

Cenário Econômico Interno

No mês de maio ficou claro que o crescimento da economia brasileira deve decepcionar o mercado em 2019. Uma alternativa a esta afirmação é isentar os fatos e culpar as expectativas, pois, na prática, foram os analistas do mercado quem superestimaram o crescimento e erraram nas suas projeções. E não pela primeira vez. Desde 2011, todos os anos apresentaram crescimentos abaixo do inicialmente esperado. Ocorreu no final do ciclo de crescimento, entre 2011 e 12, na virada de ciclo em 2013 e 14, durante a recessão, de 2015 a 17 e na recuperação em 2018 e possivelmente agora em 2019. Uma série de quase dez anos seguidos de expectativas de crescimento frustrado suscitam a dúvida se tal frustração não é em parte consequência de uma série de expectativas exageradas.

No caso mais recente a resposta positiva tem mais consenso. Desde o segundo turno das eleições presidenciais de 2018 o mercado em geral tornou-se otimista com a iminente mudança de política econômica, à luz das diretrizes ditadas pelo então futuro ministro Paulo Guedes, bem como com a expectativa de “renovação” e “coalizão pragmática de centro-direita” em prol das reformas no Congresso. O índice de confiança da indústria subiu de 52,8 para 64,7 pontos entre setembro de 2018 e janeiro de 2019, um aumento de 23%. Os analistas ouvidos pelo Banco Central apontaram, nas pesquisas Focus, uma melhora nos indicadores de crescimento tanto para o PIB quanto para a produção industrial. O mercado de ações também reagiu positivamente, acumulando alta de 28% neste mesmo período.

De janeiro em diante, no entanto, a realidade se mostrou diferente das expectativas até então embutidas nos preços dos ativos. O processo de aprovação das reformas se mostrou mais difícil à medida em que a “nova maneira de fazer política”, isto é, a ausência de articulação cordial e pragmática entre o poder Executivo e Legislativo, se mostrou infrutífera.

Com o atraso das reformas e a incerteza do apoio para a pauta liberal liderada por Paulo Guedes, instaurou-se um clima de insegurança no mercado real e financeiro, postergando a recuperação de investimentos e empregos na mesma velocidade em que a popularidade do presidente da república caía. O resultado disso foi um recuo de 0,2% do PIB no primeiro trimestre do ano e um ajuste de expectativas, de que a economia brasileira deva crescer não mais 2,5%, mas aproximadamente 1,0% em 2019.

Esta decepção, no entanto, não é novidade, mas faz parte de uma longa sequência de expectativas frustradas no Brasil. Há, portanto, razões para suspeitar de uma dinâmica sutil por trás de um crescimento menor no nosso país. Para analisar uma tendência de longo prazo como essa, precisamos ampliar o horizonte de análise e observar as últimas décadas. Apesar de mais trabalhosa, este tipo de análise traz conclusões que são mais úteis àqueles que investem no longo prazo. Vamos manter o texto o mais sucinto possível para chegar às conclusões relevantes.

Em primeiro lugar estabelecemos um framework de análise, definindo que tipo de experimentos faremos e qual a teoria fundamental por trás do trabalho. Para avaliar o “crescimento da economia”, entendemos

como produto econômico todos os bens e serviços produzidos em solo nacional para consumo final. Invariavelmente, este produto é fruto do trabalho de pessoas equipadas com tecnologias, máquinas, capital e outras ferramentas. O quanto cada pessoa é capaz de produzir com estas ferramentas é o que chamamos de produtividade, tanto no nível individual como no agregado. O produto econômico é, portanto, determinado pelo número de pessoas trabalhando, o volume de capital físico e financeiro sobre o qual trabalham e o nível de produtividade médio deste conjunto.

Estabelecido este framework básico de análise, devemos indagar qual a dinâmica de cada um destes componentes se quisermos avaliar o crescimento potencial no longo prazo. Destacamos os termos potencial e longo prazo pois no curto prazo as economias operam em ciclos, com fases de crescimento acima e abaixo deste potencial. As razões disto envolvem tanto a psicologia humana quanto o mercado de crédito, temas que abordaremos em outro momento.

Mantemos o foco, portanto, na tendência de longo prazo. Começamos por uma análise do número de pessoas trabalhando, ou “a força de trabalho”. Ao contrário das últimas décadas, o Brasil atual não convive com um efeito positivo da pirâmide demográfica, quando o número de jovens entrando no mercado de trabalho superava o número de adultos saindo. Os dados do IBGE comprovam que nosso “bônus demográfico” já passou, uma vez que o crescimento da população em idade ativa é menor do que o crescimento da população em geral e, de agora em diante a “pirâmide” demográfica se assemelha mais a um losango,

onde os entrantes são equivalentes aos “saintes”. O “êxodo rural” também é algo do passado e já não é uma alternativa. Na primeira década de 2000 o contingente de pessoas em idade para trabalhar em relação ao total da população era de 61% e deve encerrar 2019 em 64%. Porém, pelas projeções do IBGE, essa relação começa a diminuir a partir de agora. Até 2050 a proporção de trabalhadores deve atingir 53%, com uma população total estável. Uma redução considerável, portanto, daquele primeiro motor de crescimento.

A segunda determinante de crescimento é o volume de capital investido, medido pela Formação Bruta de Capital Fixo. Essa variável estima a variação dos investimentos em ativos fixos que visem aumentar a capacidade produtiva da economia. Esse componente foi muito utilizado pelo governo nas décadas de 1960 e 70 para garantir crescimento econômico. Neste período os investimentos se expandiram mais de 10% ao ano. De 1980 a 2010, no entanto, esse componente de crescimento foi reduzido para, na média, 3% ao ano. Na década atual, por sua vez, a figura é ainda pior, com uma redução da capacidade instalada, ou desinvestimento de capital fixo, na ordem de -3% ao ano.

Por último, o Brasil poderia contar com um aumento do nível de produtividade para compensar a estagnação dos dois demais fatores de crescimento, como o fizeram países desenvolvidos asiáticos, por exemplo. Infelizmente o nível de produtividade brasileiro está estagnado desde a década de 1980 e não vemos medidas corretivas no horizonte. As ações mais claras para implementar uma melhora deste quesito seriam (i) um aumento na eficiência e eficácia

do sistema de educação e saúde, (ii) a abertura da economia brasileira para absorver tecnologias internacionais e aumentar a competitividade da indústria e (iii) um programa intensivo de simplificação tributária e desburocratização. Atualmente estas pautas aparentam ser secundárias na lista de prioridades do governo.

Esta dura realidade que nos afronta infelizmente deve ser incorporada nas expectativas do mercado. Apesar de que o ciclo econômico no momento é benigno, no longo prazo corremos o risco de não vivenciarmos mais crescimentos médios acima de 2,0% ao ano. Talvez se aceitarmos este fato teremos projeções mais realistas e menos decepções no futuro.

Cenário Econômico Externo

O ambiente internacional permanece positivo para economias emergentes, apesar de que alguns riscos se assomam. Em primeiro lugar destacamos os indícios cada vez mais claros de que há uma desaceleração global contratada, que deve ser agravada pela guerra comercial entre as duas maiores economias do globo. Recentemente o PMI industrial da zona do Euro, Ásia e EUA, mostraram que a atividade industrial ao redor do mundo tem se enfraquecido, como presságio da desaceleração por vir.

Em segundo, há um movimento ganhando tração nos mercados financeiros de migração de ativos arriscados, como ações, para ativos tidos como seguros, como títulos públicos. As consequências disto são uma pressão sobre prêmios em renda fixa, com juros cada vez

menores à medida em que a demanda pelos últimos aumenta, bem como uma menor rentabilidade em renda variável. O prêmio do título do governo norte-americano "Treasury" de dois anos caiu de 2,3% para 1,9%, enquanto o S&P 500 teve um resultado de -6,0% neste último mês.

Por último merece destaque a performance persistentemente positiva do dólar perante outras moedas. Ao contrário do que esperávamos no início do ano, o dólar norte-americano não tem perdido valor com o amontoamento de déficits fiscais e dívida nos EUA. Parte da explicação parece ser o movimento citado acima, de migração para ativos menos arriscados. Não obstante, mantemos nossa perspectiva de que haverá uma grande desvalorização nos próximos doze meses.

Apesar disto, os níveis de liquidez internacionais ainda são fartos e o Brasil conta com elevadas barreiras a choques externos, uma barreira de US\$ 383 bilhões de reservas internacionais aliada a um saldo de investimento direto entrando no país na ordem de 5% do PIB. Por este motivo, desde que estas condições se mantenham, vemos como secundários os riscos internacionais para os investimentos locais.

Cenário Renda Variável

Há um ditado no mercado financeiro agourando a performance de ações no mês de maio, "*sell in May and go away*". Os primeiros quinze dias do mês pareciam confirmar tal profecia, que havia se concretizado nos últimos dez anos. Seja por se tornar uma expectativa

autorrealizável – se todos vendem esperando uma queda, os preços efetivamente caem – seja por motivos mais concretos, desde 2009 todos os meses de maio apresentaram retornos negativos. Até a segunda semana, 2019 parecia obedecer a regra. O Ibovespa chegou a acumular uma queda de -6,0% durante este mês, mas teve uma reversão na segunda metade e terminou com alta de 0,7%.

No começo o sentimento era de frustração com os mais recentes indicadores de confiança e crescimento econômico. O real perdeu valor internacionalmente e o mercado reagiu mal.

Ao final do mês, no entanto, algumas notícias importantes de Brasília ajudaram a melhorar os ânimos, com um pacto entre os três poderes e indicativos de que o Congresso vai adotar maior protagonismo no processo de aprovação das reformas fiscais, sem depender de diálogos com o Executivo.

Esta melhor percepção política foi o principal fator que ajudou a recuperação dos preços de ações, bem como pelo movimento de queda de juros no Brasil.

Cenário Juros

No mês de maio a taxa real de juros de um ano da economia brasileira ficou em 2,8%. No mercado de NTN-Bs houve uma redução difundida de, na média, 30 bps sobre as taxas. Essa redução foi sentida principalmente pelos vértices mais longos da curva.

No horizonte de curto prazo, o mercado passou a precificar uma possível queda da taxa Selic entre junho e dezembro de 2019, apesar da mais recente decisão de manutenção da Selic

em 6,5% acompanhada de um discurso de cautela por parte dos dirigentes do BCB.

Na nossa visão não há espaço para cortes adicionais na taxa básica, por dois motivos principais. Em primeiro lugar destacamos que, apesar do fraco desempenho da economia e da ausência de pressões de demanda, a inflação brasileira resiste e deve se manter nos atuais níveis de 4,0%, muito próximo da meta do ano. Apesar da decepção com o crescimento econômico, as expectativas de inflação vêm recorrentemente sendo ajustadas para cima, colocando o Banco Central em uma situação delicada na qual uma redução da Selic pode passar uma imagem de complacência com inflação alta, minando a credibilidade da instituição e potencialmente desconstruindo a ancoragem das expectativas.

Em segundo lugar, acreditamos que uma queda de juros no atual momento não traria um impacto significativo sobre o nível de produção do país, que depende muito mais de um ambiente jurídico estável e um governo com contas equilibradas, capaz de manter suas atribuições mais básicas em funcionamento.

Apesar de muito aclamada, a queda de juros neste momento nos parece contraproducente. O mercado não deve atribuir ao Banco Central a responsabilidade de manter o crescimento da economia enquanto o poder Legislativo não impõe uma pauta adequada de responsabilidade fiscal.

O principal desafio fiscal, por sua vez, é a rigidez do orçamento, que na situação atual coloca automaticamente os gastos públicos em trajetória ascendente de forma ingovernável. Há mais de vinte anos as despesas do governo crescem em média 12% ao ano, ou 6% ao ano

acima da inflação, muito acima do crescimento da economia como um todo. Os três principais grupos de despesas do governo (previdência, folha de pagamento e outras despesas obrigatórias) já consumiram 80% de todas as despesas durante o ano de 2018, o quinto ano consecutivo em que tivemos um *déficit* primário. Com as regras atuais estas despesas obrigatórias facilmente podem atingir 100% do orçamento em 2026, exaurindo o espaço para as demais despesas discricionárias fundamentais, como educação saúde e

segurança públicas. Sem reformas fiscais para corrigir esse problema estrutural, o endividamento do governo continua aumentando de forma insustentável, passando dos atuais 78% do PIB para 100% em poucos anos. Nesta trajetória, o governo teria uma enorme dificuldade em conseguir refinarçar esta dívida e os juros seriam invariavelmente pressionados para cima, impactando negativamente não só a despesa financeira do Tesouro Nacional, mas também os preços dos ativos em geral.

Projeções

Indicador	2019
Meta Selic – Fim do Período	6,50% =
CDI – Acumulado	6,39% =
IPCA – Acumulado	4,00% =
Crescimento do PIB	1,00% ▼

Small Caps

O fundo JMalucelli Small Caps teve uma performance positiva de 2,6% no mês de maio, acumulando um resultado positivo de 12,2% em 2019, contra 2,0% e 11,5% do Índice Small Caps nas mesmas bases de comparação. Os destaques positivos da carteira foram Unicasa (UCAS3 +20,1%) e Coelce (COCE5 +5,2%), enquanto que do lado negativo, Valid (VLID3 -16,3%) e Fras-le (FRAS3 -4,8%) foram detratores de retorno.

Destaque deste mês foram os resultados de Unicasa, fabricante de móveis planejados e dona das marcas Dell Anno, Favorita, New e Casa Brasileira. A empresa está entregando resultados positivos, apesar dos desafios macroeconômicos, e nossa tese de investimento vem se concretizando.

Para chegar nesta constatação, vamos relembrar os motivos pelos quais investimos em Unicasa em primeiro lugar. Em 2012, a companhia desfrutava de um bom crescimento de vendas, decorrente da expansão no crédito e do aquecimento da demanda no setor de construção civil. Com marcas bem posicionadas para atender essa demanda, a Unicasa passou a aprovar a abertura de novas lojas de revendedores exclusivos, em modelo semelhante ao de franquias. O problema foi que, nesse movimento, a companhia permitiu a abertura de revendedores com baixa capacidade financeira e, como se provou depois, más práticas de negócios. Parte destes revendedores passou a receber antecipações dos clientes, sem informar o pedido à fábrica da Unicasa. Devido à queda na procura por móveis planejados nos anos subsequentes, esses revendedores começaram a ter problemas

financeiros e não conseguiram honrar a entrega de pedidos pagos por seus clientes antecipadamente, gerando uma série de reclamações por parte daqueles consumidores. Nesse momento, a partir de 2014, a Unicasa precisou intervir e por fechar as operações passou a expulsar esses revendedores e assumir a entrega dos pedidos remanescentes para os clientes que já haviam pago, o que aumentou significativamente as suas despesas.

Naquele momento o mercado foi exagerado na precificação do papel e, em 2017, quando a empresa era avaliada em aproximadamente R\$ 120 milhões, montamos nossa posição.

A companhia aprendeu com aqueles problemas e, desde então, tem adotado uma estratégia de expansão mais diligente e medidas corretivas, que na nossa visão seriam adequadas para reestabelecer o valor do negócio. Os esforços da administração têm sido assertivos no sentido de (i) redução de despesas, (ii) redução no número de revendedores autorizados, (iii) maior controle das operações de ponta, com a implementação do sistema UniToken, (iv) reposicionamento das marcas, visando aumentar a percepção de valor sobre os seus produtos e (v) diversificação das linhas de receita, com a expansão para o mercado externo por meio da abertura gradual de vendas exclusivas nos Estados Unidos.

O resultado do 1T19 já é uma prova concreta de que a Unicasa está sendo feliz nestas medidas. Ao passo em que as despesas com vendas em 2014 chegaram a um percentual próximo de 40% da receita líquida, nesse trimestre elas já foram de apenas 16%. Já o crescimento da receita, apesar de tímidos 2% na comparação anual, veio acompanhado de

uma redução no número de lojas, o que significa um aumento de vendas por loja. Além disso, a companhia tem um caixa robusto e não possui dívidas. Uma melhora no cenário econômico, como prevemos para os próximos trimestres, seria, ainda, um forte catalisador para nossa tese de investimentos, uma vez que a companhia todavia utiliza apenas 50% da capacidade instalada. A Unicasa fechou o mês de maio avaliada em R\$ 221 milhões pelo mercado.

Dividendos

No mês de março, o fundo JMalucelli Marlim Dividendos apresentou uma rentabilidade positiva de 2,1%, acumulando alta de 14,2% em 2019, enquanto o Índice Dividendos apresentou 3,1% e 15,1% nas mesmas bases de comparação. Os destaques positivos da carteira foram Qualicorp (QUAL3 +17,2%), AES Tietê (TIET11 +7,6%) e B3 (B3SA3 +6,2%). Do lado negativo tivemos Sanepar (SAPR11 -8,0%), Unipar (UNIP6 -5,1%) e Ambev (ABEV3 -5,0%).

Atualmente contamos com aproximadamente 30% do portfólio de Dividendos alocado em instituições financeiras. Sempre tivemos alguma exposição a este setor devido aos drivers saudáveis destas empresas, que vão de encontro a nossa estratégia, como barreiras de entrada, retornos previsíveis, balanços sólidos e elevada distribuição de dividendos.

No curto prazo, no entanto, reforçamos nossa convicção neste setor devido ao ciclo positivo

para o setor de crédito do país. Após um período de recessão e desalavancagem da economia, o mercado conta com farta liquidez e baixo nível de inadimplência. Segundo dados do Banco Central, nunca na história tivemos um mercado de crédito tão saudável. O nível de inadimplência das famílias atingiu 3,4% em abril de 2019, menor nível da série histórica iniciada em 2011, enquanto nas empresas está em apenas 2,6%. O crédito total em proporção ao PIB está em 47%, muito aquém dos 54% de dezembro de 2015 no auge da alavancagem da economia.

Neste cenário, os bancos têm amplo espaço para expandirem suas carteiras de crédito de forma saudável e aproveitar o atual nível de juros para se financiarem a taxas mais baixas, possivelmente auferindo retornos excepcionais nos próximos meses.

Segundo alguns analistas, no entanto, há um grande risco para o setor com a entrada de *fintechs* no mercado, que poderão absorver uma parcela do ganho dos bancos tradicionais.

Na nossa visão, a entrada de *fintechs* no cenário brasileiro trará benefícios aos bancos que se demonstrarem aptos as mudanças tecnológicas e ao novo *mindset* voltado ao atendimento personalizado ao cliente. Como temos acompanhado, os grandes bancos já perceberam esta mudança e como “incumbentes” se preparam para a adoção das medidas necessárias para que seus modelos de negócio se perpetuem neste novo cenário, seja por meio de parcerias ou aquisição das principais *fintechs*.

Rentabilidades

Renda Fixa	Mês	Ano	12 meses
JMalucelli Tesouro Premium FI RF Referenciado DI	0,52%	2,46%	6,08%
% CDI	95,3%	95,0%	95,1%

Renda Variável	Mês	Ano	12 meses
JMalucelli Marlim Dividendos FIA	2,13%	14,24%	21,34%
Ibovespa	0,70%	10,40%	27,55%

JMalucelli Small Caps FIA	2,55%	12,22%	35,00%
Ibovespa	0,70%	10,40%	27,55%

Indicadores	Mês	Ano	12 meses
CDI	0,54%	2,59%	6,40%
Ibovespa	0,70%	10,40%	27,55%
IMA-B	3,66%	11,06%	24,00%
IDIV	3,14%	15,08%	38,83%
SMLL	1,97%	11,47%	30,04%





Para informações

(41) 3351 9966

atendimento@jmi.com.br

www.jmi.com.br

Rua Visconde do Rio Branco, 1488 – 4º andar

Curitiba | PR

Reclamações

Ouvidoria 0800 645 6094

Este é um material de divulgação com fins informativos e não deve servir como única base para tomada de decisões de investimento, nem deve ser considerada uma oferta para aquisição de cotas. Leia a lâmina de informações essenciais e o regulamento antes de investir, os quais podem ser obtidos em www.jmi.com.br. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito – FGC. Taxa de administração máxima compreende, além da taxa mínima do fundo, a taxa de administração dos fundos em que o fundo venha a investir. Os investimentos dos fundos de investimento de que trata este material de divulgação apresentam riscos para os investidores, ainda que o gestor da carteira mantenha sistema de gerenciamento de riscos, não há garantia de completa eliminação da possibilidade de perdas para os fundos de investimento e para os investidores. Supervisão e Fiscalização: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Serviço de Atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br.

