

# ANÁLISE DE INVESTIMENTO

---

## 2.º TRIMESTRE 2021

*Autor: James Macpherson*

## Análise de Investimento Trimestral

---

Os mercados continuaram a avançar no segundo trimestre com a vacinação a permitir o aligeiramento das medidas de confinamento. O processo de vacinação está mais avançado nos EUA, com a Europa um par de meses atrás e os mercados emergentes só agora a arrancarem realmente com os seus programas. Contudo, a recuperação do mercado bolsista que se verificou no último ano parece inacreditável tendo como pano de fundo um cenário onde a UE sofreu a sua pior recessão desde os anos 30 do século XX, o mundo assistiu ao primeiro aumento da pobreza em 20 anos e milhões de famílias viram as suas perspetivas e situação financeira piorar. O exuberante desempenho financeiro foi sustentado pela enorme reposta orçamental e monetária dos governos e bancos centrais, que por seu turno deu origem à questão de saber quando estas operações de apoio terminarão e se causarão inflação.

A resposta de política à Covid-19 foi extraordinariamente agressiva. A resposta orçamental nos primeiros três meses foi igual à das cinco últimas recessões nos EUA. A política monetária dos EUA produziu mais flexibilização monetária em seis semanas do que entre 2009-2018 após a crise financeira de 2008. Tal resultou numa recuperação abrupta, mas mais surpreendente ainda é o facto deste estímulo sem precedentes ter continuado mesmo num contexto em que a recuperação é perfeitamente evidente. A Reserva Federal ainda compra mensalmente 40 mil milhões de USD em títulos garantidos por hipotecas, embora agora se verifique uma escassez de habitação. Já referiu que não está a pensar reduzir as aquisições de obrigações no valor de 120 mil milhões de USD por mês e não prevê aumentar as taxas de juro antes de 2023 apesar da expansão da economia. A recuperação económica mais forte desde 1945 depara-se com as condições financeiras mais fáceis de que há registo. Num valor equivalente a 25% do PIB, os programas recentemente anunciados pelo Presidente Biden são maiores do que os programas “Grande Sociedade” de Lyndon Johnson nos anos 60. Tal sugere que as autoridades têm algumas dúvidas sobre o comportamento das economias, se estes apoios forem retirados. Embora a recuperação permita a retoma da economia privada, ainda há uma grande lacuna por preencher. Os contratemplos e as incertezas causadas pelas diferentes variantes da Covid-19 também tornam mais complicado um desconfinamento completo. Ora tal faz com que seja muito mais difícil para as autoridades decidirem como e quando retirar os estímulos.

Estes estímulos traduzir-se-ão numa maior inflação? É inevitável que a inflação de curto prazo seja superior devido aos efeitos de base e à súbita procura resultante da reabertura das economias e das perturbações na oferta causadas pelos confinamentos, mas muitos destes efeitos serão transitórios. Haverá uma inflação mais persistente? A pandemia levou ao encerramento de muitas empresas, o que reduz a oferta e dá às empresas sobreviventes um maior poder para a fixação de preços. O Presidente Biden anunciou planos para reforçar a participação dos sindicatos e aumentar a regulação, ambos fatores inflacionistas. Politicamente há pressão para um aumento (e não para uma descida) dos salários na parte mais baixa da escala, assim como para a redução das desigualdades na economia. Mais ainda, esta agenda é reforçada pelas redes sociais, que têm mais poder do que qualquer sindicato. As eleições, pelo menos no ocidente, estão a ser decididas pelos eleitores operários nas comunidades rurais e industriais e estes eleitores exigem um aumento dos salários e das pensões, após anos de estagnação. A nível internacional, um dos principais fatores subjacentes à desinflação ao longo das últimas décadas tem sido a globalização, especialmente o facto de a China ter assumido grande parte do setor de fabrico e a produção de bens muito mais baratos graças aos menores custos de mão de obra e a menos consideração pelas medidas de saúde e segurança. A deterioração das relações entre a China e o ocidente ameaça esta tendência desinflacionista. Mais especificamente, as preocupações ambientais sobre os processos de produção chineses deixaram de ser

ignoradas. De facto, o ocidente externalizou muitas das suas más práticas e poluição para a Ásia. Em grande parte devido à pressão da geração “millennial”, a produção tóxica já não é aceitável no ocidente, independentemente da localização da fábrica. A China anunciou o encerramento de 13% da sua capacidade siderúrgica e é provável que sejam tomadas medidas semelhantes em indústrias com elevadas emissões, como as indústrias do vidro, cimento, polissilício e alumínio. Tal eliminará a produção a preços mais baixos que a China tem vindo a providenciar ao longo dos últimos 30 anos e, assim, é mais uma pressão inflacionista. As empresas que exploram a sua força de trabalho – seja por via da remuneração ou das condições de trabalho – também estão a começar a ser boicotadas. A *blockchain* possibilita a transparência nos processos de produção até à origem e tal está a mudar os comportamentos. Ainda que se saúde os motivos humanitários, tal mudança está a resultar numa base de custos estruturalmente superior. Os preços dos produtos alimentares também registaram uma subida considerável, uma área onde a procura não foi particularmente afetada pelo confinamento. Por exemplo, no acumulado do ano até 31 de maio, os preços da carne de porco (importante na China) subiram 106%, o milho 105%, a soja 86%, o café 67%, o açúcar 61% e o trigo 31%. Se esta tendência persistir, repercutir-se-á em aumentos salariais. Um sinal precoce foi o facto de algumas grandes empresas como a McDonalds, Chipotle, Bank of America e Under Armour terem procedido a aumentos salariais superiores a 10% durante o trimestre. Ainda não é certo que a inflação se torne mais persistente, mas os três grandes vetores desinflationistas da última década têm sido a globalização, a desregulação e a tecnologia, sendo que os primeiros dois estão em marcha-atrás. Há mais pressões ascendentes sobre os preços do que em qualquer outro momento desde a queda do Muro de Berlim. A questão que será realmente importante é qual será a taxa de juro de estabilização do mercado obrigacionista de longo prazo? O mercado obrigacionista definirá a *yield* a 10 e 30 anos com base nas expectativas futuras sobre o crescimento e a inflação. Se a taxa da dívida soberana americana a 10 anos estabilizar em torno de 3%, o mercado bolsista provavelmente digerirá isto sem muito alarde. Contudo, se a taxa avançar para perto de 4-5%, muitos ativos apresentarão uma avaliação inadequada. A posição padrão de muitos investidores que têm aproximadamente metade dos seus ativos em obrigações e outra metade em ações de crescimento de elevada qualidade, e que prevaleceu nos últimos 20 anos, seria minada e todos os mercados sofreriam uma grande convulsão com as realocações dos investidores. Por exemplo, os 16 biliões de USD de obrigações com rendimentos negativos apresentariam uma avaliação substancialmente incorreta.

Sendo assim, o que devem fazer os investidores? O mercado obrigacionista tem sido despojado de valor e a inflação é veneno para as obrigações. Tal empurrou os investidores para as ações, mas após a enorme recuperação do ano passado, os preços das ações estão proporcionalmente mais altos. Contudo, muitas empresas apresentaram resultados excecionais para o primeiro trimestre o que justifica as elevadas valorizações. Alguns foram espantosos. As vendas da Amazon subiram 44% face ao ano anterior; a Microsoft produziu 18 mil milhões de USD em fluxo de caixa livre no trimestre. As empresas tecnológicas de mega capitalização são formidáveis, mas deparam-se com o aumento da regulamentação e tributação, bem como com um contexto político mais agressivo. Para empresas de crescimento mais lento muito dependerá da evolução da inflação, dado que a crescente inflação poderá implicar uma redução da notaçao das mesmas. As melhores perspetivas poderão estar reservadas para empresas de valor que têm sido ignoradas pelo mercado desde a crise de 2008. Um exemplo óbvio seria o setor das matérias-primas. As preocupações ambientais estão na ordem do dia dos políticos e do público em geral. A transição dos combustíveis à base de carbono para fontes renováveis é algo que levará vários anos e não apenas um par de trimestres. Além disso, também consome muito metal. As matérias-primas estão a tornar-se num dos principais beneficiários das considerações de ESG, o que está a gerar procura e a restringir fortemente a oferta. O cobre e muitos outros metais são essenciais para a eletrificação da rede energética. O Manhattan Institute calcula que um

parque eólico de 100MW requer 30.000 toneladas de minério de ferro, 50.000 toneladas de betão e 900 toneladas de plásticos não recicláveis; enquanto uma central solar de 100MW requer mais 150% de cimento, aço, alumínio e vidro do que um parque eólico. Nos últimos tempos, têm sido poucos os investimentos em novas minas, que demoram vários anos a entrar em produção. Muitas minas de metais críticos encontram-se em países onde se verifica um aumento do nacionalismo em torno dos recursos. Para aquelas empresas cujas minas estão localizadas em jurisdições favoráveis as perspectivas parecem positivas. De igual modo, à medida que as empresas mineiras melhoram o seu desempenho em termos de ESG, entram no radar dos grandes fundos de capitais que necessitam de ser vistos como cumprindo os requisitos de ESG. Se a recuperação e as pressões inflacionistas persistirem, setores de valor como o financeiro e o retalho podem apresentar um bom comportamento. Com o alargamento da recuperação, é provável que os investidores globais reduzam um pouco a sua exposição aos EUA, a favor da Europa, do Japão e dos mercados emergentes. Contudo, a negociação de empresas de valor precisa de ser extremamente seletiva tendo em conta a elevada dívida que pesa sobre muitas empresas de valor e os desafios constantes que a tecnologia coloca aos modelos de negócio antigos. Haverá uma valorização da escolha seletiva de ações.

Desde a crise da Covid-19 os mercados financeiros tornaram-se bastante dependentes do apoio dos bancos centrais. Muito depende se a Reserva Federal continua a usar a varinha de condão. O receio é que o resultado económico acabe por ser uma recuperação débil após os pacotes de estímulos desaparecerem. Esta é uma mensagem possível à qual os mercados obrigacionistas estão atentos. A enorme dívida acumulada, com pouca discussão sobre como pagar a mesma, conjugada com a possibilidade de aumento dos impostos e salários tornariam um “growth scare” alarmante. Além disso, se a inflação persistir durante a segunda metade do ano a credibilidade da Reserva Federal será cada vez mais colocada à prova. A escolha ativa das ações continua a ser crucial, mas as melhores áreas parecem ser “o digital e a sujidade”, isto é, empresas que impulsionam a revolução tecnológica transformacional em curso e as matérias-primas que serão necessárias para torná-la realidade.

*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