

Cenário Econômico

Ao contrário de janeiro, o mês de fevereiro foi inexpressivo em termos de retornos nos mercados em geral. O Ibovespa apresentou retorno de -1,9% e, no universo de renda fixa, a curva de juros pouco se alterou neste mês, gerando pequenos ganhos de 0,6% ao IMA-B.

A agenda de notícias locais, no entanto, foi significativa, especialmente devido a apresentação oficial da proposta de reforma do sistema previdenciário, entregue pelo próprio presidente da República ao presidente do Congresso na forma de proposta de emenda constitucional. Também neste mês passou de forma tranquila pela sabatina do Senado o próximo presidente do Banco Central, Roberto Campos Neto, com um discurso moderado de continuidade do trabalho de política monetária atual.

A razão pela qual estas notícias não tiveram impactos significativos nos preços foi que não houve surpresas em nenhuma delas. O mercado já estava antecipando uma proposta audaciosa da reforma da previdência e vê como dada a continuidade do plano de política monetária do Banco Central. A capacidade do governo em montar uma base sólida de apoio entre os parlamentares, no entanto, continua como principal dúvida entre os agentes do mercado.

Para um observador externo, não familiarizado com a dinâmica política brasileira, não pareceria ser um tema de difícil aprovação pela população de um país. A previdência social no Brasil já tem um preceito constitucional de equilíbrio atuarial, ou seja, prevê que o sistema de arrecadações e gastos com aposentados seja autossuficiente. Este preceito claramente não tem sido respeitado, como aponta o recorrente déficit atuarial de bilhões de reais nos últimos anos.

Uma proposta para reestabelecer o devido equilíbrio soa no mínimo óbvio e, dado que passamos décadas postergando este ajuste, o rombo torna o assunto urgente. Felizmente, à parte de poucos agentes mal-intencionados e alguns irracionais, o mérito da questão já é amplamente consensual. A forma do ajuste, no entanto, é o que está sendo discutido.

A resposta para esta discussão passa invariavelmente por (i) aumentar as arrecadações e (ii) diminuir os gastos. Isto pode ser feito aumentando alíquotas de contribuição, diminuindo os valores das pensões e aumentando o tempo de contribuição, estabelecendo idades mínimas para solicitação do benefício. Em última instância, a previdência social é distributiva, ou seja, é uma transferência de renda entre os que trabalham para os que estão inativos. A matemática, portanto, é impiedosa. Hoje, em número aproximados, cada idoso é sustentado por cinco pessoas em idade ativa. Daqui a 35 anos, no entanto, quando um jovem de hoje buscar se aposentar, esse vai contar com apenas 1,5 jovens para sustentar o seu padrão de vida pelo sistema público de previdência.

A reforma é fundamental e condição necessária para que o país não tenha um cenário fiscal caótico. Pagar contas atrasadas e sair do vermelho, entretanto, não faz de ninguém rico. Apesar de necessária, a reforma da previdência está longe de por si só garantir que o país irá crescer de forma saudável e entrar para o rol de melhores países do mundo para se fazer negócios, como se almeja. Para atingir estas metas há um enorme caminho pela frente.

Mesmo que o governo tenha sinalizado a inclinação a uma agenda neste sentido, com propostas de desburocratização e simplificação tributária, querer não é poder no mundo da política e convencer uma maioria ampla dentre os 513 deputados federais divididos em mais de vinte partidos acerca de temas complexos e impopulares será tarefa heroica até mesmo para um *dream team* econômico, um governo recém-eleito democraticamente e um Congresso renovado.

Sob esta ótica, nos parece ainda muito cedo para comprar a tese de que o Brasil deu certo. O comportamento positivo dos últimos meses dos mercados de renda variável e renda fixa, no entanto, nos obriga a refletir sobre quais as expectativas dos demais. Taxas de juros reais de longo prazo próximas de 4%, Ibovespa atingindo cem mil pontos, excesso de demanda por emissões primárias comprimindo as rentabilidades de Debêntures e Letras Financeiras públicas são, na nossa visão, reflexos de um cenário externo favorável, elevada liquidez e marcam uma ansiedade por uma inflexão do ciclo econômico.

Apesar de acreditar fundamentalmente que entramos em uma fase positiva no ciclo econômico, estamos céticos quanto a suavidade do processo de aprovação das reformas e permanecemos cautelosos nas alocações. Para seguir apostando na continuidade do *rally* dos mercados, devemos ver mais evidências de que o legislativo realmente tem as prioridades certas e não se deixará influenciar por pressões de grupos de interesse, todos querendo sua meia-entrada e propensos a deixar a conta do ajuste para o próximo. O economista canadense John K. Galbraith expôs bem ao dizer que política consiste em escolher entre o desagradável e o desastroso. Esperamos uma escolha pelo desagradável, mas necessário.

Projeções

Indicador	2019
Meta Selic – Fim do Período	7,00%
CDI – Acumulado	6,55%
IPCA – Acumulado	4,10%
Crescimento do PIB	3,00%

Rentabilidades

Fundos	Mês	Ano	12 Meses	Desde 30/06/2008
JMalucelli Small Caps FIA	0,5%	8,8%	10,2%	219,8%
JMalucelli Marlim Dividendos FIA	0,0%	12,2%	11,2%	184,1%

Índices	Mês	Ano	12 Meses	Desde 30/06/2008
Ibovespa	-1,9%	8,8%	12,0%	47,0%
IBX-50	-1,7%	8,6%	10,8%	62,1%
Índice Small Caps	-1,8%	7,4%	11,7%	93,3%
Índice Dividendos	-2,0%	10,2%	17,0%	118,7%

Small Caps

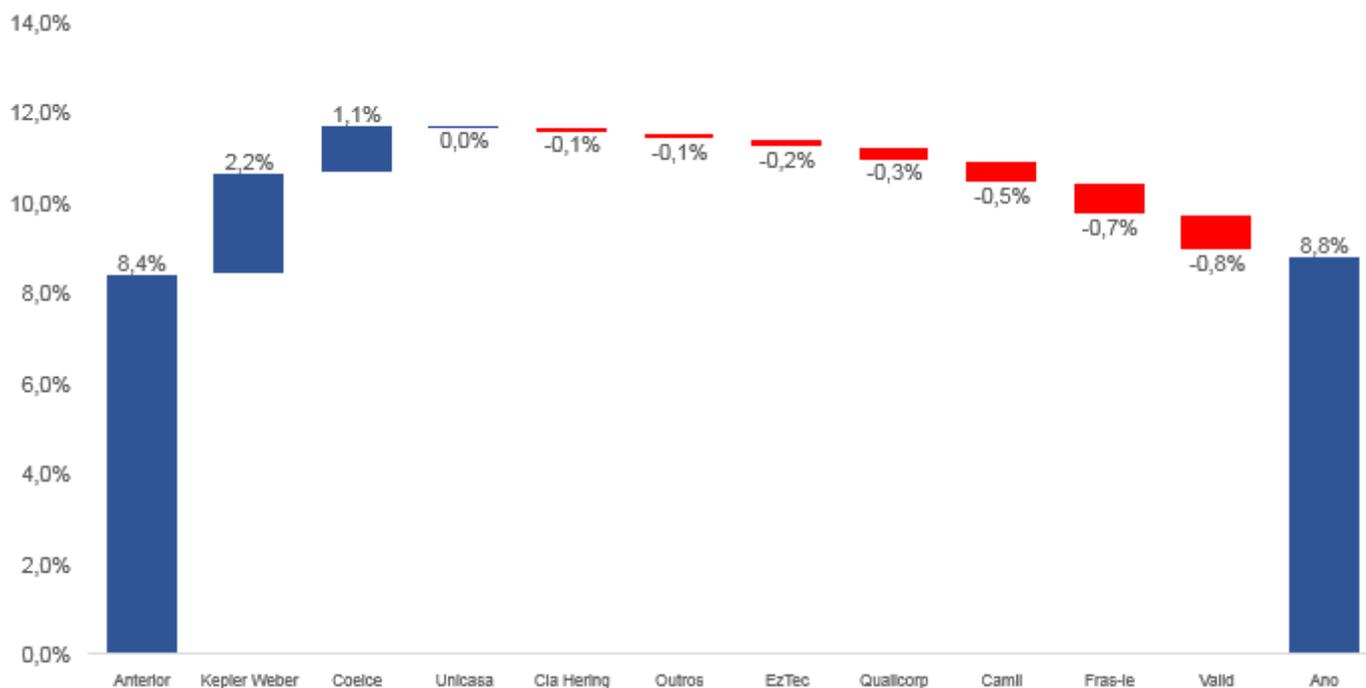
No mês de fevereiro, o JMalucelli Small Caps apresentou rentabilidade de 0,5% contra -1,8% do Índice Small Caps. Destacamos alguns dados interessantes que impactam a principal a maior posição atual do fundo, Kepler Weber, que também foi a principal contribuição positiva do mês.

As ações desta companhia, que compõe aproximadamente 15% da nossa carteira atual, se valorizaram 14% em fevereiro, atingindo o valor de R\$ 17,15 no último pregão do mês. Apesar de ser movida por baixo volume de negócios, esta alta está alinhada com uma melhora esperada para os resultados do final do ano passado, que serão divulgados em março deste ano.

Um dos principais indicativos de que a companhia desfrutou de um bom final de ano são os dados de financiamentos do setor agrícola, que no último trimestre atingiram o maior nível desde 2015. Foram mais de R\$ 290 milhões desembolsados no trimestre pelo BNDES, especificamente no Plano de Construção de Armazenagem, o PCA. Este volume ficou 30% acima do trimestre imediatamente anterior e 150% superior ao mesmo trimestre de 2017.

Estes dados, publicados mensalmente no portal de transparência do Banco, sinalizam que os produtores agrícolas voltaram a demandar com vigor recursos para ampliação de silos de armazenamento e beneficiamento de grãos. Vamos esperar os resultados oficiais da companhia para confirmar as expectativas, mas possivelmente veremos surpresas positivas para este case.

Atribuição de Performance de Fevereiro



Dividendos

Em fevereiro as cotas do JMalucelli Marlim Dividendos ficaram com praticamente nenhuma alteração, com rentabilidade de -0,02%, contra -2,0% do Índice Dividendos. Com a temporada de divulgação de resultados do último trimestre de 2018 oficialmente aberta, destacamos a performance apresentada pela companhia Telefônica, líder do setor de telecomunicações brasileiro e uma das principais posições nosso portfólio.

A Telefônica encerrou o ano de 2018 com resultados trimestrais aparentemente tímidos, com estabilidade de receitas operacionais, apenas 0,6% de crescimento no ano. Nas linhas abaixo da receita, no entanto, algumas mudanças importantes mostram como a companhia está se transformando e por quê acreditamos que ela continuará sendo uma boa pagadora de dividendos.

Em primeiro lugar, notamos como a empresa tem sido capaz de substituir linhas de negócios em declínio por novos serviços na vanguarda tecnológica em pleno crescimento. Como exemplo, a parcela de receita de serviços de voz pré-pago e internet “via cobre” vêm dando espaço para o crescimento de planos pós pagos e internet de Ultra Banda Larga (UBL).

Os números exemplificam bem este ponto e, ao contrário da primeira linha de receita consolidada, demonstram como o ano passou longe da estabilidade. No ano de 2018, o número de acessos fixos de voz, cuja mensalidade média é de R\$ 35, diminuiu 6%. Em seu lugar, acessos de UBL, com mensalidades médias acima de R\$ 58, aumentaram 10% e atingiram dois terços do total de acessos de banda larga da companhia.

Este tipo de tecnologia, com fibra ótica e ticket médio maior, é prioridade do plano de investimento e expansão da empresa, em especial em cidades menores onde por vezes a Telefônica é a única provedora de tal serviço. Este posicionamento vanguardista no ramo de telecomunicações, que mantém a empresa na liderança de *market share*, renova as apostas de continuidade dos negócios.

No segmento móvel também podemos observar uma clara tendência de migração de clientes de planos pré-pagos para planos “controle”, uma combinação entre pré e pós-pago. Estes planos híbridos apresentam mensalidade média maior, aproximadamente R\$ 52 contra R\$ 12 dos pré-pagos. Este efeito positivo na composição de usuários é razão pela qual a companhia mostrou crescimento de 3% de receita mesmo com 14% menos usuários de pré-pagos e aumento de “apenas” 10% no número de usuários de planos pós-pagos.

Adicionalmente, importante notar como a companhia apresentou uma expansão de 1,7 p.p. na margem EBITDA recorrente mesmo em um cenário de receita estável. Esta expansão mostra o contínuo esforço da Telefônica em manter uma estrutura de custos adequada, através da digitalização e simplificação de processos.

Por último, merece destaque a decisão judicial favorável à empresa de exclusão do ICMS da base de cálculo do PIS/COFINS relativo às operações da Vivo entre 2004 e 2013. Tal ganho extraordinário, somado ao bom ano operacional da companhia, fez a companhia reconhecer um lucro líquido de R\$ 8,9 bilhões em 2018. Com isso, a companhia anunciou a intenção de distribuir R\$ 7 bilhões em dividendos e juros sobre capital aos seus acionistas, o que significa um *dividend yield* de aproximadamente 8,3%.

Atribuição de Performance de Fevereiro

