

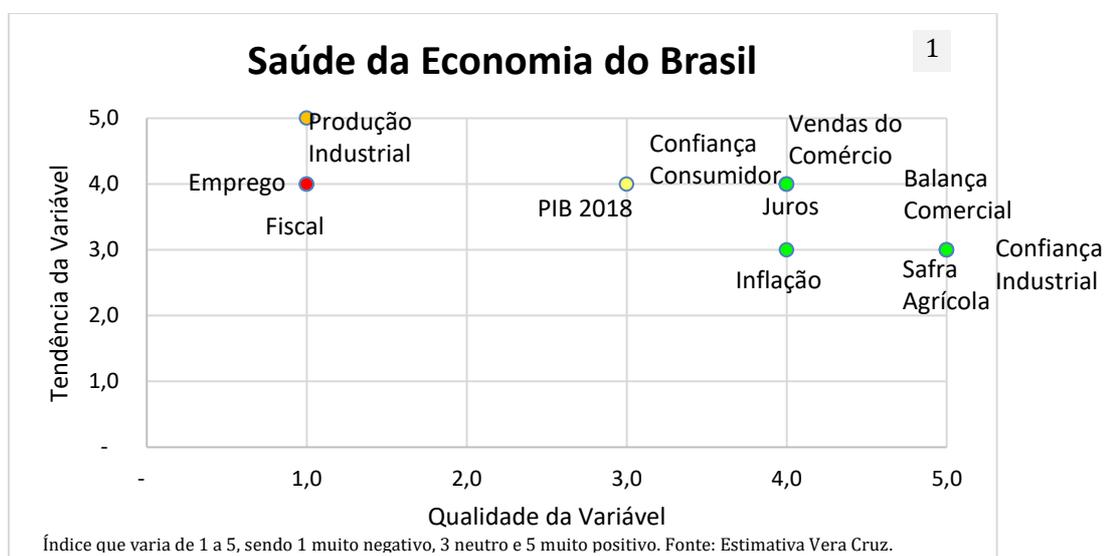
Perspectivas - Março 2018

Cenário Geral: Positivo

ALEA JACTA EST

Do ponto de vista político e econômico, 2018 será o ano mais importante para o Brasil desde 1994, quando, contra tudo e contra todos, o país ressurgiu das cinzas com o Plano Real, debelando décadas de hiperinflação. Isto em meio a um presidente contestado por 10 em 10 analistas da época, seja pelo temperamento e pouca habilidade política, seja por todo o cenário de então, com a chegada ao poder de alguém sem voto e desconhecido após o impeachment do então primeiro presidente eleito após décadas de ditadura. De 1994 a 2002 o país no geral viveu uma evolução positiva, com redução da inflação, criação da base macroeconômica atual – o Regime de Metas de Inflação – e inúmeros instrumentos que melhoraram o patamar da gestão pública, com destaque para a Lei de Responsabilidade Fiscal. Até por volta de 2006 este legado foi em grande parte preservado, mas de 2007 até o impeachment em agosto de 2016 o dano ficou quase irreparável, dragando o resultado fiscal a um nível inaceitável para um país pobre e sem serviços como o Brasil. Nos últimos 18 meses houve um giro de 180 graus, revertendo parte da destruição da política econômica do país, mas o caminho é longo e 2018 será chave para o Brasil decidir se quer efetivamente entrar para o time de grandes potências ou se quer ser apenas uma grande república das bananas.

No que depende do mundo, tudo é maravilhoso, parece até que entramos em um Carnaval sem fim. Bolsas no mundo inteiro nas máximas históricas, crescimento saudável e forte, próximo a 4%, com dependência decrescente da China, e por aí vai... Para aqueles que ao pedir uma ajuda a mais olham para cima e reclamam, decididamente o ente espiritual já não aguenta mais mandar Maná para o Brasil, é hora de nos salvarmos (“ou não!”) de nós mesmos! E que venham as eleições!



Check List: 12 pontos a monitorar nos próximos 12 meses

1. **Inflação.** A inflação em 12 meses até fevereiro de 2018 se mantém abaixo de 3%. Melhor que o esperado.
2. **Política Monetária do BC.** Juros podem ficar abaixo de 6,75% em 2018. Melhor que o esperado.
3. **Reformas Estruturais.** Aprovação da Reforma da Previdência não acontecerá em 2018 e várias concessões já foram feitas por conta. Pior que o esperado.
4. **Evolução do Superávit Primário do Governo do Brasil.** Forte melhoria a partir de dezembro de 2017. Melhor que o esperado.
5. **Fluxo Externo.** Continua forte, puxado por fluxo positivo nas principais contas. Melhor que o esperado.
6. **Governo dos EUA.** A piora fiscal está ficando mais evidente, na medida em que o teto de dívida foi abonado pelo Congresso e a emissão de nova dívida é recorde. Pior que o esperado.
7. **Produção Industrial.** Exportações e demanda interna continuam com tendência de alta. Em linha com o esperado.
8. **Exportações de Manufaturados.** A exportação em geral continua forte, mas com crescimento menor devido à base mais alta. Em linha com o esperado.
9. **Nível dos Reservatórios.** O período chuvoso está “OK” e ainda estamos com risco de tarifas altas. Em linha com o esperado.
10. **Rating (risco de crédito) do Brasil.** O rating do Brasil foi rebaixado pela S&P e Fitch no início do ano, mas o mercado financeiro ignorou e a melhoria continua. Um pouco pior que o esperado.
11. **Política Monetária do Fed, Banco Central dos EUA.** Alta de juros continua moderada, com economia em baixo crescimento e inflação ainda controlada. Em linha com o esperado.
12. **Evolução da Atividade Global.** Revisões de crescimento para cima em quase todas as principais economias. Melhor que o esperado.

Vera Cruz Análise: A Criptomoeda é uma história que se repete...

Há uma anedota antiga do mercado financeiro, no qual um indivíduo pergunta a um analista de mercado o que é o mercado financeiro. E este, por sua vez diz o seguinte: “todo dia acordam um esperto e um tolo (na realidade estamos utilizando um eufemismo) e quando eles se encontram, sai um negócio.” Esta anedota é um claro exagero e uma crítica ao mercado financeiro, mas é 99% aplicável às criptomoedas, das quais o Bitcoin é o mais conhecido. Este mercado totalmente sem escrutínio e sem transparência, chegou a atingir um valor de mercado de US\$800 bilhões ao final de 2017, com centenas de “ativos”. Mas o que é uma criptomoeda e porque deveria valer muito ou pouco?

A criptomoeda é uma moeda virtual, que é validada por um *blockchain*, que é um tipo de Base de Dados Distribuída que guarda um registo de transações permanente e à prova de violação. Ter XX criptomoedas significa ter um arquivo que pode ser validado pela rede que acompanha esta moeda e não poderia ser falsificado. Então, tecnicidades à parte, a criptomoeda é uma moeda com a vantagem de não ter a necessidade de um meio físico e que pode ser transacionada sem a necessidade de bancos, por exemplo. Mas o que é uma moeda? Uma moeda é um ativo pelo qual são realizadas transações e, como tal, tem 3 propriedades principais: 1)meio de troca; 2)reserva de valor; 3)unidade de conta. Pela própria definição, uma moeda não pode ser um ativo que sobe ou desce 10% em um dia, por exemplo. Observamos este fenômeno de perda de valor em países com hiperinflação, onde as pessoas corriam para gastar o seu salário e monetizá-lo em bens no supermercado, por exemplo.

Além deste aspecto teórico, o valor de uma moeda está atrelado à economia do país que a adota. No caso do Real, por exemplo, temos que é a moeda legalmente aceita no Brasil. Não tem valor legal, por exemplo, um salário de empregado no Brasil pago em Euros ou Dólar Americano. Além disso, só quem pode emitir moeda é o governo federal, através dos órgãos competentes, controlando a sua oferta. E o valor do Real vis à vis outras moedas envolve diversas variáveis econômicas, tais como o nível das reservas internacionais, a expectativa de fluxos externos, o crescimento do PIB, a inflação. Tomemos um cenário onde a cotação do Real ante o Dólar Americano muda para a seguinte paridade: R\$1=US\$1. Nesta conjuntura hipotética, a balança comercial do Brasil sofre uma mudança brutal com queda das exportações e alta das importações, uma vez que o país se torna caro vis a vis outras economias. Um salário de R\$3.300 passaria de US\$1.000 para US\$3.300 nas condições colocadas. Com encarecimento do país, o saldo comercial mudaria para déficit, o gasto com viagens no exterior explodiria (imagine as viagens para Miami?) e com isso o real perderia valor ante o dólar, reequilibrando a cotação. Em um cenário de crise, o efeito seria inverso: o dólar sobe, tornando o Brasil mais competitivo, ao mesmo tempo em que empobrece o brasileiro, reduzindo o consumo interno. Além disso, nesta conjuntura as multinacionais passariam a enviar menos lucros à matriz uma vez que o desempenho das subsidiárias seria pior. Enfim, então a relação entre as moedas como conhecemos é complexa e autossustentável.

No caso das criptomoedas, se quisermos lançar o “criptopatacão” (para pegar emprestado o nome de uma pseudo moeda da crise argentina) em um valor de US\$1 bilhão, devemos realizar uma oferta de moeda inicial (ICO em inglês) e os dólares deveriam ficar depositados como colateral desta criptomoeda. Não haveria nenhuma justificativa econômica para esta suposta moeda valer mais ou menos, ela não tem valor em si, é apenas um meio que utiliza uma determinada tecnologia. No máximo, a empresa que desenvolveu a tecnologia e cobra um *fee* por transação teria valor. Este é o caso, em parte do Ripple, que é ao mesmo tempo uma empresa de tecnologia que desenvolve soluções de transações financeiras e possui uma posição relevante de criptomoeda de mesmo nome.

Portanto, como as criptomoedas não possuem nenhum valor intrínseco para chamar de seu, a grande maioria delas é, na definição de Noriel Roubini, “*a scam*”, ou em bom português, um golpe. Com o agravante de que, ao contrário de manipulações em ações, onde há a possibilidade de se responsabilizar alguém – vide o caso da OGX, onde várias operações estão sendo questionadas pela CVM e na Justiça – nas criptomoedas quem perder dinheiro terá de reclamar ao Bispo, mas ninguém sabe qual Bispo e onde ele está... O mais preocupante é constatar que a quantidade de “investidores” de criptomoeda no Brasil já ultrapassa 1,2 milhão de pessoas, o dobro da quantidade de investidores na B3, a bolsa de valores. Ou seja, o número de pessoas na jogatina de negociação de nada é o dobro ante a quantidade de pessoas sendo sócias de uma empresa, apostando em um negócio... Talvez uma legalização de cassinos no Brasil possa canalizar parte desse desejo de perder dinheiro fácil tentando falar difícil...

Vera Cruz Análise Mercado: Resultados do 4º Trimestre foram muito bons

As empresas financeiras e não financeiras listadas na B3 apresentaram resultados muito positivos no 4º trimestre, com destaque maior para as empresas não financeiras, que apresentaram maior crescimento de receita e o benefício parcial da queda na taxa de juros, enquanto o setor financeiro ainda está com o freio de mão puxado em novos empréstimos. Dentre os destaques positivos, podemos elencar o Banco do Brasil e o Santander Brasil no setor financeiro, com altas de 82% e 30% nos lucros recorrentes do trimestre vis a vis o mesmo período de 2016. O Banco do Brasil apresentou uma clara melhoria em custos e despesas, refletindo a melhoria na nova gestão e o processo de redução de pessoal ao longo de 2017.

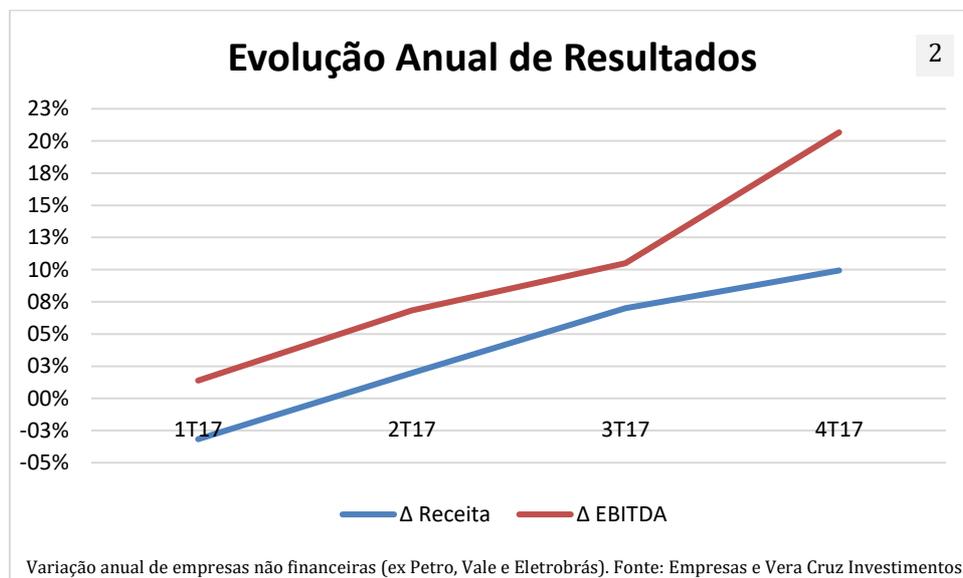
Nas empresas não financeiras, o desempenho melhor foi quase geral. Como podemos observar no gráfico 2, a melhoria tem sido claramente operacional, com redução de custos e despesas em relação à receita, mesmo tendo um crescimento ainda tímido. Na média as empresas apresentaram alta e mais de 20% no EBITDA, um desempenho respeitável. Como destaques positivos no setor não financeiro, há uma lista boa:

1.Papel e Celulose: Fibria, Suzano e Klabin, tiveram os melhores resultados da história, refletindo os maiores preços da celulose e o *ramp-up* de produção de novas plantas. Dentro do grupo, a Fibria, com alta de 146% no EBITDA, se destaca mais. Isto é reflexo principalmente da nova linha de produção de celulose, a Linha 2 de Três Lagoas (MS), que é a maior e mais moderna do mundo, com 1.950.000 toneladas/ano de capacidade.

2.Magazine Luiza: A empresa é cada vez mais uma Amazon e cada vez menos uma empresa tradicional de venda de linha branca e eletrônicos. O crescimento de 60% nas vendas de *E-commerce*, que já representam 32% do total, são de encher os olhos, além do resultado em quase todas as linhas operacionais – receita subiu 28%, EBITDA 38%, e lucro líquido 259%. Vale ressaltar também que a companhia foi incluída recentemente entre as 10 mais inovadoras da América Latina pela revista FAST Company, que é muito respeitada no meio.

3.Ouro Fino: Pouco conhecida da grande maioria, a empresa é uma das maiores indústrias de produtos veterinários do Brasil, com atuação tanto em animais de produção (como bovinos e frango),

como em animais de companhia (como cães e gatos). A receita teve alta expressiva de 64%, e o EBITDA 3.970%, atingindo margem de 25,1%, muito boa para este setor. É uma das poucas empresas listadas que possuem um peso relevante de tecnologia nos seus produtos.



4.Rumo: A principal concessionária de ferrovias do Brasil, que possui quase toda a malha da região Sul, São Paulo e Mato Grosso, apresentou o melhor 4º trimestre da história, com crescimento de 57% na receita e 110% no EBITDA, refletindo a forte demanda de grãos no período, que historicamente é fraco para esses produtos. Mas o crescimento também veio de outros produtos. Esta é uma empresa que ainda não tem um desempenho satisfatório e precisa ampliar a quantidade transportada e a sua produtividade para diluir custos e melhorar seus resultados. Mas o 4º tri, conjunto com trimestres anteriores, já representa um alento.

5.Podemos destacar também outros varejistas, como a Via Varejo, que também teve um resultado muito bom, mas sobre uma base ainda fraca, e a Guararapes, que pelo cheiro quer ser a nova Renner...

Do lado negativo, um setor que se destaca é o de shopping centers, com crescimento bastante tímido. Acreditamos que a tendência no setor é a de ter limitação na lata de aluguéis, refletindo a competição crescente de E-commerce, a concentração de mercado de varejistas, e a limitação de fôlego de redes médias, que no geral sofreram bastante com a recessão e certamente possuem um apetite mais comedido para novas expansões. O setor de linha branca e eletrônicos é caso clássico: enquanto Magazine Luiza, Americanas e Via Varejo ganham mercado, Máquinas de Vendas e redes regionais estão lidando com redução do negócio ou reestruturações.

Vera Cruz Análise Setorial: Setor de Viagens/Entretenimento

O setor de viagens e entretenimento tem apresentado crescimento expressivo nos últimos anos não só do ponto de vista econômico, como em relação a empresas que representem o setor na bolsa. Temos listadas algumas das maiores empresas de locação de automóveis do mundo, por exemplo. Para

contextualizar, o valor de mercado da Localiza, principal empresa do segmento de locação de automóveis, é de R\$17 bilhões (US\$5,2 bilhões), enquanto a mesma métrica na Hertz é de US\$1,7 bilhões. Também temos como destaque as empresas aéreas, dentre elas a Azul, que foi um maiores IPOs de 2017, e as agências de viagem, representadas pela CVC, líder de setor e grande consolidadora do mercado. No caso desta, o principal concorrente, em especial do ponto de vista de investidores, é a Despegar, empresa argentina listada na NYSE, e que aqui no Brasil é conhecida pelo site decolar.com.

Também temos outros setores que possuem grande potencial de listagem de empresas e que já possuem representantes: restaurantes, onde temos a IMC e temos a Fogo de Chão (que é listada na NYSE e está sendo adquirida por um fundo), eventos, onde temos a T4F, e cinemas, onde temos a Cinesystem, 5ª maior rede do país, empresa listada no Bovespa Mais e que tem entre seus acionistas o fundo de *Private Equity* Stratus.

Setor de Viagens e Entretenimento: Empresas listadas na Bovespa*

3

Empresa	Valor de Mercado	Dívida Líquida	Valor da Firma	Receita 2017	EBITDA 2017
Localiza	17.330	3.865	21.195	6.058	1.314
Azul Linhas Aéreas	10.830	9.119	19.949	7.790	1.165
CVC	7.927	759	8.686	1.185	598
Gol Linhas Aéreas	7.619	4.855	12.474	10.576	1.588
Burger King Brasil	3.668	(688)	2.980	1.784	211
Locamérica ^{1,3}	2.416	962	3.377	915	301
Movida ¹	1.640	885	2.525	2.421	301
IMC ¹	1.451	3	1.454	1.491	127
T4F	695	(172)	522	653	75
Cinesystem ^{1,2,3,4}	N/D	29	N/D	103	13
SmartFit ^{1,2,4}	N/D	408	N/D	712	182

*Empresas selecionadas. 1-Receita e EBITDA de 12 meses até set de 2017; 2-Empresa listada na B3, mas ainda sem negociação de ações; 3-Empresa está em meio a aquisição relevante, então relação de números deve mudar significativamente; 4-Clientes atendidos pela Vera Cruz Investimentos nos últimos 36 meses. Dados em R\$ mil. Empresas por ordem de valor de mercado.

Outro segmento também representado é o de academias de ginástica, que dependendo da análise é considerado como um perfil de saúde ou um perfil de entretenimento. A SmartFit, proprietárias das redes SmartFit e Bioritmo, é a 4ª maior empresa do mundo, com forte atuação não apenas no Brasil, mas em países da América Latina como o México e Chile, e que possui dentre seus acionistas o fundo de *Private Equity* Patria. A empresa atualmente faz parte do segmento Bovespa Mais Nível 2, mas ainda não realizou uma oferta de ações ao mercado.

Em comum entre as empresas temos um impacto positivo da queda da taxa de juros, que atinge de modo mais forte as locadoras de automóveis, a reforma trabalhista, que reduz os custos e riscos em atividades de mão de obra intensiva, e uma elasticidade/PIB superior a 1, o que indica que o retorno de um bom crescimento da economia aliado a uma maior confiança do consumidor deve estimular um crescimento de talvez dois dígitos para boa parte dos setores. Além disso, outra característica é que boa parte dos mercados ainda é fragmentado e há espaço para consolidação – com o vem ocorrendo com a maior parte das empresas já listadas na B3.

Perspectiva Mundo: Otimista/Neutro

EUA: Neutro

Após a reforma tributária aprovada no final de 2017, onde a alíquota de IR sobre o lucro de empresas caiu de 35% para 21%, dentre outros, o efeito para o dólar não tem sido tão positivo. É o que o mercado financeiro costuma colocar num dos jargões mais conhecidos: “sobe no boato e cai no fato”. Se por um lado a medida teoricamente aumenta a competitividade dos Estados Unidos, ao reduzir a base tributária, por outro piora a percepção fiscal dos Estados Unidos no médio e longo prazo, pois a previsão é de que se abra um rombo fiscal que não será compensado por crescimento de receita, baseado em pacotes parecidos em ocasiões anteriores, como o *Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act of 2001* (EGTRRA) no governo de George W. Bush.

Do ponto de vista prático, observamos que o baixo desemprego em conjunto com o novo estímulo fiscal parece estar impactando em uma maior inflação e isto, junto com a percepção de piora fiscal está levando a taxa de juros paga pelo governo americano aos maiores níveis desde 2008, conforme observamos no gráfico 4 (fonte da Bloomberg.).

Só para destacar mais a questão da inflação, os dados de janeiro de 2008 foram muito ruins, com grande aceleração de itens como vestuário, em um ritmo que não se observava há mais de 20 anos. Em 12 meses até janeiro o CPI é de 2,1%, com alta de expressivos 0,5% sazonalmente ajustados. Para efeito de comparação, no mesmo mês o congênere brasileiro, o IPCA, subiu 0,3% e 2,9% em 12 meses. Uma matéria da Reuters, de 26 de fevereiro, destaca a pressão de custo em logística, uma vez que a estrutura está aquém da demanda. Segundo a matéria a alta de fretes para o setor de alimento subiu entre 10% e 15% em 12 meses, e as grandes empresas do setor já sinalizam que deverão repassar esses custos, uma vez que o ambiente é propício a algum repasse de inflação, de acordo com o CEO da *General Mills*, em apresentação na conferência *Consumer Analyst Group* em Nova Iorque (fonte: Reuters).



Em yield ao ano. Fonte: bloomberg.com

Além da piora dos fundamentos, do lado de fluxo o desbalanceamento é claro. O Fed não está mais comprando títulos do governo, o *Quantitative Easing* – e já está desfazendo esta política, e o governo dos EUA precisa captar mais dívida para bancar o seu déficit. Então, do ponto de vista de oferta e demanda, reduziu-se um grande comprador – o Fed – e aumentou-se a oferta de novos títulos para financiar o aumento do déficit. A resultante em economia clássica é a queda no preço do ativo, que se traduz em maior *yield* pago.

Vale ressaltar que a redução do IR sobre lucro tem um impacto negativo de curto prazo, mas as empresas possuem quase 10 anos para realizar o pagamento dos impostos, o que diluirá o impacto positivo ao governo americano, enquanto os benefícios de longo prazo são duvidosos. Nos parece que na margem as notícias boas dos Estados Unidos ficaram para trás.

Europa: Otimista

Após a decisão dos EUA de tomar uma decisão fiscalmente pouco responsável nos médio e longo prazos, a Europa ganha destaque como a região com melhores créditos soberanos do globo, puxados como sempre pela locomotiva mor, a Alemanha, que passa por um momento fiscal excepcional, superávit fiscal de 0,6% em 2017, caso único dentre as grandes economias do mundo. Como consequência disso e da boa gestão do Banco Central Europeu, a Alemanha é hoje um dos países com menor *yield* (taxa de retorno paga no seu título de dívida) no mundo dentre os países soberanos relevantes, conforme podemos observar na tabela 5. Além disso, os indicadores de atividade estão muito fortes e o crescimento em 2018 deve ser de 2,2% segundo o FMI (*World Economic Outlook* de janeiro de 2018), bastante saudável para uma economia madura.

Yield - Título de 10 Anos						5
Países Desenvolvidos			Países Emergentes			
País	Yield	Δ Yield - 1 ano	País	Yield	Δ Yield - 1 ano	
Portugal	1,83%	-2,10%	Brasil	9,53%	-0,70%	
Japão	0,05%	-0,02%	Hong Kong	1,92%	0,16%	
Reino Unido	1,49%	0,30%	México	7,55%	0,25%	
Alemanha	0,65%	0,34%	Coréia do Sul	2,73%	0,42%	
EUA	2,88%	0,36%	Índia	7,68%	0,84%	

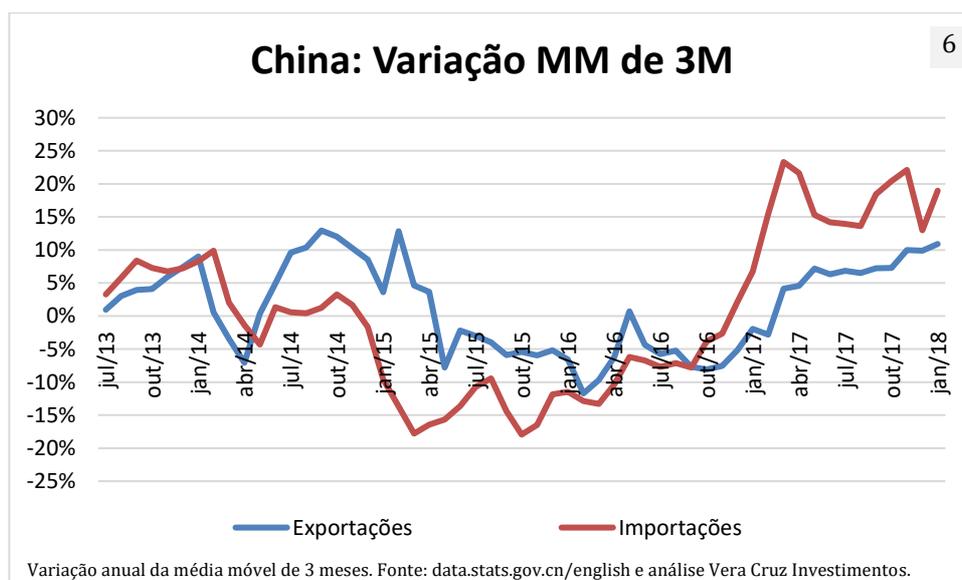
Taxa de retorno dos títulos de governo com prazo de 10 anos. Fonte: www.bloomberg.com.

China: Neutro

O campeão de sempre tem escancarado algumas rachaduras, em linha com preocupações que já colocamos anteriormente. Algumas grandes corporações, que nos últimos anos estavam em uma onda compradora de ativos no mundo inteiro, estão sob pressão e, no caso da Anbang, sob intervenção do

governo. No final de fevereiro o governo chinês assumiu o controle da gestão da Anbang, além de processar o então acionista controlador, Wu Xiaohui, por suposta fraude. Dentre os inúmeros ativos desta empresa, um dos destaques é o famoso prédio do Waldorf Astoria em Nova Iorque, a que a Anbang adquiriu por US\$1,95 bilhão em 2014. Para se ter uma ideia do tamanho deste conglomerado, ele possui US\$315 bilhões em ativos segundo a Bloomberg. É um volume tão expressivo, que equivale a 70% do valor de ativos totais do Banco Itaú, maior banco da América Latina.

Outra empresa que teve a situação deteriorada é a HNA, que já mencionamos especificamente no último relatório. Esta empresa está correndo contra o tempo para vender ativos e fazer frente aos seus vencimentos de dívida no curto prazo. É uma profecia autorrealizável: se não há confiança em determinada empresa alavancada e que saiu às compras, esta empresa é colocada em corner e passa a ser efetivamente um risco de crédito mesmo que não fosse no momento inicial. Com o agravante que inúmeros investimentos dessas empresas foram em ativos de liquidez mais reduzida, como imóveis ou participações minoritárias em empresas sem negociação em bolsa. Por enquanto, o impacto para o Brasil é limitado, pois o investimento mais relevante da HNA é a Azul, empresa que está muito bem e uma eventual venda desta participação provavelmente seria bem absorvida pelo mercado.



Além da questão de crédito de algumas empresas chinesas, também temos observado alguns sustos. Enquanto o S&P sofreu um flash crash (uma queda rápida do mercado detonada por operações de “stop” – limitação de perdas - automático) no início de fevereiro, a bolsa de Shanghai embarcou em um *free fall*, contudo bem menos divertido do que aqueles como o *Doctor’s Doom Freefall no Island of Adventure...* Entre 26 de janeiro e 9 de fevereiro, o mercado caiu 11%, embora tenha recuperado parcialmente posteriormente. Isso mesmo sem ter tido um bom desempenho em janeiro como outros mercados emergentes. Sempre que a festa está próxima do fim, os operadores de mercado costumam dizer que é bom ficar perto da porta de saída... Pelo jeito gritaram fogo e a saída ficou estreita...

Outra variável relevante que temos trazido periodicamente é o fluxo externo e as reservas internacionais. Os dados de janeiro de comércio exterior vieram com forte queda do superávit comercial. Ao analisar os dados de longo prazo, observamos uma tendência de queda do superávit

chinês (vide o gráfico 6), algo aguardado há anos, mas que tende a tirar um pouco do brilho do país. A China cresce porque ela é mais competitiva que outros países, mas vem perdendo esta competitividade, especialmente no que tange ao custo de mão de obra. Quando houve o choque de 2008, a China acabou se beneficiando na margem porque os preços das commodities colapsaram. O que acontece agora é que as commodities em geral estão em alta ou sustentadas após mais de 5 anos de subinvestimento em ampliação de capacidade, além do ganho de escala da China como mercado consumidor, que é visível, por exemplo, no mercado de celulose, que continua subindo de preço e está nas máximas históricas – já inclusive mencionamos este movimento em outras ocasiões.

América Latina: Otimista

Assim como na Europa o protagonismo recente não tem sido da maior economia, na América Latina o mesmo tem ocorrido. Apesar de várias mudanças relevantes no Brasil, a Argentina tem ido ainda mais além nas reformas e saiu de um ponto ainda pior. Nos últimos meses, o país aprovou mudanças nas leis trabalhistas e, mais importante, uma nova reforma da Previdência, que coloca o país em um regime que é bem menos desequilibrado que o brasileiro (o que também não é algo impossível de se conseguir, pois o nosso é patético). Além disso, a inflação no país, que ainda é alta, faz parte do ajuste de modo passivo – se a despesa não é reajustada ela cai em percentual da receita. Aliás, este quesito ainda é o grande problema estrutural do país: a Argentina fechou 2017 com uma alta de 24,8% nos preços, algo impensável até para o Brasil no momento mais agudo da ex-presidente.

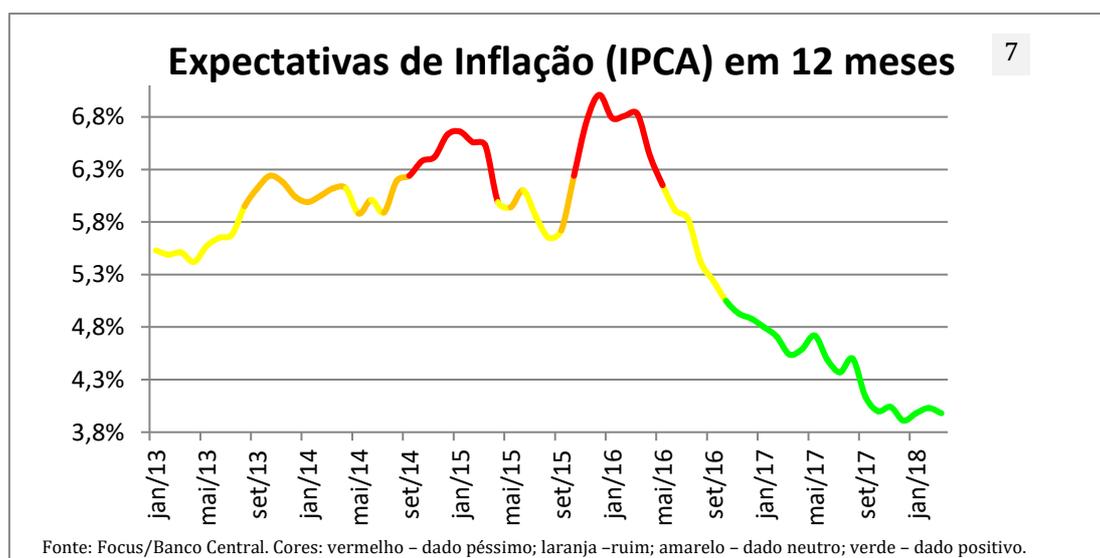
E com uma abordagem moderna e pró mercado, o país está bastante ativo no mercado de dívida externa, especialmente a soberana, com volume equivalente ao movimentado pelo Brasil no primeiro bimestre de 2018. Em um artigo no final de fevereiro na Forbes, intitulado “*Is Argentina The New darling of Emerging Markets?*” (“É a Argentina a nova queridinha dos Mercados Emergentes?”), há uma ilustração do frisson a respeito do país: fundos ligados à investimentos de títulos da Argentina subiram dois dígitos nos últimos 6 meses, como foi o caso do Mirae Asset's Global X Argentina (28% no período), e a taxa de juros em peso está em torno de 25% ao ano, uma taxa que no Brasil temos que voltar pelo menos 10 anos para encontrar paralelo. Além das reformas, o destaque para investidores estrangeiros é a retomada do setor de agro, que sofreu bastante com a ex-presidente Kichner e o *shale oil*, semelhante ao petróleo que domina a oferta dos Estados Unidos no momento.

Outro ponto importante da Argentina, é a mudança radical e positiva da sua política externa. O país historicamente foi a pedra no sapato do Mercosul, barrando consistentemente novos acordos comerciais e um aprofundamento do comércio livre do bloco, e agora puxa a dianteira para que ocorra uma redução de barreiras intra Mercosul e que ocorram novos acordos. Há uma grande expectativa com a União Europeia e, mais recentemente, o bloco deverá negociar com o Canadá disposto a um acordo em modo rápido. Agora que o bloco também se livrou da Venezuela, pode ser que se avance em 2-3 anos o que não se avançou nas últimas 2 décadas.

Perspectiva Brasil: Otimista

O final de 2017 e a virada para 2018 revelaram-se uma grata surpresa. O crescimento do PIB aparentemente apresentou uma aceleração em praticamente todos os itens relevantes para a economia do país, e os indicadores de confiança e antecedentes de atividade só corroboram que este processo deve continuar. É muito provável que o crescimento do PIB em 2018 seja superior a 3,0% e possível que seja até superior à 3,5%, principalmente se tivermos um cenário positivo no campo político. Vale ressaltar que um crescimento desta magnitude (3,5%) somente colocaria o Brasil em linha com a média de crescimento global, mas ainda bem atrás de outros emergentes como China e Índia.

Além da surpresa positiva na aceleração da atividade econômica, o front da inflação não poderia ser melhor. O primeiro bimestre de 2018 apresentou o menor IPCA da história, com alta de 0,61% em um período sazonalmente ruim para a inflação, pois reflete alta de alimentos, reajustes de transporte público e de ensino. Com isso, a inflação em 12 meses até fevereiro está em 2,84%, abaixo do piso da meta de inflação. Mais importante ainda é o fato da inflação “estar se acostumando” a este novo patamar, ao redor de 3%. Como a economia do país tem uma grande indexação, agora temos um movimento a favor, pois os reajustes futuros tendem a ser no máximo os 3%, como é o caso, por exemplo, de medicamentos, que são um produto com reajuste controlado. E quando comparamos o Brasil com outros países, destacamos ainda mais o feito, pois a inflação do Brasil é que está convergindo para a inflação do mundo e conseguimos isto mesmo com uma política de mercado para derivados do petróleo, que apresentaram uma alta no Brasil superior à média internacional uma vez que 2017 ainda foi um ano de transição entre a política populista para uma política de preços de mercado, como foi o caso do gás de cozinha.

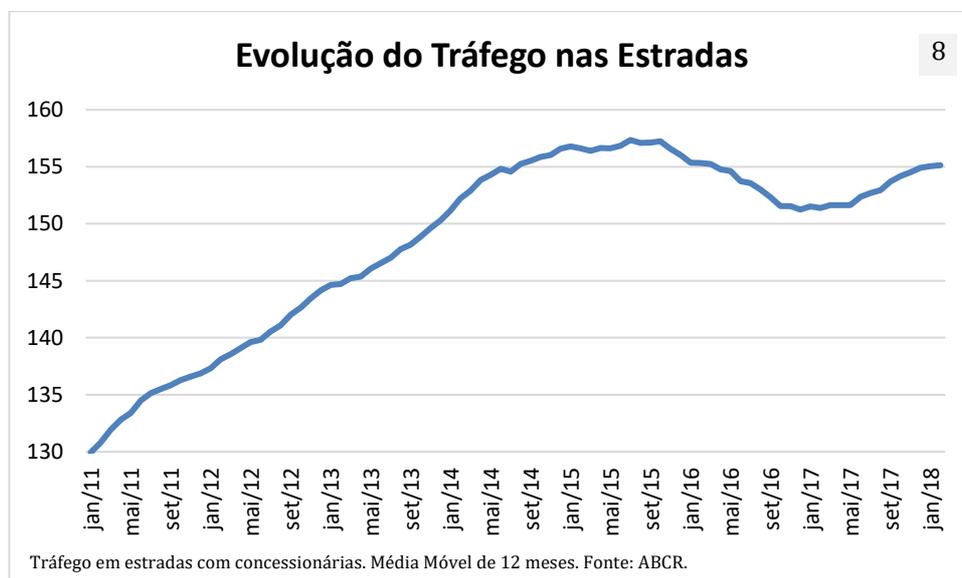


Dentro desta combinação de atividade mais forte e inflação mais fraca, o Banco Central ainda é impelido a continuar reduzindo a taxa de juros, embora em patamar mais comedido. Após a redução de 0,25% em fevereiro, atingindo a menor taxa da história – 6,75% - o BC não tem uma alternativa a não ser a de reduzir mais 0,25% em março e é possível que continue com novas reduções. O motivo é simples: o mandato do BC é cumprir a meta de inflação de 4,5% com tolerância de 1,5% para mais ou para menos

determinada pelo CMN. Como a inflação está rodando abaixo de 3% que é o piso da meta, o BC está fora da sua meta e o que lhe resta é continuar reduzindo a taxa de juros. Outro impacto claro e mais relevante é o que o mercado está se dando conta de que a expectativa de alta da inflação é uma possível furada e, com isto, a taxa de juros futura, que está entre 2 e 3 pontos percentuais acima da SELIC tende a despencar. Falando em bom Português, o cenário do Alckmin indo para segundo turno em outubro significa uma taxa de juros de 3 anos de talvez 6,5% ante 8,4% no momento (e que já reduziu 1% nos últimos 3 meses). A SELIC, por sua vez, poderia em um cenário destes cair para até 5,5% considerando que a inflação fique abaixo de 3,5% em 12 meses.

Atividade: Otimista

Ao contrário dos últimos anos, temos diversos drivers para o crescimento da atividade no Brasil em 2018 e 2019, para ficar com um cenário de curto prazo. Um dos mais significativos talvez seja o crédito interno, que nos últimos anos foi uma verdadeira draga na economia, com juros estratosféricos, redução de prazo médio e redução de limites de crédito. Era uma profecia autorrealizável. Em 2017 assistimos à forte redução da SELIC, de 14,25% para abaixo de 7%, enquanto na ponta final a redução foi tímida e o crédito também continuou reduzindo. Adicionalmente, os bancos públicos, com destaque para o BNDES, apresentaram uma forte redução de novos empréstimos, mudando para um novo e menor patamar de crédito. Operações que eram claramente irregulares, como empréstimos da Caixa para prefeituras sem garantia do Governo Federal, foram de fato proibidas, pois sempre foram ilegais.



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 definitivamente 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. Como a atividade está mais forte que o esperado, não será absurdo de observarmos uma adição de 2 milhões de empregos formais, até porque parte disso entre dentro da melhoria dos já empregados.

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 sábado domingos e feriados.

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 mentir 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 empresas fazendo uma gestão mais ativa dos seus custos. Um destaque amplamente comentado 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

A Reforma da Previdência não veio e ganhamos a intervenção parcial do estado do Rio de Janeiro, o que é algo inédito desde a Constituição de 1988. A questão da Reforma já era algo que o mercado já tinha jogado a toalha. A verdade é que, como colocamos algumas vezes, o governo gastou quase todas as suas fichas para se salvar do Impeachment. E, para ser sincero, estamos no lucro dado a qualidade potencial do governo. Não só o executivo, mas também o Legislativo ainda é uma lástima. Torcemos para que as eleições de 2018 consigam melhorar minimamente o atual Congresso. É muito provável que a esquerda seja massacrada, o que seria um grande ganho potencial de qualidade para o país.

No que tange às eleições, o cenário vai aos poucos se delineando. Até o momento o governado Geraldo Alckmin, do estado de São Paulo, parece ser o grande beneficiado. Não terá o risco Hulk, Joaquim Barbosa ou um empresário que possa representar um novo e com discurso de um estado menor, o que seria um concorrente direto do eleitorado do tucano de SP. Ao mesmo tempo, delineia-se uma costura com PSD, PTB, PPS, DEM e talvez até MDB. Partidos como PP e PR poderiam eventualmente vir a reboque. Com isso, Alckmin teria 50% ou até mais do horário de televisão, que ganhou ainda mais importância em uma eleição curta e com recursos escassos. Em relação a palanques estaduais, com exceção de Minas, Rio e Paraná, o PSDB também meio caminho andado para palanques fortes, em boa parte próprios. O partido deve massacrar em São Paulo mais uma vez (com o Dória), ganhar o Rio Grande do Sul com uma jovem promessa, levar Santa Catarina, manter Mato Grosso, Mato Grosso do Sul e Goiás, além de ter chances no Nordeste (Alagoas e Paraíba pelo menos) e Amazonas e Pará.

O candidato Bolsonaro, por sua vez, se filiou recentemente ao PSL, pequeno partido que atraiu mais uma dezena de deputados, e continua sendo o favorito em pesquisas, mas com uma estrutura pífia, sem tempo de TV e sem palanques estaduais. Há uma aposta de muitos analistas políticos de que o desempenho dele seria parecido com o do Celso Russomano nas eleições em São Paulo, quando começava como favorito e esvaziava as intenções no final. Como bem colocou recentemente o Fernando Henrique, o deputado Bolsonaro não tem “pensamento liberal”, e “não sabe se até tem pensamento”... Diríamos que está é a dúvida homérica de 9 entre 10 analistas de mercado financeiro, por exemplo.

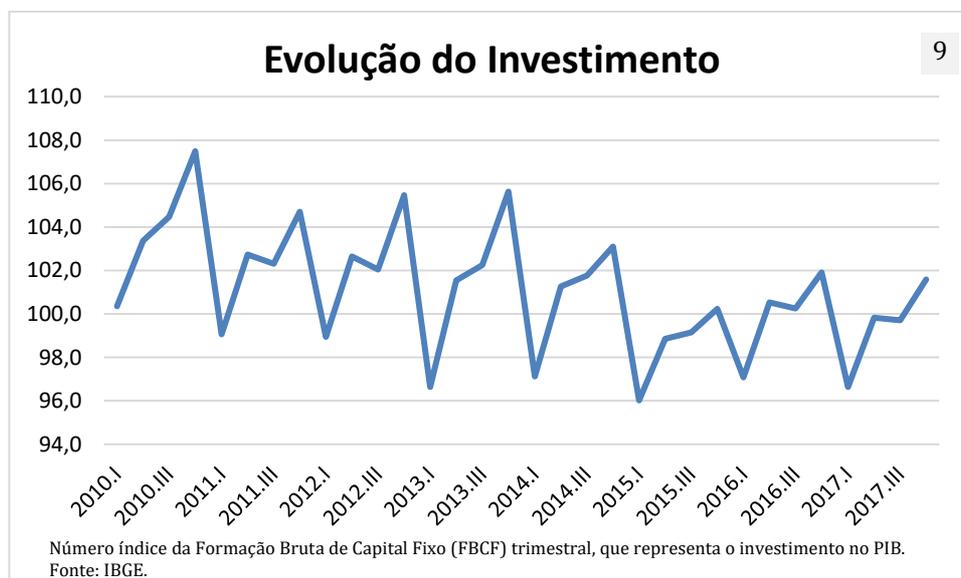
Já Marina Silvia, vem para sua terceira campanha ainda mais fragilizada, demonstrando que não consegue atrair um mínimo de base política, leia-se 5 deputados. Então nem para debates teoricamente ela conseguirá ir. Tudo mantido constante, será difícil passar de 5% dos votos lá na reta final, competindo cabeça a cabeça com Levir Fidelix e outros candidatos nanicos. Já Ciro Gomes, embora não tenha uma áurea de novo, deverá ser o principal representante da esquerda, que ainda terá a sua força. Recentemente ele vaticinou que irá para o 2º turno com Alckmin, o que não seria impossível considerando que uma desidratação do Bolsonaro deve ir para Alckmin, assim como uma da Marina deve ir para Ciro. Um último candidato que corre por fora e não pode ser totalmente menosprezado é Álvaro Dias, que também está em um partido nanico, mas tem se colocado como uma opção ao Alckmin e tentado pescar na seara tucana, como está sendo o caso no ES, onde algumas lideranças relevantes saíram do partido por desentendimentos locais.

Investimento: Neutro/Otimista

O BNDES, principal fonte de financiamento de longo prazo para investimentos, continua em ritmo de queda, tanto nos pedidos de financiamentos, quanto nos desembolsos. Certamente muitos burocratas deve estar ficando desesperados ao constatar que boa parte da competitividade do Banco era às custas do erário, num clássico Robin Hood às avessas. Na medida em que o Brasil estabiliza a inflação e a taxa de juros abaixo de 7%, é bem provável que o BNDES se mantenha em um patamar baixo, enquanto o mercado financeiro encontra suas fontes de financiamento normais, com baixo risco de favorecimentos ou corrupção.

Quando analisamos indicadores de atividade de investimento como a produção de cimento, observamos um mercado ainda estagnado e em um nível bastante deprimido. Segundo o SNIC – Sindicato Nacional da Indústria do Cimento – em janeiro de 2018 as vendas ficaram estáveis ante janeiro de 2017 (alta anual de 0,1%) e as vendas em 12 meses até janeiro de 2018 caíram 6,2% (segundo o site ultimoinstante.com.br). A queda foi grande e forte, mas a recuperação infelizmente será gradual neste mercado.

Um setor que tem se destacado nos últimos meses é o automotivo que já está com a 5ª marcha e gastando bilhões em modernização de plantas, algum desgargalamento e desenvolvimento de novos produtos. Podemos citar a GM em São Caetano (ampliação de 250 para 330 mil veículos/ano e novos produtos), a GM de Joinville (ampliação da fábrica de motores de 120 para 420 mil propulsores) – dados da Anfavea – Renault (nova fábrica de injetores de alumínio), Volks de São Carlos (produção de virabrequins) e Toyota de Porto Feliz (ampliação da fábrica de motores) – segundo o Valor Econômico.



O que temos observado nos nossos clientes é um investimento focado em melhoria de produtividade, seja com aquisição de novas máquinas, mas modernas e algumas já visando a chamada indústria 4.0, e ajustes na sede para fazer frente a uma demanda maior após aquisições ou ampliação de atuação. Mas são investimentos mais pontuais, mais “intraparedes” do que novas edificações. Ao mesmo tempo, continua acontecendo uma revolução digital, então é um investimento mais em tecnologia e homens-hora do que uma construção em si. Temos assistido cada vez mais a empresas com um toque de Vale do

Silício, buscando pensar fora da caixa e ser disruptivo. É algo que, do ponto de vista de retorno, ganho de competitividade e produtividade para a economia, tende a ter um impacto bem superior que o investimento tradicional.

Vamos pegar o exemplo dos bancos. A estratégia dos 5 grandes bancos do país nos últimos anos e em 2017 principalmente, visa a redução e otimização da rede de agências, ao mesmo tempo em que tenta ampliar as ferramentas disponíveis ao cliente via atendimento digital. O Banco do Brasil, por exemplo, possui um aplicativo chamado Minhas Finanças, com cerca de 4 milhões de usuários, segundo o Estadão. Este aplicativo ajuda as pessoas a realizar um melhor controle das suas finanças, sendo já integrado a conta corrente. O mesmo banco está começando a oferecer transações não financeiras pelo Facebook.

Setor Externo: Otimista

O ano de 2017 foi de transição do ponto de vista do balanço externo, com baixo déficit de transações correntes, conforme demonstramos no Perspectivas de Dezembro, e redução da dívida externa privada, com destaque para Petrobrás. Além disso, houve redução das operações de swap do Banco Central, que na essência funcionam como uma venda a termo de reservas. Como o ano de 2018 será mais um ano com forte saldo comercial, motivado por aumento da quantidade exportada e por preços maiores das commodities exportadas, em especial as metálicas e o petróleo, a tendência é o Brasil voltar a ampliar as suas reservas internacionais, após uma certa estabilidade desde 2012 (vide gráfico 10). De acordo com o Banco Central, a entrada de dólares até a metade de fevereiro somou um total de US\$10 bilhões, bem superior ao mesmo período de 2017, quando o volume foi positivo em US\$1,6 bilhão.

Vera Cruz Análise Crítica: O dilema da ética e do *compliance*

Quando nós observamos como Fato Relevante de uma companhia aberta o título “Alvará de Soltura”, há uma clara mensagem gritando: acabou a festa e o jeitinho brasileiro. Ser ético e obedecer às leis e às regras no Brasil muitas vezes é ser chato, *picky*, quadrado. É muita mais legal e passível de fechar negócios se for maleável ou utilizar de vez em quando medidas heterodoxas... Existem, por exemplo, algumas instituições que nós jocosamente dizemos que a PF pode passar, levar todos e depois eles confessarão seus crimes. *Insider Information*, fraudes, patrimonialismo, conluíus... há uma quantidade muito grande de pequenos delitos que pessoas de alto nível, com boa educação e estrutura familiar, às vezes cometem com o intuito de cortar caminhos para o sucesso ou por má fé mesmo. E este é o mundo que a Lava Jato e companhia têm sacudido, o do “colarinho branco”.

Veja o caso de alguns fundos de pensão, onde algumas investigações estão envolvendo agências de rating e avaliadores. Para uma operação de crédito dar errado a ponto de uma suposta garantia real não apresentar nenhuma garantia, é porque algo deu muito errado. E mesmo que os participantes após o devido processo tenham sido considerados inocentes, o dano de reputação talvez já leve as empresas envolvidas a pagar um preço alto. Neste caso, um critério que muitas empresas de avaliação deveriam utilizar é: para quem eu quero trabalhar? Vale a pena realizar uma avaliação X para o cliente Y? Qual é o objetivo deste trabalho? E o risco? O cliente é idôneo?

Mesmo quando fizer uma análise de risco e concluir que vale a pena, é uma decisão por vezes semelhante a um comitê de crédito de banco: você sempre estará sujeito a algum dissabor eventualmente. Tivemos um caso, por exemplo, de um cliente multinacional trazido por um grande escritório de advocacia, onde este cliente tentou tirar proveito de uma determinada situação e nos forçar a fazer um trabalho que iria à margem do ético. E neste caso preferimos perder o cliente e abalar a relação com este escritório a colocar em risco a reputação da empresa e, mais que isso, fazer algum trabalho que não esteja dentro dos padrões éticos e de *compliance* da Vera Cruz. É fácil falar, mas difícil lidar no dia-a-dia. Muitas vezes se paga no curto prazo para manter o respeito a certos princípios e valores.



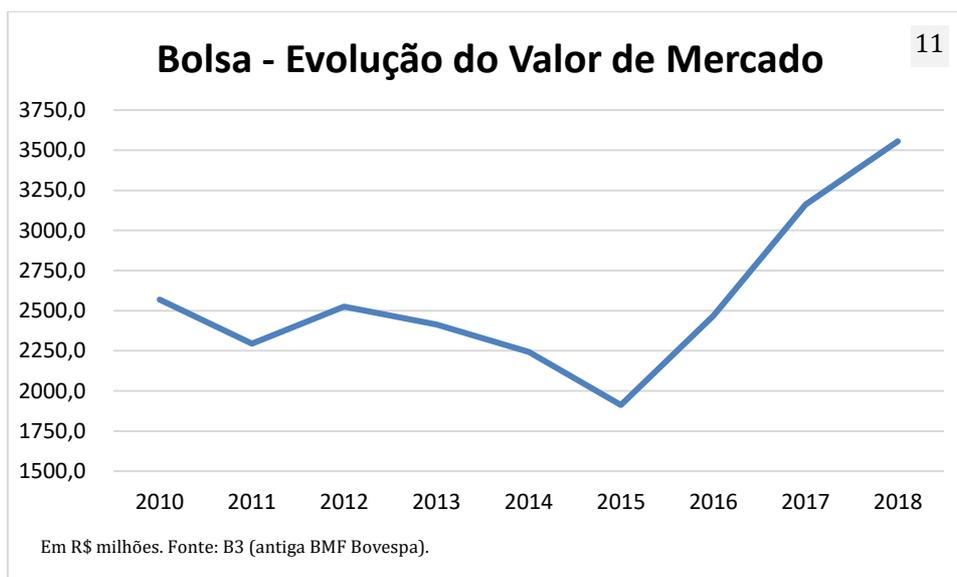
A cultura do jeitinho está tão arraigada no brasileiro, que as pessoas cometem pequenos deslizes que podem trazer grandes consequências negativas fiscais e até criminais se forem interpretadas à luz da lei. Para citar um exemplo clássico: uma empresa faz vários pagamentos e não possui os devidos comprovantes. Aí no balancete desta empresa temos um caixa que não existe porque as despesas não foram baixadas. Tecnicamente, este é um balancete fraudado, e é muito fácil de constatar a fraude. Como eu posso ter um balancete assinado pelo contador e pelo administrador da empresa dizendo que eu tenho R\$10 milhões em caixa e de acordo com os extratos bancários eu só tenho, digamos, R\$500 mil? Pior ainda é a solução: há casos em que os sócios fazem uma distribuição de dividendos fictícia para ajustar o balancete. No caso, pagar-se-ia R\$9,5mm de dividendos, ajustando o caixa, só que este dividendo na prática não foi pago, pois não existe o dinheiro em caixa para o desembolso.

Portanto, é urgente que as empresas em geral, os contadores, os avaliadores e afins, sejam catequisados em ética e *compliance*, como um mantra que deve ser exercido todo dia, em vez de ser apenas um blá blá para inglês ver. E isto serve tanto para as pequenas empresas, como para as grandes, especialmente as que publicam fatos relevantes intitulados “Alvará de Soltura”...

Perspectiva dos Mercados

Bolsa: Otimista

O ano de 2018 conspira a favor da B3, que atingiu ao final de 2017 um recorde histórico de valor de mercado das empresas listadas e vem batendo novos recordes, em linha que o que já vem acontecendo no exterior há diversos meses. Já em janeiro o mercado de ações superou a marca psicológica de US\$1 trilhão (vide gráfico 11) e é provável uma alta do mercado ainda maior, motivado por taxas de juros baixas e um forte crescimento no lucro das empresas listadas, que pode chegar a 30% ou mais. Outro ponto a favor é o salto no volume negociado, após anos na média estagnado. O volume médio em fevereiro, por exemplo, supera R\$13 bilhões, volume 50% superior à média de 2017! Outro indicador positivo, é que o número de ações negociadas em 100% dos pregões da B3 atingiu o recorde histórico de 242 ativos, segundo a Economatica, ante o número de 198 em 2016, que o maior valor até então. Ou seja, o volume negociado aumentou e a quantidade de ativos efetivamente negociados também e isto em meio à migração de ações PN para ações para ON, como foi o caso da Suzano e da Eletropaulo – ou seja, em vez de duas ações por empresa, passamos a ter apenas 1 ação.

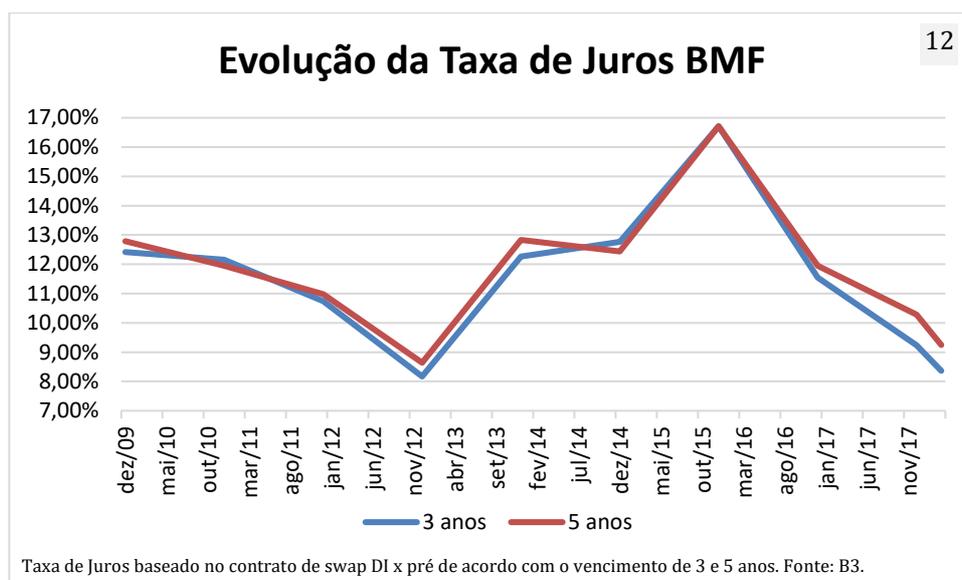


O ano só está não melhor – ex o político que o mercado não controla – porque algumas empresas importantes tomaram a decisão de listar as suas ações diretamente no mercado acionário dos EUA, com destaque para a PagSeguro, subsidiária do UOL e empresa de TI brasileira com maior valor de mercado, cerca de R\$32 bilhões, cerca de 6 vezes o valor de mercado da a TOTVS, maior empresa do setor listada na B3 (e seria a 16ª maior empresa por capitalização da B3 se fosse lista no Brasil). E há o risco de algumas outras empresas de TI fazerem listagem direto na NYSE ou Nasdaq, na esperança de obter uma melhor precificação. É uma pena, pois uma listagem conjunta Bovespa-NYSE faria mais sentido, uma vez que as exigências para empresas abertas são muito maiores nos Estados Unidos do que no Brasil. A Netshoes, que optou por uma listagem direta no exterior, teve um péssimo desempenho, com queda de mais de 50% nas ações (de US\$18 por ADR para cerca de US\$8) e provavelmente tem o risco de ficar

esquecida em meio a um porte ainda pequeno vis a vis diversos gigantes e uma grande concorrência de ativos.

Juros: Otimista

Após a surpresa positiva com o IPCA de janeiro, que veio quase 0,2% abaixo do esperado e um IPCA de fevereiro que foi o mais baixo em 18 anos, houve uma mudança na expectativa do mercado, que passou a apostar em pelo menos mais um corte de 0,25% na taxa de juros, além de observarmos uma queda na inclinação da curva. Como já falamos, o mais importante no médio prazo é a redução da taxa de juros mais longa – 1 a 3 anos principalmente – que refletiria uma ancoragem das expectativas com um a inflação abaixo de 4% mesmo diante de uma taxa de juros abaixo de 7%. Ao analisar uma série histórica de 10 anos da taxa de juros de 3 e 5 anos (gráfico 12), observamos que as respectivas taxas ainda não bateram mínimas históricas, ou seja, ainda tem gordura para queimar, em especial com um cenário de presidente responsável fiscalmente.



Dólar: Neutro/Otimista

Após o fato, que foi a aprovação do pacote tributário dos Estados Unidos, a moeda passou a perder valor vis a vis outras moedas do mundo, com destaque para o Iene e o Euro. No caso do Euro, em especial, a Europa apresentou o maior crescimento desde a crise de 2008, e a percepção da política monetária e desempenho fiscal é bem melhor que o dos EUA pós autorização de aumento do déficit.

Em relação ao risco específico do Real, temos contra a questão fiscal que ainda é grave, e a incerteza das eleições. Mas no quesito de fluxo, continuamos a observar uma grande entrada de recursos, seja via abertura de capital, seja via dívida, seja via operações de M&A seja via balança comercial. E como já destacamos no item de Setor Externo, estamos voltando a ampliar as reservas externas para novas máximas históricas. Portanto, na média não haveria espaço para o dólar subir além de R\$3,30 (pode

sofre isso dentro do estresse com a alta do *yield* da *Treasury*), mas o risco é assimétrico para buscar os R\$3,00 em caso de fortalecimento de um candidato pró mercado.

M&A: Otimista

Os destaques de operações de fusões e aquisições dos últimos 3 meses estão ligados ao setor de TI. A aquisição da 99 pela Didi Chuxing, criou o primeiro unicórnio do Brasil. Esta denominação é dada a empresas de tecnologia não listadas em bolsa e que valem mais de US\$1 bilhão. É o primeiro grande case de sucesso do país que fez o ciclo completo e seguiu o receituário do Vale do Silício – espírito de start de tecnologia, vários rounds de captação de investidores etc. Mas a 99 foi atropelada pelo PagSeguro, o IPO de maior sucesso do Brasil de uma empresa de tecnologia. Outras operações do setor também foram relevantes, como mais um a rodada de captação da Nubank de US\$150 milhões, que está virando cada vez mais uma das queridinhas do setor e do mercado financeiro. Aliás, vários analistas já estão fazendo seus levantamentos de futuros unicórnios, como nomes como iFood, Nubank, PSafe etc.

Além de *start-ups* puras, também observamos a evolução de algumas empresas, que já estão vindo inclusive para a bolsa, como é o caso do Banco Inter, que já está com prospecto na CVM e do Agibank, que é esperado em algum momento ainda em 2018. A fila para abertura de capital, aliás, está recheada como há muito tempo não se via: no início de março tínhamos 9 empresas: Neenergia, Grupo SBF (Centauro), Blau Farmacêutica (que aparentemente desistiu da oferta), Ri Happy, Banco Inter, Notre Dame Intermédica, Hapvida, DASS e JHSF Malls.

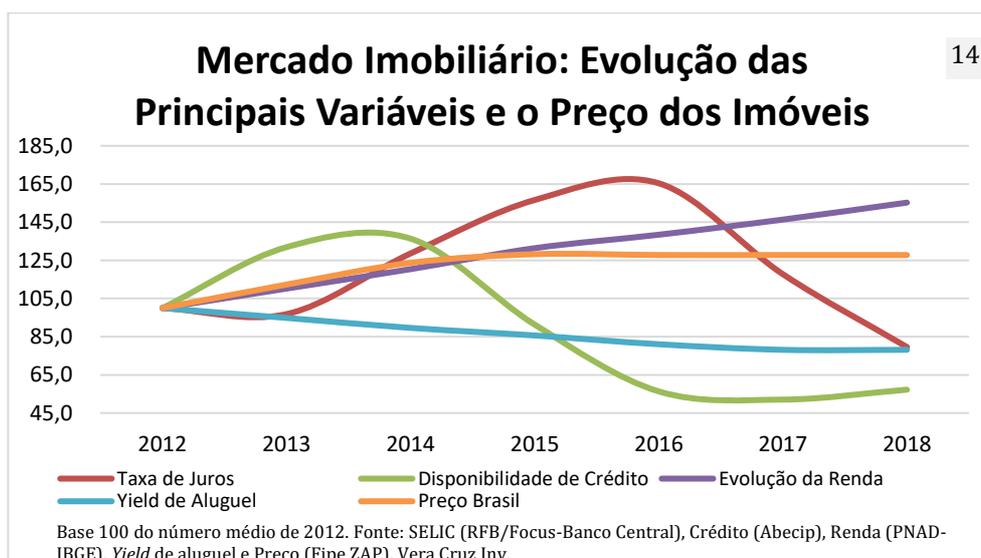
Monitor de M&A e Ofertas de Ações						13
Adquirente	Empresa	Setor	Valor da Transação (R\$ milhões)	% do Total	Tipo de Operação	
Paper Excellence	Eldorado Celulose	Papel e Celulose	15.000	100%	Aquisição	
State Grid	CPFL	Utilities	11.300	40%	OPA	
SPIC Overseas	Usina São Simão	Utilities	7.180	100%	Concessão	
Investidores	BR Distribuidora	Petróleo	5.024	25%	IPO	
Petrobrás; Exxon	Blocos Bacia de Campos (C	Petróleo	3.441	100%	Concessão	
China Merchants Port Holdings	TCP	Transportes	2.900	90%	Aquisição	
Investidores	Rumo	Transportes	2.640	16%	Follow-On	
Investidores	Burger King Brasil	Varejo	1.918	48%	IPO	
Investidores	Magazine Luiza	Varejo	1.560	10%	Follow-On	
Cosan Limited	Comgás	Petróleo	1.163	17%	Part. Minoritária	
Investidores	Sanepar	Utilities	1.040	48%	Follow-On	

Operações de destaque de dez/17 a mar/18. Valores em R\$ milhões. Fonte: CVM, Empresas, Valor Econômico, diversos.

Crédito Privado: Neutro/Otimista

Após um ano de recuperação no mercado de capitais de dívida privada, tanto no âmbito local como para emissões externas, temos como destaque a estreia de diversos nomes novos, além de segmentos novos, como o de saúde. Reflete a nova dinâmica da economia brasileira e um passo a mais de amadurecimento do mercado de capitais brasileiro. Rede D'Or, Hidrovias do Brasil, JSL, Natura, são todas empresas de uma nova geração de emissores de dívida, que estão contribuindo para um país mais produtivo. Vamos pegar o case da Hidrovias do Brasil, empresa que possui apenas 8 anos e tem como foco a logística do Arco Norte, com 2 terminais fluviais, em Mirituba e Vila do Conde, contribuindo para este novo corredor logístico que permite o escoamento da safra de grãos do Norte do Mato Grosso a um custo logístico bem inferior ao da rota até o Porto de Santos. É um exemplo de cliente que está utilizando o mercado de capitais em vez de ficar 100% dependente de BNDES.

Imóveis: Neutro



Conforme colocamos em outras seções desta publicação, o setor imobiliário está começando uma virada, partindo de uma base muito baixa. Só que uma coisa é uma coisa, outra coisa é outra coisa... Acreditamos que o mercado continue em recuperação nas vendas, mas o estoque disponível em geral ainda é muito grande, inclusive nas construtoras e o *yield* de aluguel ainda está aquém do ideal, ou seja, os imóveis ainda estão caros. Este *yield* está hoje em 0,36%, o que equivale a um retorno anualizado de 4,4%. Para um investidor racional, como a taxa livre de risco está em 6,75% no início de março, não faria sentido comprar um apartamento para alugar e ganhar 4,4% (salvo se for um investidor de criptomoeda...). Então tudo indica que do ponto de vista de valorização os imóveis irão continuar estagnados por um bom tempo. Se for analisar sem emoção, diríamos que tem mais uns 3 anos na geladeira, pelo menos, ainda mais porque a inflação está baixa, então não há grande perda real como no passado. Do ponto de vista estritamente matemático, os imóveis na realidade deveriam cair na média 35% para reequilibrar a relação que colocamos (*yield* de aluguel versus taxa SELIC) ou 27% para voltar ao tradicional retorno de 0,5% ao mês.

Commodities Agrícolas: Neutro

O agricultor brasileiro está atualmente em uma posição favorável, especialmente quando se trata da soja, principal produto agrícola do país. O Brasil tende a apresentar maior safra da história, enquanto a Argentina está tendo uma frustração de safra, o que está trazendo o preço a um nível superior ao do ano passado, com a vantagem que os custos na média estão inferiores. O ano de 2017 foi de queda relevante de todos os principais produtos agrícolas, e esperamos para este ano um nível na média de manutenção, algo que já está se configurando nos índices de preço ao consumidor. Ao final da safra 2017/18 é esperado um estoque de passagem um pouco inferior à safra anterior, mas ainda assim em um patamar alto de dias de estoque.

Um dos poucos produtos que tem apresentado alta significativa é o algodão, que subiu cerca de 20% desde outubro de 2017 até fevereiro. Segundo relatório da SLC Agrícola, uma das maiores produtoras do país, este aumento se deve a frustrações na produção de Índia e Paquistão e na revisão da demanda global, que deve avançar 5,3% ante a safra anterior.

Portanto, neste grupo de commodities, na média tudo tende a continuar do mesmo modo, com preços estáveis na média, mas com um viés mais saudável de redução dos estoques de passagem, que ainda estão entre os mais altos da série histórica após os recordes de produção do Brasil, Estados Unidos e Argentina em 2017.

Commodities Metálicas/Petróleo: Otimista

Uma combinação de fatores está permitindo às *commodities* metálicas e ao petróleo um “*late boom cycle*”. A regra geral é que já temos 3 a 4 anos de subinvestimento em nova capacidade de produção, maior disciplina de produtores, com fechamento de operações menos produtivas, e do outro lado temos o maior crescimento global dos últimos 5 anos, com praticamente todo o mundo em um bom patamar de crescimento. Além disso, algumas *commodities* têm apresentado demandas específicas ligadas à adoção de novas tecnologias, com destaque para o crescimento de carros elétricos e a utilização de baterias em larga escala. Esta demanda está começando a ganhar volume e é benéfica para níquel, cobalto e zinco, dentre outros. No caso do minério de ferro, a maior disciplina de oferta na China e a migração para produção de melhor qualidade melhora a demanda mais do ponto de vista de qualidade do minério do que propriamente da quantidade de minério, o que beneficia diretamente Carajás, que possui o minério com maior teor de ferro do mercado – acima dos 65% que é tido como padrão.

Para o níquel, que vem tendo um desempenho pífio desde 2008, o ano de 2018 pode ser um divisor de águas, com cotação superando e mantendo-se firme acima de US\$15.000 a tonelada. Uma característica a favor desta commodity é que a demanda advinda de baterias é de alta qualidade, tendo de ser suprida por níquel de alta qualidade, o que exclui a grande oferta de ferro níquel da Indonésia e outros países asiáticos, que foi a responsável pela redução de preços do mercado e que é utilizado para fazer um aço inoxidável de qualidade inferior ao tradicional (séries 200 e 300). É muito claro que a projeção de oferta dos grandes produtores globais está bem aquém do que seria recomendável em um cenário de grande crescimento, como podemos observar nas indicações da Vale e da Norilsk Nickel. Por outro lado, os estoques ainda são muito altos – acima de 350.000 toneladas na LME – quando o histórico anterior a 2010 era inferior a 100.000 toneladas (vide gráfico 15).

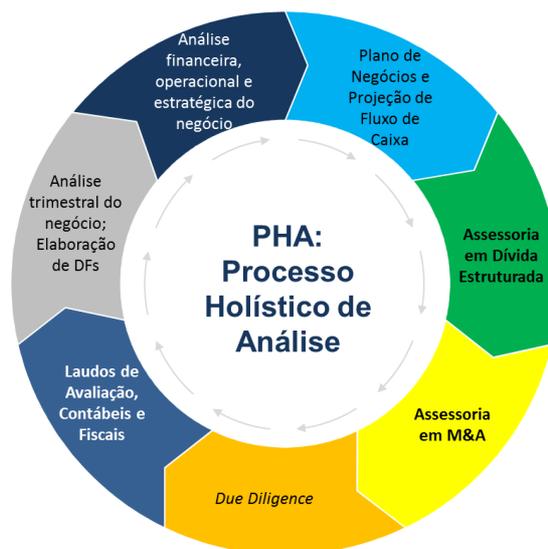


Nível de estoques de níquel na bolsa LME. Fonte: LME e infomine.com.

Com esta nova dinâmica mais favorável de menor oferta e uma demanda crescente, várias commodities metálicas já apresentaram alta significativa nos últimos 12 meses: o cobre subiu 18%, o carvão 30% (térmico da Austrália), o níquel 28%, o zinco 24%. E as mineradoras tendem a apresentar seus melhores resultados em pelo menos uma década, com a disciplina de manter investimentos com alto retorno e custos e despesas controlados, ao contrário do ciclo anterior na década passada. A Vale, por exemplo, apresentou no 4º trimestre de 2017 o melhor resultado de metais básicos (níquel e cobre) desde 2011.

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>.