

Cenário Econômico

O mês de julho foi positivo para ativos de risco em geral no Brasil. As rentabilidades positivas tanto em renda fixa como em renda variável este mês reverteram grande parte das perdas dos últimos dois meses, marcados pela deterioração no clima internacional e pela greve dos caminhoneiros no Brasil. O real também se valorizou perante a moeda norte-americana, em conjunto com moedas dos demais países emergentes, refletindo um cenário menos pessimista e mais fiel à realidade, na nossa visão.

No cenário local, dois desdobramentos importantes se destacaram neste último mês: uma melhor visão do mercado sobre o futuro da política monetária e um melhor panorama sobre as eleições presidenciais em outubro. Em primeiro lugar, a dinâmica da política monetária ficou mais clara para os participantes do mercado, que, com os resultados negativos de maio e junho, incorporavam em suas expectativas maior probabilidade de alta dos juros no curto prazo. Hoje, é consenso que não haverá aumentos na taxa de juros até o final do ano, o que destacamos há meses. Esta manutenção é possível pois as expectativas de inflação permanecem bem ancoradas ao redor da meta e a dinâmica de curto prazo dos preços ao consumidor, apesar de ter sofrido com a greve, continua favorável com a ainda alta ociosidade da economia.

O efeito da ociosidade da economia sobre a inflação ao consumidor tem ficado claro nos últimos meses, resultado de elevado desemprego e grande número de empresas com capacidade de produção subutilizada. Esta dinâmica é evidenciada na dificuldade de as empresas repassarem aumentos de custos ao consumidor final, em dinâmica competitiva típica de recessões. Um bom exemplo é o impacto do câmbio desvalorizado em muitos produtores, em especial de fertilizantes agrícolas e outros insumos industriais importados: enquanto a variação do IGP-M chega a 8,3% nos últimos doze meses, o aumento do IPCA, sentido pelo varejo, é de aproximadamente metade deste percentual, equivalente a 4,4% no mesmo período.

Um crescimento mais acelerado da economia poderia mudar esta dinâmica favorável, mas é algo que, neste momento, não parece que virá tão cedo. A principal decepção sobre o crescimento tem sido o componente de investimentos na demanda agregada, também conhecido como Formação Bruta de Capital Fixo ou FBCF, sensível principalmente ao nível de juros e aos índices de confiança e que ainda não decolou como poderia.

Com relação aos juros, é precipitado esperar que a queda da Selic sozinha tenha, no curto prazo, impacto direto sobre o nível de FBCF. O efeito limitado dos juros correntes baixos sobre a economia é explicado, principalmente, pelo cenário fiscal deteriorado. Apesar de o Banco Central manter a Selic baixa, a possibilidade de o Tesouro não ser capaz de honrar suas dívidas, que se colocam em trajetória insustentável na ausência de um rigoroso ajuste fiscal, faz com que o mercado exija um prêmio de risco adicional. São poupadores como investidores estrangeiros, fundos de pensão, seguradoras e fundos de investimento sinalizando, por meio da inclinação da curva de juros, que demandam maior retorno para emprestar ao governo no longo prazo.

Como a curva de juros no longo prazo é a referência para análises e decisões de investimento das empresas, os juros mais relevantes para decisões de investidores são, na prática, ditados pelo mercado. Um quadro de desequilíbrio fiscal, portanto, pode inibir investimentos independentemente de estímulos por parte do Banco Central no momento presente.

A confiança dos agentes, segundo ponto de relevância para determinar o nível de investimentos de longo prazo, está enfraquecida pela proximidade das eleições. Os indicadores apontam que houve uma melhora significativa no ambiente de negócios no começo do governo Temer, quando medidas de ajuste fiscal e profissionalização das estatais foram anunciadas. Porém, esta confiança minguou à medida em que o presidente perdeu governabilidade e muitas das iniciativas propostas, como a reforma da previdência, foram postergadas. Os investidores aguardam, neste momento, o desfecho daquelas que parecem ser as eleições mais incertas da breve democracia brasileira, impactando não só a FBCF como também o consumo de bens duráveis e financiamentos de imóveis, entre outras variáveis.

No jogo de forças eleitoral, destaque para o fortalecimento da candidatura do PSDB, com a recente confirmação do apoio do bloco de partidos do Centrão, que deixou o candidato Geraldo Alckmin na liderança absoluta em tempo disponível no horário de propaganda no rádio e na televisão e com o apoio do maior número de prefeitos e governadores. A disponibilidade de recursos para campanha também aumenta, com um percentual relevante e ainda maior do recém aprovado Fundo Especial de Financiamento de Campanha. Vale lembrar que a partir dessas eleições os candidatos não podem mais receber doações de pessoas jurídicas.

Os perfis à esquerda no espectro político ficam em situação menos favorável. Apesar de o PT já ter anunciado que fará o registro da candidatura de Lula, que mantém liderança na intenção de voto espontânea, são quase nulas as chances de que ela seja confirmada pelo TSE, devido à lei da ficha limpa, que impede que políticos condenados em segunda instância concorram a cargo público. Ciro Gomes, candidato do PDT, tentou aproximação com diversos outros partidos, mas não conseguiu emplacar apoio significativo à sua candidatura ao apresentar propostas heterodoxas para a economia e uma postura considerada autoritária. Como divide a mesma base eleitoral com o PT, parece ter reduzidas suas chances neste momento, uma vez que a candidatura de Fernando Haddad, se confirmado como substituto de Lula, deve ter desempenho crescente nos meses de agosto e setembro.

Marina Silva, por sua vez, segue o mesmo discurso das últimas eleições, procurando estabelecer uma “nova política”. No entanto, o que vem apresentando de fato é um isolamento político, pouco tempo de TV e uma falta de alinhamento a uma causa específica, como a esquerda tem com a igualdade social, a direita com o liberalismo e Bolsonaro com a segurança pública, fator visto por especialistas como fundamental para angariar apoio a uma candidatura presidencial. De qualquer forma, a candidata da Rede mantém liderança nos embates diretos de segundo turno e pode, com uma equipe econômica bem alinhada aos princípios de equilíbrio fiscal, com nomes como Eduardo Gianetti e André Lara Resende, ser bem recebida pelo mercado em caso de vitória nas urnas.

De modo geral, os favoritos para chegar no segundo turno neste momento são, em nossa visão, Bolsonaro, Alckmin e Haddad. As chances de cada um, por sua vez, variam bastante dependendo do candidato que enfrentarem no segundo turno. Com pouca convicção por parte dos eleitores e elevado número de indecisos, portanto, o cenário permanece incerto. Qualquer avanço destes nomes se refletirá nos preços de ativos de risco e será acompanhado de perto por nossa equipe, que continua otimista com o resultado de nossas empresas investidas e atenta para aproveitar as oportunidades.

Projeções

Indicador	2018
Meta Selic – Fim do Período	6,50%
CDI – Acumulado	6,27%
IPCA – Acumulado	4,11%
Crescimento do PIB	1,80%

Rentabilidades

Fundos	Mês	Ano	12 Meses	Desde 30/06/2008
JMalucelli Small Caps FIA	3,0%	-7,1%	8,1%	146,3%
JMalucelli Marlim Dividendos FIA	5,6%	6,0%	26,3%	148,0%

Índices	Mês	Ano	12 Meses	Desde 30/06/2008
Ibovespa	8,9%	3,7%	21,4%	21,9%
IBX-50	8,9%	3,8%	21,4%	35,3%
Índice Small Caps	5,1%	-4,4%	12,2%	59,1%
Índice Dividendos	7,3%	-0,1%	11,9%	71,0%

Small Caps – Comentário Mensal

Após dois meses turbulentos, o mês de julho foi marcado por menor aversão a risco nos mercados e boas rentabilidades de nossos fundos. Como já ressaltamos em outras ocasiões, momentos de volatilidade trazem oportunidades para investir em empresas de qualidade a preços abaixo de seus valores intrínsecos, como é o caso da mais nova tese de investimento do JMalucelli Small Caps FIA, a Companhia Hering.

A Hering é uma das marcas de vestuário mais conhecidas no Brasil e já foi uma das companhias mais rentáveis da Bolsa. A empresa segue um modelo de expansão via franquias, o que contribui para a alavancagem de suas vendas e permite não só cultivar o valor da marca, mas também expandir o acesso a outras geografias com baixa necessidade de investimento. Nos últimos dez anos, registrou um crescimento médio anual de 15,5% em sua receita líquida, atingindo ao final de 2017 o montante de R\$ 1,8 bilhão de faturamento anual. Neste mesmo período, as ações da companhia registraram uma valorização média anual de 21,9%, saindo de um valor de mercado de R\$ 566 milhões para R\$ 4,1 bilhões. Atualmente, no entanto, a companhia está avaliada em R\$ 2,4 bilhões, queda de mais de 40% no ano que entendemos exagerada, o que motivou a montagem de nossa posição.

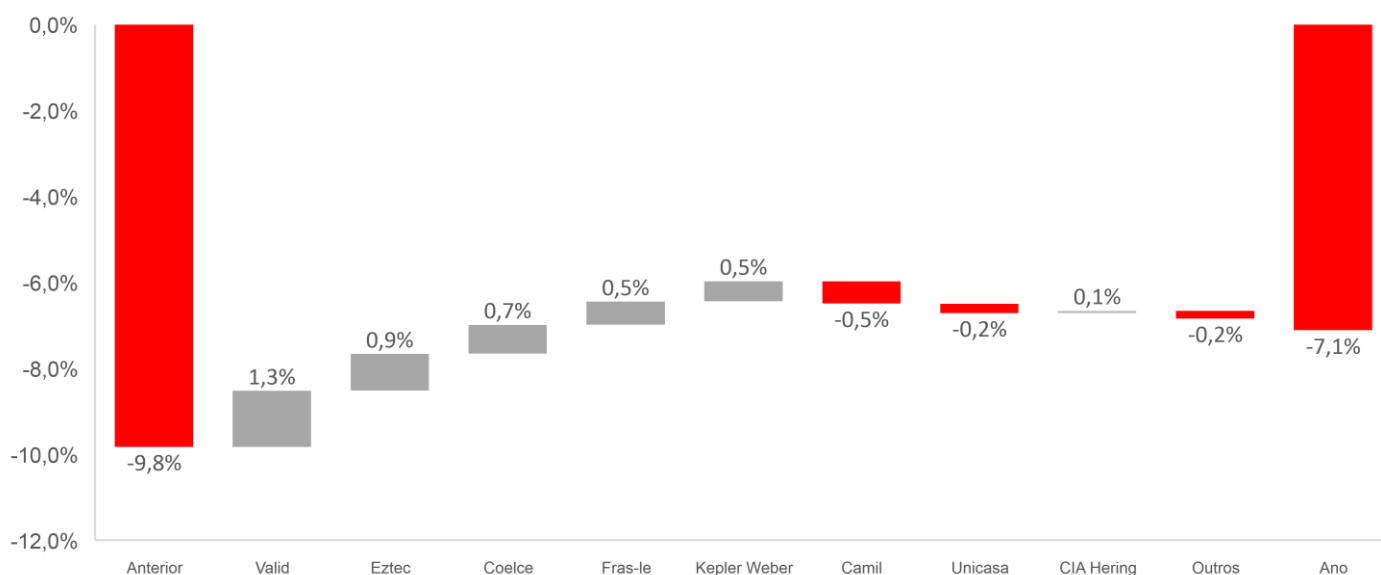
A crise econômica que afeta o Brasil desde o final do ano de 2014, aliada à mudança dos hábitos de consumo da população, com maior uso do celular para acesso a lojas digitais e maior utilização de redes sociais como canais de reclamação e compartilhamento, vem desafiando toda a indústria de varejo e testando a capacidade da companhia de reinventar um modelo de negócios até então pautado preponderantemente em lojas físicas. As preocupações dos investidores com este cenário cresceram em 2018.

Concordamos que esta transformação digital e maior conectividade entre pessoas e empresas está transformando hábitos do consumidor e trazendo desafios à cadeia varejista, mas não acreditamos, por exemplo, que as lojas físicas estejam com os dias contados. A melhor estratégia para participar desta transformação, em nossa visão, é a integração entre o físico e o virtual, a fim de proporcionar melhor experiência aos consumidores. Neste cenário, por exemplo, a loja física pode levar o público para o ambiente digital e vice-versa, desde que, naturalmente, todos os departamentos estejam alinhados.

Atenta a isto, a Hering vem implantando desde 2017 sua nova estratégia, focada na experiência do consumidor por meio de uma presença *omnichannel*. De modo geral, a companhia busca a total integração do varejo tradicional com o *e-commerce*, proporcionando uma experiência única como, por exemplo, efetuar uma compra e pagamento na loja digital através do celular e retirar o produto na loja Hering mais próxima. Se bem implementada, esta estratégia pode maximizar a captura de valor em todos os canais de venda e a consolidação da marca. O novo momento está refletido também na chegada de novos profissionais, com perfis voltado à transformação digital e à gestão de canais. Destaque, por exemplo, para Claudia Sciamia, diretora do Google para o segmento de Varejo e Tecnologia, que passou a fazer parte do Conselho de Administração.

A tese de investimento, portanto, está concentrada em um modelo de negócios adaptado à nova realidade do varejo, que combina uma marca reconhecida e baixa necessidade de investimentos para expansão, com base em um modelo de franquias e presença em lojas multimarcas. A situação financeira da empresa, além disso, é bastante sólida, com nível de caixa superior ao endividamento e elevada geração de caixa – atualmente, a empresa apresenta um EBITDA anual crescente ao redor de R\$ 250 milhões. Se os preços não subirem, o pior cenário já estará acompanhado de um *dividend yield* bastante atraente, hoje equivalente a 6,9% ao ano.

Small Caps – Atribuição de Performance



Dividendos – Comentário Mensal

Continua sendo difícil falar de perspectivas de bons dividendos sem falar do setor financeiro no Brasil. No mês de julho, os resultados dos dois principais bancos privados do país, Bradesco e Itaú, presentes direta e indiretamente na carteira do JMalucelli Marlim Dividendos FIA, surpreenderam positivamente o mercado com a divulgação de seus resultados trimestrais.

O Bradesco apresentou um lucro líquido de R\$ 10,2 bilhões no primeiro semestre de 2018, um crescimento de 9,7% em comparação com igual período de 2017, enquanto a carteira de crédito cresceu 4,5% em um ano, acumulando um saldo de R\$ 516 bilhões. O nível de inadimplência caiu significativamente neste período e o retorno sobre o capital, medido pelo ROAE, atingiu 18,5% nos últimos seis meses. Trata-se, em nossa visão, de um retorno sustentável e superior ao custo de capital da instituição, capaz de sustentar um múltiplo sobre o valor patrimonial próximo ou superior ao atual múltiplo de 1,9x.

O Banco Itaú, por sua vez, apresentou lucro líquido acumulado no semestre de R\$ 12,8 bilhões, crescimento de 3,7% em relação ao mesmo período de 2017, e carteira de crédito acumulada de R\$ 623 bilhões, mantendo-se como a maior instituição financeira privada do país. O ROAE nos primeiros 6 meses de 2018 foi de elevados 22%, o qual, somado ao desconto de aproximadamente 25% que obtemos ao investir em Itaú através da controladora Itaúsa, nos proporciona um *dividend yield* acima de 8%.

Os resultados dos bancos têm sido positivos e superado as expectativas do mercado mesmo em um cenário de elevada incerteza, menor apetite por crédito e desalavancagem da economia, bem como pressões por menores *spreads*. Em 2018, conforme analistas de mercado sugeriram que este ambiente não seria positivo para as grandes instituições, investidores optaram por diminuir a exposição nesses nomes. O ambiente perturbado dos últimos meses nos permitiu aumentar nossa posição contrariando estas opiniões, o que se mostrou acertado.

O desempenho das ações de Bradesco e Itaúsa contribuíram positivamente para a performance do fundo neste último mês. Olhando para frente, continuamos convictos com as duas instituições, as quais apresentam qualidades essenciais para um bom investimento, como barreiras de entrada, retornos resilientes e recorrentes, elevada geração de caixa e liderança de mercado.

Dividendos – Atribuição de Performance

