

## **Cenário Econômico**

O principal destaque do mês de abril foi a prisão do ex-presidente Lula. Após o julgamento do Supremo Tribunal Federal sobre o pedido de *habeas corpus*, o ex-presidente, já condenado em segunda instância, teve sua prisão decretada. O evento do dia 5 de abril teve ampla repercussão nos jornais locais e internacionais, em conjunto, curiosamente, com a condenação da ex-presidente sul-coreana e o depoimento do ex-presidente sul-africano perante o Supremo Tribunal de seu país, também por motivos de corrupção.

No caso brasileiro, ao contrário do que se poderia imaginar, a prisão não ajudou a trazer maior clareza ao cenário eleitoral. As dúvidas sobre o papel do ex-presidente na campanha permanecem, deixando em aberto como os candidatos de esquerda se organizarão e alimentando esperanças de inúmeros candidatos de centro-direita, em um cenário em que qualquer um pode se considerar em condições de vencer. O mais provável, neste momento, é (i) que as chances da esquerda se concentrem em uma coligação que se aproxime do centro, possivelmente envolvendo nomes como Ciro Gomes ou Joaquim Barbosa e (ii) que pelo menos um dos candidatos que estarão em um provável segundo turno chegue lá com um baixo percentual de votos.

A importância das eleições, principalmente pela definição do rumo econômico a ser perseguido nos próximos anos, é altíssima para os mercados. O próximo presidente enfrentará a pior situação fiscal em décadas e precisará de medidas de ajuste contundentes para garantir a sustentabilidade do endividamento público. Temos um otimismo neste sentido por considerarmos impossível um novo governo se estabelecer sem este ajuste. Em outras palavras, somos otimistas quanto à mínima solução deste quadro por acreditarmos que, não importa quem vença as eleições, um ajuste fiscal minimamente eficiente será colocado em prática.

Neste mês, o Tesouro Nacional divulgou os dados fiscais mais recentes, confirmando o quadro de preocupação. O mês de março foi decepcionante, com receitas menores que o esperado e aumento de gastos em função do pagamento de precatórios. O déficit consolidado de R\$ 25,1 bilhões no mês levou o déficit acumulado em doze meses para R\$ 117 bilhões, em trajetória ascendente. A dívida bruta do setor público, com isto, atingiu a marca de 75% do PIB.

A atividade econômica permanece em lento desenvolvimento. Após alta em janeiro, os dados de varejo divulgados pelo IBGE referentes a fevereiro, excluindo veículos e materiais de construção, apontam leve queda nas vendas, na ordem de 0,2% em relação ao mês anterior. A Confederação Nacional da Indústria, por sua vez, divulgou para o mês de fevereiro uma expansão de 0,1% no mercado de trabalho e um aumento de 0,5% no faturamento industrial, insuficientes para mudar o atual quadro de capacidade ociosa, que continua elevada, equivalente a 22,0% da capacidade instalada.

O setor imobiliário, por fim, também vem enfrentando dificuldades para retomar o crescimento. Dados do Banco Central, por exemplo, apontam que o volume de crédito imobiliário concedido ainda é metade daquele de 2014, antes da crise.

Estes números brandos de atividade, somados a surpresas inflacionárias positivas durante este início de ano, têm contribuído para a redução das expectativas de inflação para o ano por parte do mercado. Na última pesquisa Focus realizada em abril, a projeção de IPCA para 2018 foi de 3,49%. Dentro deste cenário, uma desvalorização mais forte do Real e um choque de preços proveniente de elementos de fora do núcleo inflacionário, como alimentos ou preços administrados, continuam como os principais riscos para a curva de juros de curto e médio prazo.

Interessante notar, por outro lado, que este cenário, que poderia ser pessimista por definição, traz consigo boas razões para aumentarmos a dose de otimismo com o investimento em ações. Tal afirmação é possível porque, com a recuperação da economia à frente, as empresas brasileiras de capital aberto, que aproveitaram os anos de baixo crescimento para aumentar a eficiência de suas operações e já vem se beneficiando de uma economia significativa em despesas financeiras com a redução da taxa de juros, apresentarão um crescimento de receita sem necessidade de maiores investimentos ou aumentos de custos por pressões inflacionárias. Segundo dados levantados pelo Economática, o lucro das empresas que compõem o índice IBrX-50 em 2017 aumentou em 32,5% na comparação com 2016. Este número deve ser ainda maior em 2018.

No cenário externo, destaque para o retorno do título de dez anos dos Estados Unidos, principal referência de ativo livre de risco, que atingiu a marca de 3% este mês. A redução da diferença entre os juros locais e os americanos impacta o fluxo de recursos para mercados emergentes como o brasileiro no curto prazo, impactando negativamente moedas como o Real. Com o passar do tempo, por outro lado, os fundamentos prevalecem, de modo que, com a redução das incertezas no cenário político brasileiro, que permitirão uma retomada da economia neste e nos próximos anos, bem como com o aumento da inflação nos Estados Unidos, que reduzirão os juros reais por lá, o saldo deve ser positivo para o Brasil, sustentando uma valorização do Real no médio prazo.

## Projeções

Indicador	2018
Meta Selic – Fim do Período	6,50%
CDI – Acumulado	6,27%
IPCA – Acumulado	3,82%
Crescimento do PIB	2,80%

## Rentabilidades

Fundos	Mês	Ano	12 Meses	Desde 30/06/2008
JMalucelli Small Caps FIA	-1,5%	3,1%	39,5%	173,3%
JMalucelli Marlim Dividendos FIA	-0,9%	8,8%	32,1%	154,5%

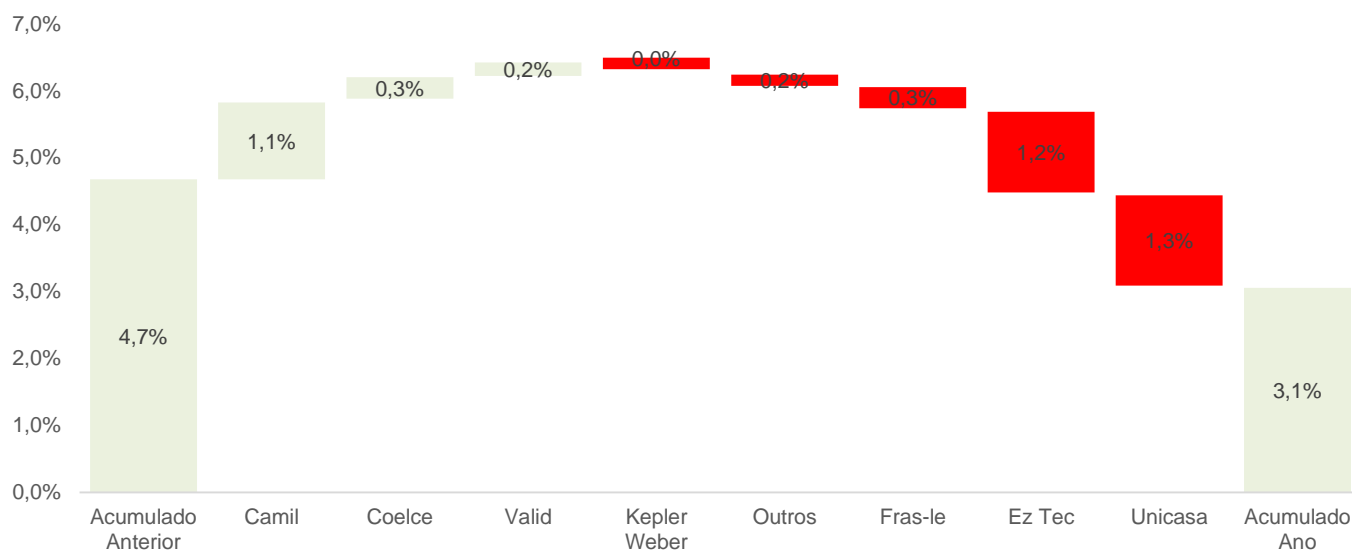
Índices	Mês	Ano	12 Meses	Desde 30/06/2008
Ibovespa	0,9%	12,7%	32,8%	33,9%
IBX-50	0,6%	13,0%	33,2%	49,4%
Índice Small Caps	2,4%	6,5%	35,4%	78,9%
Índice Dividendos	-1,4%	8,8%	20,9%	87,6%

## Small Caps – Comentário Mensal

O mês de abril, bastante volátil para os mercados acionários em geral, impactou o desempenho de determinadas empresas em nosso portfólio *small caps*. Meses de rentabilidade negativa como este são, na nossa opinião, boas oportunidades de compra, uma vez que preços de ações caem sem que os fundamentos das empresas se deteriore. Em outras palavras, é em meses como este que vemos como a miopia de curto prazo de muitos investidores permite que investidores de longo prazo, como nós, comprem bons negócios a preços mais baixos.

Dentro da nossa carteira, destacamos os resultados operacionais divulgados pela incorporadora Ez Tec, que apresentou no primeiro trimestre do ano uma aceleração nas vendas líquidas, reflexo tanto da melhora de vendas como da diminuição do saldo de distratos. O último lançamento da empresa, seguindo o novo padrão de empreendimentos em bairros centrais de São Paulo, também apresentou um bom nível de vendas, com 74% das unidades vendidas. Os próximos trimestres, de qualquer forma, serão de grande importância para mostrar como a empresa poderá manter um crescimento de vendas diante dos obstáculos atuais, relacionados a ela e ao próprio mercado, os quais impactaram o preço das ações neste mês de abril. Voltaremos a falar sobre esta oportunidade nos próximos meses.

O resultado da Kepler Weber, por sua vez, deve ser impactado positivamente pela atual dinâmica do preço do aço. Com a imposição de restrições à exportação de aço para os Estados Unidos, através de cotas impostas ao Brasil, bem como com a tarifa na importação de produtos chineses por parte de empresas norte-americanas, esperamos que o preço do aço seja reduzido localmente com um excesso de oferta, uma vez que os produtos que não forem levados aos Estados Unidos serão vendidos para outros países e produtores.

**Small Caps – Atribuição de Performance**

**Dividendos – Comentário Mensal**

O destaque positivo da carteira de dividendos em abril ficou por conta de Whirlpool, multinacional fabricante de eletrodomésticos líder no mercado nacional, dona das marcas Brastemp e Consul. A companhia anunciou neste mês a venda de sua unidade de compressores, Embraco, para o grupo japonês Nidec pelo preço de US\$ 1,1 bilhão, operação que foi bem recebida pelo mercado. Nos Estados Unidos, a *holding* anunciou um plano de recompra de ações no valor total de US\$ 1 bilhão, o que sinaliza para o mercado a percepção da administração da companhia de que as ações estão baratas e beneficia indiretamente os acionistas ao reduzir o número de ações em circulação. Estes dois fatos beneficiaram as perspectivas da companhia e geraram uma valorização de 12,3% das ações da subsidiária brasileira em abril.

O destaque negativo do mês, por sua vez, ficou por conta da Multiplus, com rentabilidade de -7,3% em abril, resultado principalmente da valorização do dólar frente ao Real. A Multiplus é uma rede de fidelização onde os participantes podem trocar os pontos adquiridos, principalmente a partir de gastos com cartão de crédito, por produtos como passagens aéreas. Desde o início dos planos de fidelização no Brasil, a métrica utilizada para o acumulo de pontos em cartões de crédito é de 1 ponto para cada 1 dólar gasto com compras no cartão. A valorização da moeda americana traz consigo, portanto, a redução do número de pontos recebidos pelos usuários, o que reduz, por sua vez, a capacidade dos participantes adquirirem pontos no plano de fidelização. Importante notar, de qualquer forma, que a valorização do dólar afeta de modo relevante a Multiplus somente se a moeda americana permanecer demasiadamente valorizada por um longo período de tempo, haja vista que, no curto prazo, os participantes podem utilizar seus estoques de pontos já adquiridos juntos aos bancos. A nossa visão para a empresa, bem administrada e típica geradora de caixa, continua bastante positiva para os próximos anos.

## Dividendos – Atribuição de Performance

