

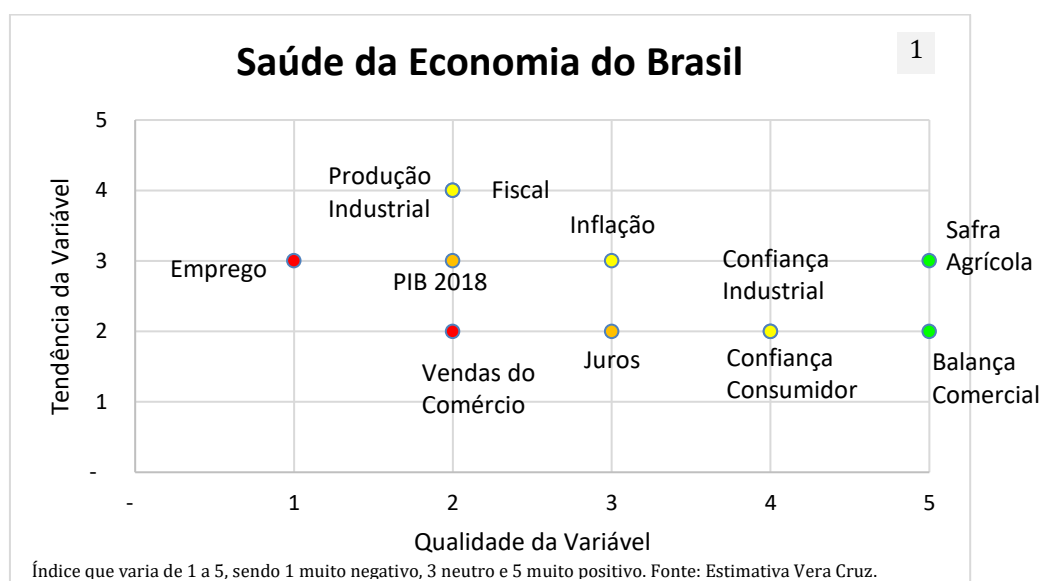
Perspectivas - Setembro 2018

Cenário Geral: Neutro

EMERGENTES COLOCADOS À PROVA

Após muitos anos de grande crescimento econômico e baixa taxa de juros, o cenário global vai evoluindo gradualmente para condições piores, especialmente para países emergentes. Com a alta de juros dos Estados Unidos aliado a um desempenho excepcional das corporações americanas, com destaque para as empresas de tecnologia, está se exacerbando uma mudança no fluxo de capitais, no qual os Estados Unidos é o vencedor e os emergentes em geral os perdedores. E neste momento de *reality check*, quando a água baixa é que se vê quem está de roupa e quem está sem... Dentro desta avaliação com punição de países desestruturados, ganham destaque a Turquia, a Argentina e a África do Sul.

Enquanto isso, no Brasil nos encontramos em um ambiente um pouco confuso. Se por um lado o déficit de conta corrente foi resolvido e estamos bem mais tranquilos que outros emergentes, por outro lado o déficit fiscal continua e muitos gestores parecem lunáticos preocupados só com o seu próprio “bolsa amigo”. São verdadeiros pianistas do Titanic! Nos encontramos em um cenário de subcrescimento, com um grande risco fiscal e um ruído relevante e dispensável dos bolsas caminhoneiros. O melhor exemplo do absurdo atual é a tabela de frete. Basicamente é uma lei onde o crime de cartel é legalizado para este setor e a preços abusivos, com distorções enormes porque o mundo real é bem mais complexo do que um burocrata consegue encaixar. Com isso, o setor de agro, que deveria estar bombando nas exportações e nos investimentos para a próxima safra, está em meio a um impasse. No final, o cenário mais provável é a queda desta tabela ridícula ou uma grande redução da demanda de caminhão, que será suprida por frotas próprias. A economia sempre busca a melhor saída, apesar do governo.



Check List: 12 pontos a monitorar nos próximos 12 meses

1. **Eleições.** Provável embate entre candidatos que não são o ideal para a melhor condução da economia e da gestão de governo. Pior que o esperado.
2. **Superávit Primário do Governo do Brasil.** Continua uma pressão grande pelo aumento de salários e o custo da bolsa caminhoneiro é alto. Pior que o esperado.
3. **Inflação.** A inflação em 12 meses piorou para cerca de 4% com efeito da “greve” de caminhoneiros. Pior que o esperado.
4. **Política Monetária do Fed, Banco Central dos EUA.** Inflação em alta, embora moderada, sustenta aumento na taxa de juros, que terminou agosto em 2%. Pior que o esperado.
5. **Política Monetária do BC.** Juros estáveis em 6,50% em 2018. Melhor que o esperado dado a pressão sobre os emergentes, mas suportado pela inflação abaixo da meta.
6. **Fluxo Externo.** Balança Comercial com grande deterioração. Pior que o esperado.
7. **Governo dos EUA.** Continua com muito ruído na política externa e avançam as investigações sobre a relação de Trump e a Rússia. Pior que o esperado.
8. **Produção Industrial.** Crescimento na margem ainda fraco, especialmente em setores como a indústria de exploração de petróleo e mineração. Pior que o esperado.
9. **Exportações de Manufaturados.** A exportação de manufaturados sofre com a virada na economia da Argentina. Pior que o esperado.
10. **Nível dos Reservatórios.** O período chuvoso foi razoável, o que mantém um cenário de tarifas um pouco altas, mas com menor risco de tarifa vermelha. Em linha com o esperado.
11. **Rating (risco de crédito) do Brasil.** O risco Brasil na média está estável, e empresas brasileiras como a Vale até tiveram upgrade. Melhor que o esperado.
12. **Evolução da Atividade Global.** Tendência de desaceleração do mercado global com a perda de fluxo de investimentos para os emergentes. Em linha com o esperado.

Vera Cruz Análise Mercado: Resultados do 2º Trimestre bem positivos

O ano de 2018 ainda não acabou, mas já podemos eleger a empresa do ano, com base nos resultados do 1º semestre, na perspectiva do 2º semestre e com o salto a ser dado após a aquisição da Fibria: a Suzano é a grande vencedora. Os resultados de todo o setor estão batendo recordes trimestre após trimestre, refletindo o maior preço da história em dólares, um alto nível de dólar e uma gestão excepcional, além do impacto das novas fábricas nas empresas do setor.

No geral, o EBITDA das empresas uma alta ainda maior, superior a 30% e a redução de endividamento só não foi melhor por causa do efeito negativo da alta do dólar, algo que podemos destacar em especial no setor de papel celulose. Mas a dispersão de resultados e realidades financeiras ainda continua a mesma, com grandes diferenças para empresas e setores:

1. PagSeguro UOL: Continua em uma dinâmica muito positiva, com crescimento de três dígitos dos seus resultados, na medida em que consolida a sua base de POS nos microempresários e passa a oferecer ou ampliar serviços como a antecipação de recebíveis. Agora há uma verdadeira corrida de outras empresas para copiar a estratégia da PagSeguro, com destaque para as duas grandes Cielo e Rede, que através de novas marcas estão vendendo também maquininhas. O fato é que o mercado de pagamentos do Brasil tem passado por uma forte e benéfica concorrência, aumentando a eficiência e reduzindo custos.

2. SLC: Uma das maiores empresas de produção de grãos e algodão do Brasil e do mundo, a SLC possui produção em 400.000 HA, concentrados no Centro Oeste e na nova fronteira agrícola, conhecida como MAPITOBA. O desempenho da empresa tem sido excepcional na safra 2017/18, com alta de 115% no 2º trimestre e altas consistentes nos últimos trimestres. Por isso ela é um dos nossos destaques na tabela Top 12.

3. Biotoscana: Uma das novatas da bolsa, é uma empresa de farma com sede no Uruguai e foco na América Latina. Apresentou alta de 59% no seu EBITDA no 2º trimestre, puxado pela forte alta de 33% na receita e diluição de despesas. É uma empresa bem promissora, que foca em medicamentos com patente em áreas como Oncologia e Tratamentos Especiais.

4. Magazine Luiza: A “Amazon brasileira” continua em forte ritmo, ganhando mercado por mérito próprio e ao aproveitar as fraquezas de concorrentes com a Máquina de Vendas. O canal de internet e móvel é cada vez mais relevante, e representou 33% no período de abril a junho. O novo desafio da empresa é fazer crescer o seu *marketplace*, no qual terceiros ofertam produtos dentro do site da Magazine Luiza, algo que a Amazon já faz muito bem. No período mencionado, apenas 10% das vendas digitais foram de terceiros. O grande complicador é principalmente na logística, para garantir que o cliente final seja bem atendido. É interessante de observar que hoje 90% do esforço da empresa está realmente em tecnologia do site e na gestão da logística, seguindo os mesmos passos (parte deles, claro) da Amazon.

5. Tupy. Uma das maiores fundições do mundo, com mais de 80% da receita focada em exportações, com destaque para a América do Norte, a Tupy é um exemplo de bom investimento realizado pelos fundos de pensão. A empresa possui margens altas para o setor metal mecânico, com

margem EBITDA superior a 15%. Ela tem como clientes as maiores montadoras de automóveis e caminhões do mundo.

Empresas TOP 12 (Crescimento do EBITDA)

2

Empresa	Setor	1T17	2T17	3T17	4T17	1T18	2T18	Média
PagueSeguro	Fintech	172%	287%	405%	589%	95%	158%	284%
SLC Agrícola	Agro	155%	339%	387%	59%	22%	115%	180%
Azul Linhas Aéreas	Transportes	272%	138%	38%	46%	27%	-14%	84%
Fibria	Papel e Celulose	-49%	16%	66%	146%	183%	133%	83%
Magazine Luiza	Varejo	61%	44%	39%	38%	30%	32%	41%
Estácio	Educação	9%	75%	15%	87%	54%	8%	41%
Guararapes	Varejo	89%	62%	30%	42%	9%	5%	40%
Rumo	Transportes	11%	24%	25%	110%	32%	15%	36%
Suzano	Papel e Celulose	-33%	20%	54%	58%	80%	36%	36%
MRV	Imobiliário	5%	10%	70%	68%	31%	28%	35%
Pão de Açúcar	Varejo	39%	93%	12%	28%	6%	25%	34%
Movida	Locação de Veículos	15%	12%	18%	41%	20%	65%	29%

Fonte: Empresas. Critério: empresas com alto índice de crescimento de EBITDA, boa base de retorno e consistência de resultados.

6.Siderurgia. O setor, que até há alguns trimestres era patinho feio, agora dá a volta por cima. Temos dois fatores relevantes no cenário global: 1)a determinação da China de fechar usinas de aço ineficientes ou poluentes; 2)o protecionismo das Estados Unidos. Em relação ao segundo fator, a Gerdau é de longe a grande beneficiária do setor no Brasil, uma vez que 41% da sua receita vêm dos Estados Unidos, onde é a segunda maior empresa de aço longo. Por isso, a empresa apresentou o melhor resultado trimestral desde 2008 no 2º trimestre de 2018. Mas a CSN e a Usiminas também apresentaram resultados muitos bons, pois o preço do aço está atingindo um dos melhores patamares históricos no momento.

7.Bancos: na média o setor financeiro ainda está em retração de receita com crédito, mas já está tendo um benefício da forte queda na despesa com provisão de devedores, além de estar mantendo as despesas fixas controladas. O grande destaque do setor é o IRB, líder em resseguros no Brasil, que está passando por forte expansão no exterior, que representou 37% do total, com crescimento de 57% na comparação anual. É outra empresa da nova safra e uma ex estatal que pode ganhar cada vez mais o coração dos investidores.

Portanto, no geral os resultados do 2º trimestre indicam que a grande maioria das empresas listadas ou apresentou resultados satisfatórios, ou está a caminho disso. Um exemplo claro é o setor de siderurgia, que há apenas 1 ano atrás tinha inclusive um risco de continuidade de negócio e está gradualmente mais solvente. Contudo, ainda há um pelotão importante de empresas que, se não são risco de crédito, estão longe de estarem coma rentabilidade em ordem, como é o caso de algumas varejistas e empresas de alimentos, além de empresas ligadas ao setor imobiliário.

Perspectiva Mundo: Neutro

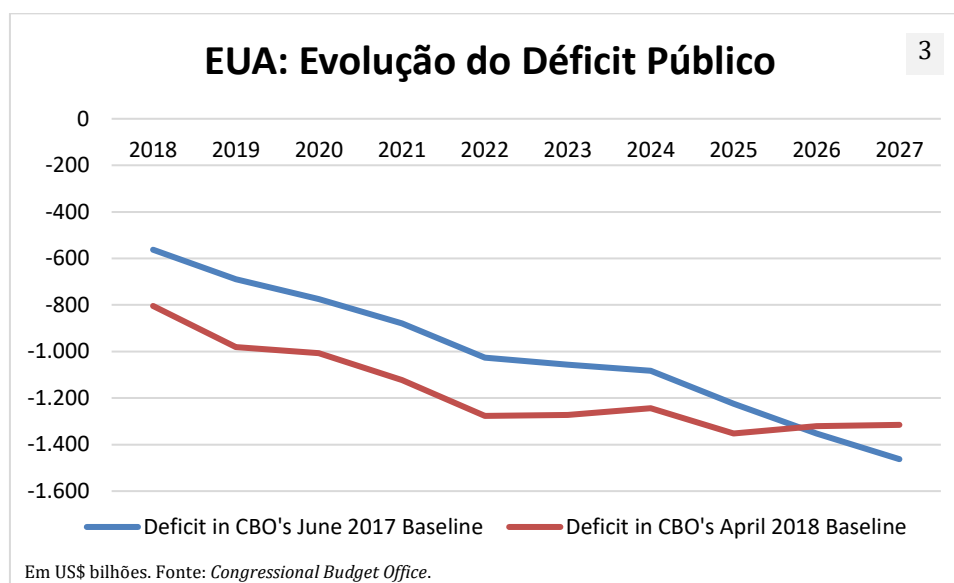
EUA: Negativo

Nos últimos 3 meses o mercado financeiro continuou a pender a favor dos Estados Unidos, apesar de boa parte das turbulências dos últimos meses terem sido criadas no país. A guerra comercial continua a aprofundar, com imposição de tarifas de aço e alumínio para diversos países, que já estão em prática. Alguns países como o Brasil chegaram a um acordo no qual se impuseram quotas de exportação para assim ficar livres da sobretaxa de aço e alumínio, que gira em torno de 20%. Mas a grande contenda é com a China, onde quase US\$50 bilhões de comércio já sofreu sobretaxas que começaram em agosto (considerando os dois lados). Além disso, no final de setembro mais US\$200 bilhões de exportações da China sofreram sobretaxa de 10%. Quanto ao NAFTA, em 27 de agosto os EUA anunciaram sucesso em uma renegociação com o México e deixaram o Canadá, para usar uma expressão típica da mídia, “*out in the cold*” - algo como “do lado de fora tomando friagem... Decididamente os ministros e economia de países historicamente parceiros dos EUA têm perdido horas de sono com um outrora aliado estável, um porto seguro. O que o Brasil sofreu muito com alguns parceiros de Mercosul, o Canadá está sofrendo 10 vezes mais e de uma só vez!

Na economia real, por incrível que pareça, está tudo uma maravilha. O país está com forte crescimento – no 2º trimestre o crescimento anualizado foi de 4,1% - impactado pela grande redução de impostos promovida em 2017. O desemprego continua atingindo novas mínimas e as medidas de protecionismo tendem a ser benéficas no curto prazo, na medida em que as empresas reveem a sua estratégia de produção, alocando pelo menos parte dela nos Estados Unidos, minimizando um pouco do risco político e econômico, que até então não existia.

Como nada vem de graça, o efeito colateral de baixa taxa de desemprego, aumento de protecionismo e estímulo fiscal é mais inflação. O CPI – Índice de Preços ao Consumidor - em 12 meses até julho foi de 2,9%, o mais alto nível em 7 anos. O CPI sem alimentos e energia (uma medida de inflação com menos volatilidade), está em 2,4%, o mais alto em uma década. O bolo final pode até ficar bom, mas os ingredientes não são auspiciosos... Os Estados Unidos podem em breve dar susto nos mercados com um nível de inflação bem mais alto. E a gente sabe bem no Brasil que não se pode alimentar o dragão, porque ele de repente se empolga e vem para ficar... Além disso, o país está ficando caro na medida em que o dólar ganha de todas as moedas e isto vai ter impacto negativo no país. Um dos setores que mais deve ser penalizado é o de agro, que é grande exportador e vai perder competitividade. Além do fator dólar caro, está com uma sobretaxa de 20% da China, o que faz com que a soja brasileira seja vendida com prêmio de quase 20% sobre a americana, se apropriando desta penalidade.

Outro ponto relevante que o mercado não está dando tanta atenção é a deterioração fiscal. O pacote do final de 2017, com corte relevante no imposto sobre o lucro das empresas, acabou sendo um grande presente para poucos e um grande buraco no orçamento pelo menos no curto prazo. O déficit fiscal em agosto dobrou para US\$214 bilhões (ante US\$104 bilhões) e o déficit do ano fiscal iniciado em outubro já está em US\$898 bilhões, superando a projeção do Congresso de US\$804 bilhões (vide gráfico 3). Nesse ritmo o déficit tende a chegar próximo de US\$1 trilhão!



China: Neutro

De tanto se projetar que um dia a China desacelera, quando finalmente chega o evento, é razoável alguém colocar algo do tipo “assim até eu”. Já dizia o *Guns N’ Roses*, “*Nothing Lasts Forever*” e parece finalmente estar chegando a este ponto na China. A desaceleração da economia, em especial o investimento em ativo fixo, é gritante. A variação no acumulado até agosto foi apenas 5,3%, algo que há um ano antes rodava ao redor de 9% de avanço anual (vide gráfico 4). É o fim do tão antecipado ciclo de crescimento puxado pelo investimento, passando agora para um crescimento puxado pelo consumo. Mas mesmo o consumo, representado na figura das vendas de varejo, apresenta desaceleração, em um nível em agosto de 9% de alta, contra um nível próximo a 12% de variação um ano antes. A produção industrial, por sua vez, também apresentou alta de apenas 6,1% em julho vis-à-vis o mesmo período do ano anterior. Para um país que sempre teve a economia na mão, é surpreendente a forte desaceleração.

E mais tempestade deve vir nos próximos meses. Parte da indústria chinesa foi beneficiada por antecipação das exportações para os Estados Unidos, com clientes que buscaram se antecipar às ameaças de tarifas do maior comprador do país asiático. Então, parte da demanda dos últimos meses já foi uma antecipação e as tarifas, que estão sendo implementadas, devem sim ter um impacto negativo nos chineses, com uma combinação de forte queda na rentabilidade e perda de vendas para outros países asiáticos. Além disso, do ponto de vista de crédito as empresas exportadoras tendem a sofrer, uma vez que os bancos em geral tenderiam a reduzir a sua exposição por risco até de falência de algumas empresas, dado que os Estados Unidos são muito relevantes para diversas empresas.

Então, de certa forma, parece que o país entrou em uma tempestade perfeita: 1) guerra comercial com os EUA; 2) esgotamento da capacidade de investimento; 3) esforço do governo para evitar um desastre econômico de governos locais; 4) pressão do governo para fechar indústrias poluentes e ineficientes. Não é à toa que o índice da bolsa de valores de Xangai está nos menores níveis em mais de 4 anos.



América Latina: Neutro/Otimista

No geral podemos dividir o continente entre os países com governos de Esquerda e que estão saindo ou tentando sair do fundo do poço como resultado de políticas econômicas que não paravam em pé e os países que continuaram com políticas racionais e, com isso permitiram que os países se desenvolvessem e continuem a aproveitar o bom momento da demanda global de commodities. No primeiro grupo, pulando a Venezuela, temos a Argentina e em menor escala o Brasil buscando retomar uma tendência de crescimento econômico sustentável, ao mesmo tempo em que precisam equilibrar as contas. Do outro lado temos a Colômbia, Peru, Chile (no Chile a Esquerda era “café com leite”) e México. No caso do último, deverá fazer o caminho inverso, entrando na aposta da esperança contra o medo. Vai ver que lá farinha de trigo com suco de laranja dará bolo de chocolate...

O destaque negativo tem sido a Argentina, que apanhou bastante dos mercados e ainda apanha e no momento tem a mais alta taxa de juros do mundo, a 45%. O país está disputando com a Turquia o título de lanterna do ano... Com a desvalorização do peso argentino e a alta de juros para segurar a inflação e acalmar os mercados, a consequência no curto prazo é uma mini recessão. E agora 80% das fichas do país estão colocadas na próxima safra de grãos, que precisa ser necessariamente boa, recuperando os níveis de 2016/17 e torcer que os preços internacionais se mantenham bem. Com a contenda entre China e Estados Unidos, a soja sul americana tem sido uma grande beneficiária, sendo vendida com um prêmio de até 20% sobre o preço de Chicago, refletindo a arbitragem da taxa de importação colocada à soja americana pelos chineses, responsáveis por cerca de 70% da importação do mundo para este produto.

Um fato importante nos próximos anos é que a China, que é a grande responsável pelo boom de commodities metálicas impactando positivamente a maior parte dos países, deve andar em um ritmo diferente, possivelmente com crescimento próximo de zero na demanda de alguns produtos, assumindo que o investimento em capital fixo fique estagnado. Por outro lado, a Índia começa a pegar o bastão, assim como outras economias emergentes da Ásia, tais como Vietnã. Isso põe desafios aos países acostumados com bonança. Um caso clássico, apesar de não diretamente relacionado com a China, é a

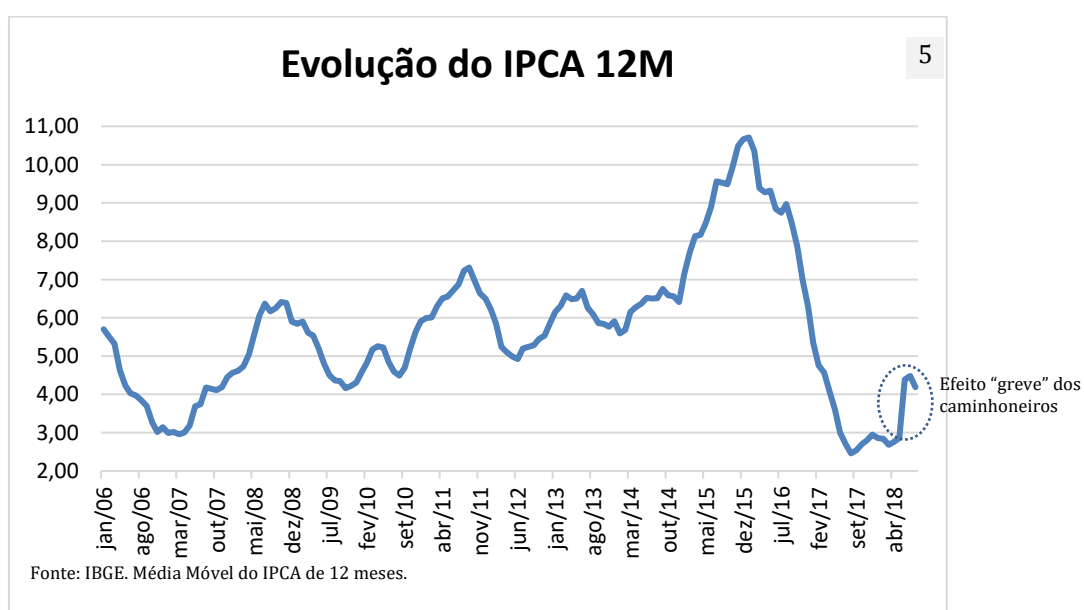
Bolívia, que com a descoberta de grandes reservas de gás natural na década de 90 e um governo petista no Brasil, deitou e rolou. E agora que vem a renovação (“ou não!”) com o seu praticamente único cliente, os termos serão bem diferentes. A região tem então um desafio de tocar a vida sem depender tanto da China e precisando dar um salto na sua produtividade para permitir um maior patamar de crescimento. Mesmo o Paraguai, que teoricamente pelo tamanho, a existência de Itaipu e ter um nível baixo de impostos deveria ser um tigre sul americano, tem crescido em média 4% ao ano, bem melhor que média da região, mais próximo de 2%, mas longe do crescimento de inúmeros países da Ásia, com 7% ou mais.

Na nossa opinião, dentre as grandes economias, o país de destaque na região deverá ser a Colômbia, com perspectiva de crescimento do PIB igual ou superior a 3% nos próximos 3-4 anos. O país é um dos mais estáveis da região, ao lado do Chile, com a vantagem de ter um mercado consumidor maior e estar entrando na fase pós guerrilha, o que permitirá ao país um maior desenvolvimento de regiões mais remotas, trabalhando melhor, por exemplo, o setor agro, onde há potencial de cana de açúcar e gado bovino, dentre outros. Temos observado inclusive o bom desempenho de operações no país de clientes e empresas que acompanhamos, com maior crescimento e margens superiores vis-à-vis o Brasil.

Perspectiva Brasil: Neutro

Ex eleições, temos um país com fundamentos piores do que há 3 ou 6 meses atrás. Temos uma perspectiva de menor crescimento para 2018 (talvez abaixo de 1,5%) e 2019, uma inflação maior em 2018 devido à “greve” dos caminhoneiros; uma perda fiscal superior a R\$20 bilhões devido à “greve” dos caminhoneiros e uma confusão no setor de logística com a esdrúxula tabela de frete, algo absurdo, que só atrapalha a economia. Muitos produtores de grãos por exemplo, estão paralisados e sem realizar as suas exportações esperando uma solução racional. Imagine que você fez todo o seu negócio baseado na regra A, no qual o frete que custava 10% do seu valor de venda e ele passou a custar 20% devido a um governo acovardado e um grupo de técnicos (“?”) que decidiu tudo em uma sala de reunião. Se tem algo que o Brasil mais precisa é acabar de vez com improvisos e inseguranças jurídicas. Isto é no final 70% do chamado custo Brasil. Então temos hoje uma situação absurda onde há grande demanda pelos grãos do Brasil, os agricultores possuem grandes estoques, mas não estão vendendo porque não querem ter um prejuízo que não lhe é devido. Enfim, é um verdadeiro cabo de guerra.

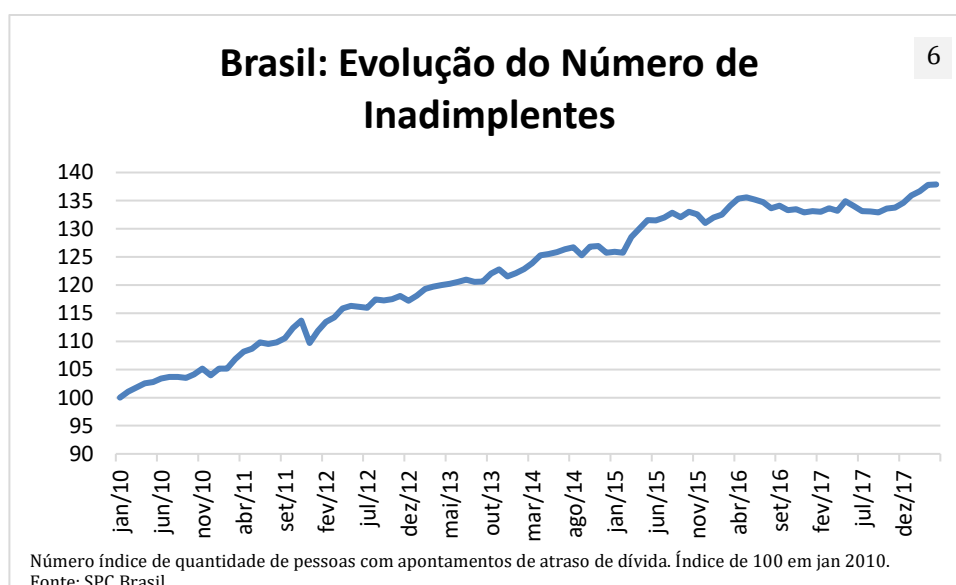
A atividade doméstica, por sua vez, sofreu um baque em junho e uma retomada forte em julho, mas no saldo temos um crescimento na margem menor, motivado por uma redução da confiança do consumidor e do empresário. O canal do crédito, grande vilão dos últimos anos, sendo um elemento contracionista, está mudando gradualmente para uma posição mais neutra, na medida em que o ritmo de novos empréstimos volta a subir, mas as taxas de juros ainda são injustificáveis. Segundo informações do Banco Central o volume de concessões totais aumentou 10,3% no primeiro semestre, mas isto se traduz em pouca alta do saldo uma vez que os empréstimos em geral têm prazo curto e alta taxa, o que significa que muitas vezes se toma um novo empréstimo apenas para rolar o anterior. A taxa de juros média das concessões em junho de operações de crédito livre, ainda atingiu absurdos 38,5%, o que cai para 28,7% após exclusão de operações rotativas (cartão de crédito, cheque especial e equivalentes).



Em relação ao governo, do ponto de vista fiscal as notícias têm sido na média boas, apesar de quase tudo parecer o contrário. O déficit fiscal tem vindo abaixo do ano anterior, com surpresa positiva tanto nas receitas como nas despesas e com impacto limitado de eventos não recorrentes. Um dos pontos positivo, por exemplo, tem sido a forte melhoria no resultado de estatais, com a redução da corrupção e da má gestão. A Petrobrás é um ótimo exemplo. A empresa passou vários trimestres reconhecendo os passivos contratados na época do mais ilustre presidiário do país e obteve no 2º trimestre de 2018 o seu melhor resultado em mais de 7 anos, quando o petróleo era negociado acima de US\$100 por barril (no 2T a média foi de US\$74 para o Brent). Então é possível que o resultado final de 2018 seja um déficit inferior ao de 2017. É uma notícia boa dentro de um cenário que ainda é ruim. O grande risco é que temos pessoas no topo que das duas uma: ou não conseguem passar em um teste psicotécnico, ou são tão egoístas que estão se lizando para o país e querem mesmo é só garantir o seu bolsa benefício... É imprescindível alguém “dar um murro na mesa” e barrar todo e qualquer aumento para funcionário público pelos próximos 3 anos pelo menos. Simplesmente não há margem, a festa acabou.

Atividade: Neutro/Otimista

O primeiro trimestre foi de frustração quanto à evolução da atividade econômica. 10 em cada 10 agentes econômicos esperavam uma aceleração do crescimento da economia, refletindo a forte queda na taxa de juros, a gradual redução do desemprego etc. Contudo, como o canal de comunicação do crédito está travado e como há uma forte restrição fiscal limitando a expansão de gastos do governo, coloca-se quase toda a responsabilidade no próprio setor privado e nas exportações. O fato é que o caminho ainda é longo. Quando observamos itens como a quantidade de pessoas inadimplentes no Brasil, temos um dado ainda assustador, com 62 milhões de pessoas com alguma restrição de crédito, ou cerca de 40% da população ativa do país (vide evolução da quantidade de inadimplentes no gráfico 6). Vai ser necessário alguns anos de juros baixo e um nível de desemprego abaixo de 10% para permitir a este contingente que retorne ao mercado de crédito. Podemos assumir que esta é uma das razões de travas ao consumo. O crédito bancário, então só estaria disponível para 60% das pessoas e, com isso, a venda de bens duráveis como carros e TVs, que em sua grande maioria dependem de vendas parceladas.



Então esperamos para 2018 uma forte queda na taxa de empréstimo ao tomador final, motivado pela nova SELIC em novos empréstimos e pela redução de spreads. Observamos bancos como o Santander e o BTG Pactual, além de fintechs como o Banco Inter e o Nubank sendo bem agressivos no aumento de oferta de crédito, além da redução de juros. O Nubank, por exemplo, cobra uma taxa de 5% no seu rotativo, enquanto os grandes bancos trabalham com 10% ou mais. Então o crédito sairá gradualmente da turma dos malvados para a turma dos mocinhos no que tange à contribuição para o crescimento da atividade.

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

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

Emprego: Otimista/Neutro

Na margem nos últimos meses a perspectiva do mercado de trabalho se deteriorou, motivado em parte pela incerteza política das eleições, em parte pela paralisia do governo em relação a investimentos e no contínuo atraso de salários em vários estados e na “greve” dos caminhoneiros, que reduziu a confiança do consumidor e do empresário, além de paralisar diversos negócios por causa do Frankenstein da tabela de preços de frete.

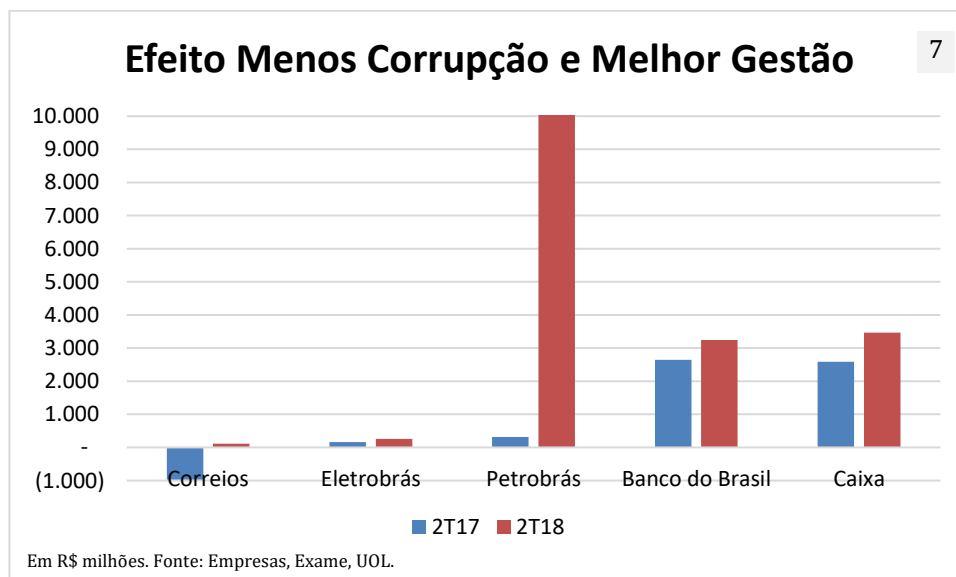
Por enquanto o impacto da reforma trabalhista na criação de empregos ainda é limitado e pode ser percebido mais na grande redução de novas causas trabalhistas, que apresentam queda superior à 40%, além de haver uma redução substancial no valor das causas, uma vez que acabou a aventura de chutar um número de milhões para fazer acordo de R\$10.000. Também ainda temos uma briga dos sindicatos de trabalhadores com as empresas, que estão buscando reduzir algumas distorções de benefícios em acordos coletivos anteriores e evitar o pagamento de imposto sindical via acordos coletivos. Já sabíamos que quebrar as antigas práticas danosas não seria algo sem ter luta do outro lado, uma vez que no Brasil há milhões de pessoas que não sabem fazer nada além de atrapalhar o país e ainda ganhar por isso.

Governo: Neutro

No atual governo, apesar de todos os ruídos, podemos dizer que os níveis de corrupção, usurpação do orçamento e má gestão já estão sendo encaminhados para níveis pré PT, apesar de existir um legado

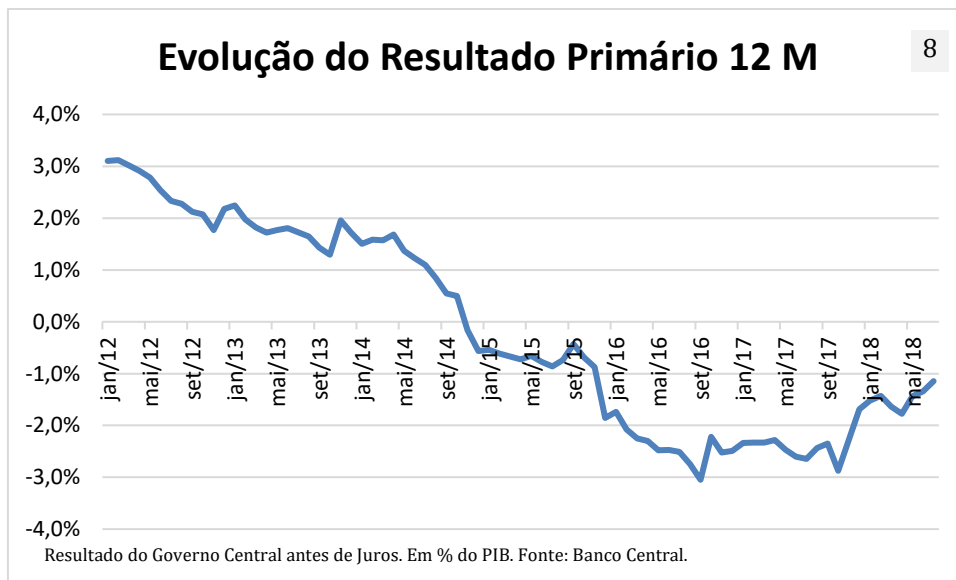
muito relevante e negativo a ser ajustado pelo próximo presidente. O melhor exemplo disso são as estatais (já mencionamos um pouco disso sobre a Petrobrás), que estão com resultados significativamente melhores devido a gestores mais comprometidos com resultados, que estão escolhendo melhores estratégias de negócio, reduzindo a máquina e reduzindo benefícios indevidos.

Talvez o exemplo mais radical seja o dos Correios, que já no início da década passada foi o pivô do Mensalão. O plano de saúde dos empregados era um escândalo, com benefícios inexistentes em qualquer empresa relevante do setor privado – até os pais participavam do plano sem pagar. Além disso, vários serviços eram subsidiados, com destaque para o SEDEX utilizado nas entregas ligadas ao comércio eletrônico. O prejuízo recorrente dos Correios ao longo dos anos de 2015 e 2016 girava em torno de R\$2 bilhões. No resultado mais recente, do 2º trimestre de 2018, este resultado virou de prejuízo de R\$911 milhões para um lucro de R\$111 milhões. Imagine se fosse uma empresa privada. Certamente teria a mesma receita com 30% a menos de funcionários e despesas. O mesmo exemplo vale para a Eletrobrás, que felizmente conseguiu vender uma das 6 distribuidoras de energia em julho, a CEPISA, empresa de energia do Piauí. Também conseguiu vender a Ceron, Eletroacre e Boa Vista Energia em agosto. O resultado financeiro dessas distribuidoras também é um escândalo com funcionários que chegam a ganhar 3-4 mais que um profissional equivalente do setor privado e que entregam um serviço de ... O Estados em muitas situações já foi sequestrado pelos supostos funcionários públicos – aqueles que chamam o público para pagar as suas benesses privadas. No total, a virada de resultado de 5 estatais no 2º trimestre de 2018 representou uma lata de mais de R\$12 bilhões nos lucros! (vide gráfico 7)



Mas a usurpação do orçamento por alguns grupos ainda segue firme no governo em si. O funcionalismo público é o maior risco, com fortes pressões por aumentos de salário e resistência à redução de benesses, muitas delas escandalosas. Uma das maiores fontes de desigualdade do país é, sem dúvida, que o povo serve o funcionalismo público e não o inverso. O recente pedido de aumento salarial do STF

é mais um exemplo dessas pressões. E com um governo fragilizado, nos resta torcer para que esses ataques à saúde fiscal do país sejam rechaçados. Por enquanto a reza parece estar dando certo, como podemos observar na evolução do déficit fiscal demonstrado no gráfico 8.



Investimento: Neutro/Otimista

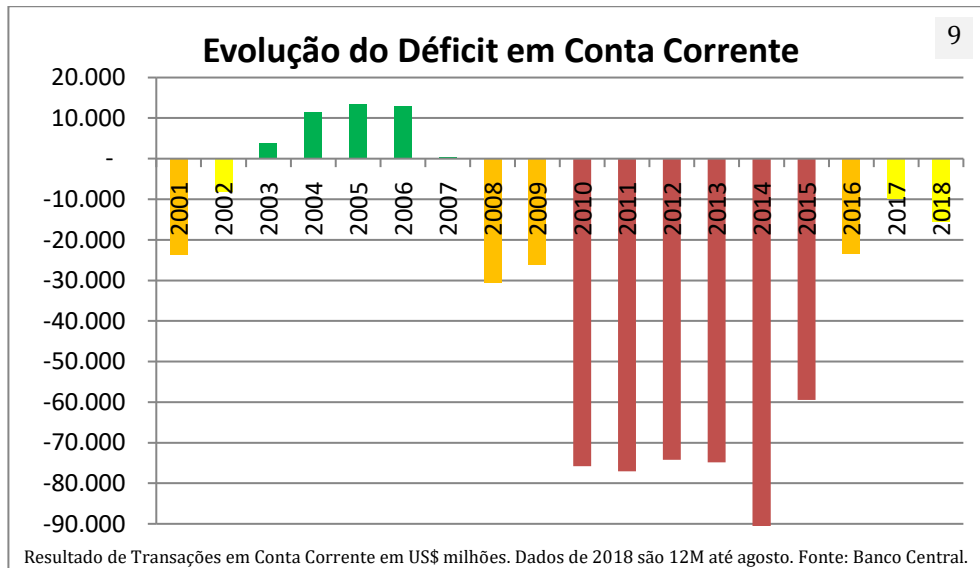
Na segunda quinzena de agosto nos chamou a atenção o anúncio de um investimento de R\$550 milhões da ADM para a produção de texturizante alimentício. Além da boa notícia, pois é um investimento em fábrica que deve agregar valor a um produto semielaborado e com foco na exportação, constatamos o quão raro têm sido notícias como essa. Salvo em setores como o automotivo e petróleo, a palavra investimento em novas fábrica tem sido escassa nos últimos 12-18 meses. Até setores dinâmicos como mineração e papel e celulose estão passando por uma entressafra após a inauguração do S11D em Carajás (PA) e a fábrica da Fibria em Três Lagoas (MS). Os investimentos relevantes que temos observado são basicamente nos setores de petróleo, com o avanço do pré-sal, no setor elétrico, com foco em energias renováveis e redes de transmissão, e em transportes, com foco nas novas concessões.

Portanto, falta ao país um novo portfólio de investimentos, o que com isso limita o crescimento da economia e, mais importante, limita ganhos de produtividade, uma vez que novas fábricas tendem a ter uma operação muito mais moderna e eficiente que fábricas já estabelecidas. No setor de agro, que é bastante dinâmico, estamos inclusive observando uma consolidação após problemas financeiros em diversas empresas. A Algar Agro está sendo adquirida pela ADM, assim como alguns ativos da Granol estão sendo negociados com a Cargill. Observamos na prática este percalço ao avaliar recentemente uma indústria quase inaugurada. É como uma obra pública tipo uma ferrovia, que não liga nada a lugar algum. Você até pode aproveitar parte da estrutura, mas há uma clara perda de valor, seja pela perda do dinheiro no tempo, seja porque alguns equipamentos se deterioraram ou ficaram defasados antes mesmo de serem utilizados, seja porque mesmo uma eventual nova empresa só fará uma utilização parcial da estrutura existente.

Setor Externo: Neutro/Otimista

O setor externo brasileiro está de pernas para o ar desde a “greve” dos caminhoneiros. A insegurança jurídica dos exportadores, que dependem em enorme escala de caminhões, seja na soja, seja no frango, estão pisando em ovos e dando prioridade a contratos já fechados antes da jabuticaba demandada por contraventores (uma vez que ninguém deu aos caminhoneiros o poder de polícia nas rodovias) e abraçada por Brasília. Estamos assistindo, então a uma situação inédita com queda nas exportações de commodities em pleno agosto, sendo que o preço está nas alturas e os produtores dispõe de grandes estoques. Mas o governo disse que o agricultor ganhou um sócio e deve, por lei, ajoelhar-se e entregar grande parte do seu lucro ao caminhoneiro. Então é provável que os próximos meses ainda tenham distorções motivadas por esse cabo de guerra entre agricultura e indústria versus transportadoras.

Ex distorções, a tendência deve ser de aumento das exportações de commodities devido à maior demanda da China exacerbada pela contenda comercial com os Estados Unidos e um aumento das exportações de manufaturados ex Argentina devido ao ganho de competitividade do Real (que se desvalorizou) e do avanço de algumas empresas no comércio exterior, movimento este intensificado com a recessão de 2015-2016. Dois exemplos disso, são as empresas Alpargatas e Arezzo, que declararam recentemente que aprofundarão as suas estruturas de vendas no exterior, em especial nos Estados Unidos. Mas como podemos observar no gráfico 9, de um modo geral o setor externo não é e não deve ser fonte de preocupação nos próximos 12 meses.



Vera Cruz Análise Crítica: A conquista do Mercado Internacional

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

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

Felizmente, temos observado que aos poucos essa mentalidade está mudando, com destaque para empresas mais novas e que geralmente possuem um investidor mais agressivo por trás, como o fundo de *Private Equity*. Dentre as empresas listadas, o grande exemplo de multinacional é a Ambev, que atua em quase todas as Américas, com exceção de México e Estados Unidos, tendo como destaque a grande operação no Canadá. No segmento de bens de capital e autopeças, podemos destacar duas empresas: a WEG, uma das líderes globais em motores elétricos, e a Maxion, que recentemente inaugurou mais uma fábrica na Índia, as duas com mais de 50% da receita gerada fora do Brasil. Em bens de consumo, a mudança mais relevante nos últimos 12 meses foi a aquisição da The Body Shop pela Natura, que agora possui realmente uma operação global, com presença em quase todas as grandes economias do mundo à exceção da China. No setor de TI também temos algumas multinacionais, com destaque para a Stefanini, que possui presença física em mais de 20 países. Temos outras empresas como a TOTVS e, mais recentemente a Linx, mas na prática o percentual de vendas geradas no exterior ainda é pouco relevante, inferior a 20% do total.

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

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

Perspectiva dos Mercados

Bolsa: Neutro/Pessimista

A bolsa tem sido um espelho da economia, com grandes decisões postergadas para o pós eleição. Temos dezenas de empresas na fila para vir a mercado e, com exceção de algumas mais ligadas a tecnologias que pretendem fazer listagem direta em Nova Iorque, a grande maioria só deve fazer uma abertura de capital ou uma emissão de ações de empresa já listada (no jargão denominado *follow-on*) em 2019. Para alguns clientes nossos, pelo que observamos, o atraso é até benéfico, pois quem tem estratégia correta e uma boa estrutura financeira pode aproveitar para crescer ainda mais rápido e realizar aquisições a preços mais convidativos.

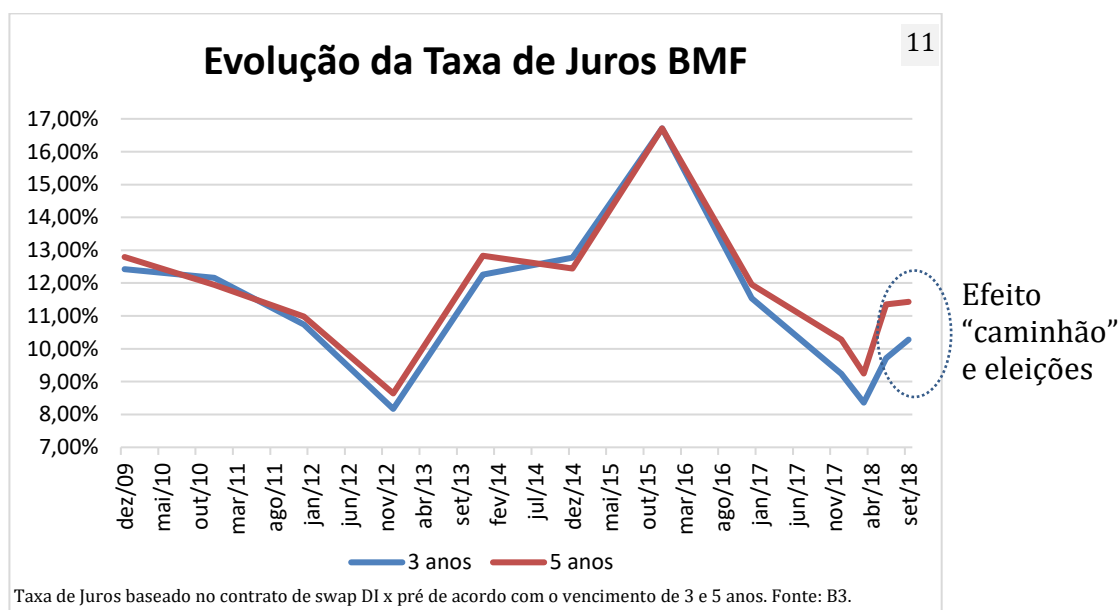
10 Maiores Empresas Listadas - B3			10
Empresa	Setor	Valor de Mercado	
Vale	Mineração	322	
AMBEV	Alimentos e Bebidas	296	
Petrobrás	Petróleo	286	
Itaunibanco	Financeiro	267	
Bradesco	Financeiro	185	
Santander	Financeiro	137	
Suzano + Fibria	Papel e Celulose	94	
Banco do Brasil	Financeiro	88	
Itaúsa	Holding	85	
Telefonica	Telecom	64	

Dados em R\$ bilhões. Cotações de Fechamento de 21/09/2018. Fonte: B3

Mas a atual conjuntura não quer dizer que o mercado não esteja premiando algumas companhias já listadas. A Vale atingiu em setembro o preço mais alto por ação da sua história, superando a importante marca de R\$300 bilhões de valor de mercado. Outro destaque, que já mencionamos em outro ponto do relatório, é a Suzano, que em conjunto com a Fibria já possui valor de mercado próximo a R\$100 bilhões.

Juros: Neutro

O mercado de juros continuou a piorar nos últimos meses, com foco nas eleições. Como há uma necessidade urgente de reforma para controle dos gastos, especialmente em relação à Previdência e como os possíveis presidentes são uma incógnita, o cenário é incerto. Se há algo que aprendemos no Brasil é a nunca duvidar da capacidade das pessoas de fazer o errado com a arrogância de quem estaria certo. Então aqui é aguardar. Há uma grande oportunidade tanto para perder como para ganhar.



Dólar: Neutro/Otimista

Diante do risco de maluco na presidência com as eleições, o dólar atingiu as máximas desde o início do Plano Real. O lado bom é que foi um movimento sem pânico e com baixa interferência na economia local até o momento. Do ponto de vista de inflação, o brasileiro está sentindo de forma mais cruel o preço da gasolina, uma vez que estamos casando dólar na máxima com petróleo em novas máximas de cinco anos. No atual nível, acima de R\$4,00, nos parece provável que haja um maior equilíbrio no fluxo de dólares, seja pelo aumento das exportações, seja pela redução das importações. Como a eleição é uma grande incerteza, tudo é possível também neste mercado nos próximos meses, embora teoricamente tenhamos mais espaço para uma queda (abaixo de R\$4,00) do que para atingir novos patamares de alta (acima de R\$4,2).

M&A: Neutro

Os últimos três apresentaram um fraco movimento de M&A, com poucas transações de valores relevantes. Mesmo alguns negócios de grande relevância, como a venda de 4 distribuidoras da Eletrobrás, envolveu uma baixa quantia porque as empresas possuem um passivo em aberto. Mas a quantidade de operações continua em bom ritmo, especialmente em relação a empresas ligadas à tecnologia. Operações como a da PagSeguro, que foram um grande sucesso, contribuem para o surgimento de novos unicórnios e observamos uma boa movimentação de fundo de Venture Capital e Private Equity. Um dos destaques de M&A foi, por exemplo, mais uma rodada de aumento de capital na

Mobile, que controla diversas empresas, dentre elas a iFood e que é uma séria candidata a abrir o capital nos próximos 12 meses.

Monitor de M&A e Ofertas de Ações					
Adquirente	Empresa	Setor	Valor da Transação (R\$ milhões)	% do Total	Tipo de Operação
Notre Dame Intermédica	Green Line	Saúde	1.200	100%	Aquisição
Brookfield	Ouro Verde	Serviços	600	55%	Aquisição
BR Malls	Shopp.Catuai Londrina; outros	Imobiliário	564	30%	Part. Minoritária
Omega Energia	Complexo Pirapora	Utilities	550	100%	Aquisição
Naspers, Innova Capital	Mobile	TI	471	N/D	Part. Minoritária
Port of Rotterdam	Porto do Pecém	Transportes	362	30%	Part. Minoritária
CVC	Esferatur	Viagens	245	100%	Aquisição
Fras-Le	Jofund	Autos	180	100%	Aquisição
Movida	Avis Brasil	Viagens	150	100%	Aquisição
BR Sports	Topper Argentina	Vestuário	100	23%	Part. Minoritária

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

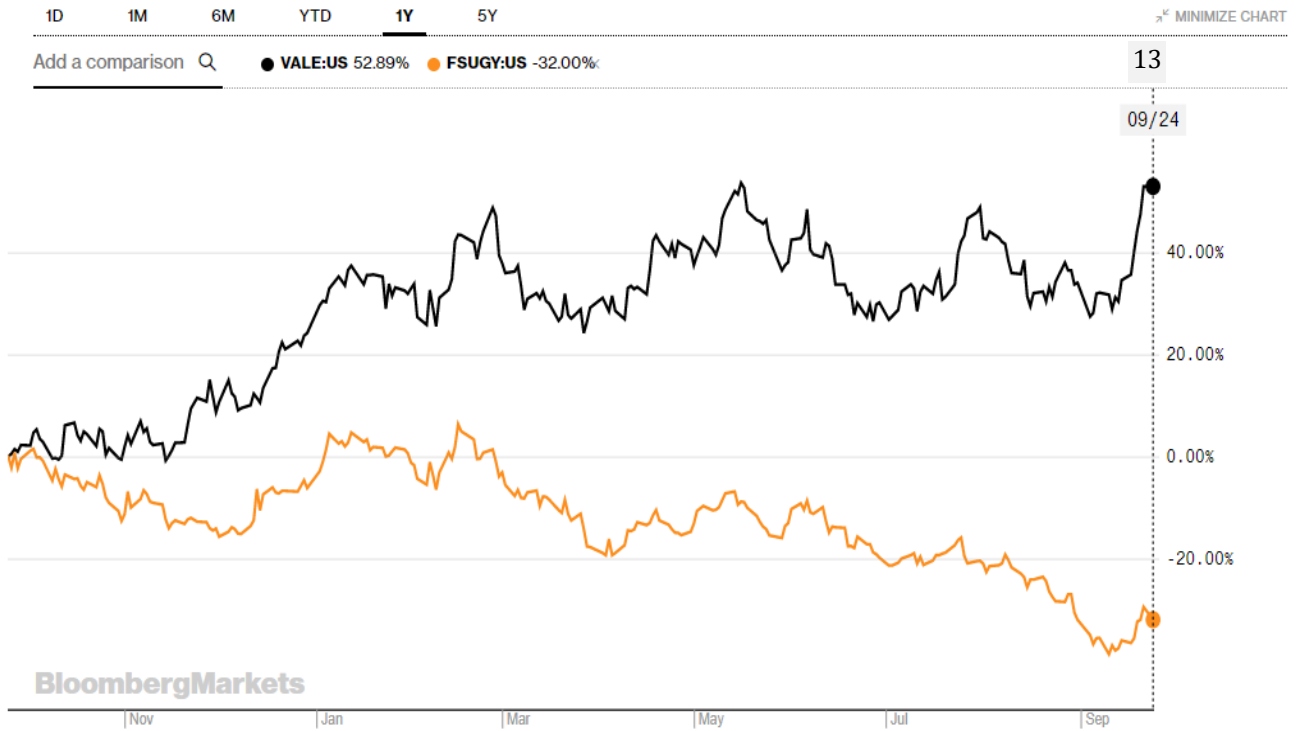
Commodities Metálicas/Petróleo: Otimista

O Petróleo continua surpreendendo, com um movimento bem desconexo das commodities metálicas, que historicamente não é comum, uma vez que o grande motivador de alta das commodities é um maior crescimento global. Neste mercado continuamos com o mesmo tom, que é um problema de oferta, uma vez que o mercado já está apertado e os Estados Unidos estão querendo implementar um embargo total ao Irã, movimento no qual está sendo parcialmente bem-sucedido.

Nas commodities metálicas, por sua vez, houve uma pressão baixista nos últimos meses na esteira da guerra comercial entre os Estados Unidos e a China. No ano, o cobre caiu 11%, o níquel está estável (em torno de US\$13.000 por tonelada) e o alumínio tem queda de 8%. Mas o minério de ferro, ao contrário, está com um forte desempenho, especialmente, quando ponderado pela qualidade. Há um forte movimento, no qual a Vale é a grande beneficiária, onde o minério de alta qualidade, com alto teor de ferro e baixo teor de contaminantes, é negociado com prêmios de mais de US\$10 por tonelada, enquanto o minério de baixa qualidade, produzido por exemplo pela Fortescue, é negociado com grandes descontos. Podemos observar claramente esta mudança de fundamento no gráfico 13, que mostra o desempenho das duas empresas nos últimos 12 meses (vale ressaltar que as duas possuem mais de 80% do EBITDA gerado por minério de ferro). Está claro para o mercado que um minério melhor implica em menos consumo de carvão, maior produtividade e produção de aço de melhor qualidade. Além disso, o mercado global de aço está ficando saudável na medida em que a China conseguiu fechar capacidade, especialmente em siderúrgicas de baixa qualidade, aumentando a assim a eficiência do setor.



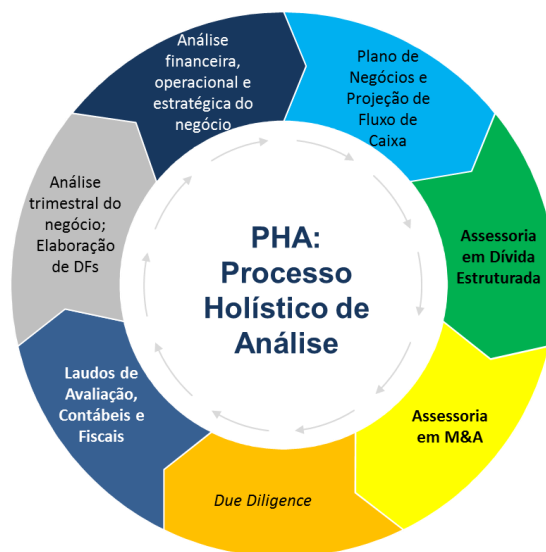
Vale x Fortescue – A diferença da qualidade do Minério de Ferro



Desempenho das ações no mercado americano. Fonte: Bloomberg.

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>.