

Investir por modas ou a preceito?

N

os últimos anos, as estratégias de investimento em valor não têm tido um desempenho tão forte como ao longo das várias décadas para as quais existem dados estatísticos (ver, por exemplo, “What has worked in investing” da Tweedy Browne).

Desde a crise financeira de 2008, a economia global tem apresentado crescimentos moderados aliados a níveis de inflação extremamente baixos. Como resultado, o crescimento nominal da economia tem sido muito inferior ao registado nas décadas anteriores. Antes da crise financeira, o crescimento real nas economias desenvolvidas era de 3% e a taxa de inflação de 2%, o que permitia atingir crescimentos nominais de 5%. Actualmente, com menos crescimento e menos inflação, os crescimentos nominais estão abaixo dos 3%. Neste ambiente, o mercado tem sobrevalorizado as empresas que conseguem sustentar taxas de crescimento mais elevadas, ignorando muitas vezes a rentabilidade associada a esses investimentos.

Este fenómeno, em que as estratégias de investimento em valor têm mais dificuldade em produzir retornos acima da média, não é novo. Periodicamente, existem momentos de mercado em que um conjunto de empresas são percebidas como as vencedoras do futuro, e as restantes, são vistas como as perdedoras. Provavelmente, os dois exemplos mais paradigmáticos são as “Nifty Fifty” no início da década de 1970 e a bolha tecnológica no final da década de 1990.

Em ambos os casos, os investidores concentraram as suas expectativas mais optimistas num grupo de empresas em detrimento do restante universo de investimento, levando esse grupo de “eleitas” para cotações insustentáveis. O resultado foi o mesmo em ambos os casos: perdas avultadas para os investidores das empresas da “moda” e resultados muito superiores para quem investiu nas empresas “chatas” que constituíam o resto do mercado.

No momento actual, vemos sintomas semelhantes com o ciclo a favorecer dois tipos de empresas: as empresas disruptivas de alto crescimento, ou FANG (acrónimo para Facebook, Amazon, Netflix e Google), que se têm afirmado nas áreas de *social media*, *e-commerce*, *streaming* e *web services* e que se têm valorizado como se fossem monopólios inabaláveis; e as empresas de negócios estáveis nas áreas de consumo, tecnologia, saúde e eletricidade, ou Bond Proxies (aproximações de obrigações), negócios que atraem capital que procura estabilidade e rendimento num mundo em que muitos bancos centrais mantêm taxas de juro negativas ou próximas de zero. Em ambos os casos, os investidores estão a ignorar os riscos subjacentes a cada um dos grupos.

DISTORÇÃO DO MERCADO E DAS EXPECTATIVAS

No caso das empresas de crescimento, as expectativas implícitas nos preços actuais obrigam a crescimentos anuais de 15% a 20% das vendas ao longo da próxima década. No entanto, muito poucas empresas conseguem sustentar ritmos de crescimento tão elevados durante períodos tão longos. Ao mínimo sinal de abrandamento, o reajustamento das expectativas dos investidores poderá ter um impacto violento nas cotações.

Actualmente, verificamos que o mercado está a pagar um valor muito elevado por cada dólar de vendas esperadas pelas empresas FANG – cerca do dobro do que pagavam em 2014. No caso da Amazon, por exemplo, se há três anos pagavam um dólar por cada dólar de vendas estimadas, hoje já



O mercado está a sobrevalorizar significativamente as qualidades do grupo de empresas mais caras e a subvalorizar as mais baratas.

pagam 2,8 (cerca de 2,3 euros). Comprar crescimento está cada vez mais caro... Mas estas empresas não são casos únicos entre as empresas cotadas e em transacções privadas (UBER, Airbnb, etc.). As avaliações são também extraordinariamente generosas.

No caso das chamadas Bond Proxies, o risco pode vir de dois lados: uma possível desilusão nos resultados ou uma subida das taxas de juro que desvalorize o valor dos *cash flows* futuros. Quando o preço de uma empresa reflecte um cenário perfeito, o mínimo desvio desse cenário poderá implicar perdas avultadas. O problema é agravado porque grande parte destas empresas não revelam rentabilidades acima do resto do mercado.

Richard Pzena, o gestor da Pzena Investment Management, notou que o grupo de empresas mais caras do mercado (por via de rácios como Preço/Lucros e Preço/Valor Contabilístico) não tem apresentado nos últimos anos melhores taxas de crescimento de vendas do que o grupo das empresas mais baratas, nem produziram melhores retornos (quando medidos pelos retornos nos capitais próprios) para os seus accionistas. Ou seja, o mercado está a sobrevalorizar significativamente as qualidades do grupo de empresas mais caras e a subvalorizar as mais baratas. Os gestores da GMO partilham desta visão. No Insight de Junho de 2017, afirmam que o fosso de valorizações que se cavou entre estas áreas de mercado cria as condições para assistirmos, mais cedo ou mais tarde, a uma normalização que produza retornos superiores para os investidores em valor.

TEORIA DO TOLO MAIOR

A transferência significativa de dinheiro da gestão activa (fundos de investimento e *hedge funds*) para a gestão passiva (investimento em fundos que replicam os índices) contribuiu também para estas distorções no mercado. O principal problema da indexação é que ela representa a compra indiscriminada das acções em proporção ao valor de mercado da empresa. Se o mercado fosse eficiente, estaríamos a comprar, pelo menos em média, as acções ao seu valor justo. Mas quando se registam tantas distorções nos valores de mercado, indexar significa comprar uma proporção maior das empresas que estão mais caras. É, pois, de esperar que a indexação venha a criar mais oportunidades para nós, os investidores em valor.

Segundo Jason Zweig, colunista do Wall Street Journal, no seu livro "O Dicionário Financeiro do Diabo", defende a teoria que não importa o quão tolo é o preço que se paga por uma acção ou activo, se conseguir encontrar um tolo maior que lhes pague mais para comprar esse activo. Para quê ter

o trabalho de avaliar uma acção se podemos simplesmente apostar que existe alguém que acha que ela vale ainda mais? Esta expressão, que é uma crença partilhada por muitos investidores, teve origem na década de 1960 – embora a esperança de ser capaz de vender a alguém ainda mais temeroso que nós é quase certamente tão velha como os mercados financeiros.

Pode parecer surpreendente que alguma vez se verifique uma escassez de tolos neste mundo. No entanto, aqueles que estão seguros que encontrarão um tolo quando mais precisam, poderão acordar um dia e verificar que todos os outros subitamente ficaram espertos e que o tolo maior é ele próprio. O mercado de acções funciona como uma colmeia caótica de milhões de pessoas que pagam demais pela esperança e de menos pelo valor. O verdadeiro investidor procura que este facto funcione em seu benefício. ☺

Presidente do Conselho de Administração
www.casadeinvestimentos.com

PREÇO DO CRESCIMENTO

Nos últimos três anos, os investidores têm vindo a pagar cada vez mais pelas receitas esperadas dos quatro maiores nomes do mundo digital. É o preço a pagar para acompanhar o forte crescimento destes gigantes. Mas até quando?

Fonte: Bloomberg.

Evolução do rácio Preço/Vendas estimadas para os próximos 12 meses.

