

Seja ganancioso quando muitos têm medo

Investimento
em valor



EMÍLIA O. VIEIRA

Presidente do Conselho de Administração
Casa de Investimentos – Gestão de Patrimónios, SA
www.casadeinvestimentos.com

As variações entre preços máximos e mínimos observadas dia 24 de agosto são o resultado do trading automático, do uso de instrumentos especulativos e com enorme alavancagem, de milhões de pessoas poderem comprar e vender ativos a partir do seu computador - sem qualquer preparação para o fazer - e da falta de convicção, da maior parte dos gestores profissionais de dinheiro, nas empresas em que investem. Estas atitudes potenciam variações enormes, que se verificam em minutos, como aconteceu. O “entusiasmo” da comunicação social empurra os investidores para más decisões e o factor medo assume o controlo na tomada de decisões.

Por si só, esta volatilidade não significa mais risco. Antes pelo contrário. Com o mesmo valor, podemos comprar uma fração maior da empresa.

Não sabemos a que preços cotarão os mercados na próxima semana ou daqui a um mês ou um ano. Sabemos, no entanto, que a maior parte das maiores e melhores empresas do mundo continuarão a fixar novos records de lucros daqui a 3, 5 ou 10 anos e que os seus acionistas serão largamente recompensados.

Com certeza que os investidores têm razão para estarem preocupados com as empresas excessivamente endividadas, com as empresas com posições competitivas fracas e que hoje estão excessivamente caras. Contudo, não faz sentido ter medo acerca da prosperidade das melhores empresas do mundo, que hoje podemos comprar com descontos substanciais.

Objectivo do nosso trabalho

O nosso objectivo de investimento é o crescimento de capital a longo prazo. Na prossecução deste objectivo, investimos em títulos que acreditamos estarem subvalorizados na altura da compra e que têm potencial de crescimento. **O princípio orientador é a consideração das acções como uma fracção de propriedade de um negócio e a sua compra quando o preço a que cotam é baixo relativamente ao valor total do negócio.**

Para sabermos o valor do negócio, analisamos profundamente o balanço e o histórico de resultados da empresa nos últimos 10 anos para chegar a uma estimativa do valor fundamental. Investimos maioritariamente em títulos de empresas americanas e europeias. Procuramos negócios com história consistente de criação de riqueza para os accionistas. Gostamos que estes negócios sejam geridos por gestores capazes e com participação no capital da empresa.

Por muito bom que seja o negócio e a empresa, gostamos de comprar a preços sensatos.

A queda no preço das matérias-primas

Há uma década atrás começou a corrida

às matérias-primas e foi definida uma nova era: “os preços subirão para sempre”. A procura da China, que consome cerca de 50% da produção mundial de metais como o ferro, alumínio ou zinco e a depreciação do dólar americano - a moeda que serve de cotação para quase tudo que é extraído do solo - contribuíram para o boom dos preços. Os especuladores e o sistema financeiro, como sempre, regaram o fogo com gasolina, adicionando todo o tipo de produtos derivados e alavancados, estruturados ou “encapotados”, que permitiram criar a bolha e gerar elevadas comissões.

O fortalecimento do dólar e o abrandamento da economia chinesa provocaram uma grande queda nos preços. O índice de 22 matérias-primas compilado pela Bloomberg está a preços de 1999. A recuperação da economia americana não é suficiente para promover preços altos. Hoje, o grande problema para os produtores de matérias primas é o excesso de oferta. Quando os preços caem muito e durante muito tempo, a produção tende a ser reduzida e os grandes produtores compram as empresas mais pequenas e mais alavancadas, vendem ativos não relacionados com o negócio e preparam a próxima década. Nessa altura, que pode ser de largos anos, um novo ciclo de subida de preços recomeça.

Para as empresas transformadoras e para o consumidor final, os preços deprimidos das matérias-primas resultam em aumentos de margens e de poder de compra e não constituem pressão sobre a inflação. Por si só, no mundo desenvolvido, este impacto é positivo.

China

O que é mau para a China não é necessariamente mau para o resto do mundo. Este ano, a economia chinesa deverá crescer 7%, a taxa mais baixa dos últimos 25 anos. O governo chinês tem procurado reorientar a economia do investimento para o consumo. O abrandamento económico chinês, que explica muito da queda de 40% nos preços da matérias-primas, desde o seu máximo em 2011, tem impacto para um pequeno grupo de países exportadores de ferro e minerais. Segundo a empresa Emerging Advisors, as exportações de países desenvolvidos para a China representam menos de 9% das exportações totais desses países. À medida que a economia é orientada para mais consumo, é natural que os países mais ricos sejam os maiores beneficiários dessa transformação. As exportações dos Estados Unidos para a China representam apenas 0,9% do PIB americano.

A correcção no mercado acionista chinês, que desde o início do ano é de 9,5%, tem provocado as mais variadas reacções sobre o seu impacto no abrandamento da economia mundial. A verdade é que este mercado tem ainda um peso surpreendentemente pequeno: as acções disponíveis para

negociação (free-float) equivalem a 1/3 do PIB do país, enquanto que nas economias desenvolvidas tem um peso superior a 100%. Os ativos financeiros dos agregados familiares investidos em acções são inferiores a 15%. Este é o motivo pelo qual as subidas tão elevadas registadas nos últimos anos nos mercados acionistas contribuíram pouco para aumentar o consumo e as quedas não causarão grandes estragos. Muitas acções foram compradas com crédito e a desalavancagem forçada explica porque razão as iniciativas levadas a cabo pelo governo Chinês não foram suficientes para estancar a sangria. Estes financiamentos representam apenas 1,5% dos ativos totais do sistema bancário chinês. No dia 25 de agosto o PBC, banco central chinês, anunciou a redução das reservas que os bancos deverão manter, libertando liquidez para o sistema bancário e reduzindo as taxas de juro.

As variações cambiais

Nos últimos anos, temos assistido a uma “guerra cambial” entre as principais potências económicas. Esta é a forma mais rápida de dar competitividade à economia de um país, aumentando as suas exportações. No entanto, o valor da moeda de um país tenderá, a prazo, a reflectir os fundamentos macroeconómicos da economia que lhe está subjacente.

Nas últimas semanas, a desvalorização da moeda chinesa, o Yuan, tem motivado correcções consideráveis nas moedas dos países com maiores relações comerciais com a China. No entanto, mesmo depois desta desvalorização, a moeda chinesa continua mais forte do que há um ano atrás, resultando numa depreciação pequena face às moedas com quem tem mais relações comerciais.

O nível das taxas de juro

Os investimentos em taxa fixa continuam a não ser alternativa de rendimento às acções. O que pagam hoje as obrigações de vários países, a prazo, atarão os investidores a rendimentos medíocres para 10 anos ou obrigarão a assumirem perdas para sair destes ativos antes do vencimento. As obrigações a 10 anos do tesouro Americano, pagam 2,16%, o tesouro Alemão paga 0,77% (têm taxas negativas até 4 anos), o Japão paga 0,395%, a França paga 1,13%, a Inglaterra paga 1,9% e o Canadá paga 1,43% e até Portugal emitiu recentemente dívida com yields negativos.

Não sabemos quando nem a que ritmo subirão as taxas no mundo desenvolvido. As economias não registam pressões inflacionistas e a queda nos preços das matérias primas e nos combustíveis permitiram à Reserva Federal Americana manter os níveis atuais de taxas e não ter pressa para subidas abruptas. A economia americana continua a recuperar e está agora a atingir uma situação considerada de pleno emprego – taxa de desemprego a rondar os 5%. A subida das taxas de juro fará subir o apetite por ativos americanos e, potencialmente, tornará o dólar americano ainda mais forte.

O Norges Bank, que gere o maior fundo soberano do mundo, reportou uma perda de 2,2%, no trimestre, na sua carteira de obrigações.

O medo e a ganância

Procuramos estar preparados, financeira e psicologicamente, para as variações do mercado. Em Agosto de 2011, a propósito das quedas de 18% verificadas nos mercados acionistas mundiais, motivadas pelo downgrade da dívida americana, escrevemos no Jornal i “Ignore a Multidão”. Ficámos sem liquidez nas carteiras dos nossos Clientes e durante cerca de 2 meses algumas acções que comprámos estiveram a perder vários pontos percentuais. Quase todas essas posições foram vendidas em 2012, 2013 e 2014. As rentabilidades foram excepcionais, como muitos dos Clientes bem recordam e se encontra documentado nos nossos Relatórios e Contas, disponíveis no site.

Em 19 de Setembro do ano passado, escrevi aqui um artigo, “Cash is KING – A dolorosa decisão de manter dinheiro parado”. No penúltimo parágrafo dizia o seguinte:

“Ao contrário de 2008 e 2009, hoje achamos que cash is king (dinheiro é rei). Embora não sejamos adeptos de ter dinheiro parado, a estes níveis de mercado, ter liquidez significa poder aproveitar as oportunidades de valor que surjam. A questão não é se, mas quando”.

Nas últimas duas semanas as oportunidades de valor têm surgido e ter dinheiro disponível para as aproveitar permitirá retornos mais consistentes e maiores aos nossos Clientes do que se tivéssemos seguido a maioria que investe no mercado sem margem de segurança.

Muitos investidores teimam em estar sempre errados nos movimentos extremos de mercado. Haverá sempre uma justificação a posteriori para que grande parte dos investidores institucionais estejam hoje fora do mercado. Quanto mais não seja, estão a proteger o seu posto de trabalho e a sua carreira. Estes são os que ganham muito quando os Clientes ganham alguma coisa.

Nestas ocasiões sabemos que muitos investidores que estão totalmente em dinheiro ou em equivalentes (depósitos a prazo e obrigações) se sentem confortáveis. Não deviam. Estão a optar por um ativo terrível para o longo prazo, que paga quase zero e que deverá perder valor. As políticas seguidas pelos governos mundiais para resolver a crise trarão pressões inflacionistas a prazo e isso acelerará a queda do valor real dos ativos em dinheiro ou equivalente.

As acções conseguirão melhor performance que estes investimentos e seguramente por uma margem substancial. Esperar pelo conforto das boas notícias nos mercados é abdicar duma parte significativa da sua valorização.

Há certamente problemas preocupantes nas economias mundiais. Há sempre incerteza sobre o que será o futuro. Se tudo estivesse bem, não conseguiríamos comprar bons ativos a desconto do seu valor.

Contudo, se os investidores não estiverem no mercado financeiro para correr os 100 metros e estiverem preparados para a maratona, tal como faz um bom empresário, os resultados serão muito satisfatórios.