

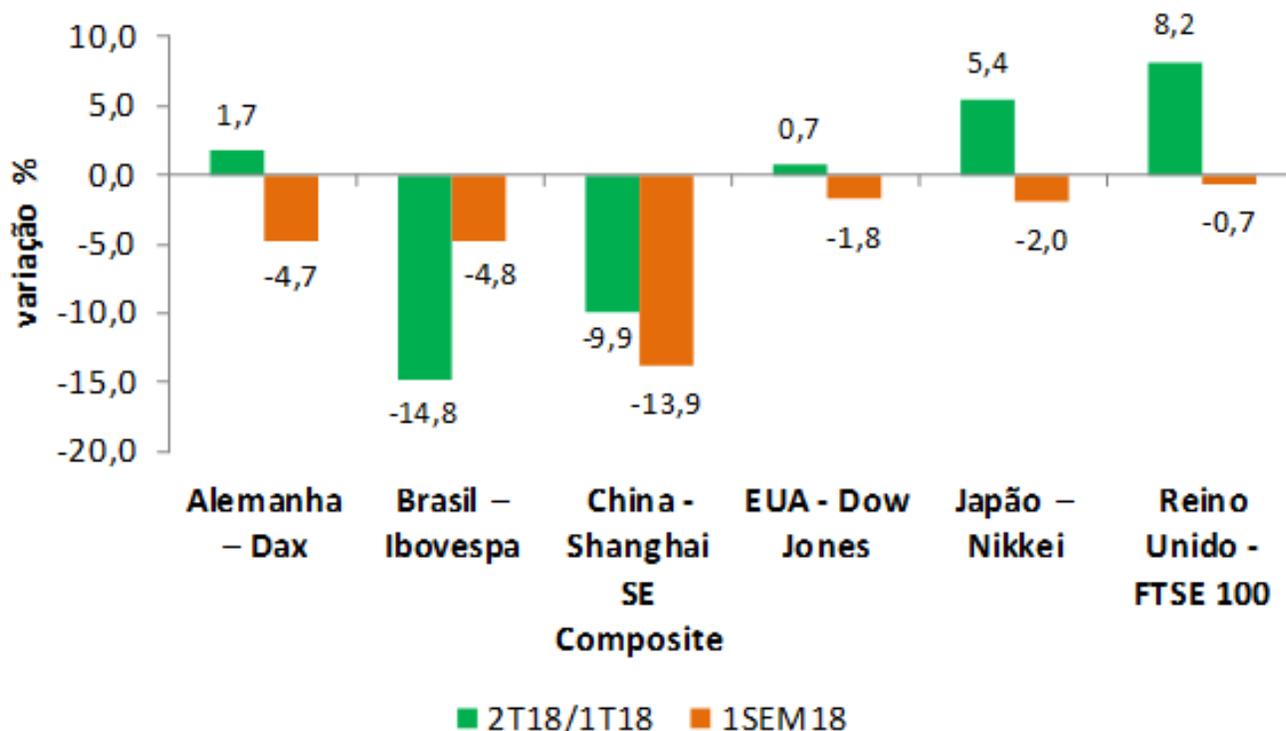
## COMENTÁRIO ECONÔMICO

### Fim do primeiro tempo de 2018

Acabou o primeiro semestre de 2018 com muitas indefinições e com o quadro bem mais complexo do que no início do ano. Mas ao mesmo tempo, acreditamos nas oportunidades geradas, dado o forte recuo nos preços dos ativos brasileiros. O momento é complicado para quem precisa se desfazer de algum ativo nesse cenário em razão de realizar a liquidação num preço abaixo do negociado há poucas semanas. Isso não quer dizer que os preços mínimos foram atingidos, contudo estão bem mais atrativos do que há dois meses. Aí uma pergunta importante deve ser feita: há razões para a queda ou é um estresse injustificado do mercado? Sim, há motivos. No entanto, os investidores que tiverem paciência, como sempre, e aproveitarem para fazer compras, estarão comprando empresas boas e com preços bem mais atrativos. E nesse contexto, outra pergunta pode ser realizada: o preço é o mínimo ou pode cair mais? Impossível de responder essa pergunta, pois é muito difícil acertar "no olho da mosca". Mas podemos afirmar que os preços atuais são bem mais convidativos do que tínhamos recentemente.

No gráfico a seguir podemos verificar o desempenho da bolsa brasileira na comparação com bolsas selecionadas do mundo no segundo trimestre de 2018 (2T18) comparado ao primeiro trimestre de 2018 (1T18) e no primeiro semestre desse ano (1SEM18).

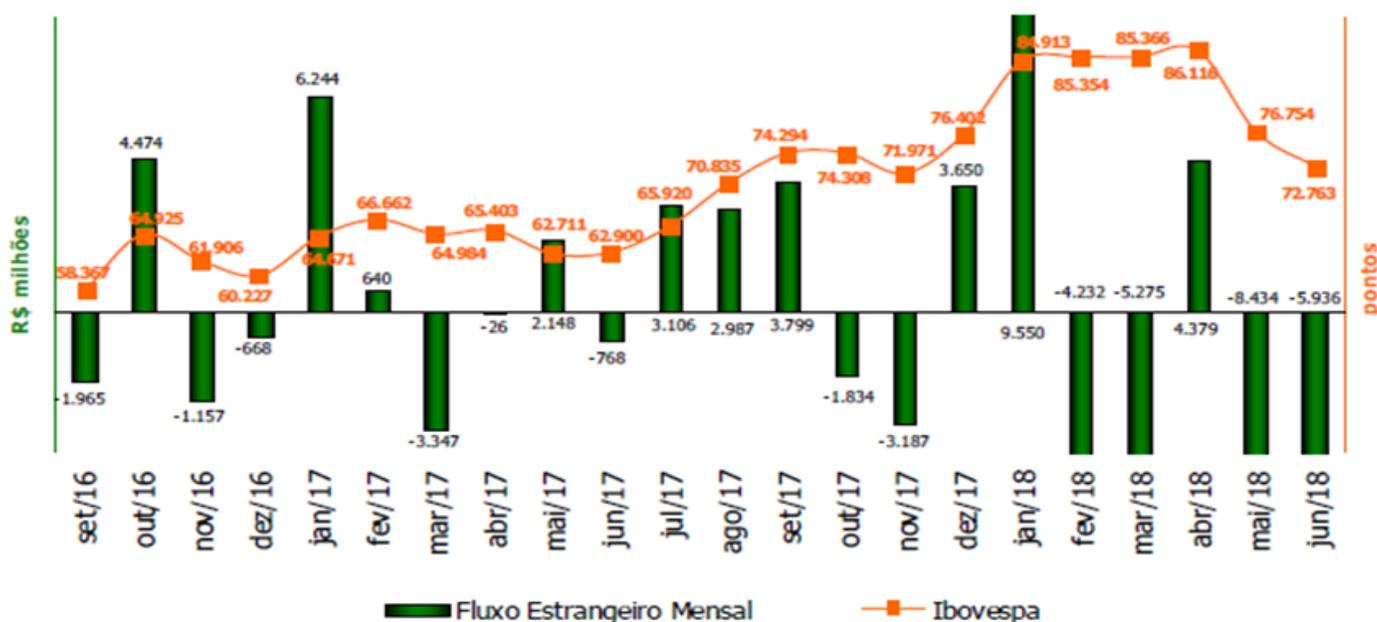
Desempenho das bolsas selecionadas do mundo no 2T18 e 1SEM18



Fonte: Bloomberg

No 2T18, podemos verificar que a bolsa brasileira, vista pelo Ibovespa, caiu 14,8% em relação ao 1T18, mais que a bolsa chinesa (-13,9%) e as outras selecionadas, que também caíram no período. Isso significa que tivemos um momento global de vendas no 2T18, decorrente de um cenário internacional mais desafiador em razão das incertezas geradas por conta da guerra comercial iniciada pelos Estados Unidos e por conta do aumento da taxa de juros norte-americana pelo Federal Reserve (Banco Central dos EUA) e pela redução da liquidez globalmente. O que acabou influenciando nos rearranjos de portfólios no mercado financeiro internacional e, conseqüentemente, aumentando a aversão ao risco aos países emergentes, especialmente em relação àqueles mais fragilizados. E como resultado, observou-se a forte saída de investidores estrangeiros (ver gráfico seguinte), ou indo para "lugares mais seguros" ou para emergentes que "pagam mais", ou seja, oferecem uma taxa de juros mais alta, dado que a fuga de capitais tem desvalorizado fortemente suas taxas de câmbio.

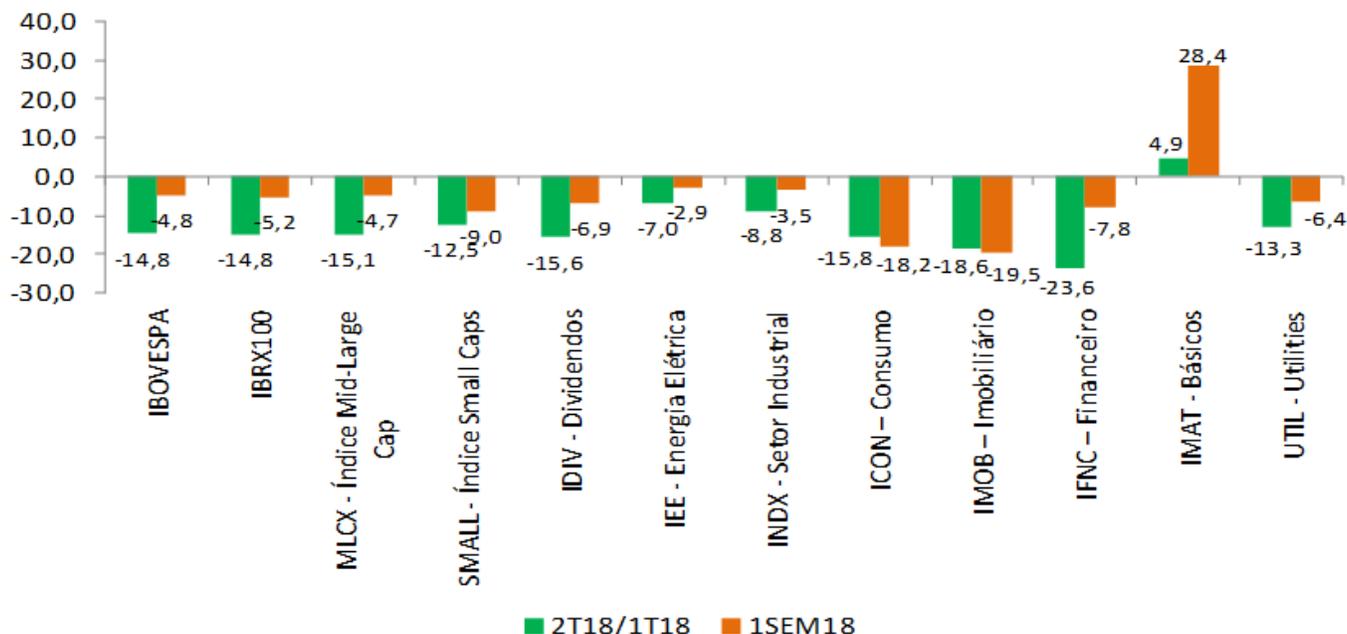
Fluxo Estrangeiro Mensal na Bovespa (em R\$ milhões) e fechamento do Ibovespa (em pontos)



Fonte: Bloomberg

No caso do Brasil, é possível verificar pelo gráfico de fluxo estrangeiro mensal na B3, que houve forte saída nos meses de maio e junho. Isso porque no momento em que é ligado o "botão do pânico" as vendas são generalizadas, não importando o setor ou a empresa que está vendida, simplesmente acontece a liquidação do título e, por consequência, faz com a queda seja generalizada, como pode ser visto no gráfico sobre os índices de bolsas calculados no Brasil. No 1SEM18 o destaque positivo fica por conta do índice de produtos básicos (IMAT), que teve elevação de 28,4% no período derivado de papéis relacionados às commodities, como é caso da Vale e da Suzano, que são exportadoras e se beneficiam da desvalorização cambial e do aumento do preço das commodities.

### Desempenho dos índices de bolsa do Brasil no 2T18 e 1SEM18



Já os índices de bolsa com ações mais relacionadas ao mercado interno, tiveram forte recuo. Nesse caso, destaque para o IMOB (-19,5%) e para o ICON (-18,2%) no 1SEM18. Isso porque tivemos o desempenho mais fraco do que o esperado da economia brasileira em vários quesitos e a paralisação no setor de transportes agravando a situação, fazendo com que o crescimento esperado da economia brasileira para 2018 e 2019 e fossem revisados para baixo e a inflação para cima, especialmente no caso dos preços, em razão da desvalorização cambial e dos preços de energia. O que freia uma alta maior nos preços é a demanda fraca e a ociosidade dos fatores de produção (desemprego alto e as fábricas paradas). Além disso, agravou a situação brasileira a maior Incerteza eleitoral, devido à chance de um antireformista de chegar ao segundo turno ser cada vez mais alta.

Tabela 1 - Relatório Focus do Banco Central - Expectativas do Mercado para 2018

Indicadores	dez-17	mar-18	jun-18
<b>IPCA (%)</b>	3,96	3,57	4,03
<b>PIB (% de crescimento)</b>	2,68	2,89	1,55
<b>Taxa de câmbio - fim de período (R\$/US\$)</b>	3,32	3,30	3,70
<b>Meta Taxa Selic - fim de período (% a.a.)</b>	6,75	6,50	6,50
IGP-M (%)	4,37	4,37	7,67
Preços Administrados (%)	4,90	4,90	6,30
Produção Industrial (% de crescimento)	2,98	3,97	3,17
Conta Corrente (US\$ bilhões)	-28,60	-25,65	-20,00
Balança Comercial (US\$ bilhões)	52,50	55,00	58,28
Invest. Estrangeiro Direto (US\$ bilhões)	80,00	77,50	70,00
Dívida Líquida do Setor Público (% do PIB)	55,65	55,00	55,00
Resultado Primário (% do PIB)	-2,20	-1,90	-2,10
Resultado Nominal (% do PIB)	-7,40	-7,07	-7,20

Fonte: Banco Central

Notas: (1) dados coletados do Relatório Focus no fim de cada mês. (2) Em junho/18, o dado foi coletado no dia 29/06. (3) As cores na tabela indicam mudança nas expectativas do mercado, para melhor (verde), para pior (vermelho).

Nas tabelas 1 e 2, verificamos as revisões de projeções das principais variáveis macroeconômicas verificadas ao longo dos três trimestres. Onde é possível analisar que o crescimento do PIB esperado para 2018 foi revisado de 2,89% no 1T18 para 1,55% no 2T18, conforme o último relatório Focus do Banco Central do dia 29 de junho. A inflação projetada para o fim do ano, medida pelo IPCA, passou de 3,57% no 1T18 para 4,03% no 2T18. A taxa de câmbio, de R\$/US\$ 3,30 para R\$/US\$ 3,70. Para 2019, no mesmo período de comparação, o PIB passou de 3% para 2,5%. O IPCA esperado foi mantido em 4,1% e a taxa de câmbio foi R\$/US\$ 3,39 para 3,60.

Tabela 2 - Relatório Focus do Banco Central - Expectativas do Mercado para 2019

Indicadores	dez-17	mar-18	jun-18
<b>IPCA (%)</b>	4,25	4,10	4,10
<b>PIB (% de crescimento)</b>	2,80	3,00	2,50
<b>Taxa de câmbio - fim de período (R\$/US\$)</b>	3,40	3,39	3,60
<b>Meta Taxa Selic - fim de período (% a.a.)</b>	8,25	8,00	8,00
IGP-M (%)	4,30	4,38	4,47
Preços Administrados (%)	4,25	4,50	4,50
Produção Industrial (% de crescimento)	3,00	3,50	3,10
Conta Corrente (US\$ bilhões)	-42,50	-39,10	-35,95
Balança Comercial (US\$ bilhões)	42,00	45,33	49,70
Invest. Estrangeiro Direto (US\$ bilhões)	80,00	80,00	76,60
Dívida Líquida do Setor Público (% do PIB)	57,85	57,20	58,00
Resultado Primário (% do PIB)	-1,60	-1,30	-1,50
Resultado Nominal (% do PIB)	-6,85	-6,70	-6,80

Notas: (1) dados coletados do Relatório Focus no fim de cada mês. (2) Em junho/18, o dado foi coletado no dia 18/06. (3) As cores na tabela indicam mudança nas expectativas do mercado, para melhor (verde), para pior (vermelho).

E para o futuro, entendemos que o cenário é bem mais desafiador, mas que oportunidades interessantes estão surgindo, sobretudo para o investidor que tenha paciência em não se desfazer dos ativos a um preço baixo. Vale por isso, mostrar um último gráfico, revelando o desempenho do Ibovespa em real e em dólar desde 2003.

### Ibovespa em moeda local x Ibovespa em dólar - dados mensais



É possível verificar pelos números do Ibovespa em do pico desse ano ao final de junho, o índice caiu 15,51% em moeda local e 27,08% em dólar. O que significa que bolsa brasileira está ficando mais barata em dólar, o que aumenta a atratividade por parte dos investidores estrangeiros, que estão esperando uma definição melhor para a nossa taxa de câmbio. E quando observamos um período mais longo, pegando 2008, o auge anterior da bolsa brasileira em reais e o maior valor em dólar já registrado, observa-se uma alta marginal de 0,2% do Ibovespa em reais nesse de 2008 até 2018 e uma queda de 55,9% em dólar. Ou seja, os preços das empresas brasileiras em dólar tornam-se muito convidativos para os estrangeiros. Enfim, o primeiro tempo de 2018 terminou 3x0 contra, mas com paciência é fundamental virar o jogo e ganhar dinheiro nesse momento de incerteza.

Obrigado por investir conosco!

## COMENTÁRIO ANÁLISE

### Segundo trimestre deve trazer resultados crescentes

A bolsa brasileira tem passado por grandes turbulências, decorrentes tanto de incertezas no exterior, como principalmente no mercado interno. A recente paralisação no setor de transportes, aliada a um cenário eleitoral muito nebuloso, ajudam a criar um cenário mais conturbado para a economia brasileira.

O país está a pouco menos de 3 meses das eleições e ainda há grandes incertezas com relação aos candidatos. Não há clareza com relação às propostas, conduta, ou até mesmo quem serão os candidatos dos principais partidos brasileiros. Em decorrência disso as empresas estão segurando investimentos, os bancos não estão expandindo suas carteiras de crédito.

Conforme comunicados e apresentações ocorridas após o encerramento do primeiro trimestre, ficou muito claro que as empresas aguardam alguma clareza no cenário eleitoral, para enfim executarem suas operações normalmente. Assim, é de se esperar que uma recuperação mais robusta da economia ocorra após essas definições.

Como se sabe, a economia não para, a bolsa não para. Dado esse contexto, é natural de se observar ainda grande volatilidade para os próximos meses. Possivelmente alternaremos quedas e altas expressivas em bolsa. Mas se a economia não para, as empresas não param também! E esse é um aspecto óbvio, mas importante desse período.

Há uma infinidade de aspectos envolvidos na valorização ou desvalorização do Ibovespa e outros índices, mas talvez o ponto mais importante quando pensamos em desempenho de longo prazo seja o resultado das empresas. Assim, acompanhar seus números trimestrais é uma ótima sinalização para o desempenho futuro das companhias.

A partir da segunda quinzena de julho as empresas começam a divulgar os resultados referentes ao segundo trimestre de 2018. Separamos 7 empresas que, somadas ações ordinárias e preferenciais, representam quase 60% do Ibovespa. São elas: Vale (Vale + Bradespar), Itaú (Itaú + Itaúsa), Petrobras, Bradesco, Ambev, B3 e Banco do Brasil. Dessa amostra, separamos as projeções de receita e lucro líquido fornecidas pela Bloomberg e as comparamos com os números do segundo trimestre do ano passado (para evitar distorções decorrentes de sazonalidade).

A Vale, que divulga seus resultados no dia 25 de julho, deve apresentar uma receita de US\$ 8,3 bi e um lucro de US\$ 1,8 bi, crescimento de aproximadamente 14% e 35%, respectivamente.

O Itaú, com data de anúncio prevista para 30 de julho, deverá trazer uma receita de R\$ 27 bi e um lucro de R\$ 6,4 bi. Queda de 9% na receita e alta de 5% no lucro.

Para a Petrobras (2 de agosto), a expectativa é de receita de R\$ 88 bi (crescimento de 31%) e lucro de R\$ 6,7 bi, revertendo prejuízo de R\$ 5 bi no 2T17.

O Bradesco (26 de julho), poderá apresentar receita de R\$ 25 bi (+10,8%) e lucro de R\$ 5 bi (+9%).

Com relação à Ambev (26 de julho), as projeções são de uma receita de R\$ 11 bi (alta de 9%) e lucro de R\$ 2,5 bi (crescimento de 24%).

Para a B3 (09 de agosto) o mercado espera aumento de 16% na receita, para R\$ 1,1 bi, e de 75% no lucro, para R\$ 621 milhões.

Por fim, o Banco do Brasil, que também divulga resultado dia 09 de agosto, deve apresentar receita de R\$ 21 bi (recuo de 7,2%) e lucro de R\$ 3 bi (elevação de 19%).

Obviamente, quando avaliamos resultados de empresas não olhamos somente receita e lucro. A qualidade desses números e seus demais componentes são tão importantes quanto. Além disso, para o bom desempenho da ação, mais importante do que atingir as expectativas é superá-las.

No entanto, o principal racional envolvido nesses números apresentados é que para pelo menos 60% do Ibovespa, a expectativa é de crescimento nos lucros. Há uma grande concentração, mas para a grande maioria das outras empresas que compõem o índice as projeções são de lucros em crescimento.

Resumindo, o mercado está volátil, turbulento, etc., mas se os lucros estão crescendo, as empresas estão ficando mais "baratas". Se os lucros crescem e as ações caem, essas empresas estão ainda mais descontadas. Comprar empresas baratas é sempre o melhor investimento de longo prazo.

***Atenciosamente,***  
***Equipe de Gestão***