

Cenário Econômico Externo

Durante este ano, grande parte da volatilidade dos mercados, bem como as consequentes manchetes nos noticiários, adveio do receio com a desaceleração da atividade econômica ao redor do mundo.

Há um constante sentimento de que se as economias deixarem de produzir mais unidades monetárias, o caos poderá se instalar. O medo é tão grande que se torna autorrealizável. O único que devemos temer é o próprio medo, dizia Franklin Roosevelt.

Num mundo de excesso de informações e negociações eletrônicas, saber separar o ruído do fundamento e saber quando as notícias movem os mercados ou quando é a volatilidade que gera notícias, é fundamental para a saúde financeira e psicológica do investidor.

Em face das constantes notícias prevendo crises devido à desaceleração econômica, é preciso primeiro reconhecer que as economias possuem um caráter cíclico e que desacelerações econômicas são parte natural do processo de crescimento. Esta característica está presente no nível individual dos agentes econômicos e é acentuada nos agregados. Quando um indivíduo contrai um empréstimo, por exemplo, ele não está apenas devendo ao banco, mas também ao seu próprio futuro. O agente consome mais que sua renda no presente ciente de que no futuro deverá consumir menos para repagar esta dívida.

No nível agregado, empresas e famílias tendem a contrair dívidas quando as perspectivas de crescimento de faturamento e renda são positivas, em um processo do qual emergem os grandes ciclos de crédito.

Os níveis atuais de endividamento dos governos e empresas são evidências de que o mundo, no agregado, está perto do fim de um destes ciclos. Nos Estados Unidos, a dívida do governo era de 70% do PIB em 2008 e hoje supera 100%. O setor privado também está mais alavancado, com endividamento total privado superando a marca de 200% do PIB. Na zona do euro, o endividamento público situa-se em torno de 85% do PIB, sendo que em 2008 estava em 70%. O endividamento global, somando setor público e privado, atingiu a marca de 250 trilhões de dólares este ano, muito superior ao nível antes da última crise, de 150 trilhões de dólares em 2008.

É natural, portanto, esperar um processo de ajuste, quando o consumo e investimento devem diminuir para quitar dívidas, através do processo chamado desalavancagem.

Obviamente que se este processo fosse simples, não haveria alvoroço ao redor do tema. Como os endividamentos são elevados e o ciclo foi exacerbado pela atuação dos Bancos Centrais injetando liquidez no sistema, a desalavancagem pode desencadear um período longo de baixo crescimento, começando com um ciclo negativo de contração de gastos. Além disto, quando a maré baixa vemos que alguns agentes não foram disciplinados e superestimaram suas capacidades financeiras, de forma que suas dívidas se tornam impagáveis e passivas de reestruturações e *defaults*.

O risco que os investidores estão prevendo é o de que esta desaceleração por vir seja intensa, prolongada e destrua riqueza de forma permanente. Se isto acontecer, seria difícil encontrar investimentos que fiquem ilesos, até

porque o próprio medo já causa desvalorizações mesmo nos ativos mais saudáveis.

Há poucas dúvidas que estamos entrando neste processo. As projeções do FMI para o crescimento global têm sido recorrentemente revisadas para baixo. Para 2019 espera-se um crescimento de 3,2% do PIB mundial, no início do ano a estimativa situava-se em 3,5%. Em 2018, a economia global cresceu 3,6%. Nessa perspectiva, a desaceleração nas economias avançadas será o principal detrator de crescimento.

Diante deste cenário, os mercados têm tendência a reagirem de forma desproporcional. Seres humanos são péssimos em dar valor ao futuro de médio e longo prazo, vítimas de uma miopia intertemporal. Temos uma limitação neurológica de vislumbrar mais que três passos à frente, nem mesmo Kasparov era capaz de anteciper as possibilidades mais do que cinco ou seis jogadas no xadrez. Desta forma, em conjunto superestimamos o efeito da crise por vir e subestimamos a recuperação natural que seguirá logo a frente.

Todos os anos, desde pelo menos 2010, dois anos após a última recessão global, havia agentes no mercado prevendo uma nova recessão, ressaltando incertezas econômicas e o endividamento. Quem durante este tempo optou por não arriscar, perdeu alguns dos mais rentáveis anos do mercado financeiro na história.

Acreditamos que a recessão deve ser recebida com a mesma naturalidade que o inverno após o outono. O objetivo na gestão de recursos não é saber exatamente quando será decretada a recessão, nem qual dia marcará o início do ajuste de preços. Nosso objetivo é manter uma

alocação saudável com ativos que não sofrerão perda permanente de capital e que poderão ver a primavera.

Cenário Econômico Interno

A atual conjuntura internacional, de moderação do crescimento nas principais economias, inflação baixa e grandes quantias de títulos pagando juros negativos, é um verdadeiro desafio para a compreensão de economistas, mas um cenário promissor para mercados de economias emergentes.

A economia brasileira, por exemplo, vem operando em descompasso do resto do mundo. Beneficiada pela ampla liquidez dos mercados, mas não comprometida com perspectivas deprimentes de crescimento, nossa economia atravessa o início de um saudável ciclo de expansão.

Enquanto o nível de empregos vai lentamente se recompondo, o processo de redução de juros continua em ritmo acelerado. Na sua última reunião, o Comitê de Política Monetária (Copom) decidiu pela redução da taxa Selic de 6,0% para 5,5%, em movimento amplamente esperado pelo mercado, além de dar indícios de mais cortes a frente.

Um dos destaques da comunicação e principal justificativa para o corte, conforme descrito tanto na Ata do Copom quanto no Relatório Trimestral de Inflação (RTI) divulgado no final do mês, foi a projeção do Banco Central de inflação em níveis inferiores à meta para todo o horizonte relevante.

Por um lado, as projeções de inflação em níveis baixos são resultado da própria inércia

inflacionária, uma vez que inflação baixa no presente gera, por indexação e repasses de preços passados, inflação baixa no futuro.

Em paralelo, há uma dinâmica mais profunda envolvendo o juro neutro da economia, ou seja, a taxa de juros real que equilibra a disponibilidade de poupança com a demanda por investimentos, de forma que o crescimento econômico possa ser condizente com o crescimento de crédito e não gere pressão inflacionária.

Nos últimos anos houve uma queda nesta taxa de juros neutra do Brasil. Algumas reformas,

como o Teto de Gastos e a Previdência, ajudam nessa queda. O mercado já trabalha com a hipótese de que o juro neutro real brasileiro seja próximo de 3,0% no longo prazo, em contraste com os mais de 6,0% dos últimos anos.

No curto prazo, o BCB já trabalha com juros reais abaixo de 1,5%, procurando estimular a economia. Se o governo tiver sucesso no processo de ajuste fiscal, contendo gastos obrigatórios, e o mercado internacional continuar provendo farta liquidez, podemos vislumbrar um cenário em que estes níveis poderão perdurar, ao contrário do que o mercado espera atualmente.

Projeções

Indicador	2019		2020	
Meta Selic – Fim do Período	5,00%	▼	5,50%	=
CDI – Acumulado	6,09%	▼	4,74%	▼
IPCA – Fim do Período	3,60%	▼	4,00%	=
Crescimento do PIB	0,91%	▼	1,72%	=

Small Caps

O fundo JMalucelli Small Caps teve uma performance positiva de 3,4% no mês de setembro, acumulando um resultado de 31,8% em 2019, contra 2,1% e 30,6% do Índice Small Caps nas mesmas bases de comparação. Os destaques positivos da carteira foram Valid (VLID3 +19,8%) e Unicasa (UCAS3 +13,0%). Do lado negativo tivemos perdas com Rodobens (RDNI3 -7,8%) e Fras-le (FRAS3 -0,4%).

Nos últimos meses, duas das principais contribuições de resultados do JMalucelli Small Caps foram de empresas relacionadas, direta e indiretamente, ao setor de construção civil. Estas são RNI, incorporadora especializada em condomínios horizontais de média renda no interior, e Unicasa, indústria líder do mercado de móveis planejados.

Este setor, notoriamente sensível ao ciclo econômico, foi um dos que mais sofreu nos anos de crise econômica. A deterioração de fatores essenciais para seu desempenho, como níveis de renda, emprego e disponibilidade de crédito, causou prejuízos a muitas companhias.

A retomada da economia, já em andamento, traz uma reversão destes fatores. Os resultados das empresas voltam a reagir e o preço das ações, que haviam sido deprimidos durante a crise, tendem a antecipar com vigor este novo ciclo de ganhos por vir. Por esta razão, companhias ligadas ao setor de construção tendem a performar bem no início de cada ciclo econômico.

Felizmente a recuperação do setor se torna cada dia mais clara. Já vemos, por exemplo uma aceleração considerável de empreendimentos imobiliários sendo lançados. Dados da

ABRAINC/Fipe, que consolidam emissões de alvarás para novos empreendimentos imobiliários, apontam um aumento de quase 60% nos últimos doze meses. Só neste ano foram mais de 45 mil unidades lançadas, número quase 50% superior ao mesmo período de 2016 e de 2017.

Outro indicativo claro da melhora do setor é a diminuição do número de unidades distratadas, ou seja, as unidades vendidas durante a construção, mas devolvidas pelo cliente pela falta de recursos ou falta de crédito. O número de unidades distratadas, segundo a ABRAINC (Associação Brasileira de Incorporadoras Imobiliárias), está no seu menor patamar desde que se tem registro, com um volume de 21 mil unidades distratadas nos últimos 12 meses. A nova lei dos distratos contribui para este movimento, mas a recuperação gradual da concessão de crédito imobiliário é fundamental.

Alguns indicadores macroeconômicos também confirmam esta recuperação. A geração de empregos consolidou uma recuperação, com mais de 590 mil vagas formais criadas só em 2019 segundo dados do CAGED, e redução da taxa de desemprego do auge de 13,7% na crise para 11,8%, segundo o IBGE.

A recuperação da renda e emprego deve causar, indubitavelmente, o aumento de demanda por imóveis. O déficit habitacional no Brasil bateu recordes recentemente, com mais de 7,7 milhões de moradias consideradas “inadequadas”. O sonho da casa própria não morreu no último ciclo econômico, mas foi postergado para muitas famílias.

Esta leitura do cenário corrobora nosso posicionamento nas empresas RNI e Unicasa. Ambas estão sendo negociadas a preços abaixo

do seu potencial, pois o mercado ainda não reconheceu seus valores. RNI, com baixa liquidez, é a incorporadora lucrativa com maior desconto na bolsa brasileira neste momento, negociada a 0,7x o valor patrimonial. Unicasa, por sua vez, é negociada por um valor de mercado equivalente a 5x a geração operacional de caixa do último ciclo de crescimento, muito abaixo de outras empresas industriais.

Dividendos

No mês de setembro, o fundo JMalucelli Marlim Dividendos apresentou uma rentabilidade positiva de 1,1%, acumulando alta de 23,7% em 2019, enquanto o Índice Dividendos apresentou 1,9% e 27,0% nas mesmas bases de comparação. Os destaques positivos da carteira foram Qualicorp (QUAL3 +8,8%), Alfa Holding (RPAD5 +7,7%) e Itaúsa (ITSA4 +7,4%). Do lado negativo tivemos Whirlpool (WHRL4 -11,3%), Sanepar (SAPR11 -3,7%) e Banco ABC (ABCB4 -2,7%).

Neste mês de setembro tivemos uma nova adição a nossa estratégia de Dividendos. Montamos posição em BB Seguridade (BBSE3). A empresa, subsidiária do Banco do Brasil, concentra toda a atuação do BB no setor de seguros, através de parcerias com operadores renomados em segmentos específicos, bem como pela comercialização dos planos através de sua corretora, BB Corretora de Seguros.

Nos negócios de seguros propriamente ditos, a BB Seguridade detém participação relevante em quatro companhias, cada qual com sua especialização. Nestas parcerias, BBSE detém maioria do capital total, porém não maioria do

capital votante, que fica com o sócio e parceiro estratégico de cada linha de negócios.

Para as linhas de seguro patrimonial e vida, a atuação se dá através da empresa Brasilseg, uma parceria com o grupo espanhol Mapfre. A linha de previdência é operacionalizada na Brasilprev, em parceria com a norte americana Principal. A linha com produtos de capitalização é feita em parceria com a Icatu na Brasilcap e, por fim, a operação de seguros odontológicos é feita através da Brasil dental, em parceria com a Odontoprev.

Nos últimos meses a companhia optou por deixar de atuar no segmento de automóveis – da antiga parceria com Mapfre – e resseguros – através dos investimentos no IRB. O primeiro foi em decorrência da baixa contribuição para os resultados, enquanto o segundo foi uma decisão estratégica do sócio controlador, Banco do Brasil, aproveitando as elevadas cotações das ações do IRB na bolsa. Este modelo de atuação via parcerias tem se mostrado saudável para a companhia, porém é a operação de comercialização que nos chamou mais a atenção.

A BB Seguridade é sócia integral da BB Corretora de Seguros, empresa dedicada a comercialização dos produtos das coligadas e responsável por mais da metade dos resultados da companhia. Esta empresa, no entanto, não contrata corretores nem possui folha de pagamento elevada. As operações da corretora se dão pelo canal das agências bancárias do Banco do Brasil, em um modelo previsto no contrato de exclusividade entre BB Corretora e Banco do Brasil.

Neste modelo, são os funcionários do Banco do Brasil, nas suas próprias agências, quem fazem

as vendas dos produtos de seguros. A BB Corretora é responsável pelas políticas de incentivo, reconhecimento e operacionalização das vendas. O Banco do Brasil recebe, razoavelmente, um reembolso por parte das despesas com os funcionários e agências envolvidas em cada venda, sujeito a escrutínio de um Comitê específico de transações com partes relacionadas.

Com estes dois modelos de negócio, parcerias nos seguros e exclusividade nas agências do Banco do Brasil, a BBSE possui baixa alavancagem operacional, pois suas despesas fixas são muito reduzidas e há baixa necessidade de investimento em capital fixo. Como resultado, vemos retornos ao redor de 50% ao ano sobre o capital próprio de forma recorrente.

A governança corporativa tem se mostrado satisfatória, na sua estrutura e nos resultados apresentados. BBSE é negociada, desde o IPO em 2013, no Novo Mercado. As transações com partes relacionadas, principalmente a relação de reembolsos ao Banco do Brasil, são revistas mensalmente em um Comitê especial, do qual participa um membro indicado pelos acionistas minoritários que detém poder de veto sobre estas políticas.

Naturalmente, há riscos envolvidos neste nosso investimento. Apesar de excelentes perspectivas de crescimento e penetração, o mercado de seguros passa por algumas mudanças importantes, especialmente com a digitalização e aumento da competição no setor.

A diminuição do fluxo de pessoas em agências bancárias também reduz, no longo prazo, a significância da exclusividade de atuação no canal do Banco do Brasil. Prevendo este

movimento, a BBSE, em parceria com a Principal, lançou uma corretora de seguros digital, a Ciclic, para ter presença neste novo universo digital.

Ainda assim, como a empresa já atingiu um grau avançado de maturidade e possui baixa necessidade de reinvestimento, BBSE é capaz de distribuir elevados proventos aos acionistas. A empresa é negociada no mercado por um valor de aproximadamente R\$ 68 bilhões, mas ao distribuir mais de 80% do lucro em proventos, deve apresentar um yield de dividendos recorrente de no mínimo 4,0% ao ano. Os desinvestimentos do setor Auto e Resseguros geraram proventos extraordinários.

Vemos em BB Seguridade as vantagens competitivas clássicas das teses de Dividendos e uma boa exposição ao potencial do mercado de seguros.

Juros e Inflação

No mês de setembro, o JMalucelli Inflação FIRF apresentou rentabilidade de 3,2%, acumulando alta de 14,7% desde o seu início, em 13/02/2019. O benchmark do mercado, IMA-B, apresentou retornos de 2,9% e 14,9% nas mesmas bases de comparação.

No início do mês de setembro havíamos diminuído o risco da carteira, frente a um risco simétrico na curva de juros. O mês mostrou alguma volatilidade, como esperávamos, no entanto, que essa volatilidade logo foi absorvida pelo mercado, que ao receber um discurso otimista do Banco Central, na Ata do Copom e no RTI, voltou a apostar na continuidade do ciclo de queda de juros.

Entendemos que a tendência de juros baixos e diminuição no prêmio de risco é duradoura, e difícil de ser contestada. Neste sentido, acreditamos que os prêmios de títulos públicos, apesar de baixos em comparação histórica, ainda são altos em comparação a outros países. Se a corrente de liquidez global continuar, é

preciso fortes argumentos para buscar nadar no sentido contrário.

Por esta razão, resolvemos aumentar a *duration* do fundo, que atualmente está estruturado em 11,3 anos e um *yield* médio de 3,2%, enquanto o benchmark apresenta 8,9 anos de *duration* e 2,8% de *yield*.

Rentabilidades

Renda Fixa	Mês	Ano	12 meses
JMalucelli Tesouro Premium FI RF Referenciado DI	0,44%	4,44%	5,96%
% CDI	95,0%	95,1%	95,1%
JMalucelli FI RF Crédito Privado	0,46%	3,38% ²	3,38% ²
% CDI	98,7%	99,8% ²	99,8% ²
JMalucelli Inflação FI RF	3,22%	14,75% ¹	14,75% ¹
IMA-B	2,86%	14,87% ¹	14,87% ¹
Renda Variável	Mês	Ano	12 meses
JMalucelli Marlim Dividendos FIA	1,09%	23,67%	37,51%
Ibovespa	3,57%	19,18%	32,02%
JMalucelli Small Caps FIA	3,39%	31,82%	69,04%
Ibovespa	3,57%	19,18%	32,02%
Indicadores	Mês	Ano	12 meses
CDI	0,46%	4,66%	6,27%
Ibovespa	3,57%	19,18%	32,02%
IMA-B	2,86%	19,55%	31,37%
IDIV	1,89%	27,02%	52,83%
SMLL	2,08%	30,58%	57,29%

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