



**LOYALL**

**Carta Loyall**

**Dezembro 2018**

## Resumo

*“é provável que estejamos passando por uma virada de ciclo econômico global”*

Em novembro, o Ibovespa subiu 2,4%, as NTN-Bs valorizaram 0,9% (IMA-B), os prefixados 1,0% (IRF-M) e o dólar subiu 4,3% contra o real. O S&P500 chegou a cair 6,5% da máxima de novembro e encerrou o mês em alta de 2,0%.

Com o mercado desafiador, a seleção de gestores de multimercados teve resultado abaixo do CDI e a estratégia proprietária contribuiu negativamente. Já a seleção de gestores de ações contribuiu positivamente para o resultado dos portfólios.

Depois da grande queda no preço das ações dos EUA, zeramos a posição vendida em S&P500. Mantivemos as NTN-Bs, a posição vendida em dólar via opções e protegemos a alocação em bolsa brasileira com opções.

Olhando para frente, é provável que estejamos passando por uma virada de ciclo econômico global, com a economia dos EUA dando sinais de exaustão e mercados emergentes se preparando para crescer.

No Brasil, o ambiente político deve ser mais morno nos próximos meses devido ao recesso parlamentar. Apostando que a calmaria na política vai ser benéfica para o mercado local, alguns investidores estrangeiros começaram a comprar ações e títulos públicos brasileiros.

Guerra comercial, desaceleração da China, inflação nos EUA, Brexit, assuntos geopolíticos e fracasso da política de Bolsonaro devem continuar no radar dos investidores e manter o mercado arisco. Para o investidor pessoa física, aumenta ainda mais a necessidade de um portfólio de investimentos bem construído e com monitoramento constante.

## Investindo em águas turbulentas

A baixa recente das ações americanas foi motivada por diversos fatores: i) guerra comercial; ii) Brexit; iii) queda do petróleo; iv) expectativa de desaceleração dos EUA. Com a queda, a relação entre Preço e Lucro (P/L) do S&P500 foi para 14,8x (2019), o que nos parece justo. Assim, apesar da possibilidade do preço das ações cair mais, zeramos a posição vendida em S&P500.

No Brasil, a expectativa é que os próximos cinco anos serão melhores que os últimos cinco. Contudo, a equipe de transição do novo governo já está tendo uma amostra das dificuldades políticas que serão enfrentadas e, os dados econômicos têm mostrado uma recuperação mais fraca que o esperado.

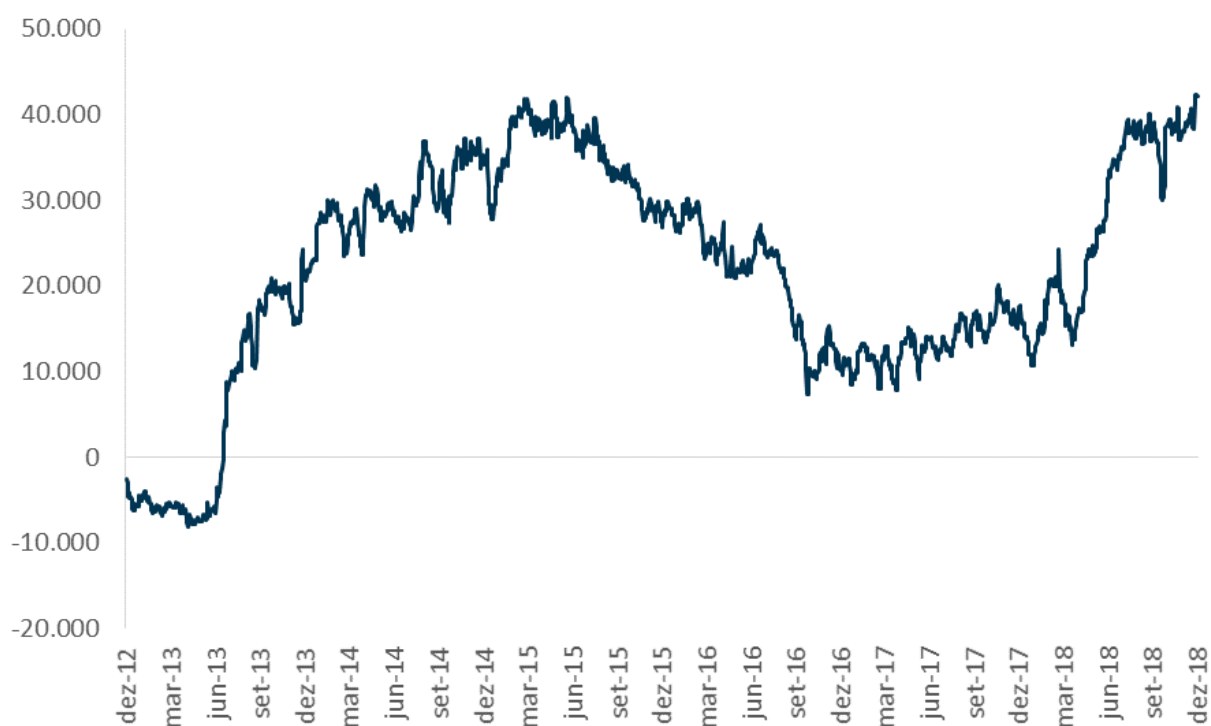
Temos uma visão construtiva do Brasil, mas também vislumbramos diversas incertezas. Assim, temos alocações pequenas, com proteção e grande liquidez, o que nos permite ter flexibilidade e agilidade para aumentar e reduzir posições conforme necessário.

As ações brasileiras devem subir com a melhora do crescimento econômico, mas o ambiente externo volátil e uma possível piora no sentimento político no Brasil podem resultar em queda dos preços. Para proteger as posições de bolsa brasileira adicionamos opções de venda de Ibovespa.

Continuamos alocados nos títulos indexados à inflação (NTN-B 2021), que oferecem um juro real atrativo e são curtos o suficiente para sofrer pouco no caso de uma crise externa ou doméstica.

Temos também opções de venda de dólar/real para explorar o cenário de desaceleração dos EUA e aceleração do Brasil. Além disso, os investidores estrangeiros carregam posição comprada em dólar tão grande quanto tiveram no governo Dilma (gráfico abaixo), o que deve resultar em um grande volume de vendas de dólar quando o mercado acalmar.

Gráfico 1 - Alocação em dólares dos investidores estrangeiros, US\$ milhões (fonte: BM&F)



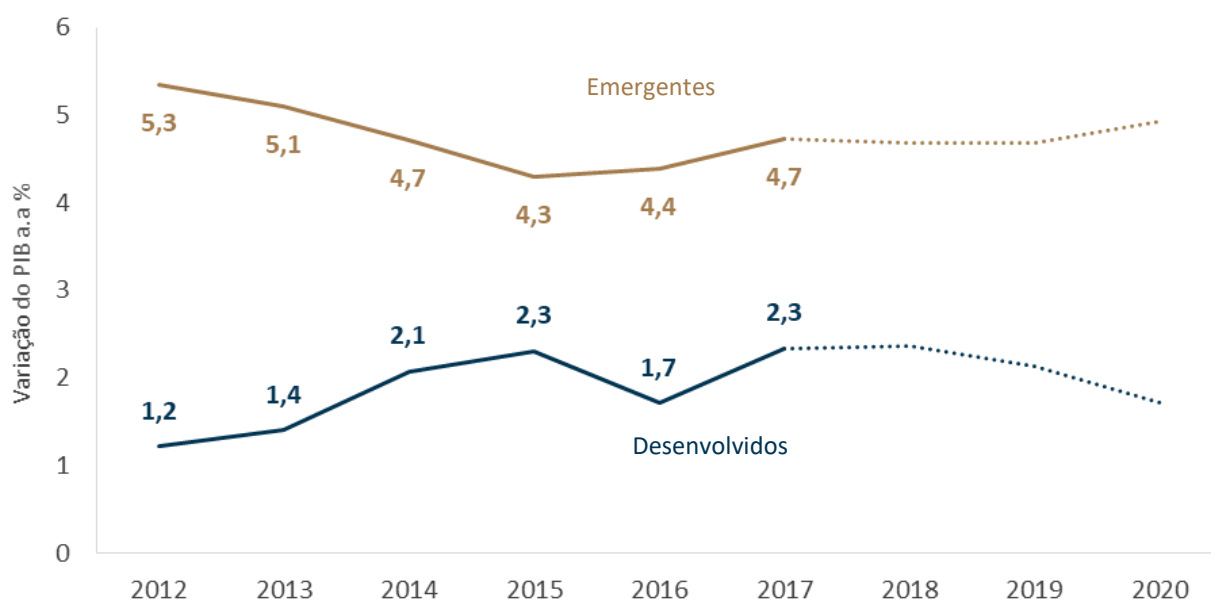
## Investidor deve preferir países emergentes em 2019

Ações americanas foram um dos melhores investimentos dos últimos anos, já as bolsas de países emergentes sofreram com a desaceleração econômica. Desde 2012, o índice MSCI EUA valorizou 13,5% a.a. e o MSCI de Mercados Emergentes subiu apenas 3,8% a.a., em dólares dos EUA.

Recentemente, alguns sinais de exaustão do modelo de crescimento dos EUA têm feito as ações oscilarem e, membros do Banco Central (Fed) passaram a sinalizar a possibilidade de frear a alta dos juros. Na Europa e no Japão, as expectativas também apontam para desaceleração de crescimento econômico nos próximos anos.

Alguns emergentes começam a estabilizar, como a China, cujo crescimento saiu de 14% em 2007 para algo em torno de 5-6% nos próximos anos. Outros esboçam uma recuperação, como o Brasil, que voltou a crescer depois de passar pela pior recessão que se tem notícia. Como podemos observar no gráfico, o diferencial de crescimento entre emergentes e desenvolvidos deve aumentar em favor dos emergentes, segundo projeções do FMI.

Gráfico 2 - Crescimento do PIB, pontilhado projeção (fonte: FMI)



Com a melhora no crescimento dos países emergentes, as bolsas e moedas desses países devem ser um destaque positivo nos próximos anos. E os investidores globais, em busca dos melhores retornos, já começam a aumentar a alocação em países emergentes.

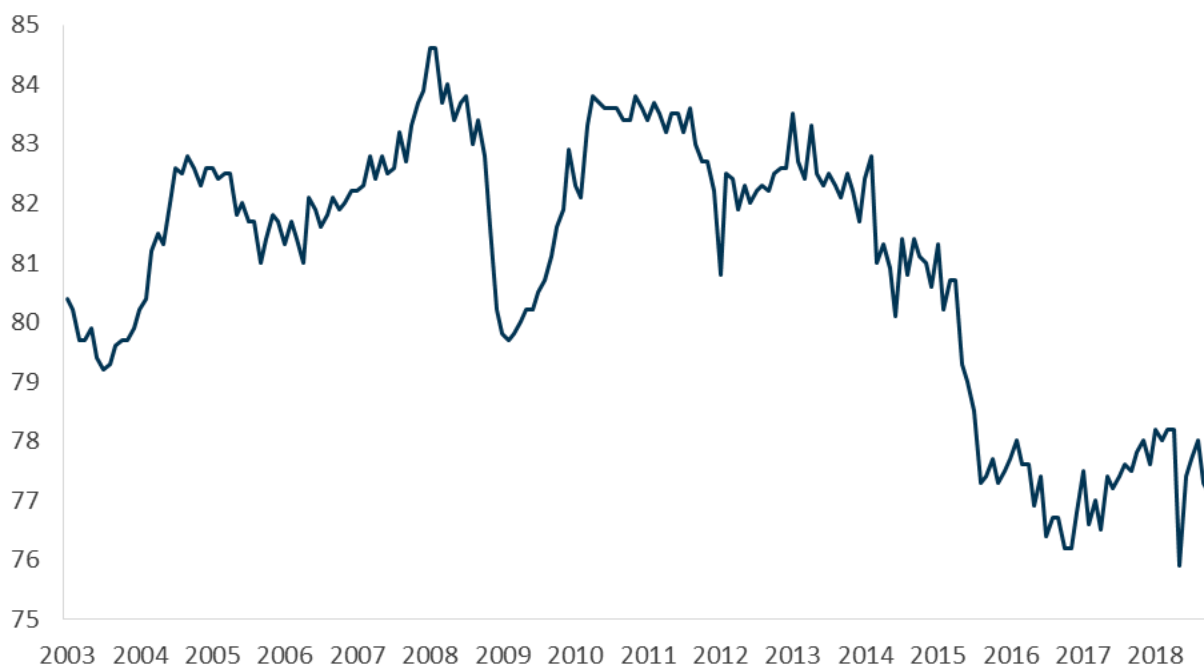
Mas junto com o retorno, vêm os riscos: guerra comercial, desaceleração da China, inflação nos EUA, Brexit, riscos geopolíticos e fracasso da política de Bolsonaro devem manter o mercado instável e pedem um portfólio de investimentos bem construído e com monitoramento constante.

## Governo novo, problemas antigos

Passada a incerteza eleitoral, os antigos problemas voltam à tona: ineficiência tributária, infraestrutura precária e governo altamente endividado. A equipe econômica do novo governo tem mostrado opções razoáveis para reduzir o endividamento público e retomar o crescimento econômico através da reforma dos sistemas previdenciário e tributário, venda das empresas públicas não estratégicas e melhora do ambiente de negócios.

Como os últimos anos foram muito ruins, o país parte de uma base muito baixa para crescer nos próximos. A utilização da capacidade instalada da indústria está perto das mínimas históricas, o desemprego está alto, não temos necessidade de financiamento em dólares e os bancos tem espaço para aumentar o crédito. Assim, o emprego e a produção poderiam crescer sem grandes aumentos de custo e, o país poderia avançar com inflação baixa nos próximos anos.

Gráfico 3 - Utilização da Capacidade Industrial em % (fonte: CNI)



Porém, os últimos dados de vendas no varejo e de produção industrial têm decepcionado. Pelo menos, a inflação tem vindo abaixo das expectativas e indica que o BC não tem urgência em elevar a taxa Selic.

A incerteza maior paira na execução da política econômica, que depende de um ambiente político propício. Mesmo antes de o novo governo começar, Onyx Lorenzoni, o homem forte de Bolsonaro, tem sofrido acusações duras e está na corda bamba.

A aprovação da reforma da previdência será o grande sinalizador da capacidade de execução do novo governo. O fatiamento proposto traz um sentimento ambíguo: pelo lado positivo, facilita aprovar as partes menos controversas; pelo lado negativo, reflete a dificuldade de execução do novo governo.

### Guerra Comercial

Dentre os motivos pelos quais Donald Trump foi eleito está a defesa dos interesses comerciais dos EUA. Desde então, ele tem cumprido seu mandato e tem negociado duramente as tarifas de comércio exterior com a China. Nessa guerra, os Estados Unidos já elevaram as tarifas de US\$200bi de produtos importados do gigante asiático, que retaliou com tarifas em US\$130bi de produtos importados dos EUA.

A questão é complexa pois as duas economias são muito dependentes entre si. Os Estados Unidos eram em 2017 o principal destino das exportações chinesas e a China era a principal origem das importações estadunidenses.

Gráfico 4 - Importações dos EUA (fonte: UN)

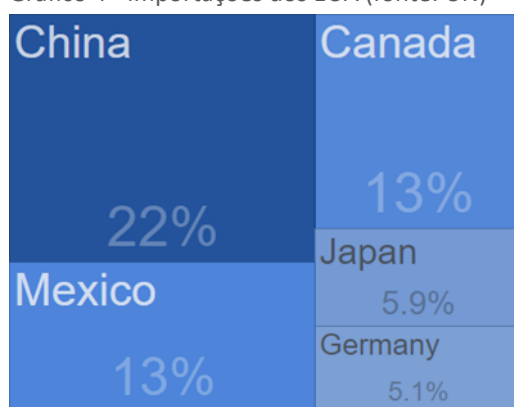
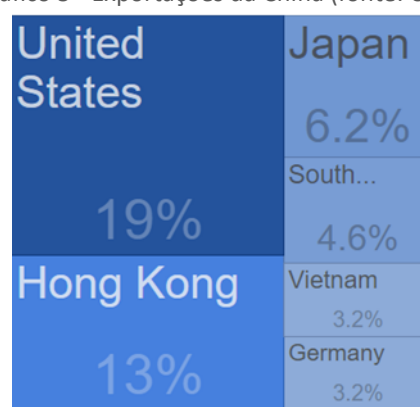


Gráfico 5 - Exportações da China (fonte: UN)



Apesar de um “cessar-fogo” de 90 dias ter sido alcançado durante o G20, o mercado atribui baixa probabilidade de um final breve para essa disputa, especialmente após a prisão da diretora financeira da Huawei, uma das maiores multinacionais chinesas. Assim, o conflito vai ganhando contornos de uma disputa além do comercial, com ramificações geopolíticas e estratégicas, e que deve se estender por um horizonte de anos.

**Agradecemos sua atenção e até a próxima!**



Av. Horácio Lafer, 160 Conj. 61

Itaim Bibi. São Paulo-SP Brasil

CEP: 04538 080

Tel: 55 11 3074 3540

E-mail: [contato@loyall.com.br](mailto:contato@loyall.com.br)

[www.loyall.com.br](http://www.loyall.com.br)