

ANÁLISE DE INVESTIMENTO

4.º TRIMESTRE 2020

Autor: James Macpherson

ANÁLISE DE INVESTIMENTO TRIMESTRAL

“O capitalismo sem falências é como o catolicismo sem o inferno. Os mercados funcionam melhor quando os participantes têm um saudável receio de perder.”

Howard Marks

“Os EUA encontram-se agora num caminho no qual qualquer presidente dos EUA parece apostado em adicionar tanta dívida ao livro razão nacional como todos os seus antecessores em conjunto.”

Gavekal 18.12.2020

“As pessoas estão sempre a perguntar-me onde é que as perspectivas são boas, mas essa é a pergunta errada. A pergunta certa é onde é que as perspectivas são mais miseráveis.”

John Templeton

No quarto trimestre de 2020, os mercados continuaram a forte trajetória de recuperação impulsionados por duas notícias. Primeiro, o anúncio de várias vacinas eficazes no combate ao coronavírus e o início da vacinação. Estes programas de vacinação dão razões para acreditar que a vida pode regressar à normalidade algures em 2021. Segundo, os resultados das eleições nos EUA foram celebrados pelos mercados, que saudaram a eleição de Biden para presidente juntamente com um Senado controlado pelos republicanos que irá condicionar as políticas do presidente. Embora a segunda volta das eleições para o Senado na Georgia a 5 de janeiro possa mudar este cenário, como as coisas estão, o Presidente Biden terá menos margem para alargar os défices orçamentais, introduzir regulação apertada para as grandes empresas tecnológicas e aumentar os impostos. Como resultado, os mercados terminaram o ano em alta, com o MSCI World Index a valorizar 14% em USD, o que constitui uma notável recuperação face ao final de março quando se encontrava a desvalorizar 32% no auge do pânico da Covid-19.

O colapso económico em 2020 resultou numa recessão extremamente inusitada, uma durante a qual os rendimentos das pessoas mantiveram-se estacionários, o imobiliário começou a acelerar, as OPI no mercado bolsista dispararam e as empresas conseguiram emitir dívida a taxas muito baixas não obstante a deterioração nas suas condições de atividade. No final do ano, a quantidade de dívida com rendimento negativo tinha atingido um recorde de 17,7 biliões de USD e cerca de 80% das obrigações de categoria de “investment” do mundo estavam a negociar a 1% ou menos, à medida que os governos fizeram tudo o que estava ao seu alcance para responder ao problema através de medidas de apoio. Ainda assim, a pandemia alargou a clivagem social. O fosso de rendimentos nunca foi tão grande e é provável que os governos continuem a subsidiar os níveis de rendimento mais baixo, mesmo que tal conduza a um sobreaquecimento da economia resultante do forte crescimento do consumo. Ao contrário de 2009, os estímulos não são direcionados para os balanços em colapso dos bancos, mas sim para financiar despesa pública que acaba por ir parar à economia real. Por exemplo, calcula-se que o governo dos EUA tenha tido um défice orçamental de 4 biliões de USD este ano, financiado sobretudo pela Reserva Federal. O sentimento na política mudou, hoje em dia não se fala de austeridade. As eleições dos EUA foram relevantes neste ponto. Embora Biden tenha ganho, foi uma disputa extremamente renhida nos votos da classe operária, onde Trump provou ser competitivo em termos eleitorais. Um dos seus feitos relativamente ignorados foi o facto de ter invertido o declínio relativo nos rendimentos do segmentos mais baixos da população após 40 anos de deterioração.

Os democratas não quererão arriscar perder esta parte do eleitorado novamente e, provavelmente, farão tudo o que puderem para consolidar o voto da classe trabalhadora através de políticas favoráveis ao emprego. Obrigações com rendimentos negativos parecem inconsistentes com esta política. À cada vez mais sinais de que a inflação está a começar a subir. Os estímulos governamentais, a impressão de dinheiro por parte do banco central, as perturbações das cadeias de abastecimento devido às disputas com a China e uma recuperação violenta à medida que as economias se reabastecem e restabelecem os inventários após a Covid-19 são todos fatores que apontam para uma maior inflação. Além disso, deve existir uma grande tentação para recorrer à inflação para diminuir os gigantescos volumes de dívida que foram acumulados ao longo da última década. Por exemplo, Gavekal calcula que o endividamento público dos EUA adicionou 12.800 USD de dívida per capita só este ano. Historicamente, não existe nenhum exemplo de um país que tenha optado pela deflação em detrimento da inflação para reduzir um grande endividamento. Contudo, esta é uma mensagem que o mercado obrigacionista ainda não reconheceu. Em novembro, o Peru emitiu uma obrigação no valor de 4 mil milhões de USD a 101 anos, isto é, até 2121. O Peru entrou em incumprimento oito vezes na sua história de 200 anos, ainda assim a emissão registou uma procura quatro vezes superior à oferta e o cupão tinha um juro de apenas 3,25%. Parece estranho que as poupanças das pessoas possam ser alocadas desta forma. Apenas podemos especular sobre quais seriam os preços das obrigações se os bancos centrais não fossem tão ativos nos mercados impedindo uma verdadeira determinação do preço. Contudo, tendo em conta as atuais circunstâncias, as obrigações continuam a não ser atrativas para o investidor que procura rendimentos reais ou, até mesmo, a preservação do capital. Em períodos inflacionistas, o dinheiro morre e os rendimentos das obrigações oferecem pouca proteção contra o aumento dos preços. No fim de contas, provavelmente será a inflação a colocar um ponto final no mercado de obrigações de longo prazo em alta que começou em 1981. Atualmente, a maioria dos investidores privados já não se sentem persuadidos a investir nos mercados obrigacionistas, que apenas são sustentados por compras do banco central. Se a inflação subir, os investidores venderão as suas carteiras de obrigações para procurarem rendimentos mais seguros alhures. Tal irá colocar uma pressão ascendente sobre as taxas de juro de modo a voltarem a atrair os investidores para as obrigações. Poderemos estar a falar de um processo que abrangerá várias décadas, semelhante ao longo declínio que levou às taxas de juro negativas.

Com o refúgio natural dos mercados obrigacionistas desprotegido, os investidores ativos são obrigados a virarem-se para as ações. Tendo em conta a catástrofe económica, os investidores têm procurado empresas que conseguem demonstrar capacidade de crescimento mesmo numa situação de paralisação económica. A maioria têm sido empresas tecnológicas ou relacionadas com a internet, uma vez que a Covid-19 deu um impulso acrescido à transição para as atividades económicas online. Na realidade, quase todos os ganhos do S&P 500 este ano resultam de apenas seis empresas tecnológicas (Apple, Amazon, Microsoft, Google, Facebook e Nvidia). A liderança tecnológica dos índices já não é de hoje e na última década assistiu-se à ascensão dessas empresas que exploraram o fluxo de inovações criadas pelos avanços rápidos em matéria de poder computacional. Os gigantes tecnológicos são empresas verdadeiramente impressionantes com características financeiras imensamente robustas e fortes perspetivas de crescimento contínuo. Porém, estas empresas alcançaram uma escala onde a lei dos grandes números poderá começar a fazer efeito. Wall Street projeta que as vendas das cinco maiores empresas tecnológicas subirão 18% ao ano ao longo dos próximos cinco anos. Caso os preços das suas ações cresçam ao mesmo ritmo, teriam uma capitalização de mercado combinada superior a 15 biliões de USD. Para contextualizar, atualmente o S&P 500 tem uma capitalização de mercado de 30 biliões de USD. Além disso, estas empresas enormes estão a começar a competir umas com as outras a fim de preservarem o seu crescimento. A Apple está a entrar nas pesquisas online e a Amazon está a crescer na publicidade. É provável que os legisladores adotem medidas substancialmente mais regulatórias e antimonopolistas contra estas empresas. Não quero com isto dizer que estas empresas não continuarão a produzir excelentes resultados e a crescer, mas os inúmeros ventos de feição que favoreceram os preços das suas ações ao longo da última década podem afrouxar. Se as vacinas

despoletarem uma rotação dos títulos vencedores das empresas “stay at home” para os títulos do “back to normal” então outras áreas do mercado começarão a florescer. A recuperação do crescimento significará uma subida dos rendimentos das obrigações o que é mau para as chamadas ações de crescimento porque a taxa de desconto pela qual estão valorizadas irá aumentar, mas será bom para as ações de valor porque as suas receitas irão recuperar. As posições dos investidores estão seriamente inclinadas para ações de crescimento, pelo que é possível que ocorra um reajustamento drástico.

Em novembro, verificou-se uma forte recuperação das ações de valor. Será isto efémero ou algo mais permanente? Muitas ações de valor estão gravemente comprometidas e parecem estruturalmente deficitárias à medida que lutam contra grandes fardos da dívida e pesadas obrigações em matéria de pensões, ao mesmo tempo que os seus negócios ficaram mais vulneráveis em virtude da concorrência usar melhor a tecnologia. Mas outras empresas têm perspetivas mais animadoras, enquanto transacionam a um nível coerente com um grande colapso económico. Se a recuperação se materializar, podem recuperar. A procura irá normalizar-se e os preços estarão firmes dado que a capacidade diminuiu e os inventários ficaram depauperados. Ao contrário do que normalmente acontece quando se sai de uma recessão, os balanços estão fortes tanto a nível das empresas como das famílias, uma vez que as taxas de poupança das famílias dispararam durante o confinamento graças aos programas de apoio governamental. Só nos EUA calcula-se que as poupanças das famílias se cifrem bem acima de um valor de 1 bilião de USD. É provável que as pessoas gastem esse dinheiro quando as pessoas puderem e se sentirem suficientemente seguras para o fazer. Os inventários no setor de retalho e produção dos EUA estão perto de mínimos históricos. A forte atividade decorrente do rápido aumento da procura de rolamentos e a subida em flecha das taxas de contentores de Xangai ambas apontam para uma iminente recuperação. As empresas que sobreviverem irão registar uma subida dos lucros em 2021 e 2022. À medida que as vacinas estabilizam a confiança dos consumidores a economia deve surpreender energicamente pela positiva. Tal constitui um forte contraste em relação a 2008 quando os consumidores estavam sobrealavancados e obrigados a poupar o que resultou em anos de crescimento moderado. Desta vez, o excesso de poupanças será gasto e contribuirá para a retoma.

As oportunidades neste cenário dependerão das forças das empresas individuais, pelo que a seleção dos títulos será crítica. Contudo, algumas áreas gerais parecem ser terrenos férteis. Apesar das disputas comerciais, a Ásia continua a ser a fábrica do mundo logo é um beneficiário claro. É de notar que desde maio que os mercados asiáticos começaram a superar os demais. O Japão é um beneficiário natural de uma recuperação cíclica global. Também constitui um bom mercado para aferir o regresso da inflação. A inflação teria um impacto psicológico dramático nas instituições internas japonesas que têm uma forte sobreexposição ao seu mercado obrigacionista e uma subexposição ao seu mercado acionista. O Japão assistiu ao desmembramento da sua estrutura industrial pós-1945 e a uma retoma significativa da reestruturação e consolidação industrial. O novo primeiro ministro está a promover uma agenda digital, um domínio onde o Japão ficou para trás, pelo que isto oferece um tema de investimento independente do crescimento económico. Estas políticas, juntamente com as reformas do governo societário, estão a garantir um silencioso mercado em alta no Japão, apesar do baixo crescimento da sua economia. O Nikkei está agora no seu nível mais alto desde 1991 e próximo do seu máximo histórico medido em dólares norte-americanos. À medida que melhores resultados criam um novo dinamismo e os argumentos para as ações em detrimento das obrigações no Japão se tornam cada vez mais convincentes, o mercado pode disparar para novos máximos. O mercado do Reino Unido também se mantém atrativo agora que a interminável questão do Brexit chegou finalmente ao fim, embora os detalhes do acordo continuem a ser escrutinados. Os investidores internacionais nunca estiveram com uma subexposição tão grande ao mercado do Reino Unido, o que constitui normalmente um bom ponto de entrada para o investidor paciente. O FTSE está abaixo do nível que registava aquando da viragem do milénio.

Em termos de setores, as matérias-primas são um óbvio beneficiário do relançamento da economia. Além de beneficiarem de um crescimento económico mais pujante, as matérias-primas são ainda impulsionadas por duas políticas governamentais. Em primeiro lugar, uma boa parte da despesa orçamental que os governos realizaram será alocada à melhoria das infraestruturas, o que exige muita matéria-prima. Tanto nos EUA como na Europa, as infraestruturas básicas – como estradas, pontes e sistemas de esgotos – estão antiquadas e a necessitar de renovação. Em segundo lugar, a transição energética impulsionada pela luta contra as alterações climáticas irá exigir uma enorme quantidade de metais. Por exemplo, os veículos elétricos necessitam de muito cobre. Esta procura surge numa altura em que o investimento numa nova oferta destes metais não tem sido muito. O “greening” da economia mundial, associado à dramática impressão de dinheiro por parte dos bancos centrais, constitui uma receita potente para um mercado de matérias-primas em alta. Apesar do colapso económico este ano, vários metais, incluindo o cobre, estão a transacionar a valores muito superiores aos de há um ano. As empresas de matérias-primas não possuem as excecionais características financeiras das grandes empresas tecnológicas, mas quando o ciclo muda a seu favor estas empresas conseguem gerar rendimentos impressionantes. De forma mais controversa, as empresas energéticas também deverão sair beneficiadas. Os preços das ações destas empresas sofreram pelo facto de serem vistas como grandes poluidoras e por enfrentarem a extinção a longo prazo à medida que são suplantadas pelas energias renováveis. Contudo, o mundo ainda depende bastante dos combustíveis fósseis. O declínio no setor energético foi ainda mais extremo do que no setor dos metais. Os títulos das matérias-primas têm a menor ponderação nos índices em décadas, mas este é um dos poucos setores que beneficiaria da subida das taxas de rendibilidade das obrigações, atividade e inflação.

À medida que entramos no novo ano, o coronavírus continua a ter um impacto dramático nas economias e sociedades, sobretudo no ocidente, onde o inverno trouxe um aumento do número de casos. Contudo, os mercados são muito bons a ver mais além dos problemas e as três vacinas na linha da frente permitem-lhes olhar mais além da atual crise. Quaisquer atrasos ou problemas na implementação das vacinas seriam mal recebidos pelos mercados. Contudo, pressupondo que os programas de vacinação se desenrolam de forma razoavelmente tranquila e que é preservado o equilíbrio político nos EUA, com os republicanos a manterem o controlo do Senado, a economia mundial deve começar a cicatrizar em 2021 a um ritmo acelerado. Os mercados gozam de apoios substanciais. Não há sinal de que os bancos centrais venham a restringir a política monetária enquanto permanece a promessa de substanciais pacotes orçamentais. As poupanças acumuladas durante o confinamento estimulam ainda mais os mercados. Isto é algo que já é possível ver com os investidores americanos a regressarem ao mercado acionista em força pela primeira vez em 20 anos. Muitas empresas também conseguiram adotar medidas que teriam sido difíceis em condições normais, como a redução da mão-de-obra e o encerramento de projetos marginais. Estão agora mais enxutas e bem alavancadas para uma futura recuperação. Para muitas empresas de valor esta recuperação ocorreria numa altura em que os preços das suas ações vêm de um ponto extremamente baixo. O mercado obrigacionista suscita pouco interesse e, se a inflação subir, deve ser evitado ativamente. Os títulos tecnológicos e “bond-proxy” que dominaram os retornos em anos recentes também se deparariam com um contexto mais difícil. Os investidores devem começar a pensar proceder à rotação das suas carteiras de modo a incluir ações mais focadas no valor e nas matérias-primas. Os fundos de cobertura também têm uma excelente oportunidade tendo em conta a grande dispersão das avaliações. É mais difícil tirar o pulso às divisas mas aquelas associadas às matérias-primas devem ter tendência para ser mais fortes e não seria surpresa se o dólar norte-americano perdesse algum do seu fulgor recente tendo em conta o volume dos défices dos EUA. Em caso de uma atividade económica mais pujante, é provável que o ouro interrompa a sua tendência alista, embora continue a ser uma boa cobertura contra a continuação e expansão da impressão de dinheiro a nível mundial.

O desempenho passado não é indicativo de resultados futuros. As opiniões, estratégias e instrumentos financeiros descritos neste documento, podem não ser adequados para todos os investidores. As opiniões expressas são opiniões atuais a partir da (s) data (s) que aparecem apenas neste documento.

Referências a índices de mercado ou compostos, benchmarks ou outras medidas de desempenho relativo ao mercado, durante um período de tempo específico, são fornecidas apenas como informação. A Notz Stucki não fornece nenhuma garantia e não faz qualquer tipo de representação, em relação à precisão e integridade de quaisquer dados, incluindo dados do mercado financeiro, cotações, pesquisas ou outros instrumentos financeiros referidos neste documento.

Este documento não constitui uma oferta ou solicitação a qualquer pessoa em qualquer jurisdição, em que tal oferta ou solicitação, não seja autorizada ou a qualquer pessoa a quem seja ilegal fazer tal oferta ou solicitação. Qualquer referência neste documento a valores mobiliários e emissores específicos é apenas para fins ilustrativos, e não deve ser interpretada como recomendações de compra ou venda desses valores mobiliários. As referências neste documento a fundos de investimento que não tenham sido registados na Finma, não podem ser distribuídas na ou a partir da Suíça, excepto para determinadas categorias de investidores elegíveis. Algumas das entidades do grupo Notz Stucki ou dos seus clientes, podem deter uma posição nos instrumentos financeiros de qualquer emitente aqui apresentado, ou agir como consultor de qualquer um desses emitentes.

Informações adicionais estão disponíveis mediante solicitação. © Notz Stucki Group