

08

nov/22

Itaú PrivateBank

Itaú



The Weekly Globe

30 anos de sofrimento

Por **Paul Marson**

30 anos de sofrimento

Paul Marson
Chief Global Macro Strategist
paul.marson@itau.us

O 30º aniversário de lançamento do MSCI China Equity Index acontece no mês que vem. Durante esse período, a economia chinesa cresceu a uma desenfreada taxa real anualizada (local) de 8,8%, muito superior à alcançada pelos EUA (2,5%) ou Alemanha (apenas 1,2%).

Retorno anualizado de ações (\$)

		10 anos	20 anos	30 anos
China	Retorno anualizado	0.1%	9.0%	-0.2%
	PIB real anualizado			8.8%
EUA	Retorno anualizado	12.7%	9.9%	9.8%
	PIB real anualizado			2.5%
Europa	Retorno anualizado	4.6%	6.5%	7.1%
	PIB real anualizado (Alemanha)			1.2%

Fonte: Datastream

A tabela acima é esclarecedora: o crescimento na China superou de longe o dos EUA e da Europa nos últimos 30 anos. Porém, o país entregou retorno nominal anualizado negativo (!) em dólares. A situação parece um pouco melhor nos últimos 20 anos, mas nem tanto (o retorno oferecido pela China ainda fica abaixo dos EUA e só supera o da “esclerótica e decadente” Europa em 2,50 p.p. em termos anualizados). Nos últimos 10 anos, quando cresceu a um ritmo real anualizado muito superior aos demais, de quase 7%, a China retomou o comportamento anterior e seu mercado acionário entregou retorno anualizado de apenas 0,1%.

Mas crescimento do PIB não deveria ser bom para quem investe em ações? E não foi tão repetido que o futuro é a China, que a China crescerá mais rápido que o decadente Ocidente e que o século 21 é o “Século Asiático”? O que deu errado? Por que o país que mais cresce não gera retorno para os investidores?

É um bom momento para lembrar de onde vem o retorno das ações!

São muitas as razões pelas quais o crescimento econômico acelerado não se traduz em forte retorno para os investidores de renda variável (e muitas vezes se traduz em retorno lamentável). Entre os principais motivos estão:

- Em primeiro lugar, o crescimento econômico não surge do “nada”, como em um passe de mágica. Ele precisa ser financiado. E a atividade que produz crescimento precisa de pagamento. Isso vem dos lucros acumulados, de dívidas assumidas ou da emissão líquida de novas ações (ou claro, uma combinação das três alternativas). No caso da China (e de muitos mercados emergentes), é frequente ocorrer muita emissão líquida de ações, o que dilui a participação nos lucros por parte dos acionistas que já detêm os papéis. O lucro cresce, mas o lucro por ação é o que importa para os investidores. Se o número de ações aumenta rapidamente a fim de elevar o lucro, isso não é benéfico para os acionistas existentes.
- Em segundo lugar, quando o lucro da empresa aumenta, os gestores se deparam com uma escolha. Existem três grupos principais de olho nesse lucro/fluxo de caixa: a gestão da empresa (que pode usar os recursos para financiar uma expansão cada vez maior), os funcionários (que podem reivindicar reajustes salariais e maior remuneração) e, no final da fila, os acionistas (que provavelmente financiaram o crescimento lá atrás!). Frequentemente, especialmente em mercados emergentes, a ambição dos gestores e os reajustes salariais deixam pouco sobrando para os acionistas.

O fato é que os mercados emergentes passam por fases de abundância e recursos escassos — períodos em que os retornos são grandes e os investidores confundem crescimento com retorno; e períodos em que os retornos são ruins e o crescimento permanece relativamente robusto, mas os investidores não sabem explicar por qual razão as coisas vão mal.

Indiscutivelmente, o fator mais importante nos investimentos em ações de mercados emergentes é o dólar. A moeda americana financia uma parcela imensa do comércio regional e intrarregional e é extremamente importante como fonte de financiamento. Não é coincidência que o inebriante período de 2001 a 2007/8 — quando as ações de mercados emergentes entregaram 34% de retorno anualizado e a China entregou 41% (em USD) — tenha sido um período em que os dólares praticamente caíam do céu. O gráfico a seguir compara os passivos/créditos em USD e de estrangeiros junto a bancos americanos. A oferta de dólares, a moeda de financiamento preferida, explodiu entre 2001 e 2007.

Dívidas e créditos dos bancos dos EUA junto a estrangeiros, pagamentos em USD (expansão anualizada com ajuste sazonal, rolagem de 3 anos)



Não só isso, os EUA ficaram satisfeitos em ter um enorme déficit em conta corrente para proporcionar demanda por todos os bens cuja produção foi facilitada pelo abundante financiamento naquela época. Dólar fraco, dólar caindo do céu e a economia americana disposta a absorver todos os bens e serviços dos mercados emergentes criaram a tempestade perfeita para as ações de EM!

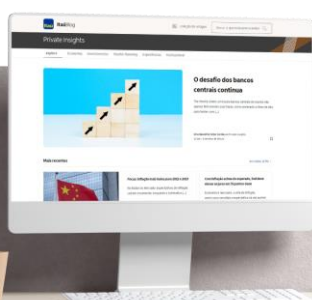
No momento, porém, o dólar está forte (nos últimos 18 meses escrevemos vários relatórios sobre a justificativa cíclica e estrutural para o dólar forte). O segundo gráfico mostra que a oferta de dólares está extremamente apertada para os padrões históricos. Resumidamente, a quantidade fornecida e o preço do USD realmente importam.

Paradoxalmente, como discutido em relatório anterior, tanto o crescimento econômico quanto o crescimento populacional estão negativamente correlacionados com os retornos transversais nos mercados de ações. Ou seja, o crescimento menor do PIB e o crescimento populacional mais lento são realmente bons para os investidores de renda variável. Portanto, à medida que o crescimento tendencial da China recua para a faixa mais baixa de um dígito e a população encolhe rapidamente nas próximas décadas, talvez as perspectivas para as ações chinesas melhorem após 30 anos sombrios. Quem poderia imaginar que más notícias poderiam ser boas?!



Nossas conclusões:

- Crescimento econômico não é necessariamente bom para os investidores;
- A China mostra que crescimento e retorno não são a mesma coisa;
- O financiamento do crescimento, a posição dos acionistas na hierarquia e a gestão eficiente do capital importam mais do que o crescimento;
- No fim das contas, a jogada em ações de mercados emergentes é em grande parte uma jogada no dólar.



Este e muitos outros conteúdos
você encontra em um só lugar

ACESSE O PRIVATE INSIGHTS

ITAU.COM.BR/PRIVATEBANK

O que achou deste conteúdo?



Informações relevantes



Este material foi preparado pelo Banco Itaú International e disponibilizado pelo Itaú Unibanco S.A. ("Itaú Unibanco"). Este documento contém informações obtidas de fontes consideradas confiáveis pelo Banco Itaú International e reproduzidas no todo ou em parte e na forma original ou modificada. Ele está sendo fornecido apenas para fins informativos e não pretende ser uma recomendação ou oferta para um produto, serviço ou opinião legal.

Este relatório não deve ser considerado um relatório de análise para os fins da regulamentação que dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários.

Este relatório tem como objetivo único fornecer informações macroeconômicas e não constitui e nem deve ser interpretado como sendo uma oferta de compra e/ou venda ou como uma solicitação de uma oferta de compra e/ou venda de qualquer instrumento financeiro, ou de participação em uma determinada estratégia de negócios em qualquer jurisdição.

As opiniões expressas neste relatório refletem única e exclusivamente as visões e opiniões pessoais do analista responsável pelo conteúdo deste material na data de sua divulgação e foram produzidas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao Itaú Unibanco, à Itaú Corretora de Valores S.A. e demais empresas do grupo econômico do Itaú Unibanco.

O Banco Itaú International e o Itaú Unibanco não garantem a precisão das informações contidas neste material e não são responsáveis por quaisquer danos diretos ou indiretos que possam resultar do uso deste material e de seu conteúdo. Este documento e qualquer informação relacionada a ele são fornecidos com a condição de que sejam estritamente confidenciais e que nenhuma responsabilidade ou obrigação relacionada a ele se vincule ao Banco Itaú International, ao Itaú Unibanco ou a qualquer de seus executivos, funcionários ou agentes.

O Banco Itaú International e o Itaú Unibanco não garantem que essas informações sejam atuais e não tem obrigação de atualizá-las no futuro.

O Banco Itaú International e o Itaú Unibanco se reservam o direito de alterar ou excluir qualquer parte das informações aqui contidas sem aviso prévio.

Este documento não leva em consideração objetivos individuais de investimento, condição financeira ou necessidades dos investidores. As informações contidas no documento não devem, em circunstância alguma, por si só, constituir fundamento para qualquer decisão de investimento. Além disso, não exclui nem substitui a análise que deve ser realizada por qualquer investidor antes de tomar uma decisão de investimento. Nem as informações nem as opiniões aqui expressas constituem uma oferta ou convite para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou produtos de investimento.

Os investidores devem procurar consultoria financeira tributária jurídica e/ou contábil independente, conforme o caso, antes de tomar qualquer decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. As decisões de investimento só devem ser tomadas após a compreensão dos riscos envolvidos, a análise dos objetivos pessoais e a leitura cuidadosa do material de vendas e outros documentos relacionados ao investimento desejado.

As contas mantidas no Banco Itaú International são regidas pelos termos e condições específicos sob a jurisdição dos Estados Unidos da América.

Este documento e qualquer informação fornecida em conexão com este documento são estritamente confidenciais e não podem ser reproduzidos ou redistribuídos a terceiros sem o consentimento expresso por escrito do Banco Itaú International ou do Itaú Unibanco.