



Perspectivas



Advinha quem é a estrela de 2019?

O FIM DA ERA DIRETAS JÁ

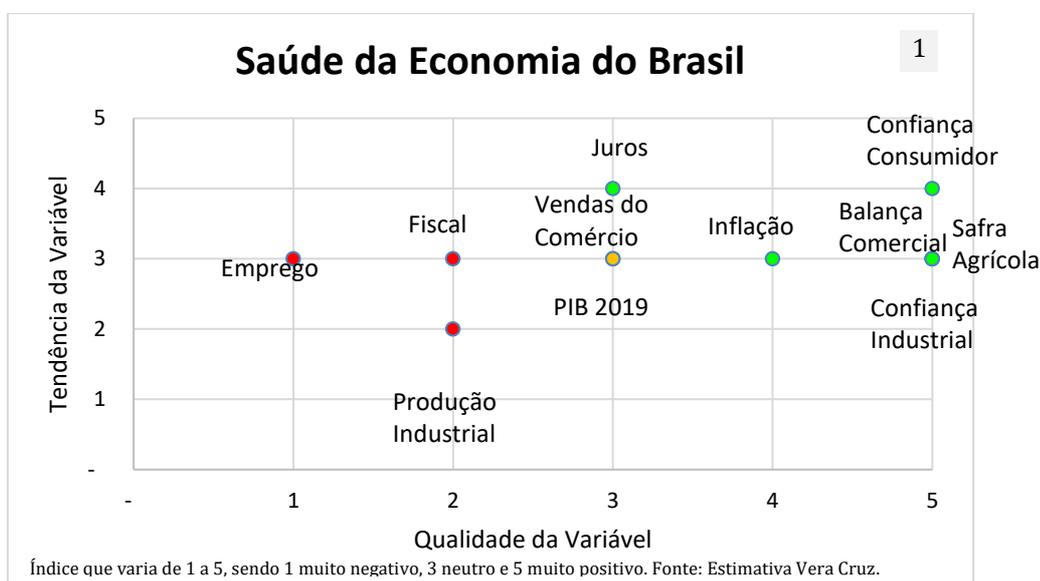
Perspectivas - Março 2019

Cenário Geral: Neutro/Positivo

O BRASIL, APESAR DE TUDO E DE TODOS, É UMA DAS ESTRELAS EM 2019

Em pesquisa da Bloomberg com algumas dezenas de grandes investidores internacionais, o Brasil, pasmem, apareceu como o tema favorito de investimento para 2019 em bolsa, títulos de dívida e moeda. É um verdadeiro fênix, ressurgindo das cinzas. A grande questão é se conseguiremos sobreviver a essas expectativas. Os primeiros 6 meses do governo são fundamentais para o sucesso dos próximos quatro anos, conforme já colocamos em outras ocasiões. O início, apesar de muita matéria boa para fofoca e artigos policiais, tem sido positivo, com um time econômico muito bom e um grande domínio do Copresidente Paulo Guedes, que junto com o Moro serão responsáveis por 90% do sucesso ou fracasso do governo. O grande risco para nós é, ironicamente, o novo "Líder Supremo", que é muito fraco nos temas relevantes, não tem presença, historicamente tem zero de habilidade política e ainda traz na bagagem algumas malas de família... Em suma, quanto menos Bolsonaro e mais Guedes e Moro, melhor para o país.

O mundo, por sua vez, pode voltar a piorar após recuperar toda a piora do 4º trimestre (pelo menos no que tange ao mercado de ações). Há um novo temor de desaceleração econômica global, puxado especialmente pela China. Para o Brasil, que nem entrou na lista da festa nos últimos 5 anos, salvo uma catástrofe, o impacto de um ambiente mais negativo de mundo terá impacto limitado. Nosso sucesso em 2019 e nos anos seguintes depende 200% de nós mesmos. Reforma, Reforma, Reforma... Este é o mantra. Peguem todos os conhecidos pelo braço e os convençam de que não adianta mais nos enganarmos, que não existe alienígena pagando as nossas contas como a grande maioria da população acredita. Todos terão de fazer sacrifícios para o bem geral no médio e longo prazo.



Check List: 12 pontos a monitorar nos próximos 12 meses

1. **Reformas.** Reforma da Previdência inicial é bem parruda. Por outro lado, a gestão política do governo é péssima. Pior que o esperado.
2. **Superávit Primário do Governo do Brasil.** Resultado final de 2018 foi positivo e a sinalização é de uma queda maior em 2019. Melhor que o esperado.
3. **Inflação.** Com apenas um mês, o mercado já derruba as previsões para 2019. Melhor que o esperado.
4. **Política Monetária do Fed, Banco Central dos EUA.** Após o stress de dezembro de 2018, o Fed sinalizou uma pausa na lata de juros. Melhor que o esperado.
5. **Política Monetária do BC.** Juros estáveis em 6,50% em 2019, cenário que o BC e o mercado convergem. Em linha com o esperado.
6. **Fluxo Externo.** Dados com muitos ruídos, na média de lado. Pior que o esperado.
7. **Governo dos EUA.** Mesmo após o período para negociar acordo comercial com a China de 3 meses, nenhuma novidade. Em linha com o esperado.
8. **Produção Industrial.** Desempenho aquém do esperado, com indústrias automotiva e de petróleo ainda fracas. Pior que o esperado.
9. **Exportações de Manufaturados.** Continuidade de desempenho medíocre, sinalizando a grande dependência da Argentina. Pior que o esperado.
10. **Nível dos Reservatórios.** Péssimo regime de chuvas de dezembro a fevereiro compromete enchimento dos reservatórios. Pior que o esperado.
11. **Rating (risco de crédito) do Brasil.** O risco Brasil continua caindo e reflete um rating de *investment grade*, dois níveis acima do atual. Melhor que o esperado.
12. **Evolução da Atividade Global.** Dados mais recentes indicam maior desaceleração de grandes economias, como China e Alemanha. Pior que o esperado.

Insight Vera Cruz: Um mundo novo de G pequeno!

O modelo mais utilizado para calcular a soma de riquezas de um país, conforme já colocamos em outras oportunidades, é o IS/LM com balanço de pagamentos. De modo simplificado, a fórmula é a seguinte:

Modelo IS/LM com Balanço de Pagamentos

2

$Y = C + I(i) + G + X - M$ (modelo IS, ótica do mercado de bens), no qual:

$Y = \text{PIB}$

$C = \text{Consumo das famílias}$

$I = \text{Investimento}$

$G = \text{Gastos do Governo}$

$X = \text{Exportações}$

$M = \text{Importações}$

Fonte: Vera Cruz. Investimentos.

Na era PT, o que observamos foi uma explosão do G, com distribuição de recursos via aumento salarial de funcionalismo público, investimentos em ferrovias, explosão dos investimentos da Petrobrás, explosão na distribuição de renda através de diversos programas sociais (bolsa família, bolsa pesca etc.) e explosão de distribuição de recursos via Previdência Social. Então a economia girava em torno do governo distribuindo dinheiro e estimulando de modo insustentável o resto da economia. Desde o impeachment da ex-presidente Dilma, entramos em um modo reverso, uma vez que o governo quebrou, a sociedade está afogada pelo alto nível de impostos, e há restrições formais de aumento do gasto público após a aprovação da PEC do Teto. Além disso, o governo possui hoje um déficit primário em torno de 2% do PIB e 7 estados que representam uns 30% do PIB estão quebrados ou para lá de quebrados, como é o caso do Rio de Janeiro. A expectativa no médio prazo é de uma mudança de déficit para superávit fiscal e de resolução da solvência dos estados, o que indica que o G deverá ser na margem negativo, pelo menos em termos reais (PIB descontado a inflação).

Com isso, restam 3 variáveis para o PIB crescer: consumo (C), investimentos (I) e ampliação das exportações líquidas (X-M). Além disso, temos uma questão de pano de fundo que é a perda de competitividade do Brasil. Para citar um exemplo: se houver um crescimento de 100% na demanda de celulares do Brasil, dado que quase 100% dos celulares são importados, o impacto é quase neutro do ponto de vista líquido para a economia, salvo a parte que cabe ao comércio – os celulares são comprados em lojas, sites etc. Então, não adianta estimular mais consumo se este for 100% fornecido por outros países. E este é um grande dilema do Brasil. O fechamento da fábrica da Ford em SP e a pressão da GM escancaram o problema. A limitação das exportações de manufaturados para a Argentina também aponta para a falta de competitividade da indústria local, mesmo com uma desvalorização da moeda local de mais de 100% em 5 anos.

Já a variável I, por sua vez, tem um grande impacto da importação, mas muitas vezes pode ser amplamente benéfica para a economia, mesmo que o produto venha quase que 100% do exterior. Porque a Petrobrás precisa fazer uma plataforma por R\$1 bilhão, com uma empresa de grande ineficiência e que pode estar em esquema de corrupção etc., quando pode comprar a mesma plataforma por R\$500mm sendo feita na China ou Cingapura? São dilemas de política industrial que temos aqui. E

teoricamente, quanto maior o investimento, maior é o ganho de competitividade de um país, seja com máquinas e processos mais modernos, seja na elaboração de novos produtos, seja na construção de nova infraestrutura. E esta é uma das variáveis que há décadas entram nas rodas de discussão econômicas, uma vez que se argumenta que o Brasil deveria ter um investimento em torno de 25% do PIB para ter a capacidade de crescer de modo sustentável 3% ou mais por ano. Este índice atualmente está por volta de apenas 17%. Com a queda da taxa de juros, teoricamente há mais estímulo para o crescimento do I, mas temos também um movimento inverso de redução de capital subsidiado do BNDES, que limita esse benefício conforme citamos em outras partes deste relatório.

Por último, temos a variável das exportações líquidas. Para que o país cresça ancorado por exportações, é necessário delimitar claramente que países são prioritários e avançar em acordos de livre comércio. Também é necessário reduzir o custo logístico e de infraestrutura em geral. Um dos pontos que mais ouvimos de alguns clientes é que são competitivos da porta para dentro, mas perdem a vantagem competitiva por causa da infraestrutura precária e a burocracia. Pegue-se, por exemplo, o caso de Bauru, cidade localizada há 400 km de Santos. Lá temos um importante centro industrial, com estrutura física, boas universidades e centenas de indústrias. A cidade é atendida por malha ferroviária, tem estação e recebe regularmente combustível por via férrea, mas não dispõe de transporte regular para o Porto de Santos, pelo menos até onde levantamos com clientes. Então desperdiça-se uma clara oportunidade de menor custo logístico uma vez que a essa distância faz sentido trabalhar com ferrovia até o porto.

Um movimento no qual podemos ter um retorno relativamente rápido de exportações é na área de turismo. O Ceará é uma prova viva de como é possível criar um fluxo relevante e sustentável de transporte aéreo se houver um projeto e boa vontade por trás, o que é refletido no aumento expressivo de 160% no número de passageiros internacionais no Aeroporto de Fortaleza em janeiro de 2019 ante o mesmo período do ano anterior. A recente decisão de acabar coma exigência de vistos de alguns países também vai nesta direção. E a nova rodada de privatizações de aeroportos também terá impacto positivo a médio e longo prazos, assim como a decisão de São Paulo de reduzir a níveis mais aceitáveis o ICMS de querosene de aviação. Por fim, é fundamental reduzir a violência para aumentar a atratividade do produto Brasil como destino turístico internacional.

Em suma, o fato é que quando paramos para analisar os motores da economia, temos que ser realistas que o motor antigo quebrou (o Governo) e os demais estão precisando sair do modo parado. É nesta hora que pode entrar a outra perna do modelo – a monetária (LM) – e dar mais uma ajuda ao paciente, que a esta altura já não sabe mais o que é crescer acima de 3%. Este é um ponto que comentamos ao longo do relatório em diversos momentos.

Vera Cruz Análise Mercado: *Emerging Markets Comeback!*

Uma pesquisa do final de dezembro de 2018 demonstra com clareza algo que também acreditamos: o retorno dos Mercados Emergentes à moda. O surpreendente desta pesquisa, conforme a tabela 3 (fonte: Bloomberg.com), é que o Brasil é o líder disparado nas expectativas de gestores estrangeiros, algo que ainda não está refletido no mercado brasileiro e que a se confirmar pode permitir que o Brasil tenha anos de ouro no mercado de capitais entre 2019 e 2020.

What Markets Investors Have Their Eye On

Brazilian assets most favored, Turkey and South Korea least

3

Rank	Foreign Exchange	Bonds	Stocks
1	Brazilian real	Brazil	Brazil
2	Mexican peso	Indonesia	India
3	Indonesian rupiah	Mexico	Indonesia
4	Argentinian peso	Argentina	China
5	Russian ruble	South Africa	South Africa
6	South African rand	Russia	Argentina
7	Polish zloty	Turkey	Russia
8	Indian rupee	China	Mexico
9	Chinese yuan	India	South Korea
10	South Korean won	Poland	Poland
11	Turkish lira	South Korea	Turkey

Source: Bloomberg survey of 30 investors, traders and strategists

Note: Rank of 1 is most favored, 11 the least

A boa expectativa em relação ao Brasil se deve ao fato de estarmos vindo de quase uma década perdida (ou seja, ficamos para trás vis-à-vis outros mercados), e de que várias reformas e ajustes relevantes já foram realizados pelo governo Temer, no processo de despetização do Brasil. Também temos como pano de fundo a piora nos fundamentos dos Estados Unidos – déficit recorde, menor taxa de desemprego da história, o que limita o crescimento e uma reavaliação do setor de tecnologia, que se tornou nos últimos anos o grande competidor por capital dos Mercados Emergentes. Além disso, há uma expectativa positiva de continuidade das reformas no Brasil com um governo liberal, capitaneado pelo Copresidente Paulo Guedes.

Perspectiva Mundo: Neutro

EUA: Neutro/Negativo

Apesar do nosso ceticismo, a sinalização no início de março era de algum acordo entre os Estados Unidos e a China, que é o grande tema e risco dos últimos 6 meses. Na nossa visão a conta não fecha, uma vez que a relação comercial entre os EUA e a China é apenas de uma mão, com a venda de um caminhão de produtos industrializados pela China e a venda de meia dúzia de produtos agrícolas e aviões pelos EUA. Por mais que a China proponha adquirir mais produtos agrícolas, a verdadeira questão é que a China não pode continuar como a única indústria do mundo. E o Brasil, que se beneficiou ao longo do segundo semestre de 2018 com a essa guerra comercial pode sofrer um dano colateral se houver um acordo. Imagine que a China se impor uma cota mínima de aquisição de soja dos EUA. Como eles são os grandes importadores do produto, seria menos soja para o Brasil vender.

O lado bom da economia americana no curto prazo foi a desistência de aumento da taxa de juros, após o susto com a queda do mercado de ações no 4º trimestre de 2018. É impressionante como o Fed (Banco Central dos EUA) na prática segue a meta de maximizar o mercado de ações, em vez de combater a inflação e maximizar o PIB. O CPI (índice de preços ao consumidor) está com alta de 1,6% em 12 meses até janeiro de 2019, mas o CPI sem petróleo e alimentos subiu 2,2% no mesmo período, mantendo-se no mais alto nível em alguns anos, e em linha com o mesmo nível de novembro a dezembro. Um fator de ajuda na inflação foi a queda do petróleo desde outubro de 2018, que saiu de um nível de US\$76 para US\$42 no final de dezembro (o barril do WTI). Desde então o preço está ao redor de US\$55.

Mas é fato, apesar de ninguém falar, que a maior economia do mundo apresenta déficits gêmeos, com um buraco fiscal preocupante e um resultado externo com déficit crescente. Segundo dados da The Economist, 2018 fechou com déficit fiscal de 3,8% e de conta corrente de 2,4%. O Brasil, só para efeito de comparação, teve no mesmo período um déficit fiscal de 7,1% e apenas 0,8% de conta corrente. Considera-se que um nível próximo a 4% é um sinal de grande risco, ou seja, os EUA já estão neste nível no índice fiscal, e isso considerando um nível muito benéfico de taxa de juros (ao contrário do Brasil, onde o custo médio da dívida ainda é próximo de 9% versus menos de 3% dos EUA)

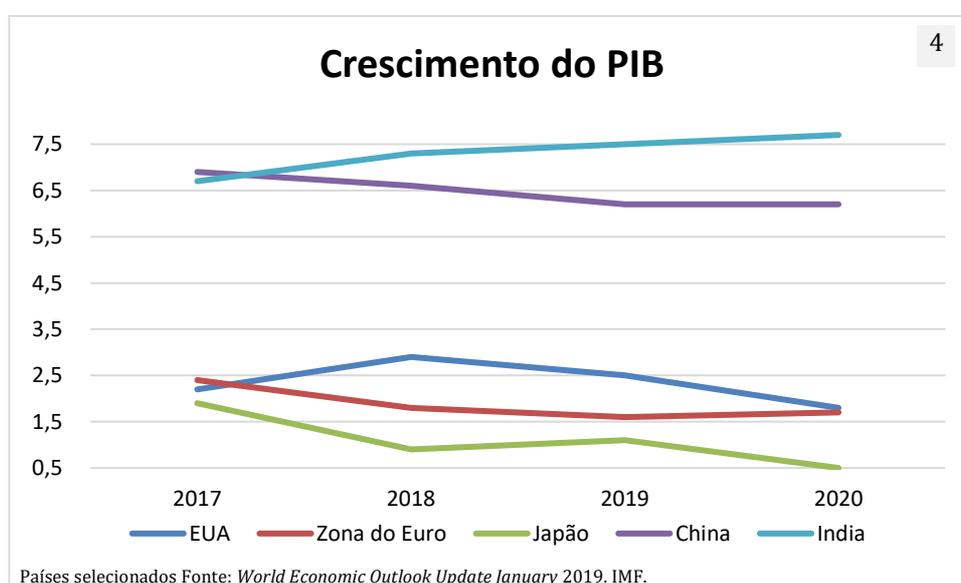
Europa: Negativo

Para todos aqueles que acreditam que o Brasil tem o monopólio das lambanças, urge mostrar o Reino Unido. É simplesmente patético o modo como em 3 anos o país conseguiu cavar um buraco bem fundo para se enfiar. Nós e qualquer indivíduo com mais dois neurônios e que não pensasse com o fígado já prevíamos o desastre por vir. Ainda não está claro os próximos capítulos – de “*hard Brexit*” até uma capitulação completa do processo – mas tudo indica que no melhor cenário o Reino Unido já deixou uns 10% de diferença em relação ao PIB de 2030 vis à vis se não tivesse feito a besteira que fez de decidir sair de uma área de livre comércio no qual é talvez o maior beneficiário depois da Alemanha. A *City of London*, responsável por cerca de 10% do PIB do país e dos 3 principais centros financeiros do mundo deverá perder em torno de 30% do seu volume de negócios, com inúmeros bancos que utilizam o país como base europeia migrando para a Irlanda (caso do *Bank of America*), Paris e Frankfurt, principalmente. As indústrias automobilística, de aviação e até a de aço podem simplesmente desaparecer. Mas conforme havíamos dito há alguns anos a respeito, os britânicos certamente atingirão

seu objetivo: ninguém mais de outros países vai querer morar lá, uma vez que o país empobrecerá e tem o risco de cair na irrelevância...

Ao mesmo tempo em que o Reino Unido agoniza em uma crise criada por si mesmo, o resto do continente se digladiava com a demanda crescente do eleitorado por governos populistas e uma desaceleração da economia global, que está sendo sentida de modo mais pronunciado pela Alemanha, que é uma das grandes exportadoras de produtos manufaturados para o mundo. Mesmo a França, que ganhou um sopro de ar novo com a eleição de Emanuel Macron em 2017 sofre com a pressão dos “coletes amarelos”, que demandam preço baixo de combustíveis e outras benesses totalmente não recomendadas. Na Itália houve uma guerra de braço nos últimos meses, com o governo populista de direita querendo aprovar um orçamento com maior déficit, algo que a União Europeia proibiu, pois é um dos pilares de sustentação da Zona do Euro.

E no início de março o Banco Central Europeu acendeu a luz amarela, ao voltar a sinalizar novos empréstimos baratos aos bancos europeus, três meses após para o desmonte do QE gigantesco construído após a crise do PIIGS em 2009-2010. O BCE fará a primeira nova oferta de empréstimos especiais desde 2016 a partir de setembro de 2019 segundo a Bloomberg. Ao contrário de 10 anos atrás, a caixa de ferramentas do Super Mario (Mario Draghi, presidente do BCE) está definitivamente mais limitada.



China: Negativo

No início de março o governo chinês reduziu a meta de crescimento do PIB em 2019 de 6,5% para 6,0%, em mais um indicativo da desaceleração da economia. Acreditamos que esta meta seja ainda ambiciosa mesmo em um cenário de um acordo comercial positivo entre a China e os EUA. É muito difícil vislumbrar um cenário no qual o superávit da China não caia de modo relevante em 2019. O governo ainda está sinalizando alguns cortes de impostos, mas a mala de ferramentas está ficando vazia. Com um déficit fiscal de 4,0% do PIB (entrando na zona de desconforto), um altíssimo nível de endividamento do governo, incluindo dívidas apenas estimadas dado a existência de operações pouco transparentes – o volume de *shadow banking* (empréstimos fora de bancos, sem os devidos registros),

por exemplo, é enorme. Segundo matéria do *International Bar Association*, o *Financial Stability Board* (FSB) estima o volume desses empréstimos em US\$7 trilhões ao final de 2017.

Japão: Neutro

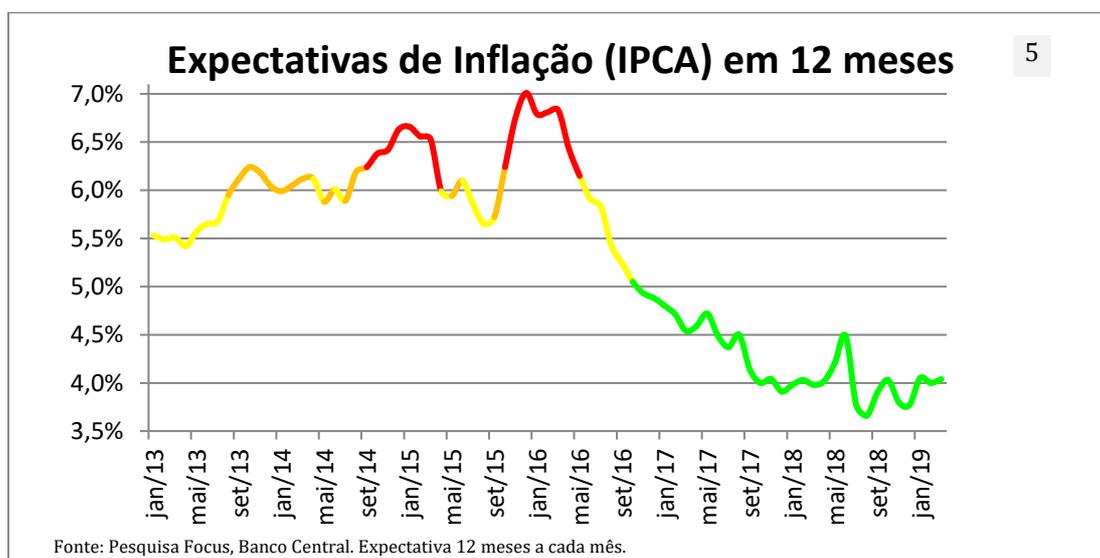
O Japão vem de pelo menos duas décadas de crescimento medíocre (vide dados de PIB no gráfico 4), mas ainda é a terceira maior economia do mundo, atrás dos EUA e da China. A principal razão para o desempenho medíocre do país é a questão populacional, com grande parcela das pessoas acima de 65 anos e decréscimo da população economicamente ativa (PEA). Mas em 2018 o país surpreendeu com o maior volume de aquisições no exterior em mais de 20 anos, atingindo quase US\$200 bilhões. O grande destaque foi a aquisição da Shire pela Takeda Pharmaceutical, em transação de US\$62 bilhões segundo a Marketwatch.com. Também podemos destacar o maior IPO da história do país e o segundo maior de tecnologia, a Softbank, operadora de telefonia móvel do Japão e controlada pela holding de mesmo nome, que movimentou US\$23,5 bilhões segundo a EXAME. A holding Softbank, aliás, remonta a primeira onda de tecnologia, no final dos anos 90 e tem como grande trunfo o investimento no Alibaba, além de ter montado recentemente um megafundo de US\$100 bilhões para investir em tecnologia, sendo um dos maiores acionistas do Uber, por exemplo.

Com a contenda da China e Estados Unidos e uma crescente modernização dos conglomerados japoneses, é possível que se consolide ao longo de 2019 uma retomada do protagonismo japonês, embora em escala bem menor do que a apresentada ao longo da década de 80 e início da década de 90.

Perspectiva Brasil: Neutro/Positivo

A mudança de humor na economia para melhor é inegável. É como se tirasse o leão da jaula de gatinho. Somente o fato de não ter a espada do risco de ter novamente um governo de esquerda ou ligado à corrupção já deixa a grande maioria dos atores econômicos aliviados. Os diversos índices de confiança estão nas máximas de anos, mas ainda temos que ver isto sendo convertido em atividade econômica per si. O evento principal para a economia é a Reforma da Previdência e, com isso, uma Reforma do Estado. Já falamos inúmeras vezes, mas a única saída possível é reduzir as benesses de funcionários públicos e aposentados, que estão sobrecarregando a economia, matando a competitividade do país e com isso criando uma crise sistêmica. Mas as nossas esperanças estão depositadas em um governo que tem vários ministros de primeiro nível mas um comandante que ainda precisa se provar.

Então, o que observamos em termos de preços de mercado foi uma precificação de que as reformas serão positivas e iremos evoluir, mas ao mesmo tempo temos que andar com o temos, mesmo que seja um calhambeque... O episódio recente da saída de um ministro, com direito a divulgação de áudios do presidente e intrigas infantis, é um exemplo de tudo o que não devemos ter. Além da questão de imagem de um completo amadorismo e despreparo, há uma perda de energia e capital político com questões secundárias.

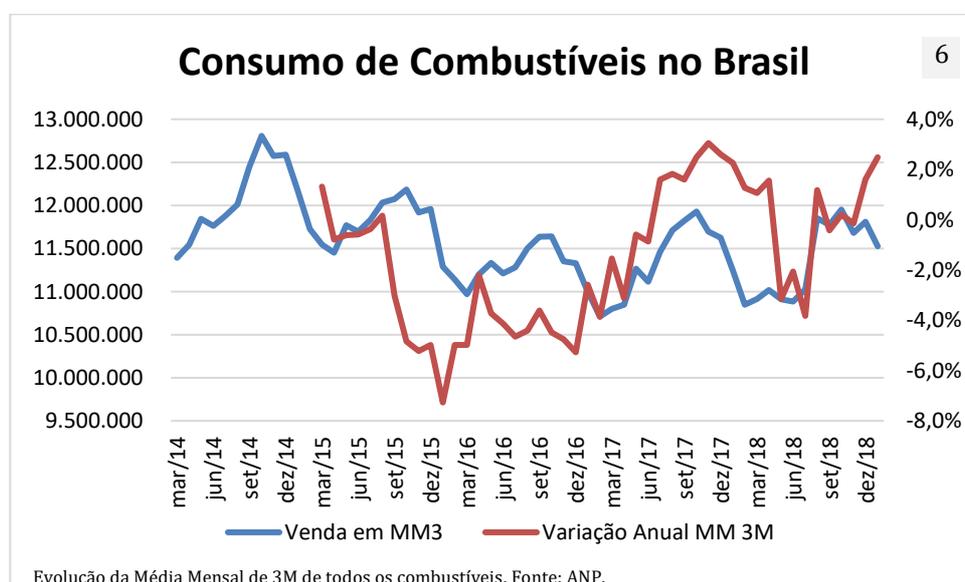


E a evolução do PIB em 2018, com crescimento de pífios 1,1%, ainda indica que partimos de uma dinâmica frágil e mudar para um novo patamar de 3% ou mais de crescimento ao ano não será fácil. Temos uma nova realidade inegável na qual em qualquer cenário o governo será responsável pela retração do PIB, ao contrário do comportamento na era PT. O modo agora é de redução do tamanho do estado, com investimentos limitados, fortes restrições na contratação de funcionários públicos, e a redução ou limitação nos gastos da previdência. Já comentamos em relatório anterior que parte do mercado começa a projetar uma nova redução da taxa de juros, uma vez que tanto a inflação como o PIB vieram bem abaixo das expectativas pelo segundo ano consecutivo. E é algo que faz completo sentido: se o problema da questão fiscal e de crédito do Brasil historicamente era a ganância do governo, agora que não há mais faz todo sentido a inflação estrutural cair ainda mais. Apesar da inflação

projetada em 12 meses estar estável em torno de 4% (vide gráfico XX), a inflação projetada para 2019 está em 3,54% segundo a mediana dos analistas Top Curto Prazo no início de março. É quase 1pp abaixo da meta de inflação do Banco Central.

Atividade: Neutro/Positivo

De acordo com uma das músicas mais conhecidas do mestre Dominginhos, O Xote das Meninas, “Mandacaru quando fluora na seca, É um sinal que chuva chega no sertão...”. E pela primeira vez em mais de 10 anos, o mandacaru (cacto característico da Caatinga) teve uma florada em dezembro no interior do Nordeste, muito bonita por sinal, indicando que o “inverno” na região será mais uma vez excelente (para o nordestino, o inverno é a época de chuva). Para se ter uma ideia, apenas em janeiro e fevereiro choveu em Quixeramobim (CE) 512mm, 220% da média histórica e cerca de 80% do total esperado para o ano inteiro na média histórica. Do ponto de vista econômico, isto significará um salto na produção agrícola e de pecuária, com impacto na indústria e no comércio da região. Para citar um exemplo disso, um dos nossos clientes espera aumentar em pelo menos 50% a produção de leite, que será em 2019 mais que o dobro da produção de 2017, último ano com seca severa. Com maior produção, poderá contratar mais pessoas, voltar a investir etc. Muitos produtores da região ficaram em regime basal, com o mínimo de produção e zero de investimentos para sobreviver o grave ciclo de seca, que durou 6 anos, aliado ao grave ciclo econômico, que durou 4 anos. Até para as contas públicas pode sobrar, com pessoas saindo do desemprego ou de programas sociais – vale ressaltar que o Nordeste é responsável por mais de 50% dos beneficiários do Bolsa Família.



Além deste evento climático muito positivo no Nordeste, começa a ganhar tração na economia a forte alta nas expectativas. O consumo de energia tem apresentado alta nos meses de janeiro e fevereiro, o consumo de combustíveis subiu 3,8% em janeiro (vide gráfico 6 com a evolução do setor), a taxa de ocupação dos hotéis em cidades como o Rio de Janeiro bateram recorde, o mercado de aviação apresenta alta consistente há mais de 7 meses e o mercado de automóveis continua crescendo a ritmo de dois dígitos, com risco de surpreender positivamente a meta de subir 10% em 2019. O ambiente é

outro, com um clima de “Ufa!” que está contaminando positivamente a boa parte dos agentes econômicos relevantes.

Emprego: Neutro

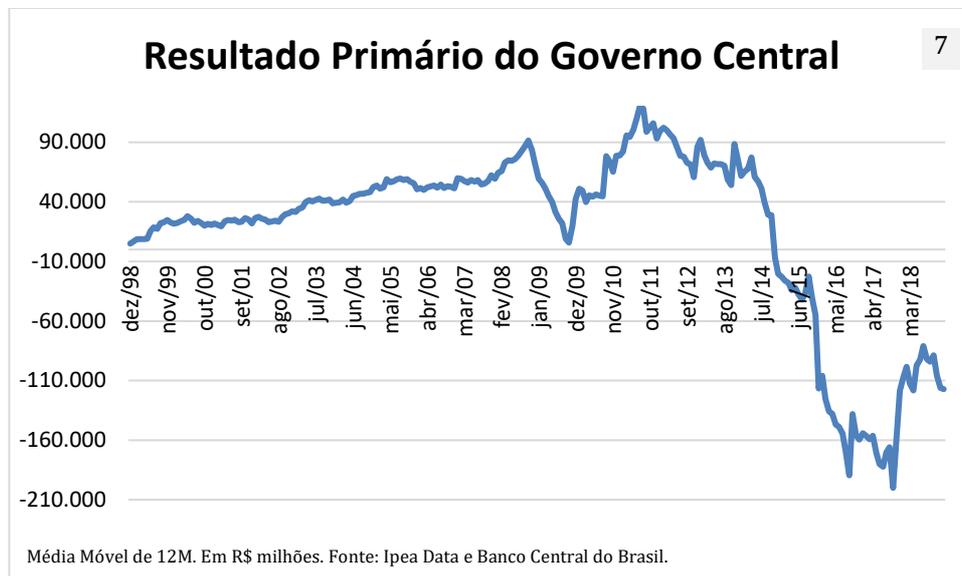
O cenário continua grave, com uma criação de empregos ainda tímida e a manutenção de níveis altos de desemprego e subemprego. Não há milagre de criação de empregos em uma economia que cresce em torno de 1% ao ano. A sensação que se tem é de que o estrago de desgoverno e excesso de burocracia foi tão grande nos últimos 15 anos que será necessário mudanças adicionais na legislação trabalhista. Na nossa opinião, enquanto não houver a extinção da Justiça do Trabalho e mais “reduções de direitos trabalhistas”, ainda continuaremos limitando a empregabilidade das pessoas. O Brasil precisa decidir se quer manter um sistema com “direitos” para 30% da população ou um sistema realista que inclua de verdade 90% da população. Precisamos urgentemente nos alinhar a sistemas “desprotegidos” de países bem-sucedidos, como os Estados Unidos. Eventos como o fechamento da fábrica da Ford em São Bernardo são positivos no sentido de dar um “wake up call” para a sociedade. Os sindicatos são hoje parte do problema e não da solução do aumento de emprego. Não adianta nos enganarmos, a concorrência é global. Medidas como o PLR de R\$30.000 para metalúrgico mesmo se a empresa não tiver lucro são jabuticabas que uma hora cobram seu custo.

É muito provável que no segundo semestre, após a aprovação da Reforma da Previdência, o governo coloque em prática uma nova rodada de Reforma Trabalhista, aprofundando os avanços aprovados no governo de Michel Temer. Se alguém tiver a coragem de propor o fim mesmo que gradual da Justiça do Trabalho, o risco Brasil poderá cair de modo pronunciado e o ambiente econômico melhoraria de modo relevante. Já observamos aqui e ali um balão de ensaio que seria uma carteira de trabalho verde e amarela, que colocaria a relação trabalhista na esfera civil, como em qualquer economia não medíocre do mundo.

Governo: Neutro/Positivo

Alguns incautos ficaram decepcionados com a performance do presidente em Davos, na Suíça, onde ocorre anualmente o encontro mais relevante do mundo em termos econômicos, com chefes de estado e presidentes dos principais bancos, gestoras e empresas do mundo. Definitivamente, não é o mesmo que um comício em Madureira (nada contra este local em específico, aliás, é a terra da grande Portela). Bolsonaro esteve apagado, pouco falou. E isto é ótimo. Como não domina os assuntos do público de Davos, menos é mais. Já o Copresidente Paulo Guedes, dentro do seu ambiente favorito, causou boas impressões na maior parte do público, assim como Sérgio Moro, que juntos formam a dupla garantidora da credibilidade do governo.

O grande risco no médio prazo é o de estar alimentando muita expectativa e eventualmente frustrar o mercado financeiro. O Congresso, por mais que tenha passado por grande mudança de composição com as eleições, ainda tem uma base de parlamentares em geral fraca, com muitos representantes desqualificados e que na melhor das hipóteses só almejam representar os eleitores da sua rua ou do seu grupo. E se não há corrupção, há a chantagem de só votar a favor da Reforma da Previdência se garantir um subsídio ou benesse para o seu grupo de interesse. Mas vale ressaltar que temos pela primeira vez em muito tempo líderes da casa mais alinhados com a promoção da agenda reformista e temos que comemorar o fim de uma era não edificante no Senado.



Na questão mais estrutural do governo e com impacto real para a economia, o que observamos neste início de ano é um aprofundamento do choque de gestão iniciado após o Impeachment da ex-presidente Dilma, com redução de estatais, autarquias, redução de despesas e simplificação da burocracia. Diversas estatais devem ser privatizadas ou extintas, como é o caso da Valec, que foi criada na era PT, sendo responsável pela construção de algumas ferrovias e supostamente por centenas de milhões de reais de desvios. Observamos uma tendência de venda de ativos e nova redução de pessoal em grandes estatais, com destaque para Banco do Brasil, Caixa, Eletrobrás e Petrobrás. Na Caixa já tivemos inclusive um movimento relevante no início de 2018, com a venda de R\$2,5 bilhões em ações do IRB Brasil, empresa de resseguros listada na B3. E há algumas operações adicionais à caminho, com a abertura de capital de 4 empresas ligadas à Caixa que, segundo o presidente da instituição em entrevista ao jornal O Globo, podem movimentar cerca de R\$15 bilhões. Este banco, aliás, talvez seja a estatal com maior salto de qualidade nos próximos 2 anos, uma vez que historicamente foi um antro de indicação política. O fim do patrocínio a dezenas de times de futebol, por exemplo, está causando um furor entre inúmeros cartolas e deve ter um impacto positivo no resultado do banco, que praticamente carregou dezenas de times “nas costas” sem necessariamente ter um retorno.

Neste contexto também vale destacar a simplificação no registro de empresas, que tende a reduzir para até um dia a abertura de empresas de baixo risco. O conceito geral é que é necessário ter um procedimento simplificado para 95% dos casos, enquanto os órgãos do governo devem fazer uma análise mais detalhada dos casos complexos. Isto vale para a questão de registro de empresas, mas também é a ideia a ser implementada em licenciamentos ambientais, por exemplo. Nós concordamos com esta linha de pensamento. É preciso focar esforços onde é necessário, é uma questão de curva ABC e bom senso. Outro ponto que consideramos relevante e positivo é o fim da exigência de visto para turistas dos Estados Unidos, Canadá, Japão, Austrália e China. Era uma burocracia desnecessária baseada no princípio de reciprocidade da diplomacia, algo que também consideramos uma medida defasada e míope do ponto de vista econômico. O Brasil ainda é um anão no turismo, com desempenho pífio de menos de 7 milhões de turistas internacionais por ano, quando poderia muito bem receber mais

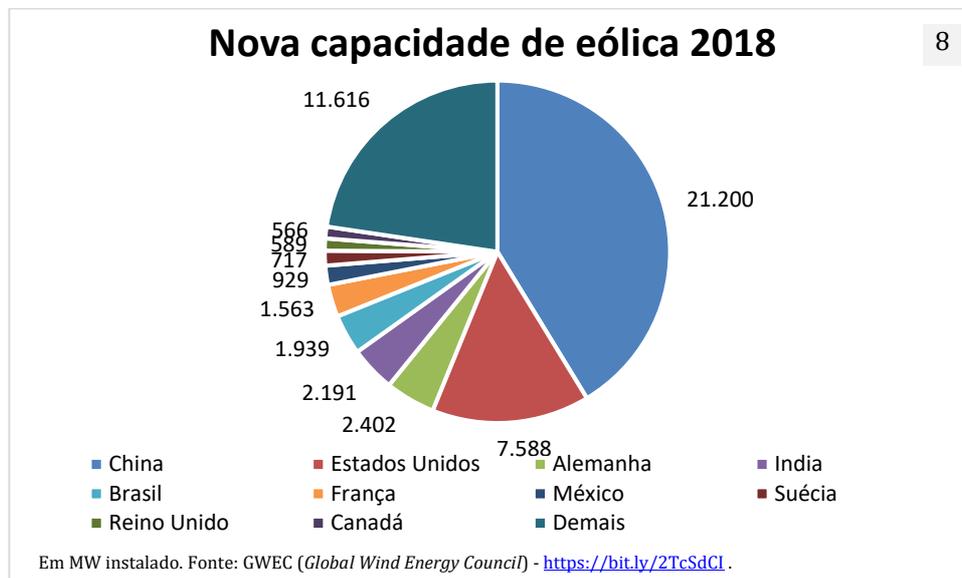
de 40 milhões de turistas dado a sua grande dimensão territorial e as inúmeras atrações naturais, como os milhares de quilômetros de praia com sol e calor quase o ano inteiro.

Investimento: Neutro/Positivo

O desastre de Brumadinho foi talvez um “soco no estômago” de uma das principais e poucas locomotivas da indústria no Brasil. Não por coincidência, mais da metade dos anúncios em destaque de investimento do relatório anterior (em valor) eram do setor. Certamente a indústria de mineração de Minas Gerais terá um cenário negativo nos próximos 24 meses, com salto na burocracia para emissão de novas licenças ambientais e o fim das operações de minas mais antigas, com queda de investimentos e produção. Ao mesmo tempo outra locomotiva, o setor de papel e celulose, ainda está em período de entressafra, com apenas um projeto relevante em execução, a expansão da planta da West Rock. E outra perna relevante, o setor de petróleo, tem ampliado de modo relevante a contratação de plataformas no exterior em busca de um custo de investimento mais competitivo, o que gera menor impacto no investimento líquido do Brasil.

Outro setor relevante, o automobilístico, também passa por uma mudança relevante, talvez a maior em 20 anos. O fechamento da fábrica da Ford em São Bernardo do Campo é emblemático disso. Ao mesmo tempo que montadoras como a FCA, a Volks e a GM realizam grandes investimentos em modernização e lançamentos de novos produtos. No caso da GM, ainda há o risco de fechamento de uma das suas plantas para melhorar a ocupação de sua capacidade produtiva. Felizmente, temos em São Paulo um governador pragmático e um time de primeira linha que buscará negociar o necessário para que o principal polo do setor no país consiga recuperar parte da competitividade perdida nos últimos 20 anos. Mas o caminho é longo. É fato que a indústria brasileira no geral está longe da excelência e do custo competitivo, sofrendo de dependência excessiva da Argentina para as suas exportações.

Mas temos outro setor que, aos trancos e barrancos, tem apresentado uma recuperação: o setor elétrico. A ex-presidente Dilma conseguiu criar um caos regulatório e tarifário, que aos poucos está sendo resolvido, seja com ajustes na regulamentação, seja com novos leilões de energia e linhas de transmissão, seja com privatizações. Vale ressaltar também a atuação de empresas privadas como a EDP, que estão apresentando um desempenho excelente na execução de projetos, entregando hidroelétricas e outras estruturas com meses de antecedência da exigência contratual, ao contrário do histórico de atrasos do setor. Mas dentro de todo o setor, o grande destaque já há anos é o de energias renováveis emergentes, com destaque para usinas eólicas e usinas solares. Segundo a Abeeólica e o GWEC (*Global Wind Energy Council*), o Brasil foi o quinto maior mercado do mundo em expansão de capacidade de eólicas *onshore* (em terra) em 2018, estando distante apenas dos Estados Unidos e China (vide gráfico 8).



Setor Externo: Neutro/Negativo

Ao contrário dos últimos 2 anos, no qual a conjuntura conspirava a favor da alta das exportações, iniciamos 2019 com uma visão cautelosa. O principal cliente de manufaturados, a Argentina, entrou em recessão e está contornando todo um cenário de inflação e juros altos. Neste segmento só é possível crescimento se o Brasil conquistar novos mercados, algo que não vislumbramos no médio prazo. Aliás, é decepcionante de constatar que mesmo com um grande salto no câmbio – saímos de R\$1,70 em 2011 para R\$2,70 em 2014 e R\$3,70 em 2018 e mesmo assim não observamos uma reconquista de mercado externo, algo que poderia teoricamente ter acontecido em segmentos como o de calçados, por exemplo.

Já nos produtos básicos, que são o carro chefe das exportações, representando 51% do total, temos uma tendência de queda nas vendas em 2019. O complexo soja, principal produto de exportação do Brasil deve sofrer com uma safra menor, uma alta base de comparação de 2018 e um eventual acordo comercial da China com os EUA. Por outro lado, há a expectativa de crescimento na produção de petróleo, que deve alavancar as exportações.

Vera Cruz Análise Crítica: Pai Rico, Filho Nobre, Neto Pobre

O ocaso do grupo Abril, um dos mais relevantes grupos de mídia do país, nos traz um profundo sentimento de perda e nos leva a refletir sobre um dos pilares econômicos do Brasil: os grandes grupos familiares. No caso do grupo Abril, tivemos um agravante de grandes mudanças tecnológicas e de hábitos de consumo. Praticamente inexistente o garoto que passa jogando o jornal na porta da casa, as bancas de jornal estão desaparecendo e muitos jornais, rádios e revistas hoje já se confundem com uma plataforma múltipla, incluindo vídeos, blogs etc. Mas talvez uma parte ocaso da Abril tenha seguido o famoso ditado popular: “Pai Rico, Filho Nobre, Neto Pobre”.

As empresas familiares são tratadas de um modo geral como organizações à parte, com fóruns específicos, especialistas que trabalham o treinamento de futuras gerações etc. É um processo de certa forma contrário ao usual. Primeiro eu defino quem vai ser o melhor, depois eu treino para ele ser o melhor. Enquanto no mundo real todos são jogados aos leões e quem sobreviver pode depois ter direitos a mimos e treinamentos diferenciados. Por outro lado, de um modo geral, as empresas familiares tendem a sofrer menos com a ditadura do resultado trimestral, podem se dar ao luxo de mirar no médio e longo prazo mesmo que isto signifique sacrificar o curto prazo. Além disso, em geral tendem a ser mais conscientes com a sociedade e com seus funcionários, sem cobrar resultados a qualquer custo. Basta observarmos os principais escândalos corporativos dos últimos anos – leia-se fraudes contábeis como Enron ou práticas questionáveis como no caso do Wells Fargo, para citar dois casos conhecidos e internacionais. Mas também podem trazer um problema gravíssimo de governança e corrupção em massa, como foi colocado durante a operação Lava Jato, onde o próprio dono ou um preposto dele cometia ilícitos cotidianamente, algo que em uma empresa listada na bolsa e com controle pulverizado seria bem mais difícil de acontecer.

E o Brasil é, decididamente, um país de empresas familiares e grandes grupos econômicos familiares. A B3 hoje representa provavelmente menos de 30% do que poderia, sendo a diferença composta basicamente por empresas familiares dos diversos tipos e setores, dezenas delas bilionárias, muitas vezes desconhecidas do grande público de São Paulo, mas ainda assim muito relevantes. Só para citar um exemplo prático, existe uma anedota de que uma grande construtora listada na B3 ofereceu R\$1 bilhão por um grande terreno no Nordeste de propriedade de um grande grupo familiar local. E após muita insistência da construtora, o representante deste grupo que declinou a oferta respondeu dizendo o seguinte: “Você não está entendendo. Eu não preciso vender. A gente tem R\$1 bilhão em cada um dos 5 maiores bancos em SP, então dinheiro não é problema para nós”.

Do ponto de vista de setor privado, um dos grandes desafios do Brasil para os próximos anos é aproveitar a troca de guarda de gerações para profissionalizar ainda mais essas empresas, que muitas vezes geram um retorno bem abaixo da média porque, ao contrário do Brasil, que fez o *impeachment* da Dilma, não dá para fazer o *impeachment* de um herdeiro controlador incompetente e com grande ego. Ele responde para ele mesmo, muitas vezes é o presidente do Conselho e o CEO, e muitas vezes coloca pessoas pouco qualificadas e puxa sacos como “conselheiros independentes” ou diretores. E nos casos de organizações assim, os diretores e conselheiros que são profissionais tendem a sair após um tempo por cansar de pregar ao deserto. E mesmo aqueles herdeiros que são brilhantes, se não tomarem cuidado, tornam-se reféns de si mesmos. É muito comum empresas, principalmente na primeira geração, onde o(s) dono(s) é responsável por 150% das decisões relevantes, mesmo tendo milhares de funcionários. E em alguns casos de tragédia com a perda de vida prematura do controlador, há muitas empresas que

simplesmente sucumbem porque não havia outras peças com capacidade gerencial ativa dentro da organização.

Usualmente argumentamos a clientes e prospects que uma das grandes vantagens de uma empresa listada na bolsa é a ter *feedback* de graça do mercado. Nenhum analista de instituição independente vai ficar “puxando o saco” de uma empresa se ela não estiver entregando uma boa performance ou estiver cara. Um dos nossos sócios lembra uma ocasião em que mandou vender uma das queridinhas do mercado na época e até teve alguma reclamação da empresa junto à corretora, mas faz parte e a vida seguiu e o tempo mostrou que a análise estava correta. Por outro lado, como já colocamos, há sempre o risco da ditadura do resultado trimestral.

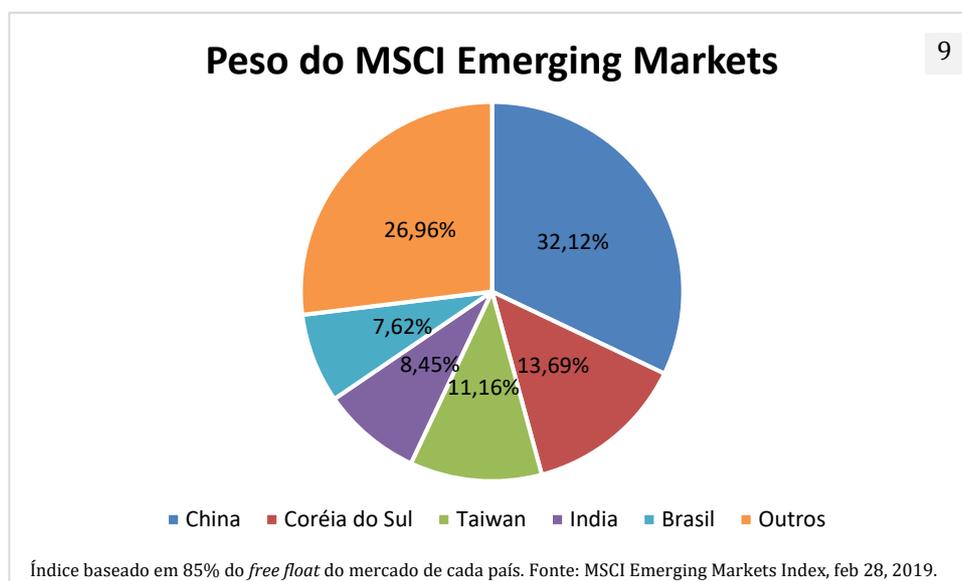
Mas o fato é que muitas empresas familiares bem sucedidas estão listadas na B3. Banco Itaú, Suzano, Iguatemi, Klabin, Magazine Luiza. Vamos pegar o exemplo desta última. Abriu o capital em 2011 valendo cerca de R\$3 bilhões. A empresa decepcionou no início, e chegou a valer apenas R\$1 bilhão. Após mais de 2 anos de resultados consistentes e uma estratégia ousada capitaneada pela nova geração, que a transformou em uma espécie de Amazon brasileira, a empresa vale mais de R\$34 bilhões! Este é o mercado real de ações, que premia quem performa e massacra quem não entrega. Mas é isso que permite ao mercado de capitais como um todo alavancar a produtividade da economia. Como a Magalu está entregando, passa a valer mais, pode utilizar as ações com o moeda para adquirir concorrentes mais barato e também pode levantar recursos a um custo muito inferior que outros concorrentes que não são listados e têm o seu valor percebido apenas pelo Patrimônio Líquido – vale ressaltar que o PL da Magalu em setembro de 2018 era de apenas R\$2,3 bilhões, ou seja, o valor de mercado é 15x o PL!

Portanto, embora tenhamos milhares de empresas familiares bem sucedidas na 2^a, 3^a ou 4^a gerações, para nós é muito claro que uma listagem na bolsa ou pelo menos um registro na CVM tipo B (que permite emitir dívida) é amplamente positivo para todas as empresas familiares, especialmente aquelas que tiverem um porte superior a R\$500 milhões de receita/ano. E que venham as críticas do mercado, porque serão elas que permitirão às empresas familiares serem ainda melhores e responderem mais rapidamente às mudanças de mercado, indo contra o ditado popular.

Perspectiva dos Mercados

Bolsa: Positivo

O movimento da bolsa continua muito forte, com nova alta de volume negociado e de valor de mercado das empresas listadas. Observamos um crescimento do investidor local, em especial, a pessoa física, que ficou quase 10 anos ao largo deste mercado após a crise de 2008 e do grupo X, que atingiu em cheio parte desse público, que geralmente é mais emotivo e possui menos base técnica, mas é muito relevante na ampliação da liquidez de todo o mercado. Segundo a B3, o volume negociado em 2019 (até o final de fevereiro) atingiu R\$17,3 bilhões de volume médio, uma alta expressiva de 48% sobre o 1º bimestre de 2018 e de 98% sobre ao ano de 2017. E o Brasil continua como o 5º principal mercado emergente do mundo com base no *MSCI Emerging Markets* (vide gráfico 9):



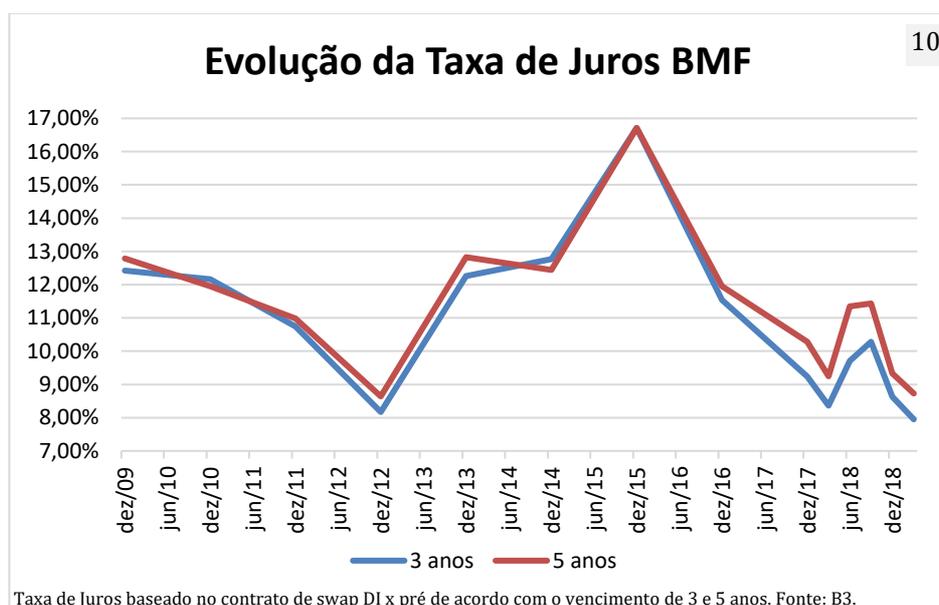
Em relação às ofertas de ações, ainda observamos um movimento tímido, com apenas 2 operações de *follow on* (oferta de empresas já listadas): IRB Brasil e Localiza. No pipeline de curto prazo temos a Vamos, subsidiária de aluguel de caminhões da JSL e o Grupo SBF, dono da Centauro, maior loja de artigos esportivos do Brasil. Também temos a TIVIT e o Banco BMG, que deram entrada no processo ainda em 2018 e podem retomar o processo de captação após a divulgação do balanço do ano passado.

Até o momento podemos dizer que as ofertas estão aquém do esperado. Há 3 meses atrás, uma vez que a confiança na economia está nos maiores níveis em pelo menos anos e os índices de mercado estão nas máximas históricas. Mas no fator risco de previdência ainda trava o mercado e o investidor estrangeiro não está pagando tanto para ver, conforme já colocamos anteriormente. E comentários surreais de Twitter inimagináveis até pelos mais críticos decididamente não aumentam o apetite de Brasil desses investidores. Corremos assim o risco de termos um 1º semestre travado, com poucas operações, especialmente de IPO, aguardando a aprovação da Reforma da Previdência, que deve ocorrer no cenário otimista em julho.

Do ponto de vista de expectativa de preços, acreditamos ser possível uma nova queda dos preços das ações nos próximos três meses após a forte recuperação internacional a partir do final de dezembro. O mercado financeiro como sempre busca antecipar o movimento da economia, mas na prática teve alguns “banhos de água fria” entre o final de fevereiro e o início de março, como um PIB decepcionante, uma seca que reduzirá a produção agrícola e inúmeros erros do atual governo, que colocam alguns em exercício de fé para a aprovação da Reforma da Previdência - alguns devem estar se perguntando: mas eles só falam naquilo? Pois é, não há outra saída ou questão relevante no momento além desta do ponto de vista de perspectiva de resultados futuros das empresas listadas na bolsa.

Juros: Positivo

Com um desempenho sofrível do PIB em 2018, que cresceu vergonhosos 1,1% e uma inflação que já fez o mercado cortar mais 0,5% na expectativa de 2019 em apenas 2 meses do ano, cresce uma pressão por mais redução de juros, algo que já havíamos colocado no relatório anterior. O fato é que a atual taxa de juros nem fez a inflação subir, nem fez o PIB se recuperar. Ou seja, é necessário mais estímulo por parte do Banco Central. Um dos pontos que precisamos ter em mente é que ao contrário de países normais como os EUA, o Brasil usou e abusou de linhas subsidiadas e controladas, distorcendo todo o mercado., E agora que isso está sendo desmontado, em um processo que deve durar mais 5 anos pelo menos dado que muitas linhas são de longo prazo, o mercado na média está trocando a dívida barata do BNDES pela dívida mais cara de mercado, o que não é compensado pela queda da taxa de juros. Como exemplo simples, enquanto a taxa SELIC é de 6,5%, a taxa média de novos empréstimos para empresas em janeiro de 2019 foi de 20,2%, mais que o triplo da taxa básica. Em uma economia normal como o Canadá ou os EUA este índice provavelmente seria em torno de 5% de spread sobre a taxa básica, ou cerca de 7,5%. Então, acreditamos que há espaço para maiores reduções, principalmente se o governo passar um boa Reforma da Previdência. Uma redução de 1 a 2pp seria razoável neste cenário, impactando de modo relevante o déficit fiscal e a trajetória da dívida, algo que o mercado financeiro não tem nem de perto na sua conta.



O fato é que do ponto de vista da taxa de juros básica da economia, temos o melhor cenário da história, como podemos observar no gráfico 10. As taxas de juros de 3 e 5 anos no início de março estão nas mínimas, e isto sem haver qualquer manipulação do governo, ao contrário do período da ex-presidente Dilma, quando houve uma manobra forçada de redução artificial dos juros e da inflação, como a redução forçada de 20% no preço da energia elétrica em 2015.

Dólar: Neutro/Positivo

O dólar possui uma fortaleza em R\$3,70, que apesar de toda a melhoria no mercado de juros e bolsa não foi rompido para baixo. É o maior indicativo de que o investidor estrangeiro em geral ainda está muito reticente. Como o cenário externo tende a piorar nos próximos meses e a Reforma da Previdência não terá nada concreto no mesmo período – vai passar pelas comissões e seguir prazos regimentais – fica difícil vislumbrar algo que possa romper o dólar para um nível inferior a R\$3,70. Por outro lado, o Banco Central ainda tem uma montanha de dólares e há um risco de aproveitar níveis próximos a R\$4,00 para vender reservas, uma vez que a atual equipe já sinalizou que o “seguro reserva” (reservas internacionais) do Brasil custa caro e tem tamanho além do desejável. Por isso, prevemos uma volatilidade controlada entre R\$3,70 e R\$4,00 para os próximos meses. O risco a este cenário é uma surpresa positiva ou negativa na questão da Reforma da Previdência.

No longo prazo, um ponto importante a se observar na questão do preço do dólar é a política monetária. No início de março tínhamos uma taxa básica de 6,5% no Brasil contra uma taxa básica de 2,5% nos EUA, com diferença de 4%. Se o BC reduzir mais ainda a taxa de juros básica, tudo mantido constante há uma redução da atratividade dos títulos do governo brasileiro, mas por outro lado a percepção de risco de crédito melhoraria, uma vez que a despesa com juros poderia cair 50% ou mais vis-à-vis a despesa de 2018. O fato é que as duas variáveis – juros e dólar – tendem a caminhar mais próximas na medida em que o Brasil se torne uma economia normal.

M&A: Positivo

Observamos uma movimentação crescente em um setor que sofreu mudança relevante de regulamentação e restrição de investimentos há alguns anos: o setor de saúde. Em diversos subsegmentos temos movimentos de consolidação e profissionalização do setor. Na bolsa a evidência fica para planos de saúde – Intermédica e Hapvida abriram o capital em 2018 – mas observamos uma boa dinâmica em laboratórios, hospitais, insumos do setor. O fato é que há uma grande avenida, uma vez que a regra geral são empresas de saúde comandadas por médicos, que entendem muito da parte técnica mas geralmente sofrem no quesito de gestão e, de modo crescente, na necessidade de capital. Cada vez mais a medicina é dominada pela tecnologia e equipamentos que muitas vezes superam os milhões e fazem a diferença entre um hospital ter ou não a demanda de um determinado tratamento de oncologia, por exemplo.

Os destaques nos próximos 12 meses devem ser as estatais, em especial a Caixa e o Banco do Brasil, que já foram mencionados, além da Petrobras, que continua seu movimento de venda de ativos não estratégicos, independentemente de ser por redução de dívida, algo menos preocupante nos dias atuais. O lado bom para o mercado é que boa parte desse movimento deve significar aumento de *free float* – como foi o caso do IRB Brasil – ou listagem de novas empresas – como deve ser o caso da Caixa Seguridade.

Monitor de M&A e Ofertas de Ações

11

Adquirente	Empresa	Setor	Valor da Transação (R\$ milhões)	% do Total	Tipo de Operação
Investidores	Notredame Intermédica	Saúde	3.054	22%	Follow On
Investidores	IRB Brasil	Financeiro	2.520	9%	Follow On
Vale	Ferrous Resources Limited	Mineração	2.145	100%	Aquisição
Vale	New Steel	Mineração	1.975	100%	Aquisição
Omega Energia	Complexo Assuruá	Utilities	1.900	100%	Aquisição
Investidores	Localiza	Viagens	1.822	8%	Follow On
Mubadala, Farallon	Rota das Bandeiras	Transportes	1.650	85%	Aquisição
Petro Rio	Chevron Brasil Upstream Frade Ltd	Petróleo	1.500	100%	Aquisição
Banco Santander Brasil	GetNet	Financeiro	1.400	12%	Part. Minoritária
Investidores	Unidas	Viagens	1.376	29%	Follow On
Tyson Foods	BRF Europa, Tailândia	Alimentos	1.258	100%	Aquisição
Carlyle	Madero	Alimentos	700	23%	Part. Minoritária
BOGS S/A, La Piemontesa de	Campo Austral	Alimentos	511	100%	Aquisição

Operações de destaque de dez/18 a fev/19. Valores em R\$ milhões. Fonte: Empresas, Valor Econômico, diversos.

Imóveis: Neutro/Positivo

Temos tido uma visão negativa do comportamento de imóveis como investimento há pelo menos 4 anos, na esteira de uma alta injustificada dos preços no período de 10 anos até 2014, uma dinâmica negativa de oferta e demanda, o cancelamento de aquisições de imóveis por parte de compradores antes da entrega dos mesmos, alta da taxa de juros, queda da atividade e queda na oferta de crédito. Destas variáveis, tivemos nos últimos 12-18 meses uma reversão parcial da sua dinâmica, com a redução dos juros para os menores níveis da história e uma leve queda nominal de preços. No ano de 2018 observou-se também uma leve melhoria na relação de oferta e demanda, com vendas superiores a lançamentos em mercados mais relevantes e líquidos como imóveis residenciais na cidade de São Paulo. Também foi constatado uma melhoria em imóveis comerciais e, de modo mais pronunciado, galpões logísticos no estado de São Paulo, especialmente ao redor da capital, puxados pela demanda de comércio eletrônico e a briga por entregas rápidas, em até 2 dias, além da busca por modernização de centros de distribuição por parte das grandes empresas.

É um alívio observar essa melhoria em um setor tão importante para o PIB e que mergulhou em um precipício a partir de 2014. Muitas grandes empresas de outrora ou quase quebraram ou estão com um tamanho inferior a 50% da média pré-crise. Até empresas bem avaliadas e conservadoras como a EZTEC também sofreram. Uma das exceções foi a MRV, que se consolidou como a maior empresa de construção residencial do Brasil, entregando mais de 40.000 unidades por ano, boa parte delas de Minha Casa Minha Vida, e cerca de 12% do mercado brasileiro (fonte: *Press Release* de Resultados 4T 2018).

Com manutenção da taxa de juros nos menores patamares da história, a alta da confiança, a recuperação financeira de construtoras e uma oferta razoável de recursos direcionados, acreditamos que o preço de

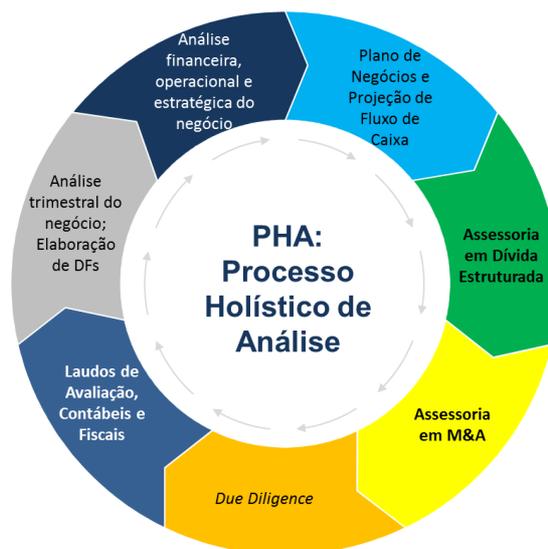


imóveis possa sofrer leve alta, mas ainda em mercados específicos. Mesmo na cidade de São Paulo, por exemplo, podemos esperar que bairros como Itaim Bibi respondam melhor à dinâmica da economia – melhoria de mercado financeiro, crescimento de *start-ups* de tecnologia – do que bairros periféricos como Itaim Paulista, no extremo leste da mesma cidade. Outro potencial efeito de melhoria nos preços é uma esperada redução da violência com a mudança de governos e leis, que estão ficando mais duras para criminosos e mais leves para a força policial. É um caso por exemplo para o bairro do Morumbi, que é um dos mais afetados negativamente por isso em São Paulo. Mas no geral, nas economias que historicamente dependem do governo, como interior do Nordeste, não somos otimistas. O dinheiro acabou e somente com o setor privado a roda da economia volta a funcionar.

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>.