



Carta Trimestral Dezembro 2016

Escrita no 27 de dezembro de 2016

THALASSA CAPITAL LLC

"Não existe tal coisa como um almoço grátis." *Milton Friedman*

À medida que nos preparamos para abrir a proverbial garrafa de champanhe para receber o Ano Novo, é com reflexão analítica que olhamos para trás nos últimos doze meses para dar sentido a uma série de acontecimentos bastante interessantes e inesperados.

O ano 2016 fez de bobos à maioria dos preditores, já que eventos especialmente geopolíticos aconteceram de forma muito diferente do que razoavelmente antecipado. Os mercados financeiros começaram o ano com uma enorme birra que acabou por ser uma boa oportunidade de compra; Uma surpresa que se repetiu logo após a eleição improvável de Donald Trump como presidente. Ao longo do caminho, testemunhámos com descrença a decisão dos eleitores ingleses de romper com a União Europeia, revirando décadas de integração. Esse voto foi seguido rapidamente por uma perda similarmente inesperada e esmagadora pelos reformadores modernos na Itália. A OPEP também produziu uma virada imprevista de sua política de "bomba à vontade".

A sequência de mudanças políticas deve ser analisada e contextualizada para o que ela pode significar na alocação de carteira e gerenciamento de risco. Enquanto os slogans comuns parecem estar definindo uma nova onda de populismo e mudança radical, é preciso primeiro discernir entre o populismo emergente na Europa e o chamado para a mudança que ocorre nos EUA. Na Europa, o maior desafio parece estar centrado na imigração e nas suas ligações com o terrorismo islâmico. A resposta a tal ameaça pela União Europeia tem sido menos do que firme e conduziu a um descontentamento geral com a burocracia da instituição. Se este desencanto leva a um sério afrouxamento da União, tal evento se traduziria em fricções econômicas maciças em todo o continente, o que provavelmente levaria a uma significativa recessão global. As probabilidades ainda são favoráveis ao status quo, mas deve ser aplicado um prêmio de risco mais elevado a todos os ativos europeus.



Nos Estados Unidos, o apelo à mudança tem um sabor diferente. O presidente-eleito Trump montou uma onda de descontentamento que é uma mistura de antiglobalização, demografia, insultos contra establishment e assim por diante. O que é peculiar sobre os desenvolvimentos recentes é que o medicamento que a nova administração dos EUA parece inclinado a aplicar não soa como a mudança. O que ouvimos são programas não detalhados baseados na velha economia fiscal e cortes de impostos do lado da oferta. Um estilo muito “Ronald Reagan”, embora cortes do imposto da oferta e estímulo fiscal nunca foram realmente tentados durante uma economia em expansão como estamos atualmente a experimentar. Daí a razão de nossa citação inicial de Milton Friedman; É muito possível que, se a maioria do manifesto Trump for implementado, os ativos de risco deveriam de fato experimentar uma expansão precoce de múltiplos de avaliação e / ou avaliações mais favoráveis de fluxos de caixa descontados; No entanto, que pode vir com um preço a ser pago mais tarde na forma de maior volatilidade, maior inflação e política monetária muito hostil.

Atualmente, as ações podem parecer um pouco caras por padrões históricos, mas algumas advertências devem ser apresentadas. Primeiro, elas ainda são uma barganha quando comparadas com renda fixa, especialmente com as novas pressões inflacionárias potencialmente maiores nos próximos 18 meses. Além disso, devem-se aplicar altas probabilidades a um corte de impostos corporativos. De todas as promessas de campanha feitas, algum tipo de alívio tributário é mais provável de ocorrer dado que agradaria partes diferentes do Partido Republicano e alguns dos democratas também. Assumindo uma nova taxa de imposto de 25%, a nova estimativa dos ganhos do S & P500 para 2017 seria de US \$ 144. Em uma relação média de P / E de 17, traduziria em um S & P500 valor de 2448, aproximadamente um aumento de 8% dos níveis atuais.

Outro fator que pode fazer com que as ações pareçam menos dispendiosas do que atualmente assumido é o ressurgimento dos ganhos operacionais. No terceiro trimestre de 2016, os resultados operacionais finalmente subiram e subiram 10% ano a ano. As novas políticas pró-crescimento poderiam agregar combustível ao impulso de EPS, portanto, forçando um ajuste de avaliação não por meio de deflação de relação P / E, mas por maneiras de crescer o denominador na equação - E - ou ganhos.

Deve-se notar que este cenário positivo não é livre de perigos dado que esta nova administração parece alta em slogans, mas com pouca experiência e diplomacia. Tal nível mais elevado de incerteza sobre a execução de diretivas publicadas reforça um dos princípios mais importantes dos investimentos: a diversificação.

As commodities poderiam ajudar a diversificar uma carteira no novo ambiente de reflacionário e especialmente a energia poderia ter uma corrida forte nos próximos 18



meses. O ressurgimento das commodities também deve ajudar os Mercados Emergentes, normalmente ligados ao ciclo de material básico. Mercados Emergentes tem sido uma proposta de valor por um tempo e em 2016 eles mostraram alguma força relativa. Avaliações e taxas projetadas de crescimento ainda parecem atraentes, mas, mais uma vez, o caminho futuro incerto dessas novas políticas de administração lançou uma nuvem sobre essa classe de ativos. Se uma guerra comercial, ou mesmo apenas um "argumento" comercial começar, Mercados Emergentes seriam as primeiras vítimas. Além disso, se as taxas de juros subirem mais rápido do que o esperado em resposta a políticas de superaquecimento, a moeda e as perturbações do mercado de dívida também aconteceram durante algum tempo.

Uma classe de imobilizado adicional que viu o seu nível de risco aumentar em função de eventos recentes e o REITs. Enquanto a classe de ativos continua sendo um dos diversificadores com melhor desempenho em qualquer alocação de ativos completa, as avaliações atuais e, possivelmente, os aumentos rápidos da taxa de juros podem produzir ventos contrários. Alguns subsetores estão negociando realmente em um desconto ao valor de recurso líquido, mas a maioria do espaço está avaliado inteiramente. Em longo prazo, continuamos a gostar dos nomes relacionados aos Cuidados de Saúde devido a dados demográficos positivos e distribuições altas e a Indústria, devido à ciclicidade do seu negócio.

Por último, mas não menos importante, é o setor da tecnologia. Fundamentalmente, o setor mantém certo fascínio; Os múltiplos não são muito altos e as receitas projetadas para o 2017 estão na faixa de 25% (fonte: JP Morgan). Ao longo prazo, continuamos a estar envolvidos na grande onda de conectividade ou "Internet das Coisas", uma área onde veremos muita adoção de empresas e consumidores nos próximos anos.

Concluindo, vemos o ano 2017 com uma perspectiva geralmente positiva, especialmente para algumas das estratégias em que nos focamos diretamente, mas estamos conscientes do fato de que a volatilidade continuará a ser um grande fator e postura tática pode ser necessária.

Como sempre, gostaríamos de agradecer a renovada confiança no nosso trabalho,

Youri Bujko

Davide Accomazzo