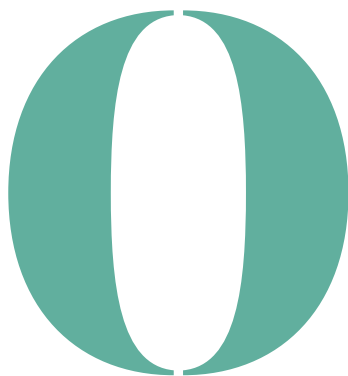


Confiança em máximos. Até quando?



O ano de 2018 começou com ganhos assinaláveis nas principais Bolsas mundiais. Após as fortes valorizações registadas no ano passado, os investidores continuam confiantes quanto ao crescimento da economia mundial e à capacidade de as empresas entregarem os resultados esperados pelos analistas. Sem dúvida que o cenário económico é favorável: a economia mundial é esperada crescer 3,7% este ano, e as taxas de juro deverão permanecer historicamente baixas, mantendo-se a inflação controlada. Não existindo grande potencial para as obrigações, as atenções viram-se, naturalmente, para os activos com maior risco, como as acções.

É precisamente este optimismo generalizado que me preocupa neste início de ano. Se por um lado, o ambiente é aparentemente benigno para os activos com risco, por outro lado as avaliações são, para mim, factores de apreensão. E, no final do dia, o preço que se paga é sem-

pre importante. Vêm estas considerações a propósito da habitual revisão da alocação de activos no início de cada ano e das decisões necessárias tomar no âmbito da gestão de carteiras de investimento.

É certo que, apesar da forte subida dos últimos dez anos, a rentabilidade anual do índice norte-americano S&P 500 situa-se na média de longo prazo em períodos móveis de dez anos, na ordem dos 7% (sem considerar os dividendos). Ou seja, o mercado subiu

muito, mas apenas corrigiu o período extremamente negativo registado entre 1999 e 2009, onde o retorno anual atingiu os -6,2%. Porém, as avaliações importam e esta subida foi obtida, em larga medida, pela chamada expansão de múltiplos. Com efeito, o índice S&P 500 transacciona com um rácio *price-to-earnings* de 22,4 vezes os resultados dos últimos doze meses, cerca de 30% acima da média dos últimos 12 anos.

Entretanto, outros indicadores acendem luzes vermelhas: o chamado rácio Buffett (capitalização bolsista vs. PIB) está em máximos, o VIX (volatilidade implícita nas opções sobre o S&P 500, utilizada para medir o “medo” dos investidores) está em mínimos, e a inclinação *yield curve* está praticamente nula nos EUA - sinal de que o ciclo económico poderá estar perto de uma inversão. Na Europa e nos países emergentes, as acções apresentam avaliações menos exigentes, com o *price-to-earnings* de 20,8 vezes e 17 vezes, respectivamente, mas ainda assim historicamente elevadas.

Neste contexto, estou preocupado. Parece-me que muitos investidores estão a decidir numa base relativa, sem considerar exactamente os fundamentais das empresas e os diferenciais entre os preços e os respectivos valores intrínsecos. Ou seja, num contexto de liquidez abundante, muitos investidores parecem dispostos a optar pelos activos “menos caros”, acreditando que “desta vez será diferente” e que os mercados continuarão a subir indefinidamente. Receio bem que assim não seja. As avaliações das acções estão elevadas e aconselham prudência. Múltiplos tão elevados como os actuais significarão rentabilidades futuras certamente mais baixas do que as registadas nos últimos anos. ❁

Director de gestão de activos do Banco Invest



Muitos investidores parecem dispostos a optar pelos activos “menos caros”, acreditando que “desta vez será diferente”