

Caro Cliente,

Gostaria de lhe apresentar um breve resumo de algumas considerações acerca dos recentes desenvolvimentos.

Implicações para os investimentos

Julgo que a expressão “sem precedentes” tem sido usada mais do que qualquer outra para descrever os acontecimentos das últimas sete semanas. E com razão.

Três factos alteraram o panorama financeiro desde a reunião do G7 da semana passada:

1. Foi apresentado um plano coordenado e credível para recapitalizar os Bancos da Europa, do Reino Unido e dos Estados Unidos;
2. Os passivos financeiros dos bancos passaram a ser na prática (*de facto*) ou por lei (*de jure*) garantidos pelos Governos nacionais;
3. O sentimento negativo e a movimentação dos preços nos mercados financeiros foram interrompidos, pelo menos temporariamente, em quase todos os indicadores de avaliação (*spreads* de crédito, níveis das cotações, níveis de volatilidade, liquidez).

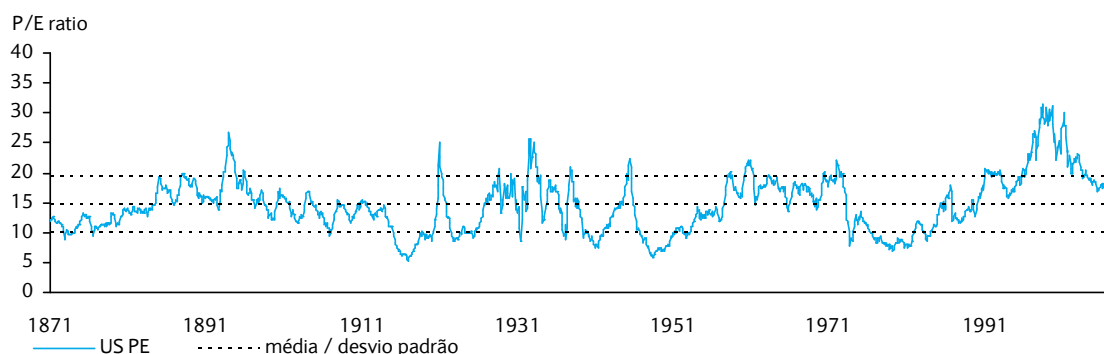
Temos à disposição de quem estiver interessado em obter mais informações um resumo mais pormenorizado.

Os argumentos a favor das acções

Valorização

Como o nosso colega Tim Bond do Barclays Capital salienta, as valorizações das acções tal como medidas pelos rácios preço/lucro (*trailing price/earnings*) atingiram mínimos inéditos como os que só acontecem uma vez em cada geração¹.

Rácios P/E de longo prazo para os EUA



Fonte: Robert Shiller, Thomson Datastream

Os mercados accionistas estão a incorporar um colapso de 45%, ou mais, nos lucros das empresas. No seu último relatório “Perspectivas da Economia Mundial”, o FMI reviu em baixa o crescimento mundial para 2009, de 2,9% para 1,9%².

Comparativamente, a taxa de crescimento mundial foi de 3,7% em 2007 e será de 2,7% em 2008. Isto é seguramente indicativo de um abrandamento, mas não de um resultado tão negativo como aquele que os

¹ Barclays Capital, *Global Speculations* (Londres: 10 de Outubro 2008).

² Fundo Monetário Internacional, *World Economic Outlook: Financial Stress, Downturns, and Recoveries* (Washington: Outubro de 2008).

mercados accionistas têm estado a incorporar. Num momento em que os rácios de P/L são pressionados desta maneira, o estudo *Equity Gilt Study* do Barclays Capital conclui que as rendibilidades a 12 meses resultantes situam-se quase sempre acima dos 10%³.

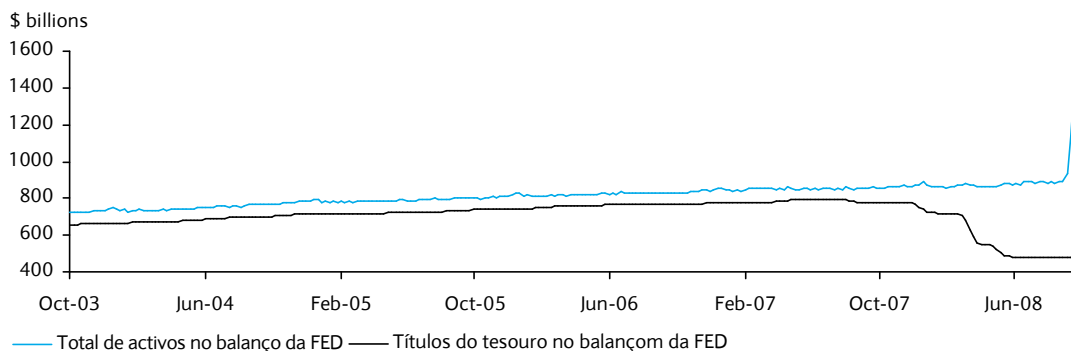
Liquidez

Os bancos centrais em todo o mundo estão a injectar liquidez (dinheiro) a um ritmo sem precedentes. Isto serve dois propósitos, igualmente positivos:

1. Reduz rapidamente o congelamento dos mercados monetários e ajuda-os a funcionar, possibilitando o financiamento das famílias e das empresas.
2. O dinheiro causa a reflução dos preços dos activos financeiros (com o tempo).

O Presidente da Reserva Federal, Ben Bernanke, escreveu exaustivamente sobre como a falta de liquidez exacerbou e prolongou a Grande Depressão⁴. Nos últimos meses, têm sido muitos os recursos adoptados para se gerar liquidez adicional e evitar que venham a ocorrer circunstâncias semelhantes.

Crescimento da base monetária nos EUA

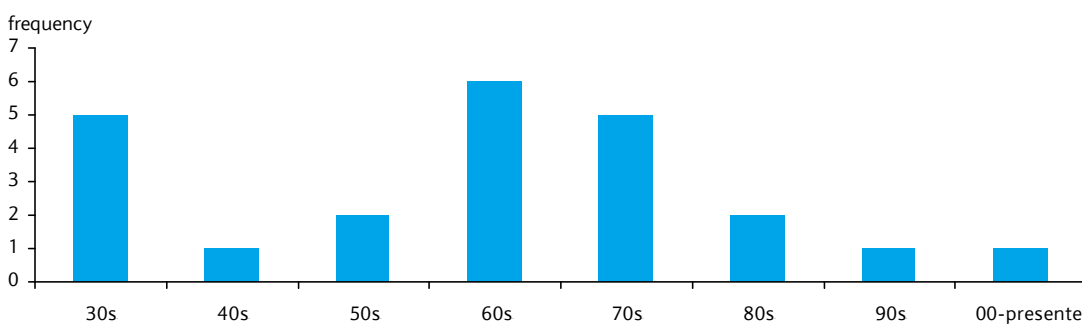


Fonte: Barclays Wealth Research, FactSet

Momentum

Uma tendência (*momentum*) negativa conduziu os principais índices quase até aos valores mínimos do ciclo 2002/2003 numa questão de semanas – como é que a tendência pode estar agora positiva para as acções? Na verdade, a movimentação dos preços nas últimas sete semanas tem sido das mais cruéis desde a década de 1930. O índice S&P500 passou por oito dias negativos, algo raramente visto desde a Grande Depressão.

Frequência de quedas graves*



*definida como mais de 8 dias consecutivos de quedas de preços

Fonte: Barclays Wealth Research, FactSet

Quando o sentimento do mercado atinge níveis tão negativos – quando há apenas “*bears*”, quando todos os comentários são de ruína e condenação, quando todos os “*bulls*” desaparecem – então, por definição, não há mais vendedores. Muitos analistas descobriram paralelismos entre os mercados bolsistas e os fenómenos físicos – propagação de gás pelo ar, terremotos, harmónicos, dinâmica de fluidos, etc⁵. No meu entender, a tendência

³ Barclays Capital, *Equity Gilt Study* (Londres: 2008).

⁴ Por exemplo, B. Bernanke, *Essays on the Great Depression* (Princeton: 2004).

⁵ Por exemplo, D. Sornette, *Why Stock Markets Crash* (Princeton: 2003).

(*momentum*) é mais como um furacão. Vai ganhando força e fúria e tende a alimentar-se das próprias forças. No entanto, tal como um furacão, também acaba por se esgotar em si mesmo.

Os mercados não podem ficar negativos para sempre – o que nos faz chegar à última questão.

Processos dinâmicos

O sistema financeiro e a economia mundial têm uma capacidade inata excepcionalmente poderosa de se corrigirem e curarem a si próprios. Durante as últimas décadas, com mais intensidade nos últimos anos, a tecnologia, a globalização e o investimento em capital humano criaram uma rede financeira capaz de se adaptar e reagir com rapidez. Há quem diga que foi exactamente esta criatividade a causa primeira dos problemas de crédito – e até certo ponto têm alguma razão. Bolhas de crédito e subsequentes colapsos já ocorreram no passado e vão voltar a ocorrer no futuro. Desta vez, temos um sistema dinâmico mundial – o sistema financeiro – capaz de responder, reagir e reparar.

Além disso, as autoridades monetárias são muito mais competentes, versadas e experientes na arte e ciência da gestão de crises financeiras. E, tal como no sector privado, erros graves foram cometidos, mas o sector público está a conseguir dar agora a resposta (quase) certa. Isto não é o Japão em 1990 nem o mundo em 1932.

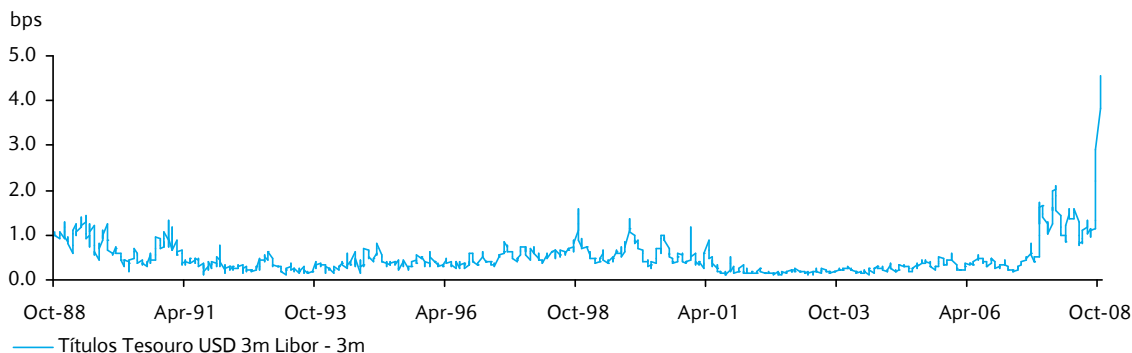
À capacidade de ambos os sectores, público e privado, responder e resolver a crise, chamo os “glóbulos brancos” do sistema financeiro.

Os argumentos contra as acções

Como o nosso amigo Anatole Kaletsky gosta de dizer, «Desta vez é diferente» é quase sempre uma frase perigosa ⁶.

Mas talvez desta vez seja diferente. As movimentações dos mercados têm sido excepcionalmente bizarras. Os mercados bolsistas têm estado mesmo a comportar-se menos instavelmente do que os mercados monetários, de crédito e obrigacionistas. Será que os mercados podem estar a querer dizer-nos algo sobre o futuro da economia mundial que não conseguimos ver sozinhos?

Gráfico de *spreads* TED



Fonte: Barclays Wealth Research, FactSet

Ponto de inflexão?

Uma visão simplificada da história financeira mundial poderia abranger uma série de ciclos.

Antes de 1914	Capitalismo e imperialismo sem limites; padrão ouro; fluxos de capitais, comerciais globais; governação do sector privado; regulação limitada
1914-1932	Período misto de transição; experiências monetárias
1932- Década 1970	Auto-suficiência; fluxos comerciais e de capitais limitados; grande regulação dos sectores industriais e financeiros; economias ocidentais estimuladas pela indústria transformadora
Década 1970 – hoje	Regulação reduzida; inovação e liberalização em todos os aspectos da vida; globalização do capital, comércio e informação

⁶ «Como se costuma dizer nos mercados, as quatro palavras mais caras da língua inglesa são “desta vez é diferente”.» (“this time is different”) Anatole Kaletsky, “The real reason why bankers feel so gloomy”, The Times, 17 de Julho 2008.

Será que chegámos ao fim deste super-ciclo, como sugerem alguns comentadores ⁷?

S&P500 desde 1970, com as barreiras do canal a serem quebradas na última semana.



Fonte: Barclays Wealth Research, Ecwin

Acho que a resposta da Europa e do Reino Unido a esta crise da banca/crédito pode ser o ponto de inflexão – mas só o tempo o poderá dizer.

Ao nacionalizar os passivos dos principais bancos da Europa e do Reino Unido, e ao assumir lugares nos conselhos de administração dos principais bancos, os Governos da UE têm agora muito mais poder na distribuição de crédito à sociedade. Se os Governos resistirem à tentação de tomarem decisões de Estado na concessão de crédito – geralmente mais por razões políticas do que económicas – e resistirem também à tentação de introduzirem grandes mudanças na forma como o crédito é concedido à sociedade, então o crescimento económico irá regressar e o salvamento dos bancos será celebrado como um grande sucesso.

Por outro lado, se os Governos gerirem a distribuição de crédito com base no desejo de favorecerem determinados grupos, em vez de uma perspectiva de maximização dos lucros, então o capitalismo tal como o conhecemos, 141 anos após a publicação de *Das kapital* («O Capital»), acabou.

Este é o risco.

O que fazer agora

Acreditamos que as últimas semanas criaram oportunidades de investimento sem precedentes.

O mais importante é a diversificação. A criação e preservação do património é um jogo demorado. Os clientes particulares, num exclusivo quase mundial (juntamente com os fundos soberanos e os investidores como Warren Buffett), podem aproveitar os deslocamentos a que assistimos neste momento nos mercados. Outros, como os bancos, as companhias de seguros, fundos de pensões e hedge funds, têm de se preocupar hoje com o ajustamento ao mercado (*mark to market*) de amanhã, e não com o valor inerente dos títulos. As vendas forçadas por parte destes últimos oferecem excelentes oportunidades para os primeiros, ou seja, para si.

As acções estão baratas (como se explicou atrás), mas há riscos substanciais, especialmente no que respeita à intervenção estatal na concessão de empréstimos. Os mercados não vão provavelmente começar a subir a direito a partir de agora; os danos infligidos no sentimento do mercado e nos balanços das empresas são demasiado graves. Prevemos que os mercados accionistas se mostrem muito nervosos numa base intra-diária/semanal/mensal, mas não deverão cair muito mais do que isto. Para quem tem muita liquidez parada e tem estado à espera de uma oportunidade, sugerimos um programa de compras metódicas durante os próximos trimestres. Quem optou por guardar as acções durante todo o período de turbulência, não deve entrar agora em pânico.

⁷ G. Soros, *The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means* (Nova Iorque: 2008).

Os títulos de dívida e obrigações também apresentam oportunidades incríveis de compra no campo das obrigações de empresas. A menos que se ache que vamos entrar num período de grande depressão (possível mas muito improvável devido aos tais “glóbulos brancos”), então passar das obrigações governamentais para uma carteira diversificada de obrigações de *rating* elevado pode fazer muito sentido. Pela primeira vez em anos, as obrigações indexadas à inflação oferecem um valor excelente – mais um exemplo de vendas de emergência.

Os mercados cambiais também têm estado agitados. O dólar fortaleceu-se de maneira significativa devido à escassez da moeda e à escalada das taxas de juro em USD (Libor). Embora no curto prazo (nos próximos meses), o dólar possa ter de devolver alguns desses ganhos, prevemos uma valorização modesta em 2009, à medida que a economia americana vai reagindo mais rapidamente aos pacotes de auxílio aos bancos. O euro e a libra, na nossa opinião, vão ser penalizados por riscos políticos e uma deterioração da taxa de juro em 2009.

A volatilidade (preços das opções) em todas as classes de activos atingiu, ou pelo menos quase, níveis máximos históricos. As opções não oferecem um bom valor para os investidores que gostam de comprar e guardar, em especial quando se acredita (como nós) que mercados nervosos, mas essencialmente desorientados, vão estar na ordem do dia nos próximos meses.

Além disso, há uma série de maneiras seguras de vender volatilidade (opções) em acções e divisas. As opções de venda (*puts*) podem ser vendidas a níveis fixados em acções ou índices, a níveis em que também se pode comprar bem.

Os produtos de retorno absoluto (*hedge funds*) tiveram um mês de Setembro decepcionante, com a maioria dos índices a anunciar rendibilidades negativas entre -3% e -6%. As TLS (*Transparent Liquid Strategies*) ou estratégias de algoritmos obtiveram melhores resultados, quase nivelados (*flat*). A questão que se coloca no futuro a muitos *hedge funds* é se serão capazes de se adaptar ao novo regime. Acreditamos que aqueles que são intelectualmente flexíveis e adaptáveis irão gerar grandes lucros nos próximos anos, ao passo que aqueles que se agarrarem aos velhos paradigmas e às antigas formas de negociação poderão apresentar resultados decepcionantes. Achamos que se trata de uma excelente área para investimento, mas apenas com ajuda especializada.

Sumário

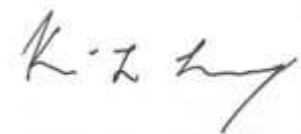
Estas últimas semanas têm sido das mais tumultuosas da história financeira. Houve dias em que parecia que o mundo ia acabar. Mas não acabou. E não está a acabar.

Enquanto o pacote de medidas de auxílio aos bancos recapitalizar as instituições bancárias, permitir a re-liquidação dos mercados e possibilitar a auto-reparação do sistema, o mundo irá continuar a recuperar bem, com um curativo económico suave ao longo dos próximos anos.

Convém não esquecer que a economia mundial, nesta década, gerou biliões de dólares de riqueza em todos os segmentos da sociedade, e em quase todos os cantos do planeta, absorveu 1,5 mil milhões de pessoas da China e da Índia na força laboral mundial, proporcionou cuidados de saúde que aumentaram a qualidade de vida, melhorou a dieta alimentar de milhões e fomentou, através da globalização, melhores relações internacionais entre as principais potências.

Esta tendência poderosa para uma maior e melhor prosperidade, globalização, e trocas comerciais, não será destruída pela crise do crédito hipotecário. Desde que os erros das autoridades monetárias que querem dirigir o capital dos seus recém-adquiridos bancos sejam mínimos, o capitalismo irá prevalecer e os investidores mais perspicazes vão gozar de excelentes rendibilidades nos próximos anos sobre os investimentos que fizerem durante este período negro.

Com os meus melhores cumprimentos,



Kevin L. Lecocq, CFA
Chief Investment Officer
Barclays Wealth