

Cenário Econômico

O primeiro mês do ano de 2018 trouxe informações que corroboram nossa visão positiva para a atividade econômica no ano, alguns dados mistos sobre nossa visão sobre inflação e uma perspectiva de equilíbrio fiscal de curto prazo que pode piorar o cenário de longo prazo, ao dar justificativa para maior atraso nas reformas.

Internacionalmente, há uma crescente preocupação com o nível de preços em quase todos os mercados do mundo, com bolsas em níveis recordes na história, bem como juros e volatilidades muito baixas. Por ora, o bom desempenho das economias mundiais tem sustentado tais preços, de forma que a cautela com uma eventual correção tem perdido espaço para a cautela de ficar de fora de mais um bom ano para os investimentos de risco.

A começar pelo desempenho da economia local, estamos vendo uma consolidação da melhora dos indicadores que antecedem a retomada de um ciclo econômico e sinais claros de que a economia está voltando a crescer. Os mais óbvios indicadores, confiança e expectativa, estão em consonância com a melhora.

Importante destacar como o mercado de crédito pode ter papel fundamental na retomada da atividade. As condições no mercado de crédito hoje estão muito melhores e, aliadas ao discurso das principais instituições financeiras que almejam um crescimento de carteira, sustentam a tese de que haverá crédito disponível para as empresas.

Podemos ver nos dados do Banco Central como o nível de inadimplência e o custo de crédito diminuíram nos últimos meses. A melhora de faturamento de empresas, aliada à diminuição do custo de financiamento pós-fixado, permitiu um processo positivo de desalavancagem da economia.

Com esta retomada esperamos que o nível de ociosidade da economia diminua durante 2018. Em outras palavras, como não acreditamos que haverá um processo intenso de investimento de longo prazo, que contribuiria para aumentar a capacidade produtiva do país, o crescimento da demanda deverá ser preponderantemente absorvido por fatores de produção hoje ociosos, causando um fechamento do hiato do produto.

Este fechamento de gap deverá ocorrer durante o ano, mas não rápido o suficiente para gerar uma pressão inflacionária no curto prazo. Há, no entanto, outros fatores que devem impactar a inflação neste ano, que na nossa opinião estão sendo subestimados por analistas e agentes de mercado.

O primeiro deles é a reversão de preços de alimentos, que tiveram uma queda de 4,8% em 2017. Os alimentos tiveram deflação ano passado devido a uma produção agrícola recorde, o que não deve se repetir este ano. De modo geral, após a queda dos preços por excesso de oferta, os produtores têm incentivo para diminuir a área plantada para a safra seguinte ou trocar as culturas plantadas. A primeira divulgação do IPCA-15 de janeiro deste ano já corrobora esta tese, com o componente alimentos apresentando alta de 0,76%.

Outros componentes que devem exercer influência sobre a inflação do ano e que, na nossa opinião, são os principais riscos do aumento do nível de preços, são o custo da energia e tributos. Recentemente, a perspectiva de alta dos custos de energia elétrica se dissipou parcialmente, com chuvas fortes repondo o nível de reservatórios e implantação da tarifa branca, o que pode se reverter ao longo do ano. Há ainda uma incerteza quanto à regulação do setor e ao potencial de medidas do governo que possam encarecer a conta de eletricidade dos consumidores.

Como a pressão inflacionária do ano advém de fatores que não são diretamente ligados a ociosidade da economia, não esperamos uma reação mais brusca por parte do Banco Central, que deve manter juros ao redor dos 7% até passada a eleição em outubro. O foco da instituição deverá ser a Agenda BC+, com medidas microeconômicas voltadas a redução do custo do crédito e estabilidade do sistema financeiro.

É importante destacar, no entanto, que o próprio Banco Central tem exposto que o nível de juros reais atual no país é inferior às estimativas de juros estruturais neutro, ou seja, devido às atuais circunstâncias o BC pode trabalhar com juros menores do que normalmente trabalharia. Estas circunstâncias são o ambiente externo favorável, ociosidade da economia e expectativas de inflação baixas. Como não se espera que todas estas circunstâncias permaneçam em 2019, especialmente o nível de ociosidade, já é quase consenso a visão de que a Selic terá altas a partir do final deste ano. As estimativas de uma taxa neutra variam entre 3,5% e 5% acima da inflação.

A única maneira de manter os juros baixos de forma saudável é a redução desta taxa estrutural. Este processo depende principalmente do equilíbrio entre poupança disponível e investimentos do país. O caminho mais claro para melhorar este equilíbrio é diminuir o tamanho da demanda por recursos por parte do governo, que através de recorrentes déficits primários vem aumentando o seu endividamento, absorvendo grande parte da poupança disponível.

No curto prazo, esperamos uma melhora temporária no cenário fiscal do governo com concessões e privatizações, a devolução de recursos do BNDES ao Tesouro e a natural melhora de arrecadação de impostos com a retomada da atividade econômica. Todas estas opções, porém, são temporárias. No longo prazo, a chave é manter um equilíbrio nas contas públicas e mudar estruturalmente o nível de gastos, de forma a no mínimo estabilizar o endividamento, ao contrário do observado atualmente.

Dentre as várias maneiras de conseguir este equilíbrio, a reforma sobre os gastos com pessoal, ativo e inativo, nos parece a mais importante. A Reforma da Previdência, com o objetivo de adequar os parâmetros de benefícios à realidade de contribuição e expectativa de vida, bem como a limitações orçamentárias, deve ser priorizada. Nossa opinião é de que, infelizmente, não veremos uma reforma adequada este ano, ainda que alguma seja aprovada, e este tema voltará ao debate no próximo governo.

Por este motivo, é importante acompanhar de perto o debate político e os projetos de governo que serão apresentados à sociedade, bem como suas possibilidades de serem implantados. O

processo de campanha, por exemplo, deve invariavelmente expor o debate sobre a Previdência. A situação do estado do Rio de Janeiro é um ótimo exemplo do que pode acontecer a nível federal em um cenário de insolvência fiscal.

O risco fiscal, portanto, é a principal fonte de preocupação local de longo prazo, e que impede não só a redução dos juros estruturais, como explicado anteriormente, mas também inibe o investimento de longo prazo no país, por trazer enorme incerteza sobre as projeções de ambiente de negócios após 2019.

No âmbito internacional, os fundamentos econômicos, leia-se crescimento, inflação e juros, estão muito favoráveis nas principais economias globais. Enquanto a inflação for baixa, o processo de normalização de política monetária deve ser gradual, sem causar distúrbios sobre alocação e capital dos investidores. Isto significa que podemos esperar continuidade do fluxo positivo de investimentos em mercados emergentes.

Com este cenário positivo para os mercados, os ativos financeiros continuam refletindo melhoras, seja através de preços mais elevados de ações, seja com precificação de risco cada vez menor no mercado de CDS. Os níveis de preços recordes ao redor do mundo vem sendo alvo de consternação para alguns, porém, neste momento, não vemos indícios de uma reversão relevante no futuro próximo.

Os riscos em 2018 no cenário internacional são uma desaceleração brusca do crescimento chinês, fruto de uma crise no setor imobiliário e de crédito, ambos inflados. Uma aceleração da inflação ao redor do mundo, decorrente de desvalorizações cambiais e uma alta dos preços das commodities, pode levar a uma elevação de juros mais rápido do que o esperado, causando volatilidade nos mercados. Por último, a consternação geopolítica sobre um possível confronto bélico entre EUA e Coreia permanece no radar.

Projeções

Indicador	2018
Meta Selic – Fim do Período	7,50%
CDI – Acumulado	6,72%
IPCA – Acumulado	4,04%
Crescimento do PIB	2,80%

Rentabilidades

Fundos	Mês	Ano	12 Meses	Desde 30/06/2008
JMalucelli Small Caps FIA	3,2%	3,2%	48,7%	173,6%
JMalucelli Marlim Dividendos FIA	7,8%	7,8%	35,8%	152,1%

Índices	Mês	Ano	12 Meses	Desde 30/06/2008
Ibovespa	11,1%	11,1%	28,3%	30,6%
IBX-50	11,7%	11,7%	29,2%	45,6%
Índice Small Caps	4,3%	4,3%	38,9%	73,6%
Índice Dividendos	9,9%	9,9%	25,3%	88,0%

Small Caps – Comentário Mensal

O mês de janeiro foi positivo para ações em geral e em especial para um grupo de empresas de maior valor de mercado que compõem o Índice Bovespa. As melhoras nos fundamentos das empresas aliadas à liquidez mundial trouxeram a rentabilidade do índice para 11% já no primeiro mês do ano. Nosso fundo Small Caps teve uma rentabilidade de 3,3%, sendo a principal contribuição positiva a rentabilidade de Unipar Carbocloro. Do lado negativo, Kepler Weber.

Neste último mês, Unipar Carbocloro recebeu o rating AA- pela agência Fitch. Esta nota foi muito positiva, na nossa opinião, para a imagem da companhia perante o mercado de capitais. Ainda vemos um valor justo da companhia superando a casa dos R\$ 2,5 bilhões, enquanto o mercado atribuía um valor, no fechamento do mês, de R\$ 1,8 bi. Isto significa que, mesmo após a rentabilidade de 260% e significativa distribuição de proventos no ano passado, vemos um upside interessante neste investimento.

Kepler Weber, por sua vez, chegou a apresentar queda de 30% durante o mês, e fechou com uma rentabilidade negativa de 15%. Um exemplo clássico de oportunidade para investidores de longo prazo como nós, visto que a aparente razão para a queda de preços em nada impacta nossa convicção sobre os negócios da companhia. Como a base acionária da empresa é relativamente pequena, podemos inferir que a pressão vendedora específica sobre as ações na bolsa está concentrada em poucos vendedores, principalmente um fundo de investimento que precisa se desfazer de suas posições por ter um prazo de amortização definido. Na última quinzena de janeiro, por exemplo, o volume negociado foi 20x maior do que o normal.

Os fundamentos da empresa, por sua vez, permanecem alinhados com a nossa tese. Embora o sucesso de longo prazo da companhia possua desafios, estes estão precificados com grande margem de segurança nos preços atuais. Vale lembrar, por exemplo, que os acionistas da empresa não aceitaram o fechamento de capital da companhia em 2017 por um preço quase 50% superior

às cotações atuais. Se durante 2017 a Kepler Weber sofreu com o aumento inesperado do preço do aço mundialmente, as expectativas para 2018 são de uma estabilização e moderada redução no preço deste principal insumo.

Importante observar, além disso, que em janeiro houve a substituição de um diretor executivo da companhia. De modo geral, seu foco era não só buscar eficiência operacional, mas também liderar o projeto de expansão internacional e não-orgânica da empresa. Durante os últimos anos, no entanto, a crise econômica brasileira obrigou a companhia a postergar muitos destes projetos e se concentrar em manter o market share e a rentabilidade das linhas de negócio atuais. Vemos de forma positiva este processo de reorganização com foco em rentabilidade das operações. Os objetivos de crescimento se mantêm, e medidas para enfrentar a concorrência mais agressiva estão sendo implementadas, a exemplo do corte de custos em pessoal.

O mês de janeiro também trouxe a divulgação de dados operacionais de outras duas empresas presentes em nossa carteira. A Eztec divulgou a prévia dos resultados, com melhoras no volume de vendas e diminuição dos distratos. Na nossa opinião, a Eztec é uma das empresas melhor preparadas para aproveitar da retomada do ciclo imobiliário, uma vez que, da mesma forma que parou os lançamentos e diminuiu o volume de entregas durante a crise, hoje não tem endividamento e já está lançando produtos que serão entregues quando a economia estiver melhor.

A Camil Alimentos, por sua vez, divulgou resultados com sinais mistos. O volume de vendas caiu, junto com os preços dos alimentos vendidos. Os dados do IBGE corroboram esta mensagem, com deflação de grãos atingindo a casa de 30% em nível nacional. Por outro lado, a companhia foi capaz de ajustar sua estrutura e conter gastos, de forma que a margem operacional se manteve estável. Em outras palavras, a Camil gerou mais caixa mesmo em um cenário de receitas pontualmente menores. Continuamos animados, de modo geral, com a tese de eficiência, consolidação e expansão via aquisições.

Small Caps – Atribuição de Performance



Dividendos – Comentário Mensal

No primeiro mês do ano, nosso fundo Dividendos rendeu 7,75%, contando com a contribuição positiva do setor financeiro. As ações de grandes bancos, como Bradesco e Itaú, tiveram bom desempenho com o fluxo de recursos para compras de ações de maior liquidez, na esteira também de boas expectativas de resultados à medida em que o cenário do mercado de crédito melhora.

A recuperação da economia tem permitido uma grande desalavancagem das empresas e famílias. Os dados do Banco Central corroboram esta visão positiva para os grandes bancos com índices de inadimplência recorrentemente menores. O comportamento inelástico dos spreads bancários, por sua vez, continua uma característica marcante dos grandes bancos brasileiros, que tem melhoras nas margens financeiras no cenário de queda de juros.

Também positiva a contribuição da B3 em nosso portfólio. O crescimento do volume de negócios em bolsa, aliado à retomada dos processos de abertura de capital de empresas no Brasil e à integração das operações de BMF e CETIP, oferece grande potencial para a companhia. B3 é, na nossa opinião, uma das melhores formas de se aproveitar da maior liquidez dos mercados e do potencial aumento de volatilidade em 2018.

Dividendos – Atribuição de Performance

