

Cenário Econômico

O ambiente econômico no Brasil tem evoluído favoravelmente este ano. As reformas mais avançadas no âmbito fiscal, no entanto, têm como objetivo evitar uma crise fiscal em larga escala e não implicam necessariamente em prosperidade, mas sim ausência de caos. As reformas estruturais de agenda econômica liberal, por sua vez, terão seus efeitos sentidos apenas no longo prazo e em sua maioria ainda estão longe de serem implementadas. A recuperação da atividade, apesar de positiva, ainda é lenta e o potencial de crescimento é menor agora do que nas últimas décadas.

É difícil acreditar, portanto, que o mercado já esteja precificando o sucesso destas mudanças estruturais. Na nossa visão, a principal variável que explica a boa performance dos ativos de risco este ano é a queda da curva de juros, e por consequência a taxa de desconto dos ativos financeiros, causando valorizações significativas. Isto tem duas implicações práticas. Primeiramente, significa que todo o restante da agenda de reformas ainda não foi precificado e guarda grande potencial. Por outro lado, qualquer reversão no nível de juros seria desastrosa para os preços dos ativos.

Por este segundo motivo, uma análise do que tem proporcionado este nível baixo de juros é fundamental. Há quem defenda que a “espinha dorsal” da inflação e juro alto no Brasil foram quebrados. Somos céticos em relação a isto, como demonstraremos adiante. Apesar da Selic ter razões para ficar em níveis condizentes com o cenário internacional e o juro estrutural de longo prazo ter espaço para redução, o atual nível da Selic é estimulativo e passageiro, dado

que a inflação brasileira ainda pode surpreender.

A variável chave para entender esta dinâmica no curto prazo é a taxa básica de juros, definida pelo Banco Central como ferramenta de política monetária. Neste sentido, sua determinante são as expectativas de inflação da economia.

Acontece que a inflação brasileira tem grande influência de fatores exógenos, como preços administrados e de alimentos, definidos muito mais por políticas públicas e fatores climáticos do que pelo nível de atividade. Segundo dados do próprio Banco Central, fatores exógenos ao ciclo econômico corresponderam em média por 25% da inflação anual desde 2010. Os outros três quartos são fruto da dinâmica dos preços livres e do impacto das expectativas e inércia inflacionária. Desta forma, o principal canal de transmissão dos juros para a inflação, através do mercado de crédito impulsionando ou retraindo a atividade econômica, afeta somente 75% da inflação anual, tendo o restante sua dinâmica própria.

Adicionalmente, a definição de Selic não impacta todo o mercado de crédito brasileiro. A predominância de créditos direcionados no mercado brasileiro, como linhas especiais do BNDES ou financiamentos imobiliários na Caixa Econômica, limitam o impacto que a Selic tem sobre a disponibilidade e custo do crédito. Estas linhas contam com taxas subsidiadas que na maioria das vezes não refletem as taxas praticadas pelo mercado.

A junção destes dois fatores, a inflação exógena e o crédito direcionado, faz com que o esforço monetário necessário para impactar a inflação

seja muito grande, uma das razões pelas quais os juros brasileiros costumaram ser dos mais elevados no mundo.

Atualmente temos tido a felicidade de ver a inflação sob controle. Nos últimos anos isto tem sido possível graças a produção recorde de alimentos (2017), elevada ociosidade da economia (2018) e o próprio efeito inercial (2019). Não devemos contar com estes benefícios para sempre. Para que o Brasil trabalhe com inflação mais baixa no longo prazo, respeitando um limite de meta de inflação cada vez menor, será necessário um período prolongado de equilíbrio e reajuste de expectativas generalizado. Ainda somos céticos quanto à manutenção da inflação abaixo do centro da meta por períodos longos pois não vemos indícios de mudanças desta natureza.

O que aconteceria, portanto, se os preços voltassem a subir, fruto de um choque adverso nos preços de energia elétrica, ou quebra de safra severa? Até mesmo reajustes em tarifas de utilidades públicas ou preços internacionais do petróleo poderiam ser o próximo vilão. Nestes casos, o Banco Central iria usar das suas ferramentas para tentar controlar a inflação, como sempre o fez. A Selic seria acionada, surpreendendo o mercado e desestabilizando as expectativas. O mercado parece sequer contar com esta possibilidade, convicto de que a inflação acima da meta é coisa de outro Brasil do passado longínquo.

O mais recente comunicado do Copom nos pareceu prudente ao impor mais cautela ao mercado, a fim de evitar excessos. A inflação ainda não foi vencida, apenas nos deu trégua.

Projeções

Indicador	2019		2020	
Meta Selic – Fim do Período	4,50%	▼	5,50%	=
CDI – Acumulado	5,97%	▼	4,74%	=
IPCA – Fim do Período	3,40%	▼	4,00%	=
Crescimento do PIB	0,91%	=	1,72%	=

Small Caps

O fundo JMalucelli Small Caps teve uma performance positiva de 1,8% no mês de outubro, acumulando um resultado de 34,1% em 2019, contra 2,3% e 33,6% do Índice Small Caps nas mesmas bases de comparação. Os destaques positivos da carteira foram Rodobens (RDNI3 +24,9%) e Qualicorp (QUAL3 +14,3%). Do lado negativo tivemos perdas com Terra Santa (TESA3 -10,6%) e Valid (VLID3 -3,9%).

Até o fechamento do mês de outubro, as ações da Valid acumulavam desvalorização de -26% no ano. Esta tem sido nossa principal detratora de retorno em 2019, retirado mais de 220bps de retorno do fundo.

A companhia hoje enfrenta o desafio de lançar novas soluções ao mercado, adaptando-se a necessidade da sociedade por tecnologias de identificação digital, ao passo que suas linhas de negócio atuais enfrentam maior competição, menores margens ou redução de volumes.

Individualmente, cada linha atual de negócio tem seus desafios próprios. A emissão de cartões de pagamento sofre com maior competição e corre o risco de perder relevância para meios digitais antes mesmo da completa adoção da tecnologia com *chips*. Os produtos voltados para telecomunicações tornam-se rapidamente *commodities*, e nem mesmo a presença em mercados em desenvolvimento na África e Ásia será suficiente para conter sua moderação de resultados.

No segmento de identificação, o mercado norte-americano se mostra mais competitivo do que inicialmente esperado pela administração, refreando as expectativas de expansão naquela região. No Brasil, a ameaça de novas regras de

renovação das CNHs, ainda a maior contribuição para resultados da companhia, pode reduzir significativamente o faturamento nesta área, contribuindo para o desalento.

Contribuições pontuais positivas, como os contratos para impressão de exames escolares nacionais recém conquistados, não são a resposta para a sustentabilidade dos negócios da empresa.

Todas estas linhas atuais, com gradual decaimento, devem gerar ao redor de R\$ 150 milhões de resultado operacional, ou ao redor de R\$ 90 milhões anuais de lucro líquido. Dado que a Valid tem relativamente baixa necessidade de reinvestimento e dívida controlada, as operações são fortes geradoras de caixa.

Se a empresa se limitasse a esta análise até aqui, o valor de mercado de R\$ 930 milhões na bolsa pode parecer razoável, conforme fechamento do mês. Estaríamos, no entanto, desconsiderando completamente as novas linhas de negócios já desenvolvidas e por se desenvolver. A Valid possui uma capacidade comprovada de introduzir inovações tecnológicas enquanto o mercado brasileiro possui uma capacidade comprovada de subestimá-la.

Atualmente, a principal aposta para utilização das soluções de segurança e identificação são para a próxima geração de dispositivos conectados, muito além dos aparelhos celulares pessoais. A conectividade entre equipamentos, máquinas, computadores, automóveis e dispositivos requer identificações individualizadas para funcionar. A segurança da comunicação entre dispositivos é considerada um dos principais entraves ao desenvolvimento destas tecnologias.

A Valid já está posicionada neste mercado, com contratos ativos para fornecimento de tecnologia e inteligência para conectar a próxima geração de veículos da Audi, por exemplo. O mais interessante dessa nova linha de negócios é o fato de a Valid fornecer um produto digital (*software*), ao invés de apenas fabricar chips para os dispositivos (*hardware*), evitando assim a comoditização de seu produto final.

A velocidade com a qual estas novas tecnologias irão se mostrar rentáveis e por quanto tempo as atuais continuarão a gerar caixa de forma sustentável é a chave para a companhia.

Na nossa visão, o mercado negocia as ações da Valid desconsiderando o lançamento de novas tecnologias, o que faz com que o preço atual de Valid nos pareça ainda uma barganha. Não temos controle de quando isto irá se reverter, tampouco garantia de sucesso da empresa nestas novas empreitadas, mas esperamos bons resultados deste investimento com uma margem de segurança interessante.

Dividendos

No mês de outubro, o fundo JMalucelli Marlim Dividendos apresentou uma rentabilidade positiva de 3,7%, acumulando alta de 28,3% em 2019, enquanto o Índice Dividendos apresentou 1,5% e 28,9% nas mesmas bases de comparação. Os destaques positivos da carteira foram Whirlpool (WHRL4 +50,0%) e Qualicorp (QUAL3 +14,3%). Do lado negativo tivemos AES Tietê (TIET11 -4,0%) e Telefônica (VIVT4 -3,4%).

O JMalucelli Marlim Dividendos busca investir em empresas com dividendos sustentáveis. Isto significa empresas com balanços sólidos, rentáveis e com previsibilidade de receitas.

Por este motivo, um dos principais setores nos quais o Fundo investe atualmente é o de utilidades públicas, ou *utilities*. Este setor compreende as empresas dedicadas aos serviços de atendimento básico a população que são cedidos pelo governo. Os melhores exemplos de *utilities* são os serviços de distribuição de energia elétrica, gás, água, e saneamento básico.

Estes tipos de serviços são usualmente associados a estabilidade, porém eventos regulatórios podem chacoalhar todo o setor. Foi assim negativamente no setor elétrico em 2012 quando a então presidente assinou a MP 579, por exemplo. Neste momento, no entanto, aguardamos um choque regulatório positivo para o setor de saneamento, com o avanço do projeto de lei nº 3.261/19.

Este setor ainda é deficitário e é um dos principais alvos de queixa da sociedade. O projeto de lei em questão almeja atrair investimentos privados para suprir esta deficiência nacional, definir métricas objetivas para acompanhamento da qualidade do serviço prestado e incentivar a concorrência para modicidade tarifária sem onerar os balanços dos entes públicos.

Além das vantagens diretas à sociedade, um novo marco legal para o setor trará maior confiança aos investidores e empreendedores que se engajarem neste segmento. Algumas práticas consolidadas no mercado elétrico podem ser aproveitadas, como metodologias de remuneração dos ativos, contratos claros e

métricas unificadas de qualidade, enquanto que diferenças entre os setores devem ser respeitadas, principalmente devido a característica regional dos sistemas de abastecimento de água, em contraste a interconexão nacional do sistema elétrico.

O projeto de lei trata de pontos que acreditamos serem os mais fundamentais para o desenvolvimento do setor como, por exemplo, o fim dos contratos de programa, que atualmente impedem a livre concorrência entre companhias estatais e privadas. Também é positivo o estabelecimento de metas de universalização nos contratos de concessão, alinhando os interesses dos vários *stakeholders* envolvidos. Por fim, a inserção da Agência Nacional de Águas (ANA) como autarquia responsável pelas diretrizes nacionais do setor e pela padronização dos contratos deve, em conjunto com a atuação mais ativa das agências reguladoras estaduais, diminuir a percepção de insegurança jurídica que assola esse mercado há tempos.

Temos no investimento em Sanepar a nossa principal aposta no setor. Em métricas comparáveis, a companhia ainda é negociada com desconto relativo a outras empresas *de utilities*, com taxas de retorno implícitas dos projetos mais elevadas. Esta diferença é, na nossa visão, fruto da insegurança regulatória. Com um ambiente legal mais benigno esperamos que esta diferença na percepção de riscos diminua, valorizando significativamente as empresas do setor de saneamento.

Juros e Inflação

No mês de outubro, o JMalucelli Inflação FIRF apresentou rentabilidade de 3,9%, acumulando alta de 19,2% desde o seu início, em 13/02/2019. O *benchmark* do mercado, IMA-B, apresentou retornos de 3,4% e 18,7% nas mesmas bases de comparação.

Continuamos com uma exposição na parte longa da curva de juros reais, apostando na bem-vinda queda sustentável dos juros brasileiros aliada a redução prolongada dos níveis de juros internacionais. Trabalhamos atualmente com uma *duration* de 10,6 anos, enquanto do *benchmark* apresenta uma *duration* de 8,9 anos. Além disso continuamos com uma taxa de carregamento maior que o IMA-B. O *yield* médio da carteira do fundo está em 2,7% a.a., enquanto do IMA-B é de 2,3% a.a.

Em sua última reunião, o Banco Central reduziu a Selic para 5,0% a.a. e abriu espaço para uma nova flexibilização de 50bps para a última decisão do ano, que será no dia 11 de dezembro. Entretanto, o comitê levantou algumas dúvidas sobre o grau de novas flexibilizações adicionais em 2020, levando em conta que as perspectivas para a inflação continuam próximas à meta. Isso fez com que o mercado revertesse as apostas mais agressivas de quedas da Selic no curto prazo, com consequente aumento das taxas nos vértices mais curtos da curva de juros.

Na parte longa da curva ainda está precificada uma Selic real acima de 3,0% a.a. Acreditamos que com a continuidade das reformas estruturais nas contas públicas, aliados a diminuição da percepção de risco-país e um cenário conjuntural relativamente favorável para economias emergentes, a tendência de juros baixos pode ser duradoura. Nesse cenário

o Brasil poderá trabalhar com um juro real menor do que a curva precifica atualmente, alinhado com outros países emergentes e latino americanos, mesmo tendo que rever o rumo de curtíssimo prazo quando a inflação voltar.

Crédito Privado

No mês de outubro, o JMalucelli FIRF Crédito Privado apresentou rentabilidade de 0,4%, acumulando alta de 3,8% desde o seu início, em 15/03/2019, equivalente a 88,6% e 99,2% do CDI nas mesmas bases de comparação.

A melhora das condições econômicas do Brasil juntamente com o cenário de arrefecimento das economias desenvolvidas está promovendo um cenário adequado para a redução da taxa básica de juros de forma sustentável. Isto, por sua vez, resulta na redução do custo do endividamento e aumento do apetite por crédito por parte das famílias e empresas.

Se este fato é positivo para quem precisa captar recursos, é negativo para quem quer investir em crédito. Investidores, a cada redução da Selic, têm procurado sair dos papéis atrelados a um

percentual do CDI, dado o cada vez menor prêmio implícito nestas taxas. Esta falta de atratividade na compra (demanda) e abundância na venda (oferta) vem causando remarcações negativas destes títulos, trazendo um impacto perverso na rentabilidade de toda a indústria de fundos de crédito privado.

Este movimento tem ocorrido desde agosto, porém foi gravemente intensificado durante o mês de outubro. Acreditamos que ao final do ciclo de queda da Selic, este movimento de alta das taxas negociadas nos títulos privados também deva cessar. Neste sentido, nossa decisão de manter uma parcela relevante em caixa nestes últimos meses à espera da volatilidade do mercado se mostrou assertiva. Nossa carteira de crédito teve um impacto limitado das marcações à mercado e atualmente estamos aproveitando para comprar créditos de boa qualidade a taxas atrativas.

No fechamento de outubro, o JMalucelli FI RF Crédito Privado se encontrava com 22% em caixa, 24% em créditos corporativos, 41% em créditos de instituições financeiras e 13% em operações a termo.

Rentabilidades

Renda Fixa	Mês	Ano	12 meses
JMalucelli Tesouro Premium FI RF Referenciado DI	0,45%	4,91%	5,92%
% CDI	94,7%	95,1%	95,1%
JMalucelli FI RF Crédito Privado	0,42%	3,82% ²	3,82% ²
% CDI	88,6%	99,2%	99,2%
JMalucelli Inflação FI RF	3,89%	19,21% ¹	19,21% ¹
IMA-B	3,36%	18,73% ¹	18,73% ¹
Renda Variável	Mês	Ano	12 meses
JMalucelli Marlim Dividendos FIA	3,74%	28,30%	35,89%
Ibovespa	2,36%	22,00%	23,40%
JMalucelli Small Caps FIA	1,77%	34,15%	43,13%
Ibovespa	2,36%	22,00%	23,40%
Indicadores	Mês	Ano	12 meses
CDI	0,48%	5,16%	6,23%
Ibovespa	2,36%	22,00%	23,40%
IMA-B	3,36%	23,57%	26,81%
IDIV	1,52%	28,95%	39,39%
SMLL	2,28%	33,56%	43,38%

¹ Data de início: 13/02/2019

² Data de início: 15/03/2019



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