



LOYALL

Carta Mensal

Janeiro 2019

Resumo

Em 2018, todos os portfólios sob responsabilidade da Loyall tiveram performance acima de seus benchmarks. Tanto a seleção de gestores quanto as posições proprietárias contribuíram para o resultado positivo.

Olhando para frente, com a expectativa de uma política econômica ortodoxa no Brasil, o consenso gira ao redor de um cenário positivo para os próximos anos. Seria a oportunidade de recuperar a credibilidade internacional, o crescimento, os empregos, reduzir o endividamento do governo, tudo isso com a inflação sob controle.

No exterior, a visão consensual é que o crescimento econômico dos países emergentes (menos China) está acelerando e dos países desenvolvidos está desacelerando. Nos EUA, a retirada de estímulos econômicos está contribuindo para a desaceleração da maior economia do mundo e que deve chegar ao fim desse ciclo de crescimento econômico nos próximos anos. Como resultado, as taxas de inflação e de crescimento mundial ficariam relativamente estáveis.

Essa combinação de cenário local positivo e internacional morno tende a ser muito boa para a valorização dos ativos brasileiros, pois representaria uma oportunidade para o Brasil aproveitar a retomada do crescimento doméstico para voltar a ganhar relevância no mundo.

Nesse momento, concordamos com o consenso e entramos em 2019 mantendo nosso posicionamento de alguns meses otimista com ativos brasileiros, através de compra de bolsa, aplicação em juros reais e venda de dólar, porém cautelosos com ativos internacionais (atualmente estamos sem posições na bolsa americana).

Nas próximas páginas, você encontrará mais detalhes sobre nossas visões de cenário e mercado.

Boa leitura!

Renda Variável

Estamos comprados em ações brasileiras pois acreditamos que o lucro das empresas deve continuar crescendo nos próximos anos em conjunto com o aumento da atividade econômica. O atual estado da economia indica uma recuperação cíclica: os juros estão baixos, a inflação está controlada, a confiança das empresas e dos consumidores está aumentando, o que deve se converter em aumento da demanda, da produção e do lucro das empresas.

E esse crescimento da atividade econômica deve durar alguns anos antes de pressionar a inflação pois o nível de ociosidade da economia é grande: i) o desemprego está alto; ii) a utilização da capacidade instalada da indústria é baixa e; iii) os bancos estão capitalizados para aumentar a concessão de crédito.

O preço das ações brasileiras ainda parece barato. Se o governo seguir no caminho correto e conseguir aprovar as reformas necessárias, o crescimento econômico e do lucro das ações deverá ser maior do que o consenso de mercado, e o múltiplo Preço/Lucro (P/L) do mercado, que está próximo da sua média histórica, poderá operar acima do atual.

Além disso, com a redução do ritmo de crescimento dos EUA, parte dos recursos alocados em outros países podem ser redirecionados para o Brasil e os investidores locais (fundos, pessoas físicas e fundações) ainda estão pouco alocados em bolsa.

Alguns riscos precisam ser monitorados com atenção: i) a desaceleração programada da China; ii) a desaceleração cíclica dos EUA; iii) a guerra comercial; iv) as reformas estruturais no Brasil, principalmente a da previdência.

Como a maioria dos riscos estão concentrados no exterior e a economia dos EUA está desacelerando, atualmente estamos sem posições na bolsa americana.

Renda Fixa

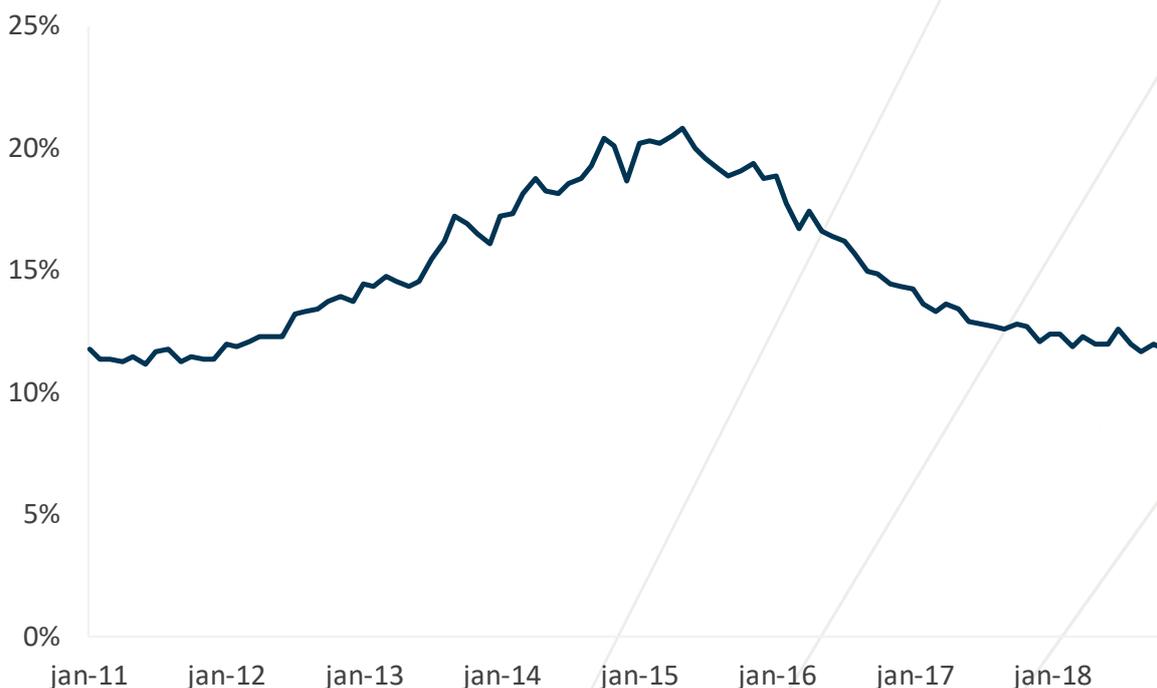
Temos carregado NTN-Bs com vencimentos mais longos pois: i) o governo tem demonstrado vontade e capacidade de fazer as reformas necessárias para que os juros reais do Brasil sejam estruturalmente mais baixos do que os praticados nos últimos anos; ii) a ociosidade da economia é muito grande, o que deve manter a inflação e os juros baixos por um bom tempo.

O endividamento do governo chegou em um ponto crítico. Principalmente devido aos gastos exagerados do governo desde 2014, o envelhecimento da população, que deixou o sistema previdenciário atual inviável, e a quebra de confiança com o governo, que trouxe recessão e baixa arrecadação nos últimos anos. Como resultado, os juros reais brasileiros continuam altos para os padrões mundiais.

O novo governo tem buscado resolver esse problema com as reformas. Se a lição de casa for feita, o mercado deve antecipar a retomada do grau de investimento, o que reduz o nível de juros exigido pelos investidores internacionais para comprar títulos de dívida dos governos e das empresas brasileiras. Nesse caso o investidor estrangeiro deve voltar a aumentar sua participação na dívida pública brasileira.

Os principais riscos e catalizadores que estamos monitorando são a Reforma da Previdência, a primeira reunião do Copom sob novo comando e o momento do ciclo econômico global.

Gráfico 1 - % Dívida Publica Federal detida por Não Residentes (fonte: Tesouro Nacional)

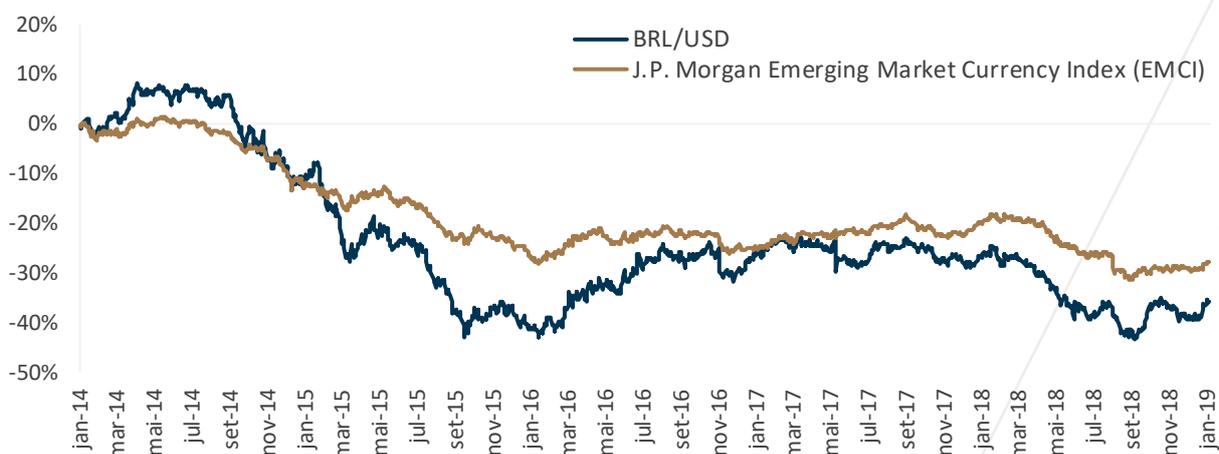


Moedas

Na parcela tática dos portfólios estamos posicionados para a queda do dólar contra o real. Se o Brasil fizer as reformas necessárias, voltar a crescer e não tivermos nenhuma grave crise no exterior, os investidores estrangeiros voltarão para o país, com investimentos em bolsa, renda fixa, infraestrutura, construção de novas fábricas etc.

Desde 2011 o dólar americano esteve em uma tendência global de valorização, pois a economia dos EUA estava reaquecendo e a perspectiva era de alta dos juros, enquanto que o resto do mundo ainda estava em crise, incluindo o Brasil. Nos últimos 5 anos, devido à gravidade de nossa crise, o investidor estrangeiro fugiu do Brasil e o dólar subiu mais contra o real do que contra as moedas dos outros países emergentes. Agora a situação parece estar invertendo.

Gráfico 2 - Real Acumulado vs Índice de Moedas Emergentes JP Morgan Acumulado (fonte: Bloomberg)



Recentemente, a economia dos EUA vem mostrando sinais de desaceleração, o Banco Central (Fed) reconheceu que pode cortar os juros caso necessário e as economias dos países emergentes (América Latina, Rússia, Índia, África do Sul) estão acelerando. Essa combinação tende a ser positiva para as moedas desses países.

No Brasil, a história é muito parecida e a cotação do dólar deve cair pois: i) estamos saindo da pior recessão desde o início da série de dados do PIB; ii) temos a capacidade de crescer emprego, renda e lucros por um longo período desde que o crescimento da dívida pública seja controlado (aqui entra a reforma da Previdência); iii) o investidor estrangeiro sempre busca países com boas perspectivas de crescimento e está pouco alocado em Brasil.

Os riscos sempre existem e podem causar um estresse relevante no mercado. Por isso, nossa posição é através de uma estrutura de opções, com perda limitada. Dentre os riscos, reconhecemos uma desaceleração mais forte na China ou nos países desenvolvidos, um aprofundamento da guerra comercial ou a não aprovação das reformas no Brasil.

Agradecemos a 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

www.loyall.com.br