

Cenário Econômico Interno

O primeiro semestre de 2019 evidenciou como o mercado financeiro e a economia real podem ter comportamentos independentes. O primeiro tem sido conduzido por expectativas e por elevados níveis de liquidez mundial, enquanto o segundo não tem evoluído por inércia e falta de um choque de confiança. Neste cenário os ativos financeiros tiveram valorizações enquanto a indústria e a massa salarial permanecem estagnadas.

Alguns números ajudam a ilustrar o ponto. Do começo do ano para cá, títulos públicos brasileiros com vencimento de dez anos deixaram de pagar 9,6% a.a. para pagar apenas 7,7% a.a., uma queda de 187bps. No caso de títulos indexados à inflação com prazo de aproximadamente trinta anos, a queda foi de IPCA + 5,0% para IPCA + 3,8%, queda de 119bps. Este movimento levou os índices IRF-M e IMA-B a apresentarem 7,0% e 15,2% de retorno, respectivamente, nestes seis meses.

Ainda neste semestre o mercado acionário também apresentou retorno positivo, quando o Ibovespa rendeu 14,9%, superando a marca simbólica dos 100 mil pontos.

Estes números poderiam ser interpretados como sinais de que a economia brasileira teria definitivamente saído da recessão e já estivesse funcionando a pleno vapor, com a dívida pública controlada, o que sabemos ser bem diferente da realidade.

Segundo dados do IBGE e da FGV, o primeiro semestre do ano não apresentou crescimento do PIB, e as perspectivas para o resto do ano não são animadoras. O relatório Focus aponta uma expectativa de crescimento de apenas 0,85%

para 2019. Desde o início do ano os indicadores de confiança sofreram recorrentes deteriorações, não há retração da ociosidade na indústria nem do desemprego e sequer vemos indicadores antecedentes apontando para uma possível melhora no curto prazo.

Esta divergência entre economia real e mercado financeiro, na nossa visão, é sustentada por um otimismo de que as reformas estruturais serão implementadas com sucesso, aliado a um cenário de farta liquidez externa e diminuição de juros internacionais.

Enquanto nossos juros nominais de dez anos caíram 187bps, como mencionamos acima, os norte-americanos, contrariando expectativas, caíram 65 bps também, de um nível de 2,7% a.a. para 2,0% a.a. O S&P 500, por sua vez, também teve rentabilidade positiva, de 17,4%, em dólares, nestes seis primeiros meses de 2019.

Enquanto o noticiário brasileiro aponta o andamento das reformas como principal causa deste otimismo, acreditamos que o mercado na verdade tem sido mais afetado por questões estruturais do mercado global.

Importante notar, portanto, que da mesma maneira que o mercado apresentou performance positiva sem a contrapartida da economia real neste primeiro semestre, o contrário pode acontecer quando as reformas forem implementadas, caso o mercado internacional venha a sofrer uma reversão de ciclo. Devemos aproveitar a relativa estabilidade e ampla liquidez externa para aprovar os necessários ajustes da economia, antes que seja tarde e o custo de implementação seja alto demais.

Cenário Econômico Externo

Para os mercados financeiros em geral, a crise financeira de 2008 foi uma divisora de águas, em especial na condução da política econômica das maiores economias. Naquele momento teve início um período de juros nominais muito baixos e um expressivo aumento no endividamento público e privado. Nesta última década, as políticas monetárias e fiscais foram utilizadas como tentativas de manter o crescimento econômico, tarefa na qual tiveram níveis controversos de sucesso, mas definitivamente nos trouxeram a uma situação delicada na qual nem o mercado, nem reguladores, nem os acadêmicos sabem como resolver: juros baixos, preços de ativos inflados, alto endividamento e crescimento lento.

A primeira ferramenta utilizada neste sentido foi a de política monetária. Na Zona do Euro a taxa básica de juros caiu de 4,0% em 2008 para 0,0% em 2016, patamar em que se manteve até hoje. Nos Estados Unidos os juros estavam ao redor de 5,25% antes da crise de 2008, atingiram 0,0% em 2010 e agora se encontram em 2,5%.

Estes níveis aparentemente atípicos de juros baixos não dão sinais que serão revertidos em breve. Os mercados esperam manutenção ou até redução ainda maior de juros, negociando títulos de longo prazo alemães, franceses e japoneses, por exemplo, a taxas negativas. Segundo estimativas da Bloomberg, há aproximadamente US\$ 13 trilhões de títulos negociados com taxas abaixo de zero atualmente.

Os Bancos Centrais foram responsáveis por gerar esta situação. Com a intenção de impulsionar a economia, o Federal Reserve

(Fed), Banco Central Europeu (ECB) e o Banco Central do Japão (BoJ) injetaram trilhões de dólares no sistema financeiro através de compras de títulos de dívida de longo prazo de seus respectivos governos. Esta política não convencional, que ficou conhecida como *quantitative easing* (QE), ajudou a criar um oceano de liquidez nos mercados. O resultado, porém, não foi o esperado, e ao invés de estimular a atividade econômica, acabou apenas inflando os preços dos ativos financeiros.

Segundo estimativas do Banco Internacional de Compensações (BIS), os principais bancos centrais detêm atualmente mais de US\$ 15 trilhões em ativos, decorrente principalmente deste programa de QE. É consenso no mercado de que este estímulo monetário não é sustentável e deve ser revertido eventualmente. O desafio está na maneira como os Bancos Centrais irão lidar com este processo, a fim de não gerar um impacto negativo sobre o mercado ao vender títulos, retirando liquidez do sistema.

Aliada a esta dinâmica monetária, os governos em geral têm se utilizado de políticas fiscais expansionistas, gerando níveis sem precedentes de endividamento. Na Zona do Euro, por exemplo, a dívida bruta aumentou de 68% em 2008 para 85% do PIB em 2018. Nos Estados Unidos, esse indicador passou de 67% para 105% no mesmo período e, dentre os países emergentes, a dívida total passou de 146% para 212% do PIB consolidado.

Paralelamente, as empresas privadas têm aproveitado essa farta liquidez e juros baixos para também emitirem novas dívidas. O volume global de títulos de dívidas privadas quase dobrou desde 2008 e chega a US\$ 13 trilhões, segundo a Organização para Cooperação e

Desenvolvimento Econômico (OCDE). Se considerarmos o endividamento global público e privado, já há mais de US\$ 250 trilhões em aberto ao redor do mundo, equivalentes a 320% do PIB mundial. Como essa dívida será paga, em um cenário de baixo crescimento econômico, permanece uma dúvida. Segundo estimativas do Fundo Monetário Nacional (FMI) a economia global vai perder ainda mais o fôlego em 2019, terminando o ano com um crescimento de 3,3%, depois de avançar 3,8% em 2017 e 3,6% em 2018.

Esta combinação de baixo crescimento e exaustão da capacidade de estímulo fiscal e monetário evidencia a complexidade do cenário atual. Mesmo diante disso, o Fed e o ECB têm sinalizado que, no caso de uma desaceleração econômica mais expressiva, devem baixar as taxas de juros ainda mais e começar novas rodadas de QE.

Na nossa visão, ao invés de insistir com estímulos monetários, a maneira mais saudável de promover a desalavancagem da economia é promover, de forma coordenada, ambientes para melhora do PIB potencial. Um primeiro conjunto de medidas neste caminho deveriam ser voltadas para e promover uma maior abertura do comércio mundial, com maior integração entre os blocos econômicos, visando criar novas cadeias globais de produção e incentivar a competitividade, infelizmente o contrário do que vem sendo feito com a guerra comercial e Brexit.

Enquanto insistirmos em estímulos monetários podemos esperar apenas um agravamento da alavancagem mundial, impulsionando preços de ativos, porém contratando dívidas impagáveis para as próximas gerações.

Cenário Renda Variável

Em junho a performance da bolsa brasileira foi positiva, concluindo um semestre de ganhos de dois dígitos para investimentos em renda variável. O Ibovespa apresentou retorno de 4,1% no mês, acumulando alta de 14,9% no ano.

Grande parte desta performance pode ser atribuída à queda generalizada de juros, que, por um simples efeito de matemática financeira, gerou valorização no valor presente dos ativos.

Com algumas exceções, os resultados das empresas ainda não demonstraram seu potencial de recuperação com a retomada cíclica da economia. Ainda há, portanto, ganhos a serem auferidos nas ações decorrentes da melhora dos fundamentos das empresas, e não apenas da queda de juros.

Neste momento esperamos valorização de empresas de forma não generalizada, principalmente daquelas empresas de qualidade cujos preços não são tão impactados pela liquidez internacional, em especial as de menor capitalização e fora do radar dos grandes investidores.

Cenário Juros

O mês de junho consolidou um movimento de queda de juros no mercado brasileiro que vem acontecendo há alguns meses.

Na curva nominal, vimos quedas de 60bps a 100 bps durante o mês, na parte curta e longa respectivamente, diminuindo a inclinação da curva. Nos títulos de juros reais, houve quedas

entre 60bps e 40 bps, na parte curta e longa respectivamente.

Mantemos nossa visão de que o Brasil pode trabalhar com taxas de juros mais coerentes com o cenário internacional, e com pares latino americanos, desde que conquistemos novamente um equilíbrio fiscal e o cenário internacional se mantenha estável.

Como exemplo, enquanto nossa taxa básica de juros é 6,5% a.a., Colômbia trabalha com 4,25%, Chile com 2,50%, Peru com 2,75% e Paraguai com 4,75%. Vemos juros maiores na região na Venezuela e Argentina, devido a inflação elevada, no Uruguai, onde os juros estão em 9,25% e deixaram de ser o principal instrumento de política monetária desde 2013, e por fim, no México onde os juros subiram de 3,0% para 8,5% desde a eleição de Donald

Trump, como maneira de mitigar o efeito negativo sobre a moeda do país.

Neste comparativo, vemos duas trajetórias possíveis para o Brasil. Por um lado, há o caminho do equilíbrio que nos permitiria trabalhar com juros mais próximos a nossos pares. Por outro lado, temos a possibilidade real de continuar no rumo do desequilíbrio fiscal, como seguiram Argentina e Venezuela.

Recentemente o Banco Central adotou uma comunicação mais aberta aos cortes da Selic, reforçando a condicionalidade deste movimento à aprovação das reformas. Acreditamos que a reforma da previdência ganhará tração no legislativo e, por consequência, deve abrir espaço para o BC reduzir marginalmente juros até o final do ano.

Projeções

Indicador	2019
Meta Selic – Fim do Período	6,00% ▼
CDI – Acumulado	6,34% ▼
IPCA – Acumulado	3,90% ▼
Crescimento do PIB	0,80% ▼

Small Caps

O fundo JMalucelli Small Caps teve uma performance positiva de 7,2% no mês de junho, acumulando um resultado positivo de 20,3% em 2019, contra 7,0% e 19,3% do Índice Small Caps nas mesmas bases de comparação. Os destaques positivos da carteira foram Eztec (EZTC3 +16,8%) e Qualicorp (QUAL3 +14,0%), sem resultados negativos dentro do portfólio.

O destaque financeiro do mês de junho foi a divulgação de volumes de vendas da companhia Fras-le.

A empresa vem, desde o início do ano, apresentando receita aproximadamente 30% maior do que a do ano passado. Este crescimento se deve à incorporação das receitas da Fremax (Joinville), ASK Fras-le (Índia) e Jurid (Sorocaba), adquiridas em 2018.

A estratégia de expansão por meio de aquisições tem como objetivo complementar o seu portfólio de produtos e promover um aumento da participação de mercado nos segmentos onde já atua. Adicionalmente, esta estratégia contribui para uma elevação no grau de internacionalização da companhia e gera retornos aos acionistas ao incorporar ganhos de sinergia nas operações. Como a proximidade geográfica dos fornecedores é um ponto valorizado pelos clientes do segmento de reposição, essa internacionalização passa a ser mais um diferencial da Fras-le para atender este mercado altamente competitivo.

A Fras-le apresenta faturamento anual médio de R\$ 1,2 bilhões e margem operacional EBIT esperada de 10%. Com uma dívida líquida de R\$ 165 milhões, a companhia está sendo avaliada pelo mercado em apenas R\$ 1 bilhão.

Dividendos

No mês de junho, o fundo JMalucelli Marlim Dividendos apresentou uma rentabilidade positiva de 5,5%, acumulando alta de 20,5% em 2019, enquanto o Índice Dividendos apresentou 3,1% e 18,7% nas mesmas bases de comparação. Os destaques positivos da carteira foram Alfa Holding (RPDA5 +16,9%), Qualicorp (QUAL3 +14,0%) e Sanepar (SAPR11 +11,7%). Do lado negativo tivemos Unipar (UNIP6 -3,0%) e Whirlpool (WHRL4 -2,0%).

Atualmente temos mais de 20% da carteira do Marlim Dividendos alocado em empresas relacionadas ao setor elétrico, seja por geração (AES Tietê), transmissão (Taesa) ou pela distribuição de energia elétrica (Coelce e Coelba). Estas empresas desfrutam de

vantagens que almejamos na nossa estratégia, como retornos previsíveis e barreiras de entrada.

Nesse mês de junho tivemos uma evolução importante no âmbito legal do setor elétrico, com a aprovação pela Câmara do Deputados do projeto de lei 10.985. Este normativo trata, dentre outros assuntos, de uma solução para a judicialização do risco hidrológico (GSF). Devido a algumas mudanças feitas no texto, a proposta deve voltar ao Senado antes de ser sancionada e regulamentada pela ANEEL, mas já foi recebida positivamente pelas empresas do setor e participantes do mercado.

O GSF, sigla inglesa para *Generation Scaling Factor*, mede a diferença entre a energia que as hidrelétricas deveriam disponibilizar ao sistema contra a energia efetivamente gerada por elas.

Durante os meses secos do ano, parte da energia acaba sendo gerada por outras fontes não hídricas para poupar os níveis dos reservatórios das hidrelétricas. A energia que havia anteriormente sido “vendida” pelas geradoras, porém, acaba não sendo efetivamente “gerada” por suas usinas, tendo que ser “comprada” posteriormente no mercado de curto prazo para compensar essa diferença, normalmente a preços muito elevados.

As geradoras, há algum tempo, têm questionado como esse cálculo deveria ser feito, alegando que parte desse risco não deveria ser delas. A culpa pelo desequilíbrio no GSF, segundo as companhias, tende a ser alheia a sua responsabilidade. Algumas das causas apontadas são a importação de energia e o atraso na entrega de projetos de hidrelétricas no norte do país (Usinas de Santo Antonio, Jirau e

Belo Monte). Com tantos questionamentos sobre o tratamento do risco hidrológico, o tema acabou sendo levado à justiça pelas maiores geradoras do país, que se recusaram a liquidar suas faturas referentes ao GSF.

A justiça havia concedido liminares para suspender o pagamento das faturas, mas de forma temporária. Em 2018 o STJ decidiu que as geradoras deveriam voltar a pagar os valores referentes ao GSF a partir de fevereiro do mesmo ano. As faturas referentes a períodos anteriores a fevereiro de 2018, porém, continuam travados na justiça. Ao total, essas faturas acumulam mais de R\$ 7 bilhões entre as hidrelétricas do sistema. Com o projeto de lei

citado, este tema seria resolvido e as usinas seriam parcialmente ressarcidas destes valores através do aumento do prazo de suas concessões.

Uma de nossas empresas investidas, a AES Tietê, possui um saldo devedor de mais de R\$ 1 bilhão referentes ao GSF, que causavam receios sobre a saúde financeira da companhia. Vemos o avanço do projeto de lei como positivo para a companhia e para o setor, eliminando uma incerteza dessa linha de negócios, trazendo maior segurança jurídica para o mercado livre de energia e, principalmente, destravando a pauta legislativa do setor elétrico para outros temas importantes.

Rentabilidades

Renda Fixa	Mês	Ano	12 meses
JMalucelli Tesouro Premium FI RF Referenciado DI % CDI	0,45%	2,92%	6,53%
	95,7%	95,1%	95,0%

Renda Variável	Mês	Ano	12 meses
JMalucelli Marlim Dividendos FIA	5,46%	20,48%	25,62%
Ibovespa	4,06%	14,88%	31,55%
JMalucelli Small Caps FIA	7,18%	20,28%	39,07%
Ibovespa	4,06%	14,88%	31,55%

Indicadores	Mês	Ano	12 meses
CDI	0,47%	3,07%	6,87%
Ibovespa	4,06%	14,88%	31,55%
IMA-B	3,73%	15,21%	28,35%
IDIV	3,11%	18,67%	41,35%
SMLL	6,99%	19,26%	36,52%



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.

MQ2 | **MOODY'S**
INVESTORS SERVICE



Autorregulação
ANBIMA

Gestão de Recursos