

## Cenário Econômico

Com o encerramento de 2018, é pertinente a realização de um balanço da conjuntura econômica atual, a fim de verificar como a mesma se encontra depois de todos os eventos ocorridos durante o ano. As condições são de melhora de confiança, aumento de crédito, equilíbrio da inflação e juros baixos.

Soariam bem, não fossem essas as mesmas condições vistas no início de 2018. Naquele momento, por exemplo, também havia preocupação com o nível de preços internacionais e passávamos por uma recente mudança de agenda política para um viés mais liberal, com uma equipe econômica bem formada e reformas em andamento.

De modo geral, portanto, 2018 se encerra de maneira substancialmente similar à que se iniciou. Como motivos, podemos listar vários. A greve dos caminhoneiros em maio, a intervenção militar no estado do Rio de Janeiro, a perda de capital político do então presidente, os meses de incerteza que precederam as eleições e a maior volatilidade no mercado externo. Todos eles evitaram que as expectativas positivas se consolidassem em 2018.

Dentro deste cenário, para que o desfecho seja diferente em 2019, crescimento econômico sem pressões inflacionárias, apoio político às reformas necessárias e contas externas em condições de suportar os riscos internacionais são os principais temas de conjuntura a serem monitorados. Há razões para acreditar.

O primeiro foi extensivamente comentado por nós durante o ano. A inegável capacidade ociosa a ser aproveitada, aliada a um cenário de baixa inadimplência, expansão de carteiras de crédito e retomada de investimentos, deve puxar o PIB de 2019 sem causar pressões sobre a inflação. A depender do comportamento desta variável, pode existir espaço até mesmo para novas reduções na taxa de juros.

O risco de não andamento da agenda reformista, por outro lado, continua presente. Este risco pode vir tanto do gasto de capital político com pautas não fiscais como também da perda de popularidade dos atuais membros do Executivo com eventuais denúncias de corrupção. De qualquer forma, não nos parece o cenário mais provável. A agenda do novo governo, pautada em princípios claros como desburocratização e liberalismo, deve receber apoio do Congresso, composto majoritariamente por parlamentares de centro-direita e direita, principalmente nos primeiros meses.

O avanço destas reformas coloca o Brasil como o país emergente mais promissor para os mercados internacionais, segundo pesquisas especializadas. O fracasso em implementá-las, por outro lado, é visto por especialistas como uma certeza de colapso fiscal. Um quadro binário que exige atenção e cautela para se definir que riscos assumir nas carteiras. Como dizia Tom Jobim, o Brasil não é para principiantes.

No âmbito externo, o ano de 2018 se mostrou extremamente desafiador para países emergentes, com diversos eventos adversos ocorridos durante o ano. A normalização da política monetária em países desenvolvidos, a guerra comercial entre EUA e China, o crescente risco de uma nova crise do Euro com a Itália, a desaceleração da economia chinesa, a ausência de acordo entre a UE e o

Reino Unido sobre o Brexit e a crescente preocupação sobre uma possível recessão nos EUA foram eventos que marcaram o ano.

Depois de quatro aumentos de taxa em 2018, o FED sinalizou no final do ano passado que os juros americanos já se encontram perto da taxa de juros neutra do país, reduzindo drasticamente as apostas do mercado em mais altas no ano de 2019. A iminência de uma recessão na economia americana nos próximos trimestres, temida pelo mercado devido ao longo período de crescimento pelo qual o país está passando, pode ter contribuído também. Uma postura *hawkish* do FED, ou seja, mais contracionista, algo agora menos provável, poderia acentuar ainda mais o risco de crise sob estas circunstâncias.

Um olhar atento ao ritmo de crescimento é necessário também em outros países. Hoje, é consenso que uma desaceleração da economia global deve acontecer em 2019, cenário que, cedo ou tarde, leva à assunção de maiores riscos e resulta em elevada volatilidade, conforme o mercado reage a novas informações.

O Brasil, por sua vez, se implementar o ajuste fiscal, se encontra numa posição confortável contra fatores externos mesmo com o cenário externo desafiador para mercados emergentes. Apesar da retomada dos níveis de importações e da possível redução de exportações, as contas externas devem continuar sólidas. Temos mais reservas internacionais que dívida denominada em moeda estrangeira e o fluxo de divisas via investimento direto é mais que suficiente para compensar o atual déficit em transações correntes. Com as contas equilibradas, haverá espaço, em nossa visão, para desvalorização relevante do Dólar em relação ao Real.

## Projeções

Indicador	2019
Meta Selic – Fim do Período	7,25%
CDI – Acumulado	6,55%
IPCA – Acumulado	4,40%
Crescimento do PIB	3,00%

## Rentabilidades

Fundos	Mês	Ano	12 Meses	Desde 30/06/2008
JMalucelli Small Caps FIA	3,3%	10,7%	10,7%	193,5%
JMalucelli Marlim Dividendos FIA	0,1%	8,3%	8,3%	153,3%

Índices	Mês	Ano	12 Meses	Desde 30/06/2008
Ibovespa	-1,8%	15,0%	15,0%	35,2%
IBX-50	-2,1%	14,5%	14,5%	49,3%
Índice Small Caps	2,1%	8,1%	8,1%	79,9%
Índice Dividendos	0,7%	15,9%	15,9%	98,4%

## Small Caps

O encerramento de 2018 foi razoável para o JMalucelli Small Caps FIA. O Fundo encerrou o ano com uma rentabilidade abaixo do Índice Bovespa, mas acima do Índice Small Caps. De modo geral, foi um ano de maior protagonismo das empresas maiores e com mais liquidez, com a nossa estratégia se comportando bem dentro do universo das empresas de menor capitalização. O bom desempenho de determinadas posições, por exemplo, mais que compensou os impactos negativos de outros nomes.

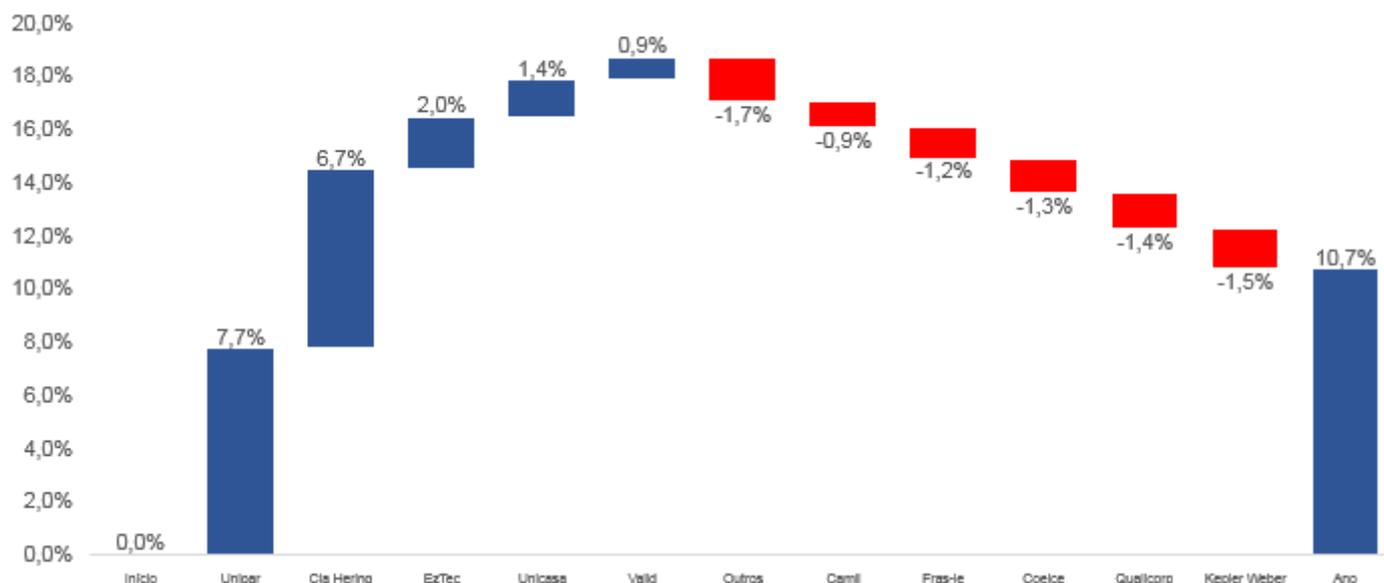
Vejamos, por exemplo, a Unipar Carbocloro, exemplo de *case* que buscamos nesta estratégia e que mantivemos enquanto o *upside* projetado estava de acordo com a estratégia da carteira. No final de 2017, quando o valor da companhia ainda estava abaixo do valor considerado justo por nós, nosso investimento na companhia já auferia um retorno superior a 200%. Em 2018, ano em que vendemos nossa posição nesta carteira, o *case* atingiu um retorno acumulado de 717%, contra retornos de 36% e 168% do Índice Bovespa e do CDI, respectivamente, nos longos anos em que mantivemos a posição. A Hering, por sua vez, evoluiu positivamente nos últimos meses, quando auferimos em apenas seis meses um retorno de 117%. A título de comparação, no mesmo período, o Ibovespa e o CDI registraram altas de 18% e 3%, respectivamente.

Outros nomes que merecem destaque são Eztec e Unicasa – mesmo não nos trazendo os retornos desejados nesses nomes, o ano de 2018 trouxe boas notícias para ambas as empresas. No tocante à Eztec, ressaltamos a sanção da Lei 13.786, de 27/12/2018, também conhecida como Lei dos Distratos, que aumentou a multa para quem desiste da compra de um imóvel na planta. A nova lei traz consigo maior clareza quanto aos direitos e deveres das incorporadoras e dos compradores no tocante à compra de um imóvel.

Para a Unicasa, o ano de 2018 ficará marcado pela reestruturação pela qual passou, reduzindo despesas e ajustando o tamanho da operação. Estas medidas contribuíram para a reversão do prejuízo registrado nos nove primeiros meses de 2017 em lucro no mesmo período em 2018. Além disto, destacamos o contrato estabelecido pela empresa para distribuição exclusiva de uma linha de produtos no mercado dos Estados Unidos pelos próximos dez anos. A entrada da companhia em um dos maiores mercados consumidores de móveis do mundo representará uma receita de no mínimo dez milhões de dólares ao ano.

Com a melhora da economia e a maior clareza advinda da Lei dos Distratos, esperamos melhora nas vendas de novas moradias e de móveis planejados, impulsionando os resultados de ambas as empresas. Considerando as boas perspectivas também para as outras empresas inseridas em nossa carteira, 2019 começa com um expressivo potencial de valorização para o JMalucelli Small Caps FIA.

## Atribuição de Performance do Ano



## Dividendos

O JMalucelli Marlim Dividendos FIA teve uma performance positiva em 2018, porém aquém do Índice Bovespa. O principal retorno do ano também foi advindo da Uniper Carbocloro, posição que, pelo perfil, permanece na carteira de dividendos para 2019.

Os outros destaques de rentabilidade do ano foram do setor financeiro, como Itaúsa, Bradesco e B3. Estávamos certos em apostar que, após um início de ano em que a maior parte dos analistas duvidava da capacidade dos bancos conseguirem bons retornos em um cenário de juros baixos, estes seriam capazes de manter retornos acima dos seus custos de capital, com elevados *spreads* e receitas com serviços.

Bradesco e Itaúsa, por exemplo, apresentaram crescimento do lucro líquido até o fechamento do terceiro trimestre de 11,1% e 7,4%, respectivamente. Os bons resultados e a resiliência do setor no período se traduziu em rentabilidade anual de mais de 29% nas ações PN do Bradesco e 33% nas ações PN da Itaúsa, ambas acima do retorno de 15% do Ibovespa. Com este desempenho, cada um destes ativos foi responsável por 2,5% do resultado nominal apresentado pelo Fundo.

Continuamos convictos que 2019 também será um ano benéfico para o setor. Acreditamos que a queda da inadimplência – principal responsável pelos bons resultados de 2018 – deverá continuar e que a melhora da economia permitirá um crescimento com qualidade nas carteiras de crédito para empresas e pessoas físicas.

A B3, por sua vez, auferiu importantes ganhos de sinergia com a Cetip e se beneficiou da maior volatilidade no ano, com fluxo de entrada e saída intenso nos mercados de renda variável. O volume

médio diário negociado em ações, por exemplo, apresentou crescimento de aproximadamente 30% nos últimos 12 meses.

Olhando para frente, nossa perspectiva é de que a B3 deve novamente apresentar, com a melhora da economia e o aumento do volume negociado nos mercados de renda fixa e de renda variável, ótimos resultados em 2019. Sempre gostamos de lembrar que a companhia apresenta como vantagem competitiva alta barreira de entrada devido ao alto capital tecnológico empregado, fato que deve permanecer nos próximos anos.

Nos outros setores, as perspectivas também são positivas para 2019, com o crescimento dos lucros esperado resultando em valorização das ações, aumento do *dividend yield* ou, mais provável, os dois conjuntamente. Uma carteira de dividendos com estas características, como gostaríamos de destacar, é uma excelente maneira de se expor ao mercado de renda variável, com volatilidade reduzida e elevado potencial de valorização.

### Atribuição de Performance do Ano

