

Cenário Econômico

O mês de maio foi marcado de modo relevante pela greve dos caminhoneiros, a qual, ao paralisar atividades em todo território nacional, gerou escassez de produtos e prejuízos milionários às mais diversas indústrias. Em paralelo, o mercado financeiro foi surpreendido por uma comunicação falha por parte do Banco Central, que de modo surpreendente e contraditório às suas indicações optou por não reduzir pela última vez a taxa de juros, mesmo após ter comunicado explicitamente que o faria. Estes eventos, aliados a uma crescente volatilidade internacional, aumentaram a percepção de risco dos investidores e prejudicaram as rentabilidades de muitos ativos.

Os efeitos da paralisação dos caminhoneiros devem ser sentidos por bastante tempo. De modo geral, destacamos o risco de outros setores adotarem posturas semelhantes, ao observarem os resultados positivos conquistados pelos caminhoneiros, exclusivamente para eles. A condução do assunto por parte do governo foi lenta e confusa, aumentando as incertezas políticas ao propor soluções, como o tabelamento de preços e um desconto compulsório no preço do diesel, que são de aplicação prática praticamente impossível – o que acontecerá, por exemplo, se as cotações do petróleo e do câmbio continuarem a impactar para cima os preços dos combustíveis?

A redução oferecida neste momento foi viabilizada com a reoneração da folha de pagamento de dezenas de setores e com o cancelamento de despesas em áreas como saúde e educação. Se novos aumentos de preços forem necessários, a manutenção do subsídio no preço do diesel exigirá que o restante da sociedade continue pagando o preço, com mais impostos e menos investimentos em outros setores, ou que a conta seja paga pela Petrobrás, que esteve praticamente insolvente nos últimos anos ao adotar postura semelhante, sem o repasse dos preços internacionais.

Uma solução sustentável exige debate e visão de longo prazo, passando necessariamente pelas reformas tributária e da previdência, o que aumenta, ainda mais, a importância das eleições que se aproximam no mês de outubro. O debate, neste momento, permanece polarizado, dando força para candidatos populistas e aumentando as incertezas nas mentes de todos aqueles que tentam prever o que nos espera a partir do próximo ano. De modo geral, a nossa convicção é grande de que não há governabilidade sem as reformas, de modo que, qualquer que seja o candidato vencedor, vemos este debate voltando de modo propositivo a partir de 2019.

Em paralelo ao transtorno gerado pela greve, vimos no mês de maio um aumento generalizado da volatilidade nos mercados emergentes mundo afora. A apreciação do dólar contra o real, só neste mês, foi de 6,2%. Este fato se deve em parte ao efeito da normalização de política monetária em andamento nos Estados Unidos. Com este aumento de juros, o diferencial entre os juros reais dos Estados Unidos e do Brasil se reduz, reduzindo a atratividade dos investimentos no nosso mercado e aumentando a saída de capitais para as economias desenvolvidas. Para conter o impacto deste fluxo sobre o valor da nossa moeda, o Banco Central começou a atuar de forma mais enérgica no mercado de câmbio, realizando novos leilões de *swaps* cambiais quase que diariamente a partir da segunda metade do mês.

O aumento da volatilidade no cenário externo, com reflexo nas cotações das moedas de países emergentes, está por trás também da decisão do Banco Central de manter a taxa Selic em 6,50% ao ano na última reunião. Importante, aqui, lembrar o que escrevemos em nosso comentário de março, após o Banco Central, sem necessidade, antecipar que reduziria os juros em maio, o que, como destacado, não se confirmou. Naquela ocasião, escrevemos que:

“Como a decisão em si começou a ser antecipada pelo mercado nas semanas anteriores à reunião, a principal surpresa ficou por conta da afirmação do Comitê de que pretende continuar o processo de flexibilização com nova redução na reunião seguinte. Vemos com ressalvas esta comunicação explícita de forma antecipada, principalmente por contradizer afirmações anteriores de que o ciclo naquele momento já estaria encerrado. Como destacado em outras oportunidades, uma comunicação clara e com credibilidade é de fundamental importância em um regime de metas de inflação.

De modo geral, é possível concordar que há espaço para reduções adicionais devido à ociosidade da economia e à inflação abaixo do esperado. Contudo, é adequado também ter cautela para esperar os efeitos desse novo patamar de juros serem absorvidos pela economia e refletidos nos índices de preços. Esse processo ocorre com uma defasagem natural, que geralmente pode levar entre seis e doze meses. Com o comunicado apresentado em março, o espaço para nova mudança de opinião ficou bastante limitado, sendo importante para a ancoragem das expectativas de inflação que o cenário desenhado pelo Banco Central se confirme”.

Em um regime de metas de inflação, além de definir a taxa de juros, o Banco Central precisa se comunicar com clareza e credibilidade com os agentes de mercado. A informação de qual será a taxa de juros no próximo mês é irrelevante se o mercado não tiver clareza de qual será este número meses e anos para frente. Como se trata de uma variável impactada por diversas informações a cada momento, é por meio de uma comunicação clara e eficiente que o Banco Central sinaliza ao mercado quais são suas projeções e seus anseios e como serão suas próximas decisões. Com este ruído relevante na última decisão, o mercado passou a confiar menos nas sinalizações da autoridade monetária, exigindo, naturalmente, um prêmio de risco superior por posições em ativos que se tornaram ainda mais incertos.

A surpresa, nesse sentido, foi ainda maior porque a decisão de manutenção de juros em maio reagiu ao comportamento de curto prazo do câmbio, enquanto que a inflação e a atividade no país permanecem acomodadas. A inflação do mês de maio, medida pelo IPCA-15, apresentou sinais de que ainda está sob controle, apontando para uma alta dos preços de 0,14% no comparativo mensal e 2,70% no acumulado em 12 meses, abaixo das expectativas de analistas do mercado e do piso da meta de inflação, que é de 3,00%. Na ata da última reunião, além disso, o Banco Central reiterou que, com o reflexo do efeito do câmbio nos preços dos produtos brasileiros, entre outras coisas, as expectativas aumentaram para 3,6% e 3,9% nos anos de 2018 e 2019, respectivamente – dentro, portanto, do centro da meta para estes períodos.

No cenário internacional, os mercados veem com grande receio a crise política italiana, que ameaça colocar o Euro em xeque novamente. A dificuldade na formação de governo pelos dois maiores partidos eleitos torna grande a probabilidade de eleições antecipadas, que por sua vez podem aumentar ainda mais o número de assentos parlamentares dos partidos contrários ao Euro e ao atual sistema. Este fato tem causado grande volatilidade no mercado de dívida soberana da Europa, onde os *spreads* entre os títulos italianos e alemães foram alargados significativamente nas últimas semanas. O mês também foi marcado pela saída dos Estados Unidos do acordo nuclear com o Irã, fato que trouxe certa incerteza ao mercado petrolífero mundial, uma vez que o Irã é um dos produtores chave e membro da OPEP.

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	-7,1%	-4,3%	22,2%	153,9%
JMalucelli Marlim Dividendos FIA	-4,6%	3,8%	28,0%	142,9%

Índices	Mês	Ano	12 Meses	Desde 30/06/2008
Ibovespa	-10,9%	0,5%	22,4%	19,3%
IBX-50	-10,9%	0,7%	22,7%	33,2%
Índice Small Caps	-11,3%	-5,6%	18,7%	58,6%
Índice Dividendos	-10,5%	-2,7%	12,4%	67,9%

Small Caps – Comentário Mensal

A greve dos caminhoneiros, que parou o Brasil por mais de uma semana no mês de maio, trouxe consigo novas incertezas aos investidores e impactou no desempenho de todas as empresas que compõem nosso portfólio *small caps*. Como já ressaltado em nosso último relatório mensal, meses de rentabilidade negativa trazem boas oportunidades de compra quando os preços de ações caem sem que os fundamentos de longo prazo das empresas se deterioresem.

Fundamentos, portanto, serão o nosso foco neste espaço. O mês de maio, além dos eventos que destacamos acima, foi marcado também pela divulgação dos resultados de empresas de capital aberto. Entre os destaques, chamamos atenção para o case de Camil Alimentos, uma das nossas investidas no fundo. A Camil Alimentos é uma das maiores empresas de bens de consumo no setor de alimentos no Brasil e da América do Sul, dona de marcas conhecidas como Camil, União, Da Barra e Coqueiro.

Como a maioria de seus produtos estão ligados à alimentação básica, como arroz e feijão, bem como pelo seu posicionamento intermediário na cadeia produtiva, a companhia é capaz de repassar a variação dos custos com a matéria-prima mesmo em momentos de condições econômicas adversas. Este modelo de negócio permite a manutenção e estabilidade das margens operacionais tanto num cenário de queda no volume de vendas quanto num momento de deflação nos preços dos alimentos. Em maio, a companhia divulgou seus resultados referentes ao ano-fiscal 2017/18 e, apesar de registrar uma receita líquida de R\$ 4,6 bilhões, queda de 5,7% ante o período anterior, atingiu um lucro líquido de R\$ 250,6 milhões, aumento de 24,4% em relação ao exercício anterior.

A menor receita líquida consolidada foi resultado da redução no volume de vendas nas marcas regionais, como Carreteiro e Bom Maranhense, somada à queda nos preços dos produtos agrícolas ao longo de 2017, decorrentes da safra recorde registrada no país. A queda desta receita local foi parcialmente compensada pelo aumento de 5,3% nas operações internacionais, consequência da elevação do volume de vendas apresentado no Uruguai e Chile. Diante deste cenário, a companhia já traçou uma nova estratégia para a comercialização das marcas regionais com o objetivo de elevar sua competitividade em preço e qualidade.

O lucro líquido, por sua vez, foi positivamente impactado, entre outras coisas, pela melhora de seu resultado financeiro. No período, a companhia reduziu suas despesas financeiras, fruto da redução do endividamento total de R\$ 1,7 bilhão para R\$ 1,3 bilhão e do atual cenário de juros mais baixos, e elevou suas receitas financeiras, em função, principalmente, do maior saldo em caixa e aplicações financeiras após a abertura de capital na Bolsa de Valores de São Paulo.

As perspectivas para os próximos anos, para a Camil e as demais empresas de nosso portfólio, são bastante positivas. Quedas nas cotações de suas ações em Bolsa ocasionadas por fatores exógenos aos seus negócios, portanto, podem ser encaradas como “promoções” para investidores de longo prazo, que podem adquirir bons negócios por preços mais baratos.

Small Caps – Atribuição de Performance

Dividendos – Comentário Mensal

O investimento em empresas com perfil de pagamento de dividendos, maduras e com vantagens competitivas e previsibilidade de resultados, se destaca em cenários de volatilidade. O fluxo positivo de dividendos, entre outras coisas, ajuda a reduzir a volatilidade da carteira. Em maio, enquanto o Índice Bovespa registrou queda de 10,9%, o fundo apresentou queda de 4,55%. No acumulado do ano, o resultado permanece positivo em 3,8%, comparado com o retorno positivo de 0,5% de seu *benchmark*.

O destaque positivo no mês de maio ficou por conta da Unipar Carbocloro. No mês, o valor de mercado da companhia se elevou em 58,3%, contribuindo com 2,5% para o retorno do fundo. O bom desempenho é reflexo de uma série de fatores, dentre eles, a entrega de bons resultados no primeiro trimestre reportado de 2018 e da expectativa que a valorização tanto do dólar quanto do preço do cloro e da soda cáustica no cenário internacional continue beneficiando a geração de caixa da empresa.

Os destaques negativos, por sua vez, ficaram por conta do setor financeiro, representado em nossa carteira por B3, Bradesco e Itausa. Uma vez mais, vemos um exagero neste movimento pois os acontecimentos recentes não devem afetar os fundamentos por trás de cada companhia – o cenário mais benigno da taxa básica de juros, a inflação baixa e a recuperação econômica brasileira tende a impulsionar os resultados das companhias neste e nos próximos anos. O olhar atento em busca de oportunidades nos acompanhará nos próximos meses.

Dividendos – Atribuição de Performance

