



LOYALL

Carta Loyall

Novembre 2018

Sumário

Resumo	3
Cenário externo continua desafiador	4
Os desafios do novo governo	5
Quanto dinheiro pode entrar na bolsa brasileira?	6
As assimetrias tupiniquins	7

Resumo

Com a eleição de Jair Bolsonaro, o mercado passou a dar um voto de confiança para a nova equipe econômica, que tem o desafio de reajustar o orçamento. Baseado na expectativa de que o novo governo vai ser melhor que os anteriores, os ativos brasileiros tiveram bom desempenho em outubro: o Ibovespa subiu 10%, o dólar caiu quase 9%, o risco Brasil e as taxas dos títulos prefixados cederam. Isso na contramão da queda de mais de 13% da bolsa dos EUA (S&P500) em outubro.

As estratégias geridas pela Loyall tiveram um desempenho positivo no último mês. Contribuíram para isso as seleções de gestores multimercado e de renda variável e a estratégia proprietária da casa, que estava otimista com ativos brasileiros e pessimista com a bolsa americana.

“O cenário externo continua desafiador, com a desaceleração cíclica do crescimento nos EUA, desaceleração estrutural na China e os ruídos vindos da Europa”

Continuamos vendidos em S&P500 pois o cenário internacional continua desafiador. A desaceleração cíclica do crescimento nos EUA e estrutural na China, somadas aos ruídos vindos da Europa (Brexit e o problema fiscal da Itália), reforçam o nervosismo nos mercados de ações globais.

O mercado local deve continuar dando o benefício da dúvida para o novo governo nos próximos meses, mas o dinheiro do investidor institucional estrangeiro, de longo prazo, só deve entrar depois que o novo governo conseguir aprovar as reformas necessárias para recolocar a economia nos trilhos – e os desafios são grandes.

Buscando preservar o resultado, zeramos a posição aplicada nos prefixados, o que foi positivo para os portfólios. Mantemos as posições otimistas em NTN-B 2021 e vendida em dólar e, para proteger o portfólio, vendida nas bolsas brasileira e dos EUA.

Cenário externo continua desafiador

Nos EUA, o Banco Central (Fed) continua subindo os juros, com o objetivo de frear um pouco o crescimento econômico. O mercado, em geral, entende que esse ciclo de altas é apenas uma normalização, mas o próprio BC indica que taxa de curto prazo deve subir até um nível maior que a taxa de equilíbrio de longo prazo, o que caracteriza um freio na atividade econômica.

As recentes quedas do S&P500 mostram que o mercado começa a acreditar que o Fed pode subir as taxas mais do que o mercado imagina e que a vitória dos Democratas nas eleições para a Câmara dos Deputados nos EUA deve colocar um freio nas políticas de estímulo econômico de Trump, com impacto negativo na atividade e no crescimento de lucro das empresas. Essa desaceleração, somada aos déficits gêmeos (fiscal e de conta corrente), deve encerrar o ciclo de valorização global do dólar, salvo uma grande crise.

Na China, o Banco Central (PBOC) se mostrou mais preocupado com a liquidez do sistema financeiro e com a depreciação do Yuan. Se comprometeu a adotar medidas para que o dinheiro flua dos bancos para as empresas e sinalizou mais estabilidade para a moeda.

O governo chinês já mostrou uma capacidade inigualável em controlar a economia e tem feito todos os esforços para desacelerar a economia de forma tranquila. Mesmo assim, o mercado continua apreensivo (as bolsas da China estão entre as piores no ano) e só deve acalmar quando os dados econômicos de fato mostrarem o efeito das políticas econômicas e a guerra comercial arrefecer.

Assim, considerando o cenário de desaceleração nas duas principais economias do mundo, temos operado zerados ou vendidos em S&P500, tanto para compensar o risco das alocações em ativos brasileiros quanto para nos beneficiar de possíveis quedas das ações nos EUA.

Para o Brasil, a influência do setor externo passa a ser positiva no caso de uma desaceleração suave de EUA e China, sem crise internacional nem drenagem de liquidez excessiva.

Os desafios do novo governo

Após o resultado das eleições, a atenção se voltou para a equipe de transição, os novos ministros e a configuração das pastas no novo governo. Apesar de muitos detalhes ainda estarem em negociação, o cenário começa a se desenhar com alguns nomes sendo definidos.

Entre os ministros já confirmados se destacam Paulo Guedes, que ficará à frente do chamado “super ministério” da Economia, que englobará os ministérios da Fazenda, do Planejamento e da Indústria e Comércio, Onyx Lorenzoni que deve ocupar o a Casa Civil e Sérgio Moro em outro “super ministério” que reunirá as atribuições das pastas de Justiça e Segurança Pública.

“Em comparação com governos anteriores (excluindo o governo Temer) parece haver menos peso nas indicações partidárias para a montagem da equipe, o que pode se provar uma faca de dois gumes.”

Em comparação com governos anteriores (excluindo o governo Temer) parece haver menos peso nas indicações partidárias para a montagem da equipe, o que pode se provar uma faca de dois gumes. Por um lado, existe uma maior probabilidade de pessoas com perfil mais técnico assumirem, como no caso de Joaquim Levy, ex-ministro da Fazenda e executivo de sucesso, para a direção do BNDES. Por outro lado, pode ocorrer uma maior dificuldade de articulação política para aprovar as reformas no Congresso.

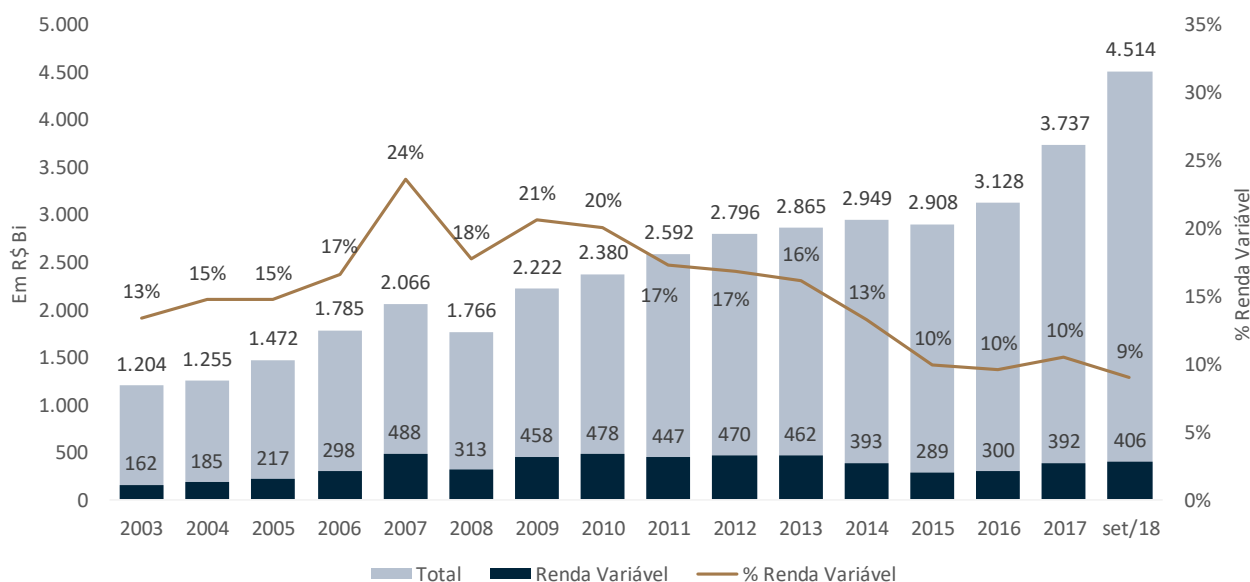
Neste primeiro momento, os riscos parecem estar mais fortemente relacionados à articulação política no Congresso Nacional para a aprovação de reformas e menos à falta de qualificação técnica dos ministros. Será necessário acompanhar de perto a evolução das negociações para avaliar se esse modelo inicial irá funcionar ou não.

Quanto dinheiro pode entrar na bolsa brasileira?

Com a expectativa de um governo melhor, muita gente está otimista com ações brasileiras e estima-se um potencial elevado de recursos para serem redirecionados para a bolsa.

Calculamos o potencial que os fundos brasileiros poderiam alocar na bolsa caso um cenário otimista se materializasse. Dos R\$4,5 trilhões de recursos dos fundos de investimento, apenas R\$ 406 bilhões (9%) estão alocados em bolsa, de acordo com os dados da ANBIMA e ABRAPP. Esse percentual é inferior à média registrada no período de 2003 a setembro 2018 que é de 15,3%. Se a alocação voltar para a média histórica, aproximadamente R\$ 280 bilhões devem ser direcionados para bolsa brasileira somente através dos fundos.

Gráfico 1 - Alocação de Fundos de Investimento



Porém, no exterior, o apetite por risco tem tido dificuldade para prosperar, os ativos de mercados emergentes estão entre os que mais sofreram no ano e o investidor estrangeiro está aguardando que as reformas de fato aconteçam para aumentar a alocação em ações brasileiras.

Tanto o local quanto o estrangeiro possuem a visão de que as ações brasileiras vão subir se as reformas forem aprovadas. A diferença é que o investidor local já comprou bastante bolsa brasileira, na esperança das reformas e, o investidor estrangeiro aguarda os fatos para tomar a sua decisão.

Temos alguma alocação em ações brasileiras e estamos acompanhando de perto a evolução da agenda econômica para aumentarmos a exposição no caso de aprovação das reformas.

As assimetrias tupiniquins

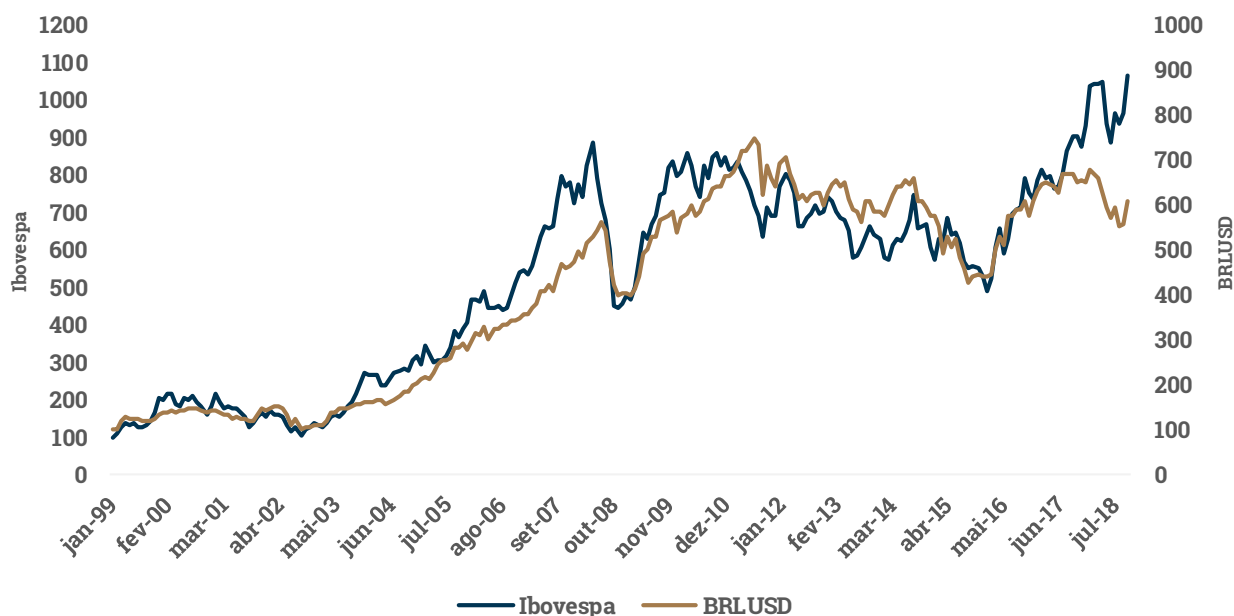
Assim como um grande montante de recursos pode entrar na bolsa brasileira, um volume considerável pode vir para a renda fixa local (o estrangeiro tem hoje pouco mais da metade do que já teve da dívida soberana do Brasil) e como investimento direto para infraestrutura e produção. Esse fluxo acaba sendo um fator que pressiona a taxa de câmbio R\$/US\$ para baixo. Além disso, os fundamentos do setor externo do Brasil também são positivos, pois o país tem baixa necessidade de financiamento externo.

Adicionando na análise o ponto de vista dos EUA, com a desaceleração da economia americana (que hoje cresce acima do potencial), é possível que o ciclo de alta global do dólar esteja chegando ao fim, se não houver uma crise no meio do caminho.

Com o cenário brasileiro mais claro, provavelmente a economia deve voltar a crescer, as empresas devem apresentar crescimento de lucro e as ações devem ser beneficiadas. Porém, a bolsa já parece ter antecipado uma parte do lucro esperado para os próximos anos. Já o real ainda está apanhando e seu retorno está ficando defasado versus a bolsa, conforme gráfico abaixo.

Em suma, apesar de enxergamos um bom potencial de valorização para as ações brasileiras, entendemos que o real (posição vendida em dólar) deve ser uma alocação com um perfil de retorno ajustado ao risco ainda melhor.

Gráfico 2 - Retorno Total Dólar contra Ibovespa (Base 100)



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

www.loyall.com.br