Interna.** Enorme decepção em vários indicadores demonstra que a alta da confiança não foi convertida em demanda. Pior que o esperado.
7. **Governo dos EUA.** Governo americano impôs alta nas tarifas de importação de 10% para 25% em cerca de US\$200 bilhões de volume importado. Pior que o esperado.
8. **Produção Industrial.** Desempenho desastroso no início de 2019. Pior que o esperado.
9. **Exportações de Manufaturados.** Péssimo desempenho em 2019, puxado pela queda da demanda da Argentina e a falta de competitividade do Brasil. Pior que o esperado.
10. **Nível dos Reservatórios.** Pluviosidade próximo da média melhorou a perspectiva do setor, implicando em redução das tarifas na ONS em maio. Melhor que o esperado.
11. **Rating (risco de crédito) do Brasil.** O risco Brasil está em compasso de espera aguardando a Reforma da Previdência. Em linha com o esperado.
12. **Evolução da Atividade Global.** Europa apresenta o pior nível de PMI em 5 anos e a China tem apresentado dados fracos e declinantes. Pior que o esperado.

## Insight Vera Cruz: A desigualdade sai do campo das pessoas para as organizações

Um artigo recente da *Bloomberg Business Week* chama a atenção para um problema que está ficando escancarado: o salto na desigualdade entre as empresas no mundo, com excesso de concentração de geração de riqueza nas empresas do 1º decil. O mesmo artigo cita um estudo da McKinsey, que demonstra que as empresas do topo geram grande valor, enquanto as grandes empresas dos últimos decis destroem valor. Podemos observar isto no gráfico 2 a seguir (fonte: *Bloomberg Businessweek*, McKinsey):



Data: McKinsey & Co.

Um exemplo claro para nós envolve diretamente as FAANG – Facebook, Apple, Amazon, Netflix, Google. Enquanto o mercado publicitário girava em torno de milhares de jornais, revistas e emissoras de TV, no mundo atual inúmeros jornais quebraram, revistas foram descontinuadas, TVs e rádios reduziram de tamanho e parte relevante da publicidade mundial está nas mãos de Facebook e Google, dentre outros. O setor de música está nas mãos de Apple, Spotify e Deezer. A TV a Cabo está perdendo imenso poder para a Netflix e meia dúzia de concorrentes de streaming. A tecnologia está permitindo cortar barreiras e consolidar mercados em níveis sem precedentes.

Na bolsa brasileira também observamos alguns desses efeitos perversos. Para começar, quando analisamos o universo das 100-150 empresas listadas e com uma liquidez significativa na B3, temos uma realidade de resultados completamente diversa da realidade econômica, especialmente nos últimos 2 anos. Então temos muitas empresas brasileiras, expostas à economia do país que não cresce e, no entanto, estão apresentando forte crescimento de receita e lucros.

Um excelente exemplo “offline”, ou seja, com baixo impacto de internet e tecnologias é a Lojas Renner. A empresa tem apresentado um resultado excepcional nos últimos anos, com crescimento mesmo em lojas de até 2 dígitos em meio a um mercado estagnado ou em queda. Ou seja, ela está tirando mercado de concorrentes, fechando lojas mais fracas e concentrando de modo avassalador a sua posição e mercado.

Com isso, em qualquer shopping a posição de negociação fica ainda mais forte, permitindo à Renner aumentar ainda mais a diferença entre o seu custo de aluguel e condomínio vis-à-vis os demais. Mesmo quando compramos a empresa com concorrentes diretos mais frágeis listados na bolsa a diferença é gritante. Enquanto a Renner cresceu sua receita líquida 35% de 2016 a 2018, a Marisa apresentou queda de 3%. Enquanto a Renner teve um lucro de R\$1,02 bilhão com margem de 13,2%, a Marisa apresentou prejuízo de R\$251 milhões e margem negativa de 11,6%. Mesmo segmento, mesma exposição, somente uma diferença de posicionamento – a Renner é mais focada em classe A- a B e a Marisa é mais focada em B-C.

E o nosso exemplo online é a Magalu, a Amazon brasileira. Ela tem tido nos últimos 5 anos um desempenho avassalador, massacrando concorrentes dos mais diversos, focados em eletroeletrônicos mas também de outras categorias com maior exposição online. Empresas como Insinuante, Walmart.com e até mesmo a B2W estão ficando pelo caminho. Enquanto a Magalu apresentou um crescimento de 64% na sua receita líquida de 2016 a 2018, a B2W apresentou queda de 25%. Vale ressaltar, no entanto, que a B2W mudou um pouco seu conceito, reduzindo as vendas próprias e estimulando o *marketplace*, no qual terceiros vendem no seu site e pagam uma comissão. Mas no resultado líquido, a diferença é gritante: Magalu ganhou R\$597 milhões, enquanto a B2W perdeu R\$397 milhões. E ao analisar em detalhes os resultados fica claro que a gestão da Magalu tem obtido resultados calcados em uma estratégia consistente, já possui massa crítica e liderança na inovação e na imagem com os clientes, enquanto a B2W está sempre correndo atrás para conseguir manter o seu crescimento e conseguir finalmente ser lucrativa.

## **Análise Vera Cruz: A maior multinacional verde-amarela é criada**

Já destacamos em oportunidades anteriores como o desempenho das empresas brasileiras é em geral medíocre quando analisamos do ponto de vista de atuação global, especialmente quando analisamos empresas de consumo, que necessitam de uma marca estabelecida. Mas pouco a pouco também observamos uma mudança de postura. E um evento corporativo ocorrido em 22 de maio de 2019 pode ter sido um marco da mudança de postura das empresas brasileiras: a aquisição da Avon pela Natura.

A Natura já é considerada uma campeã nacional – no bom sentido, pois o termo ficou bem depreciado após os governos do PT – há décadas, quando conseguiu se posicionar como uma empresa de alto valor agregado, com produtos diferenciados, alta margem operacional e a conquista da liderança do altamente competitivo mercado de cosméticos e perfumaria do país. Em 2012 a empresa realizou a sua primeira aquisição internacional, a australiana Aesop, uma empresa de cosméticos high end, com alto nível de tecnologia e lojas únicas, desenhadas uma a uma por arquitetos renomados. É uma divisão que cresce acima de 20% ao ano desde a sua aquisição, e possui atuação global, com forte exposição à Ásia e Europa. Mas o primeiro salto relevante foi em 2017, com a aquisição da The Body Shop, dobrando o tamanho da Natura em faturamento, com a quase totalidade fora do Brasil, com destaque para EUA, Europa e Ásia.

Agora, em 2019, com a aquisição das operações da Avon em todo o mundo com exceção de EUA e Canadá, que foram vendidas para a LG, a Natura mais que dobra tamanho, com a diferença que conquista uma grande operação no Brasil, que é equivalente a 40% da empresa no país, alçando a Natura à liderança isolada de mercado. Enquanto a Natura apresentou receita de R\$13,4 bilhões (em torno de US\$3,5 bilhões), a Avon teve vendas de US\$5,6 bilhões. Mas os acionistas da Avon ficarão

apenas com 24% da nova empresa, refletindo um desempenho operacional bem inferior da empresa americana, que está em meio a um turnaround. Este foi um negócio de praticamente um comprador, uma vez que só que realmente entende do negócio e tem grandes sinergias potenciais poderia comprar a Avon e ter boas chances de ser bem sucedida.

A nova Natura & Co nasce então como a 4<sup>a</sup> maior empresa de cosméticos e perfumaria do mundo, tornando-se um “*must have*” de investidores focados no setor, que estão habituados a ter ações da L’Oreal ou Coty. Mas nem tudo são flores. O desafio de turnaround a Avon é enorme, assim como as oportunidades de criação de valor. A marca Natura ainda precisa sair da circunscrição da América Latina e ganhar o mundo, assim como a The Body Shop ainda tem um longo caminho para ampliar mais a as suas margens e voltar a ter um crescimento consistente de vendas.

Para um país que precisa tanto de ter os seus heróis, ainda não são os de quadrinhos ou os do esporte, mas a Natura & Co é motivo de orgulho e de esperança de que o horizonte de empresas bem sucedidas do país possa mudar e muitos novos empreendedores acreditem que é possível conquistar o mundo...

## Perspectiva Mundo: Neutro

### Mundo: O Fenômeno *Slowbalization*

O banco de investimentos Morgan Stanley criou recentemente um termo que tem tudo para “pegar”: *slowbalization*. Basicamente se refere ao movimento contrário da Globalização, com aumento do protecionismo e redução sincronizada do crescimento global. E o PMI de junho reflete bem isso. O PMI global ficou em 49,8, menor nível desde outubro de 2012, ou seja, em quase 7 anos. O nível abaixo de 50 indica contração de atividade. O grande destaque negativo tem sido a Zona do Euro, que apresenta níveis bem abaixo de 50 há alguns meses. Em junho este nível foi de 47,7, puxado para baixo pela Alemanha, que é o grande exportador da região. Este nível está próximo do menor em 6 anos. Reino Unido, que tem a sua particularidade do Brexit, apresentou PMI de 49,4, no menor nível em 3 anos. A China, que todos acompanham com lupa, apresentou um PMI de 50,2, embora outro índice semelhante tenha sido de 49,7, indicando retração. Não temos a menor dúvida de que os próximos PMIs do gigante asiático serão abaixo de 50. Já a maior economia global, os EUA, apresentou o PMI mais baixo desde setembro de 2009, caindo para 50,5, próximo portando da linha de redução de atividade. O Brasil, por sua vez, voltou a apresentar uma dinâmica medíocre, com PMI de 50,2 e tendência de piora ante meses anteriores. Isto apesar de ter vindo de 2 anos de forte contração na produção industrial. Enfim, não dá para esperarmos notícias positivas da atividade manufatureira global pelo menos pelos próximos meses.

### EUA: Neutro/Negativo

O presidente dos Estados Unidos levou a disputa comercial com a China para um novo nível ao anunciar e implementar no início de maio um aumento na tarifa de importação de produtos da China que envolvem importações de US\$200 bilhões, volume quatro vezes maior que o grupo anterior que estava sendo punido com alíquota de 25%. No caso desses US\$200 bilhões, já havia uma alíquota de 10% que foi ampliada para 25%. Adicionalmente há a ameaça de colocar alíquotas no restante do fluxo, que inclui produtos como celulares e PCs, impactando diretamente várias empresas de tecnologia americanas como a Apple. Entendemos que as diferenças entre EUA e China são irreconciliáveis, uma vez que a China historicamente trabalha com uma certa trapaça, criando várias restrições no seu mercado interno, além de alegações de roubo de propriedade intelectual. Os EUA estão demandando diversas mudanças em leis da China, o que implicaria em uma posição de fraqueza do país asiático se admitisse realizar essas mudanças. Ao mesmo tempo a relação comercial das duas nações é absurdamente desigual a favor da China e não há possibilidade de um melhor equilíbrio a não ser com importações maiores da segunda maior economia do mundo. Por isso, não consideramos que a guerra comercial irá ser resolvida tão cedo. De qualquer modo, ou a China perde politicamente (cedendo às demandas dos EUA) ou perde economicamente (perdendo exportações para os EUA) ou os dois acontecem simultaneamente.

Enquanto isso, a economia americana segue em excelente situação, com forte crescimento, baixo desemprego e baixa inflação. Vale ressaltar que parte importante do desempenho da maior economia do mundo está ligado à indústria de petróleo e derivados, uma vez que a produção de *fracking oil* e gás continua em crescimento, o que permitiu ao país tornar-se o maior produtor do mundo, com cerca de 12,5 milhões de barris/dia segundo o *Short Term Energy Outlook* de maio de 2019 da EIA, uma alta de 13,5% na comparação anual. Por outro lado, o setor de agro está sofrendo profundamente com toda a contenda com a China e a previsão é de uma redução de 10 milhões de toneladas na próxima safra de soja, que deverá cair para 113 milhões de toneladas segundo o *WASDE* de maio da *USDA* (*U.S. Department of Agriculture*), ou seja, uma queda de 8%. O Brasil deverá assumir na próxima safra a liderança isolada na produção de soja, uma vez que o *USDA* espera um volume de 123 milhões de toneladas.

Se a atividade econômica no geral continua bem, algumas preocupações continuam na mesa ligadas principalmente à questão fiscal e dos juros. A demanda por títulos de 10 anos do governo americano vem caindo consistentemente nos últimos anos e atingiu recentemente a pior relação em mais de 10 anos, com demanda equivalente a apenas 2,17 x o volume ofertado. Temos aqui algumas explicações: 1) reversão do QE; 2) o governo está demandando mais dívida para cobrir o seu déficit; 3) o nível de juros talvez seja muito baixo e os investidores já não estão mais com tanto apetite nos níveis atuais; 4) a demanda de investidores estrangeiros está em queda segundo levantamento da Bloomberg (vide gráfico 3). Mas a guerra fiscal no curto prazo é positiva neste quesito, uma vez que amplia a arrecadação do governo com imposto de importação, reduzindo potencialmente o déficit esperado para 2019 – apesar que o governo indica que vai passar pelo menos parte da receita como compensação aos produtores agrícolas atingidos com as tarifas chinesas.



Relação da participação de estrangeiros na dívida dos EUA Fonte: Bloomberg.

## Europa: Negativo

O velho mundo voltou a ser um grande centro de preocupação com a sua atividade, uma vez que o PMI atingiu o menor nível em mais de cinco anos (vide gráfico 4), tendo como centro de piora de performance a Alemanha, que é a maior e mais dinâmica economia da região. Aparentemente parte importante da queda na produção está ligado a uma queda na demanda de exportações de manufaturados, indicando um desaquecimento da demanda global. Mas a recente escalada na briga comercial EUA-China tem feito alguns investidores apostarem que a economia alemã se beneficiará, principalmente ao ganhar mercado de alguns produtos nos Estados Unidos.

Contudo, de concreto até o momento só temos essa dinâmica ruim e a eterna novela do Brexit, que só consome energia dos líderes do continente e limita os investimentos na região. Como a economia europeia é exposta ao comércio exterior e acreditamos que a briga comercial continuará sendo a tônica dos próximos 12 meses, não estamos muito otimistas com o desempenho futuro da região.

### IHS Markit Eurozone Composite PMI

4



## China: Negativo

Mesmo antes da nova escalada na guerra comercial dos EUA com a China, o país asiático apresentou os piores dados de vendas de varejo e produção industrial em 15 anos. Em abril as vendas de varejo subiram "apenas" 7,2% (contra um esperado de 8,6%) e a produção industrial subiu "apenas" 5,4% (contra um esperado de 6,5%). Os mesmos números para maio foram 8,6% (uma recuperação sobre abril) e 5,0% (menor nível desde 2002). Ou seja, podemos esperar números ainda piores para os próximos meses e o crescimento do PIB de 6,0% almejado para 2019 é praticamente impossível.

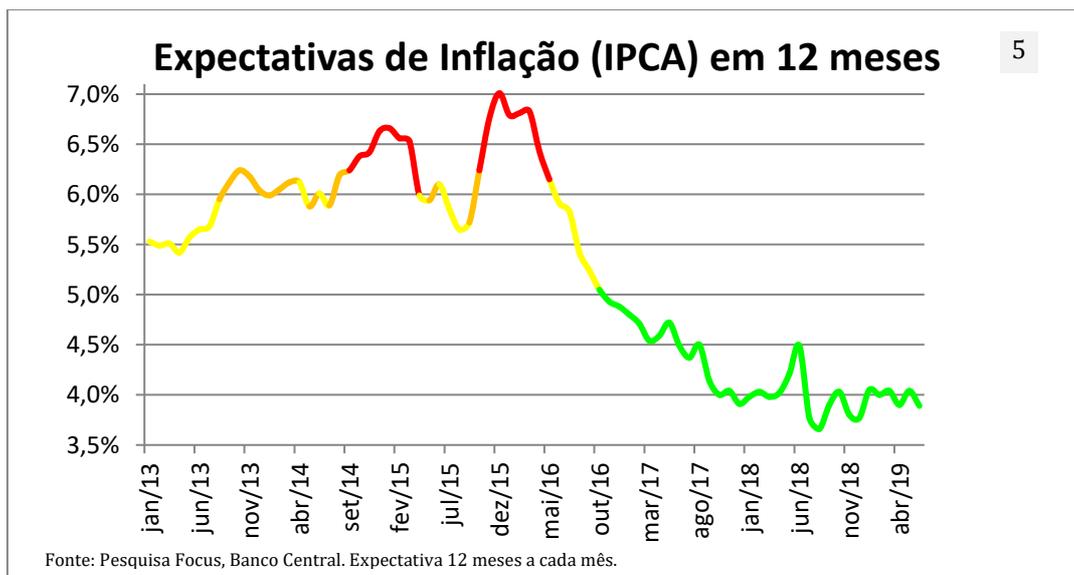
Então teremos uma China mais fraca, com um forte impacto negativo nas exportações de US\$200 bilhões/ano aos EUA, que equivalem a 9% do total de exportações do país em 2018, além de ter este grande impacto com o parceiro que trouxe um superávit de US\$323 bilhões no mesmo ano de um total

de US\$351 bilhões com todo o mundo no período. Ou seja, terá um forte impacto negativo tanto em quantidade como em qualidade. Com isto, uma parte importante da economia chinesa pode sofrer e até quebrar, uma vez que já se coloca há anos que a economia chinesa está com altos níveis de endividamento. Artigo recente da Bloomberg destaca que o nível de inadimplência das empresas em 2019 até abril já é o triplo de 2018, que foi o ano de maior volume de não pagamentos de dívida corporativa do país asiático. Portanto, podemos estar diante de uma tempestade perfeita, sendo que vamos problemas já estavam sendo gestados e o Trump pode estar colocando “o grão de areia que faltava para a barragem desmoronar...” As notícias da China ficaram 2 vezes mais importantes nos próximos 3 meses. “DEFCON nível 2” na economia chinesa...

## Perspectiva Brasil: Neutro

Se alguém vai ao médico com determinados sintomas de uma gripe ou enxaqueca, ele normalmente segue um protocolo e eventualmente receita um remédio para atacar a febre etc. e é possível observar em um curto espaço de tempo a volta à normalidade do paciente, sem febre e curado. Mas quando a febre resiste em baixar, o problema pode ser mais sério. E no mundo da economia temos modelos econômicos que predizem a resposta do paciente (no caso a economia do Brasil) aos remédios (no caso a redução da taxa de juros, medidas de simplificação da burocracia, concessões etc.). Mas, apesar de o Brasil estar com a menor taxa de juros da sua história há quase um ano, o paciente não está melhorando. Apesar do Brasil tem um nível de real bem desvalorizado, o país não está voltando a exportar produtos manufaturados de modo relevante para outros países além da Argentina. E apesar de muitas promessas, estamos assistindo a acontecimentos históricos e negativos como o fechamento da icônica fábrica da Ford em São Bernardo do Campo. A Produção Industrial então, tem sido um horror desde março, e de modo generalizado, completamente inesperado diante de outros dados antecedentes. O que está acontecendo? Será que a doença é mais grave?

O fato é o país perdeu muita competitividade na era PT, no qual o Estado cresceu em demasia, muitos investimentos não tinham o objetivo de gerar retorno (pelo menos ao acionista) e o próprio baixo crescimento fez com que o país ficasse mais sucateado vis à vis outros países, nos quais a infraestrutura está crescendo a passos largos. Não é “mérito” apenas do Brasil, mas de boa parte da América Latina. Muitas indústrias de ponta, como semicondutores, passam totalmente ao largo da região, assim como eletroeletrônicos em geral. E muitas indústrias outrora fortes, como siderurgia e automobilística, ainda se recuperam dos bilhões de reais perdidos nos últimos 5 anos. O fato é que enquanto o mundo na média cresceu 18% em 5 anos até 2018, o Brasil caiu 5% (vide gráfico 6). Estamos pagando a conta e sofrendo mais do que seria esperado quando observamos crises anteriores.



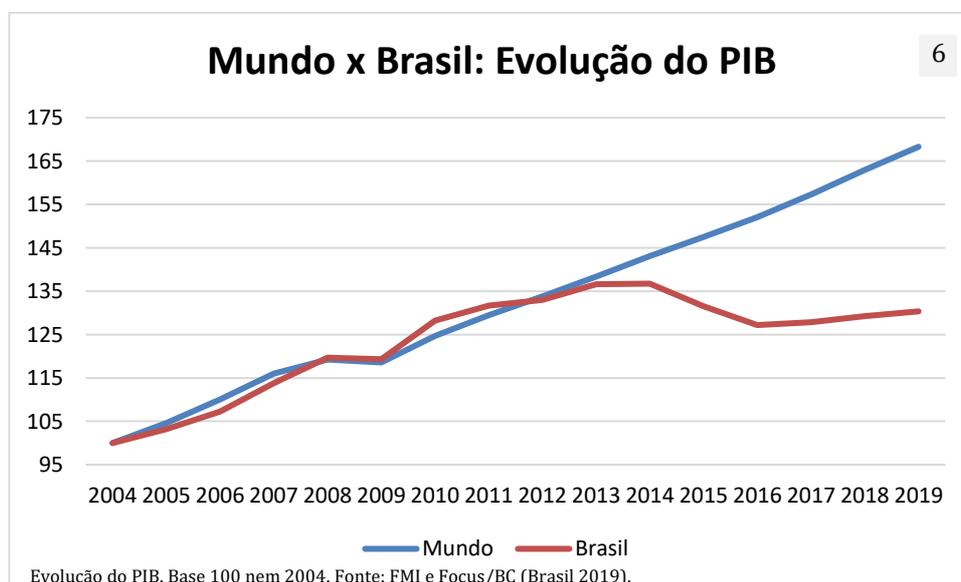
O lado bom da crise é que há um consenso crescente a favor das reformas, uma vez que está escancarado que acabou a farrá de recursos e que o setor público está matando o setor privado. Nenhum governador, nem mesmo do PT, acredita em sua consciência de que estará vivo em 2022 sem a Reforma da

Previdência. Mas os setores corporativistas ainda continuam atuando com grande empenho, especialmente no setor público. Enquanto isso, no mundo real, o mercado financeiro já comprou que as reformas acontecerão, mas os investimentos de longo prazo estão em compasso de espera, salvo indústrias que não dependem muito da conjuntura do país como a de Papel e Celulose.

## Atividade: Neutro

Tivemos uma grande frustração com a atividade no início de 2019. O otimismo como novo governo não se traduziu em ampliação de consumo e contratação de pessoas. Em parte é devido à frustração com o amadorismo do novo governo, que perdeu um capital político relevante com menos de 4 meses de mandato, e em parte devido à espera pelas reformas. Além disso, parcel importante da indústria sofreu com a crise da Argentina, que é nosso principal cliente de produtos manufaturados. Um exemplo disso é a Toyota, que em novembro havia anunciado um inédito 3º turno na sua fábrica no interior de São Paulo e recentemente anunciou o corte deste turno e um corte adicional de pessoal. Ou seja, tomou “um drible da vaca” da demanda...

Com toda a frustração da demanda interna e das exportações de manufaturados, o Brasil voltou a apresentar queda no PIB do 1º trimestre e caminha para ter nova queda no 2º trimestre, o que colocaria o país tecnicamente em recessão. Ou seja, como já resumiram alguns economistas, 2019 já está perdido do ponto de vista de crescimento econômico.



A grande esperança para o Brasil no médio prazo, no que tange à atividade econômica e ao consumo, é uma nova queda da taxa de juros. É um dos únicos instrumentos que nos restam. Mesmo a Reforma da Previdência, no curto prazo, tem um impacto negativo, porque o governo descontará mais de todos, reduzindo a renda disponível. Por outro lado, a maior solvência com a Reforma abrirá espaço para uma redução de juros, uma vez que a inflação está voltando a ficar mais comportada. O impacto disso para a economia é amplo: 1) força os investidores a assumir mais risco, seja em bolsa, seja tomando crédito privado 2) reduz o custo de financiamento das empresas, abrindo espaço para mais investimentos;

3)reduz o custo de financiamento para a pessoa física em aquisição de bens duráveis, em especial automóveis e imóveis; 4)a redução da taxa básica também permite a investidores realizar investimentos com taxa de retorno menor, estimulando a ampliação dos investimentos como percentual do PIB.

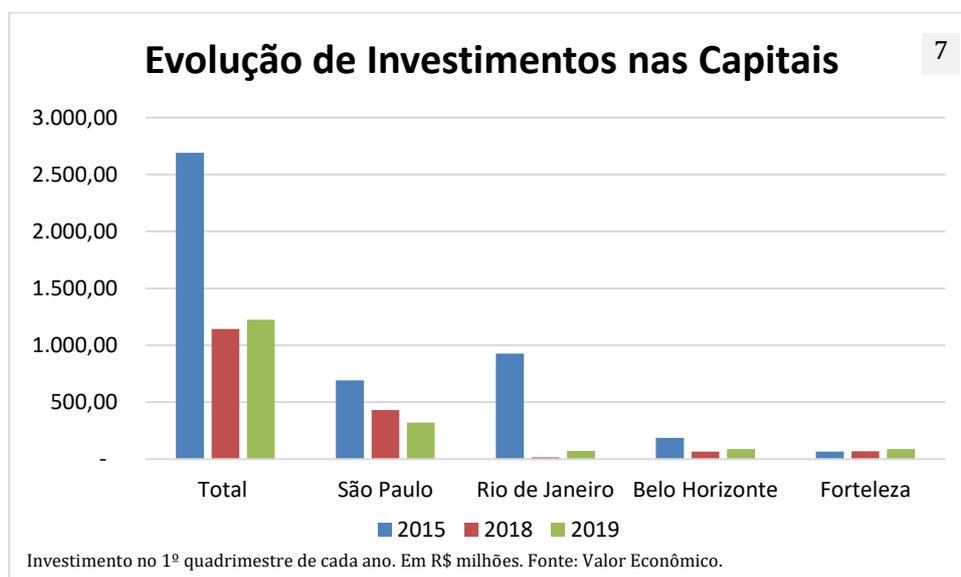
## Emprego: Neutro

Com a economia patinando, o desemprego apresentou leve piora nos últimos meses. Os dados mensais de criação de empregos formais têm apresentado um desempenho também fraco e acreditamos que a frustração deverá continuar em um horizonte de 6 meses pelo menos. Assim como no crescimento do PIB, acreditamos que o ano atual já é um pouco perdido para o mercado de trabalho. Precisaremos de um crescimento consistente, rodando acima de 3% anualizado para podermos fazer a roda girar novamente.

## Governo: Neutro/Positivo

No conto a A Roupas Nova do Rei, de Kejsers nye Klæder, que foi inspirado em numa história do *Libro de los ejempllos*, temos a estória de um rei que recebe fraudulentamente de tecelões um traje que seria visível somente àqueles que são filhos legítimos (fonte: <https://arteref.com/opiniao/por-que-o-conto-a-roupa-nova-do-rei-e-tao-atual/>). Neste conto, uma criança na multidão chama a atenção para o fato de que o Rei está nu, ao contrário de todos os outros súditos que fingiam não estar vendo isso. Assim parece um pouco o governo atual e o seu entorno ideológico. Nas palavras de um ex ministro, “É um show de besteiras”...

Temos uma situação realmente surreal, com crises diárias, frutos de uma falha na percepção de modo deve se comportar um presidente da República e como um país deve ser governado de modo honesto. A confusão de que negociar e dividir poder é política de corruptos, por exemplo é uma visão rasa e ingênua do processo político. Se isto fosse verdade, teriam que mandar prender todo o parlamento britânico e europeu, uma vez que estão negociando há anos o Brexit? Qual seria a discordância? O *Kick back* de políticos europeus? (utilizando o conceito do governo atual, diga-se de passagem). Quase todos os governos europeus, que são de Regime Parlamentarista, são clássicos de uma composição do Legislativo com divisão de poder para obter a maioria necessária para se governar, pois em todos os países o Legislativo é o poder de contra peso, que aprova Orçamento, várias políticas de governo etc. E nos encontramos no momento atual com um Presidente que possui apenas 10% do Congresso e que se coloca em córner dia sim dia não. O regime não é de negociação, mas sim de imposição com chantagens via mídias sociais, imprensa etc. Um caso clássico disto foi observado também na Assembleia Legislativa, quando houve a eleição para presidente e o PSL, que tem a maior bancada e teoricamente deveria eleger o presidente ficou totalmente isolado após fazer um terrorismo virtual através das mídias sociais e afins.



Além disso, boa parte da bancada do PSL parece muito ingênua, muitas vezes ofendendo pessoalmente colegas dos quais precisam de apoio para colocar em prática a sua política econômica e de costumes. Fora questões como atuar dia sim dia não como oposição na prática ao governo, sem saber as estratégias dentro do Congresso. Este foi o caso inúmeras vezes de obstruir uma votação para não perder, atravancando a pauta que teoricamente interessa ao governo ser votada. É algo surreal...

Para resumir bem nosso sentimento em relação ao atual governo, se em outubro de 2018 ele era um *STRONG BUY*, agora em junho de 2019 ele tornou-se um *STRONG SELL*. E é difícil esperar alguma mudança radical, pois como inúmeras pessoas que já “abandonaram o barco” e possuem alguma proximidade colocam, há uma natureza intrínseca bélica, quase que revanchista do presidente e seu entorno. É o sentimento que foi explicitado, por exemplo, em conversa de *whatsapp* vasada na qual o Bolsonaro se refere a um grande grupo de comunicação (“Vai se reunir com inimigo?”).

## Investimento: Neutro/Negativo

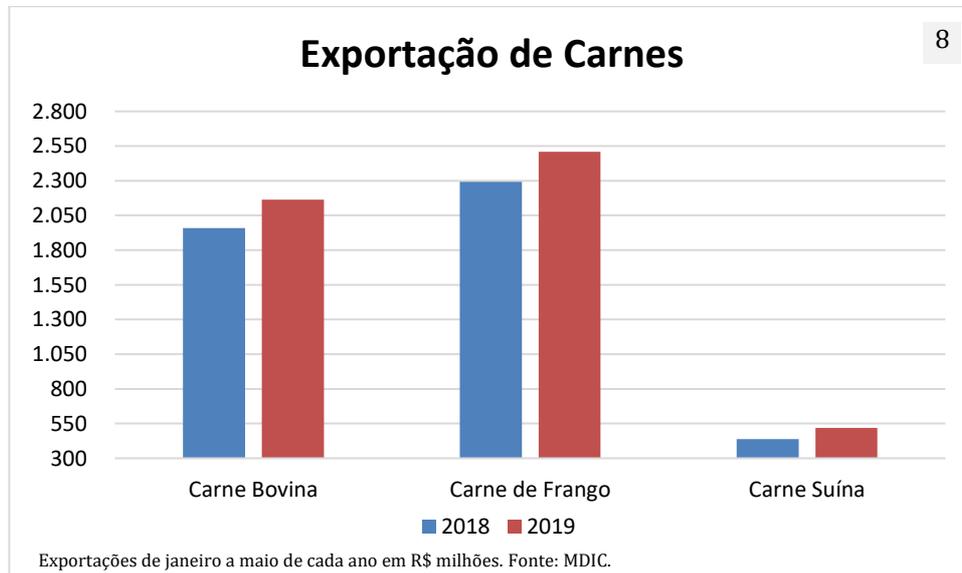
O ritmo de investimentos na economia continua muito fraco, aquém do ideal. O estado brasileiro em todas as esferas está próximo de quebrado, então deste lado observamos uma queda relevante. Matéria de junho de 2019 no Valor Econômico destacou que as capitais no início de 2019 tiveram na sua quase totalidade quedas superiores a 50% quando comparadas a 4 anos antes, conforme observamos no gráfico 7. Esta magnitude provavelmente se aplica também para estados e o governo federal. Mesmo entidades independentes como a USP, que possui autonomia financeira, acabaram dilapidando as suas reservas uma vez que gastaram seus superávits na bonança com aumento de salários, comprometendo os orçamentos futuros.

Então voltamos novamente 150% para o setor privado, único que pode salvar o país neste quesito. Nos últimos meses tivemos alguns anúncios de setores que estavam fora do radar, com destaque para a indústria siderúrgica. Mesmo este setor, segundo matéria da Exame, está investindo metade do que deveria, ou seja, só o mínimo necessário.

Por outro lado, o mercado de capitais tem se mostrado ativo e é uma alternativa disponível para quando o investimento for retomado. Na bolsa o governo está realizando a venda de vários ativos, sejam ações do IRB, sejam ações da Petrobrás, boa parte capitaneada pela Caixa. É recurso para pagar o governo e potencialmente reforçar o capital do Banco. Também temos a emissão de ações de diversas empresas já listadas, inclusive algumas de tecnologia, que podem utilizar os recursos para alavancar seus investimentos e seu crescimento.

## Setor Externo: Neutro/Negativo

Diante de muitas notícias e expectativas ruins em relação às exportações, com queda de manufaturados principalmente para a Argentina e a queda do complexo soja para a China, o universo parece que alinhou as estrelas para um outro setor estratégico no Brasil: a indústria de carnes. A gente já sabe o que o leitor vai falar: “Mas não é a 10ª vez que se proclama este *call*? Mas a maioria das empresas não está tão ferrada que parece que acabou de sair de uma luta de MMA? O que há de diferente desta vez?” Então, nós concordamos com a visão geral de que o setor vem de um grande desapontamento nos últimos anos, de episódios como a Operação Carne Fraca, que expôs uma relação promíscua entre fiscais sanitários e algumas empresas do setor, e com um squeeze de alta nos insumos e limitação de repasse de preços, além do eterno protecionismo dos importadores, que sazonalmente buscam forçar a produção local, como é o caso da Rússia e, mais recentemente, da Arábia Saudita.



Contudo, dois novos fatores parecem mudar radicalmente a equação a favor dos produtores do Brasil. O primeiro e mais relevante é a maior crise de oferta de carne suína do mundo em décadas. Com a gripe suína na China, estima-se que 20% a 30% do rebanho do país esteja sendo dizimado. E a China representa 50% da produção e do consumo de carne suína no mundo que, por sua vez é a proteína mais consumida no mundo. Para o Brasil atender hipoteticamente metade desta perda, teria que multiplicar algumas vezes a sua própria produção. Então, o que deve acontecer? 1) Redução na importação de soja e farelo de soja para a China, uma vez que parte importante da demanda é para ração de suínos (o fator de conversão de um suíno é próximo de 2 para 1 – 2kg de ração para converter em um 1kg de carne);

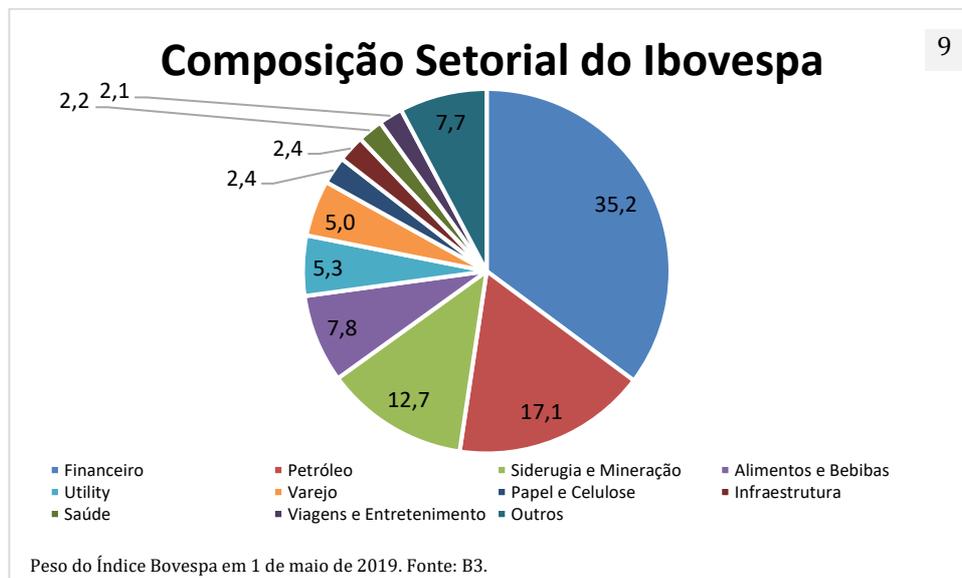
2) Queda no preço da soja e no preço do milho devido à redução na importação da China e ao aumento da produção na safra 2018/19; 3) Aumento nas importações da China de carne suína, de frango e bovina para substituir parte da perda de produção doméstica; 4) alta generalizada nos preços das 3 proteínas, refletindo o desbalanceamento entre oferta e demanda. Do ponto de vista de volume, no médio prazo o grande beneficiário é o frango, que possui um ciclo curto – em 90 a 120 dias é possível obter um aumento de dois dígitos na produção – e pelo fato de que o Brasil é 2º maior produtor global, ou seja, consegue aumentar a produção de modo relevante por partir de uma base relevante. No caso dos suínos, o ciclo de produção é mais demorado, tendendo a se refletir em 1 a 2 anos, então deverá demorar um pouco mais a se beneficiar em termos de volume. Mas acreditamos que no longo prazo esta indústria poderá tornar-se pelo menos o triplo do que é no momento, uma vez que o Brasil é o produtor mais competitivo do mundo e a China deverá passar por uma reestruturação, com o estímulo de ter produtores mais estruturados e eventualmente ter um canal de importação mais permanente, pois o risco sanitário é uma realidade e não seria absurdo trabalhar com 20 a 30% da sua demanda atendida por importações. Como podemos observar no gráfico 8, mesmo antes de se materializar o impacto positivo a indústria de carnes já se encontra em um ritmo positivo, com crescimento de pelo menos 10% nas exportações, com destaque para suínos que crescem quase 20%.

## Perspectiva dos Mercados

### Bolsa: Negativo

Conforme havíamos colocado há 3 meses, acreditávamos em uma queda na bolsa local, motivado principalmente pelo excesso de otimismo dos investidores locais com um governo que está se mostrando um desastre na condução da boa política e um excesso de otimismo dos investidores estrangeiros com a negociação EUA-China, além de uma decepção com a desaceleração do crescimento global. Fora outros sinais, como vários IPOs nos Estados Unidos nos quais os preços caíram mais de 10% em apenas 2 dias, como foram os casos da Lyft e do Uber, empresas estas que possuem uma margem EBITDA inferior a -30%, ou seja, são máquinas de perder dinheiro que possuem o risco de talvez nunca terem um modelo de negócios sustentável.

Mas vivemos o paradoxo já de muitos anos, no qual basicamente “o rabo abana o cachorro”. Como há excesso de dinheiro no mundo e as taxas de juros ainda estão entre as mais baixas da história, os investidores relevam muitos dos riscos e colocam ativos como bolsa em patamares muito otimistas, no qual tudo precisa dar certo.

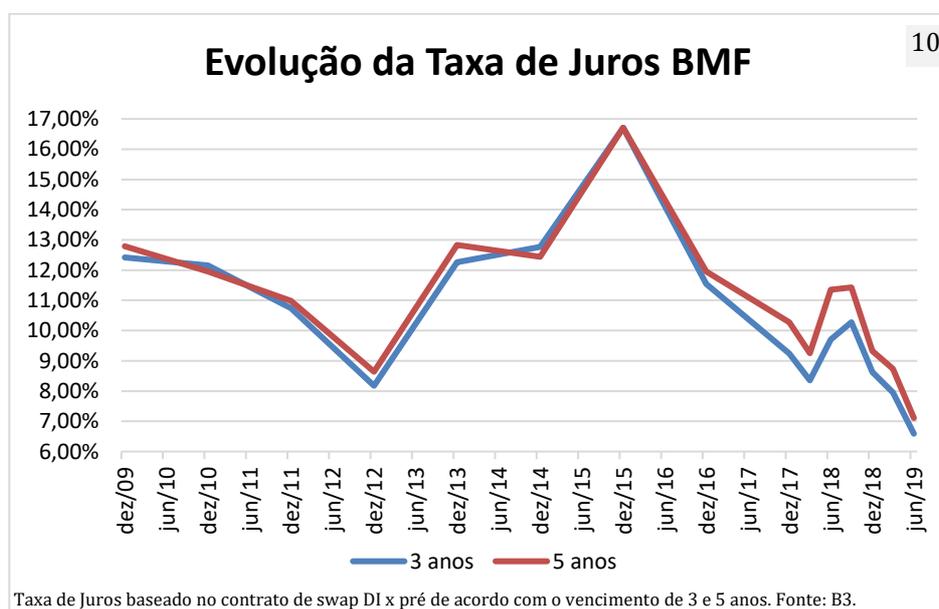


No mercado local houve uma realização relevante até a metade de maio, em torno de 10%, mas o mercado posteriormente apresentou forte recuperação, apostando na realização da Reforma da Previdência apesar do governo. Além disso, o risco positivo de mais uma queda de juros tende a estimular uma demanda maior por ativos de risco como ações. E aí temos o risco de entrar no mesmo raciocínio em vigor no exterior – os ativos precisam subir porque não há investimento com baixo risco e bom retorno. E continua o movimento de longo de prazo de mudança no perfil da bolsa, com a ampliação de negociação de outras empresas que não o grupo Petro-Vale-Bancos. Eles ainda representam 65% do índice Bovespa e em particular Petro, Vale e Itaú ainda representam cada um cerca de 10% do total. Mas a cada mudança no índice temos um anova diluição e entrada de novatos. Na última mudança, efetivada em maio, entraram IRB Brasil e Azul Linhas Aéreas, empresas que abriram

o capital em 2017. E temos alguns outros candidatos a caminho, como Notredame Intermédica e Hapvida, além de uma expectativa de grande ampliação do peso da Natura após a aquisição da Avon. Ficam faltando mais empresas de tecnologia, das quais a TOTVS e a Linx seriam as candidatas preferenciais a entrar no futuro, especialmente após novas ofertas de follow on que deverão ampliar ainda mais a sua liquidez.

## Juros: Positivo

Com uma conjuntura de economia deprimida e uma inflação que voltou a ficar comportada após o susto do início do ano, uma das grandes apostas do mercado financeiro é a queda da taxa SELIC após a aprovação da Reforma da Previdência. A lógica é simples: com a Reforma a percepção de solvência do Brasil melhora, o que tudo mantido constante, permitiria reduzir o custo de dívida. Mas o segundo ponto talvez seja mais relevante: a inflação está abaixo da meta e a Reforma causa uma deflação no curto prazo, ao reduzir a renda disponível conforme já colocamos anteriormente. Tudo considerado, uma queda de 1% na taxa básica já está quase totalmente precificada, assumindo também uma estabilidade pelo menos ao longo de 2020. Ou seja, espera-se uma queda para 5,5% mantendo-se assim até dez de 2020. Acreditamos que pelo fraquíssimo desempenho da economia, seria possível uma redução ainda maior, para 4 a 4,5%, mas um nível desses também dependeria das decisões do Fed – vale ressaltar que os EUA possuem no momento uma taxa básica de 2,25%.



O lado bom para a economia real é que na prática a taxa de juros nos mercados futuros já é a menor da história, conforme podemos observar no gráfico XX. A taxa de juros longa, de 5 anos, caiu 1,6% ante o início de março de 2019. Para as grandes empresas, nunca houve no Brasil um custo de dívida tão baixo, uma vez que os spreads também sofreram forte redução na medida em que fundos estão competindo com os bancos por debêntures e demais títulos negociáveis em busca de retorno.

## Dólar: Neutro/Positivo

Com a piora de percepção do governo e a ampliação da disputa comercial de EUA e China, o dólar chegou a superar os R\$4,00, atingindo níveis semelhantes ao estresse das eleições quando havia temor de vitória de um candidato ligado à esquerda. Após a percepção de que a Reforma da Previdência está encaminhada, o real passou por uma valorização e dólar caiu para cerca de R\$2,80. Vale ressaltar que neste interim houve a entrada relevante de recursos estrangeiros, com destaque para a venda de 90% da TAG para a Engie Brasil e CDPQ, que pagaram mais de R\$30 bilhões pela empresa (ou US\$8 bilhões – equivalente a 10% do Investimento Direto Estrangeiro anual do Brasil).

Olhando para a frente temos duas forças opostas. Se por um lado as Reformas melhoram a percepção de solvência do país e com isto o dólar deveria cair, por outro há a expectativa de redução da taxa de juros local, o que tende a reduzir o diferencial de taxa de juros Brasil-Estados Unidos, reduzindo a atratividade para investidores aplicarem na dívida local. Considerando que além disto ainda temos uma economia dos EUA forte e uma do Brasil que ainda precisa se provar, não conseguimos enxergar uma grande queda da moeda americana em um espaço de 6 meses. Estamos ainda com muito dever de casa para fazer.

## M&A: Positivo

O grande destaque dos últimos meses é a venda da TAG pela Petrobrás, um processo que na realidade já estava caminhando há mais de 2 anos e que foi finalmente concluído após o STF julgar constitucional a venda de subsidiárias das estatais sem passar pelo Congresso. Outro destaque é a compra da Avon pela Natura, em uma das maiores aquisições de uma empresa estrangeira por parte de uma empresa brasileira. Mas no geral o movimento de M&A continua um pouco fraco e ao mesmo tempo muito concentrado, com algumas empresas que são verdadeiros “*serial buyers*”. Somente uma empresa adquiriu no primeiro semestre mais de 10 empresas enquanto outras caminham para atingir esta marca em 12 meses. O setor de destaque em quantidade continua sendo o de TI, tendo como destaque o Softbank, que criou um grande fundo para América Latina e já participou de transações superiores a US\$1 bilhão, criando pelo menos 2 novos unicórnios no Brasil (Gympass e Rappi).

### Monitor de M&A e Ofertas de Ações

11

Adquirente	Empresa	Setor	Valor da Transação (R\$ milhões)	% do Total	Tipo de Operação
Engie, CPQD	Transportadora Associada de Gás	Mineração	31.500	90%	Aquisição
Natura	Avon	HPC	14.430	100%	Aquisição
Investidores	Petrobrás	Petróleo	7.301	4%	Follow On
Hapvida	Grupo São Francisco	Saúde	5.000	100%	Aquisição
Rumo	Ferrovias Norte Sul	Transportes	2.720	100%	Concessão
Michael Klein, Outros	Via Varejo	Varejo	2.200	37%	Aquisição
Softbank, outros	Gympass	TI	1.170	30%	Part. Minoritária
Duralex	Cecrisa	Construção Insumos	1.000	100%	Aquisição
Softbank, outros	Creditas	Fintech	780	29%	Part. Minoritária
Magazine Luiza	Netshoes	Varejo	614	90%	Aquisição

Operações de destaque de mar/19 a jun/19. Valores em R\$ milhões. Fonte: Empresas, Valor Econômico, diversos.



veracruz  
inversiones

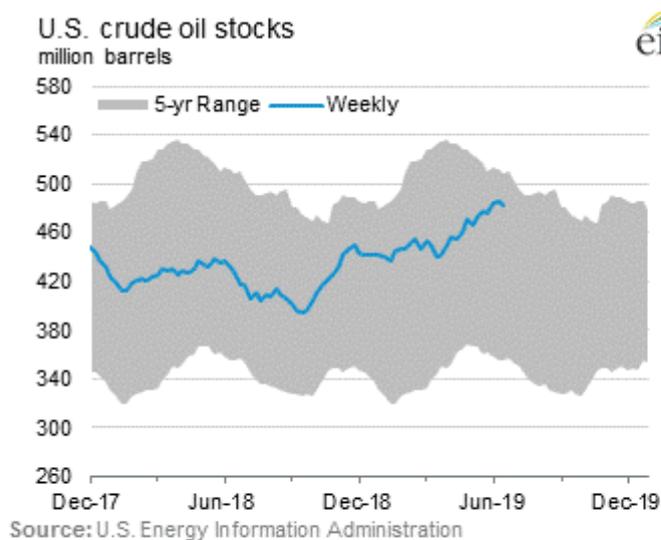
---

## Petróleo: Neutro/Positivo

O Petróleo está de volta à montanha russa. Passou por um espiral de queda de setembro a dezembro de 2018, quando caiu de US\$75 para US\$42 (o WTI), para depois se recuperar ao nível de US\$65 ao final de abril. Desde então, sofreu novamente uma forte queda para o nível de US\$50 no início de junho, ou seja, caiu 30% em menos de dois meses. Nesses níveis, está quase implícito uma recessão global. Mas o que aconteceu? Basicamente, o consumo realmente tem sido inferior ao esperado refletindo um menor crescimento global e a produção americana de petróleo continua batendo recordes. E o reflexo disso é que os estoques de petróleo de Cushing, em Oklahoma, estão novamente próximos das máximas, conforme observamos no gráfico 12. E vale ressaltar que esses níveis são os maiores da história. Por outro lado, recentemente o ouro negro apresentou recuperação, motivado pelo aumento da tensão EUA-Irã, que supostamente atacou dois navios no estreito de Ormuz, além de estar novamente trabalhando o enriquecimento de urânio em níveis que não são aceitáveis pelos países ocidentais, que buscam evitar que o país islâmico construa uma bomba nuclear.

### Stocks (million barrels)

12

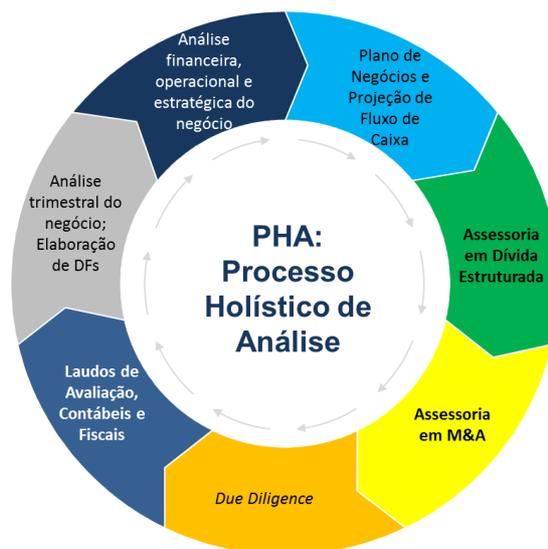


Tudo considerado, ainda acreditamos que o petróleo possui um viés de queda, capitaneado pela desaceleração global e pela mudança na dinâmica de competição, uma vez que a OPEP tem perdido relevância na oferta global após a explosão da produção de *fracking oil* dos EUA, além da expansão de outros produtores como o Brasil.

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>.