

ANÁLISE DE INVESTIMENTO

1.º TRIMESTRE 2021

Autor: James Macpherson

ANÁLISE DE INVESTIMENTO TRIMESTRAL

“E as obrigações não são o sítio para se estar nestes dias. Acreditam que o rendimento recentemente disponível pago pelas obrigações do tesouro americano a 10 anos – a yield estava em 0,93% no final do ano – caiu 94% face a uma yield de 15,8% em setembro de 1981? Em determinados países grandes e importantes, como a Alemanha e o Japão, os investidores obtiveram uma rentabilidade negativa do investimento em bilhões de dólares de dívida soberana. Os investidores em títulos de rendimento fixo – fundos de pensões, seguradoras ou pensionistas – enfrentam um futuro sombrio.”

Warren Buffett, Relatório Anual da Berkshire Hathaway, 1/3/2021

Os mercados acionistas estiveram pujantes nas primeiras seis semanas do primeiro trimestre de 2021 antes de recuarem. De forma mais dramática, verificou-se uma liquidação acentuada nos mercados obrigacionistas. Por exemplo, a *yield* da dívida soberana americana a 10 anos subiu de 0,91% para 1,74%, enquanto a *yield* da dívida alemã a 10 anos passou de -0,57% para -0,29%. Tratam-se de movimentos importantes naquilo que são mercados enormes. Além disso, os produtos de base industriais apresentaram um desempenho sólido, especialmente os que estão relacionados com a expansão das infraestruturas das energias renováveis. O debate sobre o investimento foi dominado pela eficiência da distribuição das várias vacinas nos países e pelas preocupações em torno da inflação à medida que as economias começam a reabrir e a responder aos tremendos estímulos introduzidos pelos governos e bancos centrais. Os olhos estarão postos na reação dos mercados obrigacionistas à inflação. Se a reabertura das economias apenas conduzir a uma inflação passageira, os setores que floresceram antes da pandemia deverão continuar a prosperar. Contudo, se a inflação subir mais do que o previsto e mostrar sinais de ser persistente, muitas classes de ativos serão reavaliadas. Os mercados obrigacionistas continuarão a trajetória descendente, tal como os ativos cujo preço é estabelecido a partir das obrigações. Por outro lado, poderá constituir um novo impulso para setores que têm vindo a definhar na última década, como as matérias-primas e o setor financeiro.

Calcula-se que 20 bilhões de USD de dívida tenham sido injetados no sistema mundial em 2020 como resposta à crise da Covid. O total da dívida global situa-se agora em 281 bilhões de USD, ou seja, 355% do PIB mundial. A escala da intervenção é extraordinária. A despesa per capita com a dívida nos EUA cifrou-se em 12.600 USD no ano passado, o que compara com uma estimativa de 5200 USD gastos ao longo dos oito anos durante o *New Deal* de Roosevelt nos anos 30. Isto sem considerar o último pacote apresentado pelo Presidente Biden no valor de 1,9 bilhões de USD e outro anúncio mais recente a propor um de 3 mil milhões de USD. O pacote de 1,9 bilhões de USD contempla o envio de um cheque de 1400 USD para praticamente todas as pessoas no país e prevê enormes investimentos em infraestruturas. Entretanto, o confinamento induziu a um aumento da taxa de poupança e é razoável supor que esta taxa irá recuar quando as pessoas puderem gastar novamente. Se a taxa de poupança regressar ao nível anterior à crise nos EUA, tal libertará um bilhão de dólares, isto é, 4,7% do PIB. Este nível de estímulo acentua o risco de inflação. A situação é distinta daquela que se viveu no período após a crise de 2008 quando os bancos se viram obrigados a diminuir os riscos dos seus balanços e a aumentar o peso dos títulos públicos nas suas contas. No âmbito dos enormes programas de flexibilização monetária, os bancos centrais emitiram bilhões de dólares que foram absorvidos pelos bancos comerciais o que esterilizou o impacto inflacionista. O dinheiro ficou ocioso em reservas em excesso, prendendo a inflação nos mercados de ativos. Porém, hoje em dia o dinheiro em excesso mora nas contas das famílias e nas contas públicas e está consagrado para despesas. Este dinheiro

destina-se à economia real e é muito mais provável que tenha um impacto inflacionista. Além disso, os acontecimentos do último ano significam que muitas empresas evitaram realizar gastos de investimento desnecessários ou manter níveis elevados de existências, pelo que o impacto da procura será imediato. Para além de tudo isto, as tensões comerciais entre os EUA e a China criaram mais pressão com as cadeias de abastecimento a serem afetadas por outros motivos que não os custos. Metade dos chips de semicondutores do mundo são fabricados em Taiwan e, no final do trimestre, o bloqueio accidental do Canal do Suez provocado por um cargueiro evidenciou a fragilidade das linhas de abastecimento. Tal ocorreu quando o mercado espremeu todas as qualidades defensivas dos títulos de rendimento fixo ao empurrar as taxas para níveis extremamente baixos. A citação de Buffet no início deste relatório deve ser vista à luz do facto de que a maioria das poupanças dos consumidores estão associadas ao mercado obrigacionista diretamente ou indiretamente através de ações ou bens imobiliários, cujas valorizações são fortemente influenciadas pela direção das taxas de juro. Não obstante estas preocupações, as empresas continuaram a usufruir de condições benignas. No início de março, a companhia aérea europeia Easyjet conseguiu angariar 1,2 mil milhões de euros em dívida a uma taxa de apenas 1,875%, numa altura em que está a funcionar a apenas 10% da sua capacidade normal.

Estas taxas de juro tão baixas causaram uma série de distorções. Quantidades explosivas de liquidez e a terrível rentabilidade da liquidez e das obrigações empurraram as valorizações de alguns ativos para níveis perigosos. A uma determinada altura, a empresa de software Snowflake estava a negociar a um preço 155 vezes superior às suas receitas previstas para 2021 (qualquer valor superior a um múltiplo de dez é extremo) atingindo uma capitalização bolsista de 92 mil milhões de USD. Isto é bizarro tendo em conta que a empresa indicou no seu prospeto no passado mês de setembro que o seu mercado potencial estava avaliado em 81 mil milhões de USD. Muitas empresas têm estado a negociar a preços muito superiores a dez vezes as suas vendas anuais, o que significa que necessitam de muitos anos de sucesso contínuo para justificarem as valorizações atuais. A história tem mostrado que tais valorizações exageradas raramente são sustentáveis, muitas vezes as taxas de crescimento abrandam ou os regulamentos ou os impostos arruinam as perspetivas de rentabilidade. Tal é especialmente verdade numa área tão disruptiva como a tecnologia. Na última grande bolha dos mercados acionistas no ano 2000, embora o mercado tenha antecipado corretamente que a Internet dominaria o futuro, não foi tão acertado a determinar quais as empresas que seriam as grandes vencedoras. No ano 2000, o Facebook não existia e a Google mal existia, a Amazon vendia livros e a Netflix era uma empresa de aluguer de vídeos. Muitos líderes dessa era já não existem. É possível que a Tesla, tal como os primeiros líderes nos computadores como a Atari, crie o mercado mas acabe por ser ultrapassada. Se o crescimento mundial ganhar força e for acompanhado por uma subida das taxas de juro, as empresas tecnológicas deparar-se-ão com um ambiente diferente que resultará em menos lucros ou até menos vendas. Os investidores irão voltar-se para empresas com negócios sólidos, que irão beneficiar da retoma da atividade. Desde o anúncio da descoberta das vacinas em novembro que há cada vez mais provas disso.

É necessária cautela na realocação dos investimentos dos títulos de crescimento para os de valor tendo por base o pressuposto de que as economias vão reabrir. Muitas ações de valor estão fortemente endividadas e poderão ter de proceder a aumentos de capital. Quanto mais perdurarem as vagas e as variantes da Covid, mais empresas irão sofrer e uma retirada do apoio monetário seria prejudicial. A maior parte destas empresas têm de provar que conseguem tirar partido das tecnologias digitais. Contudo, os investidores têm sido levados a acreditar que o cenário de taxas de crescimento baixas continuará para sempre e se tal pressuposto se revelar errado, isso poderá constituir uma oportunidade. Se os atuais estímulos gigantescos gerarem um maior crescimento e inflação, a segurança das obrigações e dos títulos indexados a ações será

menos atrativa e os investidores irão voltar-se para indústrias mais cíclicas com valorizações muito mais baratas. Estas empresas reduziram severamente os custos para sobreviver à crise da Covid e estão preparadas para beneficiar da recuperação das receitas. Os consumidores têm estado em confinamento ao longo do último ano e quando tiverem liberdade a procura reprimida poderá ficar descontrolada. Uma recuperação cíclica também iria beneficiar, de forma desproporcionada, os mercados fora dos EUA. O argumento para o investimento na Ásia parece ser mais sólido do que nunca nos últimos dez anos. O Japão é porventura o mercado mais bem posicionado para a recuperação mundial. Conta com empresas líderes à escala mundial, que estão ligadas ao rápido crescimento da região da Ásia Pacífico. O setor privado japonês está muito mais disciplinado e as empresas apresentam uma rentabilidade bastante melhor. O mercado nipónico encontra-se acima de níveis jamais vistos nas últimas três décadas, mas ainda assim continua a ser o principal mercado acionista mais barato do mundo.

As matérias-primas estão com um comportamento pujante e há diversas tendências favoráveis. Beneficiam, naturalmente, de um maior crescimento. Até há pouco tempo, as matérias-primas tinham apresentado um desempenho fraco ao longo da última década. O crescimento mundial tem sido pouco vigoroso após a crise de 2008 e já antes se tinha verificado uma acumulação da oferta devido ao crescimento explosivo da China. Mais recentemente, os movimentos ambientais dificultaram a produção. As despesas de investimento estão em mínimos de 20 anos, enquanto a procura está numa trajetória ascendente. Uma grande parte do novo pacote Biden visa a renovação das infraestruturas americanas. A China anunciou planos para duplicar o seu sistema ferroviário até 2035 e construir mais 162 aeroportos. Tal irá exigir matérias-primas, que também serão necessárias para a transição para as energias renováveis. “Verde” não significa sem matérias-primas. A nova economia energética implica avultadas quantidades de cobre, lítio, cobalto e terras raras. As ações das energias renováveis estão a negociar a elevados múltiplos das suas vendas, ainda assim as empresas de recursos que as tornam possíveis estão com valorizações baixas. A uma certa altura, a capitalização bolsista da Tesla excedeu o valor agregado de todas as empresas mineiras cotadas na bolsa, o que parece absurdo. O setor está barato, porém oferece o caminho para a descarbonização. A tecnologia também está a desempenhar um papel. Entre a geração mais nova, verifica-se uma procura crescente por empresas que “demonstrem” que respeitam as boas práticas éticas. Os produtos industriais terão de mostrar através de cadeias de abastecimento digitalizadas a origem dos seus componentes, incluindo a mina que produziu as matérias-primas. As empresas mineiras culpadas de corrupção, práticas nocivas ou poluição serão boicotadas. Esta forma de ESG aumentará drasticamente o custo das novas capacidades e o tempo necessário para colocá-las no mercado, numa altura em que é cada vez mais difícil encontrar novas reservas. Os produtores de matérias-primas terão de investir tanto para terem atividades imaculadas como para expandirem os volumes. Este aumento da restritividade do mercado também tem um efeito inflacionista.

A incerteza este ano já não está centrada na preocupação sobre como conter o vírus, mas sim nos receios sobre a possível escalada da inflação à medida que a reabertura da economia liberta uma enorme liquidez numa economia ativa. Se a reabertura não reavivar o vírus, então poderá muito bem constituir um desafio à atual política de espetaculares estímulos. Os investidores estarão atentos a empresas que beneficiem desta explosão do crescimento económico e que poderá ser acompanhado por uma descida da notação de áreas mais defensivas, como as obrigações. De igual modo, caso se assista a um ressurgir da Covid, então os investidores irão regressar a estes refúgios e as ações cíclicas irão recuar. Uma seletiva escolha de ações é hoje mais importante do que nunca e os investidores continuam a deparar-se com elevados níveis de incerteza.

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