



LOYALL

Carta Mensal

Março 2019

Resumo

Depois de um Janeiro excepcional, Fevereiro foi um mês de realização de lucros: as ações brasileiras caíram, o dólar subiu, o índice de prefixados (IRF-M) perdeu do CDI e os multimercados em geral tiveram retornos negativos. Somente as NTN-Bs e o S&P500 tiveram performance positiva. Assim, os portfólios geridos pela Loyall tiveram performance abaixo do CDI. Tanto a seleção de gestores quanto as posições proprietárias contribuíram para o resultado abaixo do esperado.

Continuamos com a alocação comprada em NTN-Bs, comprada em bolsa brasileira e vendida em dólar, uma combinação que deve entregar uma performance positiva no caso de avanço das reformas estruturais e que, ao mesmo tempo, é pouco dependente do ritmo de recuperação da atividade econômica, que vem demorando a reagir.

Apesar do governo tentar aprovar a reforma da previdência com celeridade, a articulação política ainda se apresenta como seu calcanhar de Aquiles e deve manter o mercado alerta. Entendemos que a reforma deve passar, mas o caminho será cheio de obstáculos.

No exterior, a desaceleração dos EUA fez o Fed mudar de postura, agora com menos ansiedade para elevar os juros, o que deve contribuir para que o investidor global busque ativos de maior risco e confirme o final do ciclo global de alta do dólar.

Dentre esses ativos de maior risco o Brasil tem começado a voltar ao universo de análise dos investidores internacionais, que estão começando a perceber que o país está prestes a entrar em um ciclo virtuoso. Mas as alocações dos investidores estrangeiros ainda são pequenas – estão aguardando ou uma queda dos preços para alocar, ou uma maior visibilidade sobre a aprovação da reforma da previdência.

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

Boa leitura!

Bolsa

Os fundamentos para a bolsa brasileira seguem sem grandes alterações: i) juros baixos globalmente; ii) os países desenvolvidos em desaceleração; iii) os países emergentes em aceleração; iv) cenário macroeconômico brasileiro favorável, aceleração cíclica, com inflação e juros baixos; e v) as empresas brasileiras continuam com capacidade ociosa e pouco endividadas.

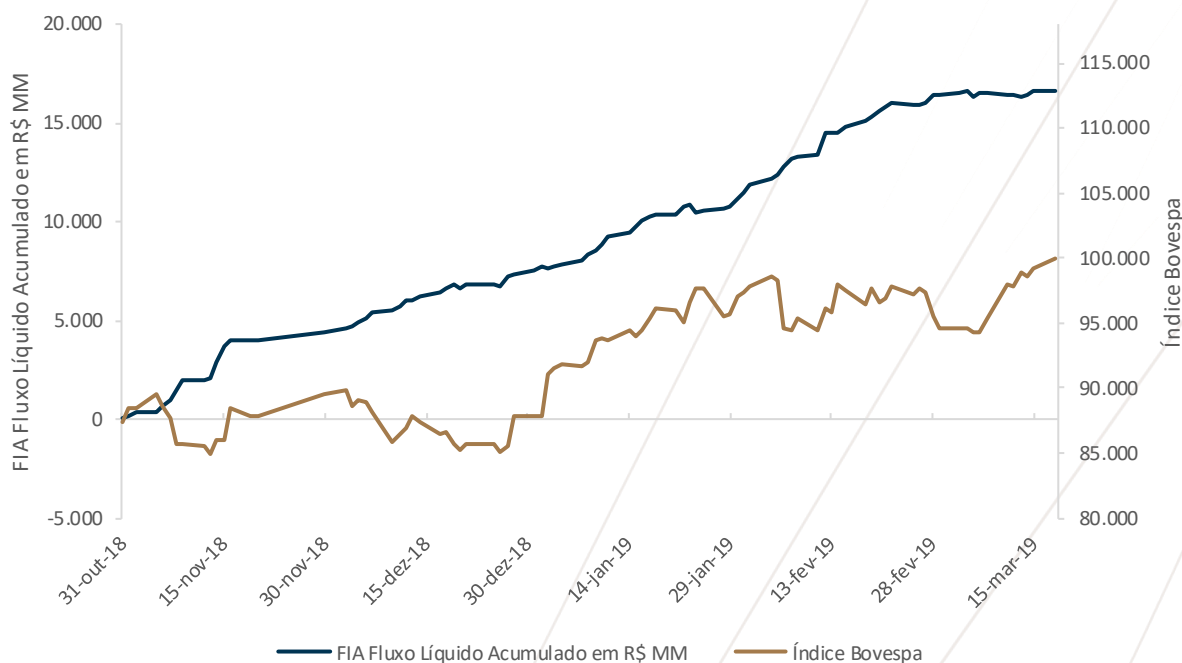
O múltiplo Preço/Lucro (P/L) do Ibovespa para os próximos 12 meses, utilizado como medida de valor, segue ao redor de 12x, próximo da média histórica de 10 anos, segundo o consenso da Bloomberg.

O crescimento de lucros esperado para 2019 está entre 10% e 15%. Consideramos essa expectativa moderada no cenário de aprovação da reforma da previdência e retomada da atividade econômica.

Apesar dos ruídos políticos recentes, o mercado acionário continuou forte e, no dia 18/03, o índice Bovespa superou pela primeira vez a marca dos 100 mil pontos, uma alta de 13,8% no ano. Grande parte do fluxo comprador é de investidores locais: apenas em 2019 os fundos de ações (FIA) receberam cerca de 9 bilhões de reais em aportes líquidos (aportes – resgates), segundo dados da ANBIMA.

O mercado continua aguardando a reforma da previdência e o consenso aponta para aprovação no segundo semestre do ano. No exterior, as expectativas sobre o acordo de comércio entre China e EUA (trade war) estão menos pessimistas e o Fed está mais paciente sobre o ritmo de elevação de juros nos EUA.

Gráfico 1: Fluxo líquido para os fundos de investimento em ações (FIA) e o índice Bovespa Fonte: Anbima/Bloomberg



Renda Fixa

Os fundamentos para a renda fixa brasileira continuam mostrando um atraso na recuperação do país. Os indicadores de atividade têm mostrado uma economia ainda muito frágil, com alta ociosidade e desemprego ainda em níveis elevados. Além disso, as expectativas para o PIB de 2019 têm tido seguidas revisões para baixo, enquanto a inflação se mantém em níveis confortáveis abaixo do centro da meta.

Gráfico 2 - Desemprego (%) e IPCA (% a.a.)

Fonte: IBGE

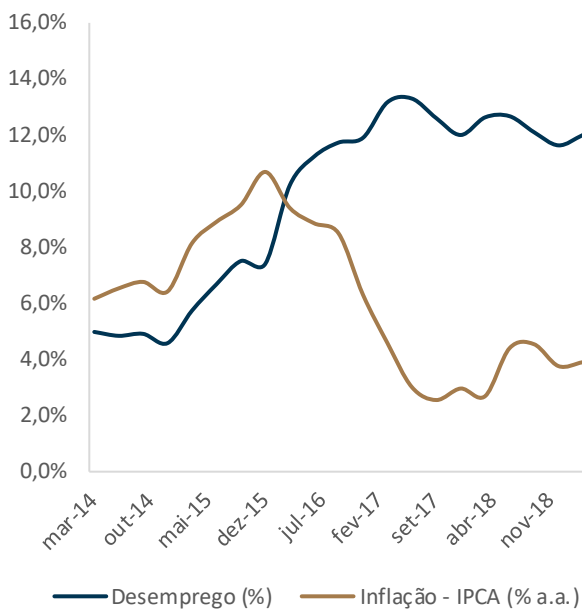
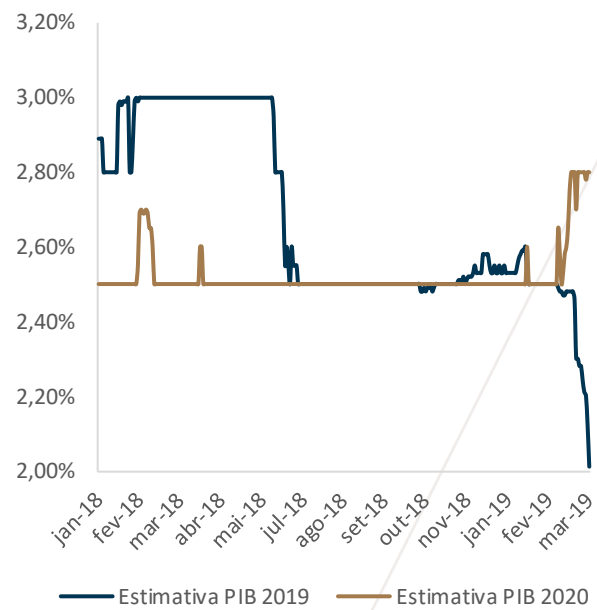


Gráfico 3 - Expectativas de crescimento (%)

Fonte: Boletim Focus



Esse cenário tem gerado debates sobre os próximos passos para a política monetária do Banco Central, especialmente após a troca do comando da instituição com a saída de Ilan Goldfajn e a entrada de Roberto Campos Neto. Seria necessário reduzir ainda mais os juros para aumentar o estímulo à economia ou a manutenção da Selic nos níveis atuais seria suficiente?

Acreditamos que dificilmente o Banco Central cortará juros sem que a Reforma da Previdência tenha sido aprovada e a situação fiscal esteja sob controle. Mesmo nesse caso, seria necessário que a inflação continuasse muito baixa após a aprovação da reforma para que houvesse possibilidade de corte, o que não nos parece ser o cenário mais provável.

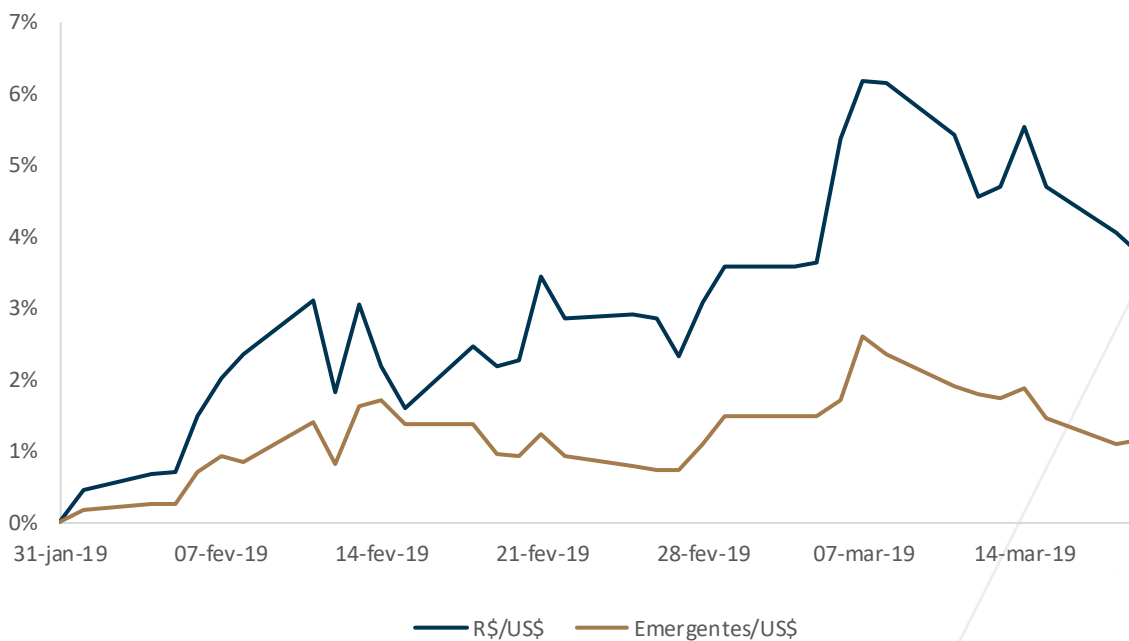
Por isso, preferimos continuar posicionados em títulos indexados à inflação. Que devem se beneficiar de uma melhora das contas públicas e da queda do risco Brasil e podem proteger as carteiras caso a economia tenha uma recuperação mais rápida do que o previsto.

Moedas

Diferentemente do mercado acionário, o real foi o ativo brasileiro que mais sofreu com os ruídos políticos das últimas semanas. Quando comparamos o real contra as moedas de outros países emergentes, observamos que o dólar subiu mais contra o real do que contra os pares (vide gráfico).

No nosso entendimento, esse movimento foi uma realização de lucros por parte de fundos locais que se beneficiaram da queda do dólar em janeiro.

Gráfico 4 - Retornos Acumulados R\$/US\$ e Moedas Emergentes/US\$ (Fonte: Bloomberg)



Nossa visão para o câmbio, do ponto de vista local, permanece inalterada: o baixo déficit de conta corrente será amplamente financiado pelos investimentos produtivos e financeiros que vão começar a vir para o Brasil quando o mercado tiver uma maior visibilidade sobre a aprovação da reforma da previdência.

Do ponto de vista internacional, o Fed deve ser paciente com as altas de juros, o que deve contribuir para o fortalecimento das moedas de emergentes e consequentemente, do real.

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