

CARTA A CLIENTES 3T2023
O DINHEIRO JÁ TEM PREÇO

BRAGA, 25 DE OUTUBRO DE 2023

EMÍLIA O. VIEIRA
CHIEF EXECUTIVE OFFICER

Aos nossos Clientes,

Braga, 25 de outubro de 2023

“Os investimentos denominados numa dada moeda incluem fundos de tesouraria, obrigações, hipotecas, depósitos bancários, e outros instrumentos. A maior parte destes investimentos baseados em moeda são considerados “seguros”. Na realidade, estes são dos investimentos mais perigosos. O seu beta pode ser zero, mas o risco é enorme”, Warren Buffet, Revista Fortune, 9 de fevereiro de 2012

No terceiro trimestre de 2023, as Contas de Gestão Individual registaram em média uma queda de 2,7% enquanto o Fundo Save&Grow PPR caiu 3,5% versus uma queda de 0,5% para o MSCI World Net Total Return. Desde o início do ano, os nossos portfólios, do Fundo PPR e das Carteiras de Gestão Individual, sobem cerca de 22,8% batendo o índice por 10,8 pontos percentuais.

No último trimestre, escrevemos sobre as narrativas que influenciam o sentimento do mercado. O primeiro trimestre foi marcado pelo colapso do Silicon Valley Bank e pelo receio de que a subida das taxas de juro poderiam desencadear uma crise bancária global. Uma rápida resolução do problema e uma economia mais robusta do que o esperado permitiram que os mercados acionistas recuperassem as perdas do ano passado. Algumas componentes da inflação começaram a ceder dando força à ideia de que os bancos centrais conseguiriam “engendrar” uma aterragem suave para a economia e dar início à redução das taxas de juro.

Durante o segundo trimestre, os mercados entusiasmaram-se com os desenvolvimentos na inteligência artificial impulsionando os preços das ações de tecnologia. O entusiasmo esmoreceu mais uma vez em setembro à medida que os mercados começaram a descontar a possibilidade de as taxas se manterem mais elevadas por mais tempo. Os mercados acionistas e obrigacionistas terminaram o trimestre em terreno negativo com os yields das obrigações a subirem e os receios de uma recessão a regressarem.

TAXAS DE JURO MAIS ELEVADAS POR MAIS TEMPO?

Em julho, a Reserva Federal americana aumentou as taxas de referência para 5,25%-5,50%. Embora as taxas se tenham mantido estáveis na reunião de setembro, os oficiais reviram o gráfico dot plot (mostra as previsões de cada membro do comité da Reserva Federal), sugerindo que as taxas de juro se poderão manter elevadas por mais tempo do que inicialmente previsto.

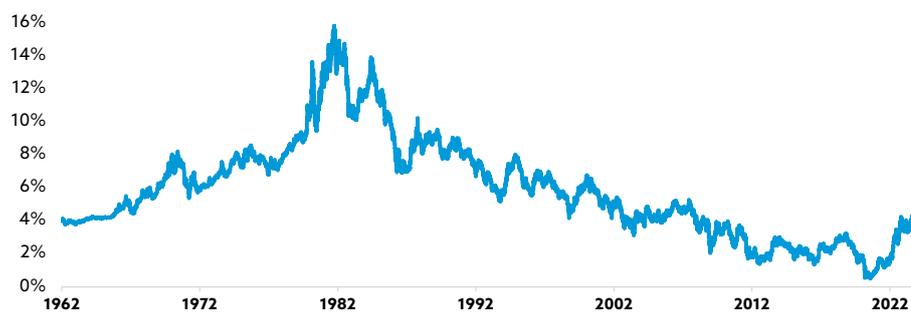
Jerome Powell reiterou o seu forte compromisso no combate à inflação causando ansiedade nos mercados que começavam a descontar a possibilidade de que as taxas regressariam em breve a uma trajetória descendente.

Em agosto, a Fitch baixou o rating da dívida do governo americano citando receios de deterioração fiscal e níveis de dívida crescentes. O downgrade coincidiu com o anúncio surpresa de que o Tesouro iria aumentar a emissão de dívida de longo prazo nos próximos trimestres para fazer face aos défices maiores que o esperado. Isto despoletou uma queda nesta classe de ativos, tradicionalmente considerada um porto de abrigo. Para incentivar os investidores a comprar obrigações

com maturidades mais longas, os yields terão de subir, aumentando os custos com o serviço da dívida. O corolário lógico disto são défices maiores. O yield da obrigação americana a 10 anos subiu 70 pontos base, atingindo os 4,6% no final de setembro.

Nos últimos três anos, testemunhámos uma subida de mais de 400 pontos base no yield do bilhete de tesouro a 10 anos. Segundo o historiador financeiro Niall Ferguson, a última vez que o yield a 10 anos variou tanto num período de três anos foi entre 1979 e 1982, quando Paul Volcker combatia as pressões inflacionárias dos anos 70.

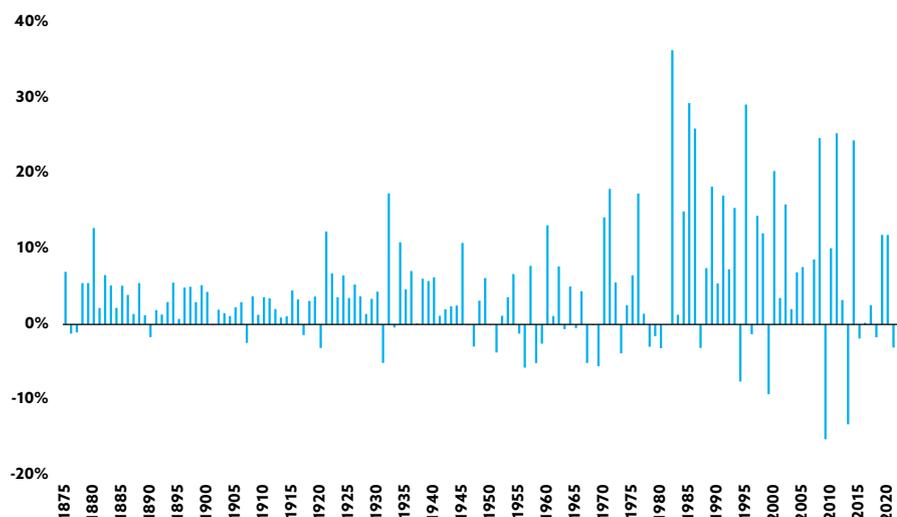
Yield da Obrigação de Tesouro EUA 10 anos



No seu comentário a estes eventos, Niall Ferguson escreve:

“Em termos de retorno total, esta é a maior catástrofe no mercado obrigacionista dos últimos 150 anos. O ano passado, na realidade, foi o pior ano para as obrigações americanas desde 1871, com um retorno total de -15,7%, ainda pior que o annus horribilis de 2009. Em 2023, o retorno desde o início do ano é de quase -10%, o que reflete um retorno anualizado de -17,3%, ainda pior que 2022. Estamos a falar dos dois piores anos para os investidores em obrigações num século e meio.”

Retorno Total Anual da Obrigação Tesouro EUA 10 anos



Estes retornos fortemente negativos resultam, obviamente, do ponto de partida corresponder a taxas de juro muito baixas. Nos últimos 15 anos, a política de taxas muito baixas dos Bancos Centrais, permitiu que bons e maus pagadores emitissem dívida a taxas reduzidas. Hoje, quem investiu nestes ativos tem dois problemas: está preso a retornos muito baixos e se quiser vender terá que assumir uma perda elevada.

Obviamente, quem investir agora será remunerado a taxas muito mais razoáveis. No entanto, os investidores têm que ter cuidado a quem emprestam o dinheiro. Nos próximos anos teremos elevados volumes de dívida a atingir a sua maturidade e deverão ser refinanciados a taxas muito mais elevadas. Muitos emitentes vão enfrentar serviços de dívida muito mais onerosos que poderão colocar em causa a sua rentabilidade e a sua solvência.



Olhamos para esta classe de ativos como um instrumento de gestão da liquidez de curto prazo. Embora considerados por muitos como mais seguros, a história demonstra que são mais arriscados para investir a longo prazo: em períodos de 20 anos os seus retornos reais (após inflação) são mais voláteis do que os retornos em ações.

PARA ONDE VAMOS DAQUI?

Os mercados têm oscilado ao sabor de duas narrativas:

- **Otimista** – a Reserva Federal consegue a dita “aterragem suave”, com a economia global a passar ao lado de uma recessão significativa, a inflação continua a recuar e as taxas de juro poderão assim começar a descer,,
- **Pessimista** – a inflação prova ser mais persistente, sobretudo devido aos aumentos salariais e custos energéticos. A Reserva Federal mantém as taxas de juro elevadas por mais tempo e a economia passa pela recessão mais anunciada de sempre.

Na nossa opinião, tentar adivinhar o que vai acontecer no curto prazo, é um jogo de tolos.

Os receios de que a economia global pode enfrentar uma recessão começaram a ser discutidos desde que os Estados Unidos começaram a subir taxas em março de 2022. Até agora, esses receios não se materializaram. Os dados económicos continuam a surpreender pela positiva, revelando uma economia relativamente resiliente. Poderão surgir nuvens no horizonte à medida que as poupanças se esgotem e os problemas na economia chinesa se intensifiquem.

O mercado de trabalho continua forte e a inflação parece estar a ceder. Embora seja impossível prever o que vai acontecer à inflação nos próximos meses, justifica-se alguma cautela. Nas palavras de Andrew Bailey, Governador do Banco de Inglaterra, “verificamos progressos sólidos que mostram que a inflação está a ser combatida, mas não nos deixemos entusiasmar porque ainda há muito a fazer.”

Ao navegar a incerteza económica, estamos convictos que é essencial mantermo-nos disciplinados e fiéis à filosofia de investimento. É quase impossível fazer previsões económicas consistentemente acertadas e ainda mais difícil implementá-las num portfólio. Dedicamos o nosso tempo a compreender os fundamentos económicos dos negócios. Alterações ao valor intrínseco de um negócio são muito mais lentas do que as flutuações nos preços diários das ações. No longo prazo, o crescimento dos lucros é o previsor mais sólido da performance do preço das ações. Mantemo-nos confiantes na capacidade das nossas empresas enfrentarem a volatilidade de curto prazo e criarem riqueza a longo prazo.

RESULTADOS DAS EMPRESAS EM CARTEIRA

Num trimestre em que grande parte das empresas cotadas registou quedas de resultados (os resultados das empresas do S&P500 recuaram 4%), as empresas em carteira registaram na sua grande maioria uma expansão de vendas e de lucros. A mediana de crescimento dos lucros dos negócios em carteira foi de 20%. Apesar de um ambiente económico mais difícil – com taxas de juro em máximos das últimas décadas e sinais de abrandamento económico em várias geografias – algumas empresas apresentaram números muito positivos:

Nvidia: num dos anúncios de resultados mais esperados de sempre, continuou a beneficiar da explosão do investimento em Inteligência Artificial, com as vendas a crescerem 102%.

Intuitive Surgical: continuou a ver a cirurgia robótica a ganhar terreno, com o número de procedimentos a crescer 22% no segundo trimestre e 19% no terceiro.

Ryanair: teve o melhor primeiro trimestre da sua história, à entrada de um Verão em que a procura turística se revelou extremamente forte, registando lucros de 663 milhões de euros, mais do dobro do primeiro trimestre de 2019.

Alphabet: viu as receitas reacelerarem, com o Youtube a voltar a crescer e a área de Cloud a aumentar 28% as suas vendas.

Amazon: cresceu as receitas a 11% e a área de retalho na América do Norte atingiu a margem mais elevada dos últimos dois anos.

Booking: beneficiou da retoma hoteleira após a pandemia e viu as receitas crescerem 27%.

LVMH: viu as suas vendas crescerem organicamente 17% no segundo trimestre e 9% no terceiro trimestre (anunciado já em meados de outubro), números extraordinários apesar do abrandamento registado.

Estes são exemplos do que gostamos de ver nas empresas: a evolução positiva dos seus lucros e das suas vantagens competitivas. Esses ganhos vão acabar por se traduzir nas respetivas cotações e na valorização do património dos nossos Clientes.

COMENTÁRIOS A OPERAÇÕES

Durante o trimestre, tirámos partido da fraqueza relativa nos preços das ações para reforçar várias posições no nosso portfólio:

LVMH, o maior grupo de luxo do mundo com um portfólio de marcas icónicas. As suas maiores marcas, Louis Vuitton e Dior, têm vindo a beneficiar de um boom na procura nos últimos dois anos. Uma maior incerteza económica e fracos dados económicos vindos da China têm pesado no preço das ações. Aproveitámos a oportunidade para aumentar a nossa posição para 6% do portfólio, fazendo da LVMH uma das nossas posições no Top 10. Na nossa opinião, a LVMH é um dos mais bem geridos grupos de luxo do mundo. A equipa de gestão compreende a importância de preservar a desejabilidade e a alocação de capital de Arnault criou, e continua a criar, muito valor para os seus acionistas.

Disney, em agosto reforçámos a posição em Disney aproveitando o recuo na cotação. Com o regresso de Bob Iger ao cargo de CEO, em 20 de novembro de 2022, a Disney iniciou um processo de reorganização com o intuito de se focar em três grandes segmentos: Parques Temáticos, Estúdios de Cinema e Televisão e Plataformas de Streaming. A equipa de gestão considera que estes são os segmentos decisivos para manter relevância da marca e potenciar crescimento e rentabilidades a longo prazo. Acreditamos que as principais vantagens competitivas da empresa, força da marca, vasta biblioteca de conteúdos e poder de fixação de preços, se mantêm intactas e nos vão permitir obter um retorno muito satisfatório no investimento a prazo.

Medtronic, apresentou resultados encorajadores no trimestre com as receitas a crescerem 6% em termos orgânicos. O facto de todas as áreas do negócio terem apresentado boas taxas de crescimento, pode ser um sinal de que a transformação cultural da empresa começa a dar frutos. Apesar dos sinais de melhoria operacional, a cotação do título tem estado bastante penalizada, o que nos levou a reforçar a nossa posição.

Masimo, registou uma queda de receitas no trimestre, provocada por uma redução de encomendas devido a uma maior contenção dos hospitais nos gastos de capital. O seu principal produto, sensores de oximetria para medição dos níveis de oxigénio no sangue, sofreu uma normalização de procura maior do que inicialmente esperado. O título continua pressionado, fruto de uma batalha jurídica entre o fundador e um fundo ativista, Politan Capital. Os representantes da Politan pretendem forçar uma alteração de estratégia na Masimo, discordando principalmente com o racional da aquisição da Sound United pelo fundador. Tendo em conta o histórico de criação de valor pelo fundador, entendemos dar um voto de confiança e reforçar a posição, ainda assim, pequena.

As correções na Medtronic e na Masimo, a par de todo o setor de equipamentos médicos, estão associadas aos agonistas dos recetores do GLP-1, medicamentos que têm registado um elevado crescimento nos EUA no tratamento de obesidade e diabetes. O mercado receia que a utilização destes medicamentos possa levar a uma redução da necessidade de cuidados de saúde: as pessoas passarão a ser mais saudáveis e tornar estas empresas menos rentáveis. Estes receios estenderam-se à indústria alimentar e de bebidas no pressuposto de que quem toma estes medicamentos passará a consumir muito menos estes produtos. Com a informação que hoje está disponível, parece-nos haver aqui um grande exagero e será preciso perceber o alcance destes medicamentos e os seus efeitos secundários. É um assunto que iremos continuar a acompanhar e que consideramos não ser material para os investimentos que temos em carteira.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Todos os anos são difíceis. Por um motivo ou por outro, a verdade é que surgem sempre grandes desafios e vivemos períodos de grande incerteza. O melhor, para conseguirmos prosperar em ambientes adversos, é mantermo-nos focados na implementação do nosso processo consistente de tomada de decisões, fiéis à filosofia de investimento. Ao investirmos em negócios, concentramos a nossa atenção no seu desempenho operacional: importa saber como se comportam as vendas, as suas margens, a sua rentabilidade e resultados a prazo. No final de contas, a cotação de mercado tenderá a refletir a qualidade dos resultados destes negócios.

Muito obrigada. Ficamos ao dispor para qualquer questão adicional.

Com elevada estima, enviamos os melhores cumprimentos,



Emília O. Vieira

Chief Executive Officer

“Trabalhamos para que os nossos Clientes sejam Clientes antigos”