

DEPOIS DA COVID-19

# Desta Vez o Mercado Deve Dar Razão a Todos

---

PREVISÕES PARA A EVOLUÇÃO DO  
ÍNDICE NORTE-AMERICANO  
S&P 500

Por César Borja



## Índice

Índice.....	1
1. Introdução.....	2
2. Prever ou Não Prever? .....	3
3. Potencial de Money In e Money Out, Sentimento de Mercado e Teoria da Opinião Contrária.....	4
4. Primeiro a Razão dos Bulls.....	6
5. Depois a Razão dos Bears.....	12
6. E no longo prazo? .....	15

## 1. Introdução

Uma das questões que mais tem surgido nos grupos de investidores tem a ver com a direção futura do mercado em geral, provavelmente porque nos últimos meses ocorreu uma descida abrupta, seguida de uma recuperação vigorosa.

Para medir o mercado em geral, simplificando, vou utilizar o índice S&P500, aquele que congrega as 500 maiores empresas cotadas dos Estados Unidos e que tem o condão de arrastar, para o bem e para o mal, quase todos os mercados acionistas do mundo.

Vejamos em que ponto estamos neste momento:



Primeiro o S&P 500 desceu 35,4% em apenas 23 sessões de bolsa e desde o mínimo de 23 de março chegou a recuperar 63,5% desse movimento, subindo 34,8% até ao máximo de 29 de abril.

Estes foram os movimentos do índice, ou seja, da média, sendo que muitas ações individuais tiveram variações ainda mais expressivas.

Portanto não é de admirar que os investidores, nesta altura, tenham este género de interrogações:

- O mercado vai voltar lá abaixo, fazendo um W?
- Após um ressalto intenso, mas normal, vai continuar a tendência descendente e fazer novos mínimos?
- Como é possível que tenha recuperado tanto – especialmente nos Estados Unidos – se é lá que o novo Coronavírus tem feito mais mortos?
- Como é possível que tenha recuperado tanto se as notícias da macroeconomia são tão más (30 milhões de desempregados, PIB contraiu 4,8% no 1º trimestre) e o pior ainda está para vir?
- Com a economia a reabrir e a sociedade a regressar progressivamente à normalidade, o S&P 500 vai continuar a recuperar, formando um V?
- Como investidor em ações individuais com uma perspetiva de longo prazo, devo estar preocupado com a direção do mercado em geral?

Os investidores colocam estas perguntas de forma legítima e o meu trabalho, como analista de mercados, é providenciar respostas.

Não a resposta definitiva sobre o que vai acontecer – o futuro a Deus pertence - mas uma opinião fundamentada e construtiva.

## 2. Prever ou Não Prever?

Qualquer previsão corre o risco de falhar pelo que é normal que muitos investidores se defendam desse risco abstendo-se de fazer

previsões. Dizem “vamos ver como evolui”, “se acontecer isto, então..”, “se passar dali..”, “se quebrar acolá..” o que é perfeitamente compreensível.

Mas há quem não se possa dar ao luxo de se esconder por detrás destas indefinições, há quem seja pago para arriscar e aparecer com uma visão do futuro. É o meu caso.

Se depois essa visão do futuro se revelar acertada o analista vê a sua credibilidade e influência aumentar, se falhar não deverá desaparecer no anonimato, deverá admitir o erro de forma igualmente pública e estrondosa, o que acaba por deliciar os muitos que tinham opiniões e posições diferentes.

Para mim é igual ao litro... após 21 anos a escrever sobre mercados, já escrevi previsões que se revelaram acertadas e previsões que se revelaram erradas e aqui estou, orgulhoso do trabalho desenvolvido.

Mas acho que o melhor ainda está para vir.

Qual seria a alternativa? Nada prever e depois fazer depender as decisões da direção do vento em cada dia? Depender das notícias de cada sessão? Isso não dá porque o vento (a direção do mercado no curto prazo) e as notícias que são conotadas como “relevantes” estão sempre a mudar... Maria vai com as outras não quero ser.

Prefiro... Prever.

### 3. Potencial de Money In e Money Out, Sentimento de Mercado e Teoria da Opinião Contrária

Durante os primeiros dez anos da minha carreira estive especialmente influenciado pelo livro Ganhar em Bolsa, cujo autor, Fernando Braga de Matos, conheci pessoalmente em 1999, no Porto.

Para quem não leu este clássico – sem dúvida alguma o melhor livro sobre bolsa jamais escrito por um português – é verdade que não li o *Amo-te Bolsa* do Ulisses Pereira, mas isso não belisca a minha confiança de que o *Ganhar em Bolsa* é o melhor – o livro defende o *Market Timing* como estratégia de investimento no mercado de ações.

Com o passar dos anos fui-me movimentando mais para o *Stock Picking* – investir baseado nos méritos intrínsecos de cada empresa, ignorando o mercado em geral – e estava muito confortável nessa cadeira, até os Governos aparecerem com uma paralisação inédita da economia e afetarem os fundamentais de setores inteiros, influenciando de forma dramática e indiscriminada o valor das empresas.

Até o maior *stock picker* de todos os tempos, o Warren Buffett, caiu da cadeira...

- [Buffett says he dumped entire stake in airline-sector stocks: ‘The world changed for airlines’ amid coronavirus](#)

...e eu, tal como ele, tenho vindo progressivamente a adaptar algumas bases estratégicas de forma a obter a tão desejada *outperformance*.

Felizmente, desses primeiros dez anos na bolsa guardei algumas ferramentas de *market timing*, tais como o potencial de *money in* e *money out*, o sentimento de mercado e a teoria da opinião contrária.

Existem vários livros sobre cada um destes temas, mas para que este e-book seja relativamente conciso (não quero que ultrapasse as 20 páginas), vou explicar cada um num parágrafo.

O Potencial de *Money In* e *Money Out* defende que a direção do mercado no curto/médio prazo não tem tanto a ver com os fundamentais, tem muito mais a ver com os fluxos de capital, para dentro e para fora do mercado de ações. Se o dinheiro está

maioritariamente dentro do mercado o potencial de subida é reduzido e o potencial de queda é elevado. Se pelo contrário o dinheiro está maioritariamente fora do mercado, o potencial de *money in* é elevado, o que em princípio fará o mercado subir.

O Sentimento de Mercado tem a ver com a medição da opinião do público em geral acerca do mercado de ações. Se o público está otimista, se até o taxista e a funcionária pública têm ações, o potencial de queda é imenso. Se o público está pessimista, se nem sabe bem o que são ações e nunca pensaria em comprá-las, então existe mais potencial de subida. O sentimento de mercado também pode ser medido, de forma subjetiva, pelas *headlines* dos jornais. Existem alguns indicadores objetivos que procuram medir o sentimento de mercado, tais como o *Vix*, o *put/call ratio* e o *bullish consensus*, mas a objetividade dos números por vezes dá segurança onde ela não deve existir, pelo que prefiro as impressões subjetivas.

Finalmente, a Teoria da Opinião Contrária diz que o mercado terá tendência a surpreender o público em geral: quando, aos olhos do público, faz sentido que o mercado desça, ele sobe e quando faz sentido que suba... desce.

Se repararmos as três “teorias” estão interligadas e funcionaram bastante bem em praticamente todas as grandes inversões da História: os fundos de mercado aconteceram sempre quando as perspetivas económicas eram negativas e os topos aconteceram sempre quando havia um ambiente de otimismo e confiança.

Será com base nestas ferramentas subjetivas de *market timing* – que podem chocar os mais analíticos, especialmente os engenheiros, esses não passam sem uma boa dose de números – que irei prever os desenvolvimentos futuros do mercado em geral.

#### 4. Primeiro a Razão dos Bulls

No final de março o capital investido nos fundos do mercado monetário atingiu os \$3,8 Trillion, ficando muito perto do máximo histórico, estabelecido no início de 2009, nos \$3,9 Trillion:



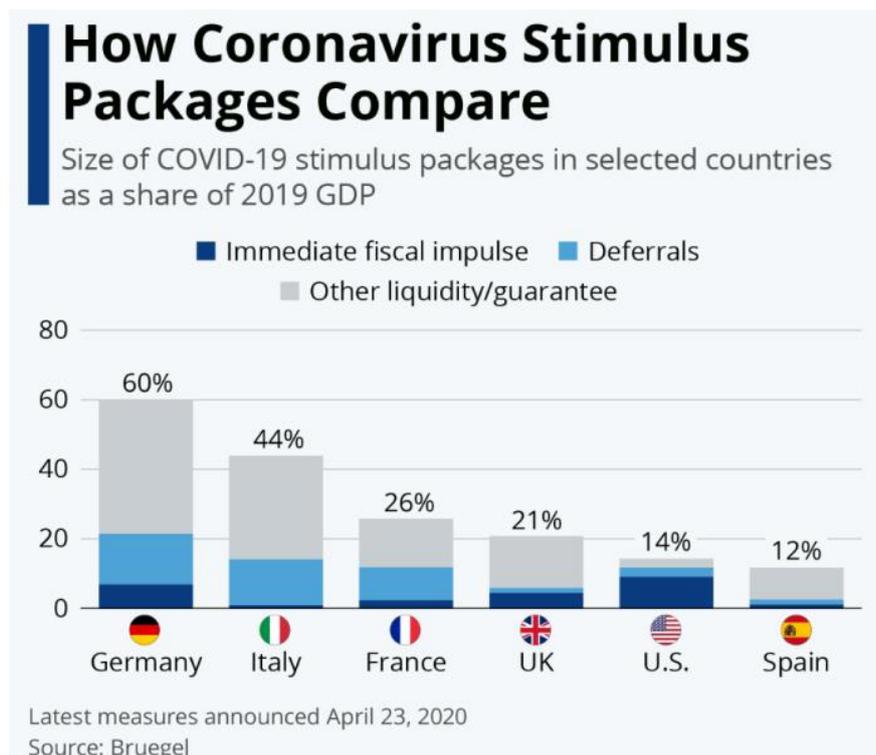
Em 2009 foi quando o S&P500 fez o seu último grande fundo, nos 666 pontos (a marca do Diabo), e para quem acha que é impossível prever fundos, aqui está o grande Mark Haynes, que deixou muitas saudades, a [identificar o fundo em direto](#).

Só que, em abril, apesar da grande recuperação do S&P 500, o capital continuou a movimentar-se para os fundos do mercado monetário, estabelecendo um novo máximo histórico, nos \$4,7 Trillion:



Isto significa que o potencial de *money in* está no seu valor mais elevado de sempre e um regresso de \$1 Trillion ou 2 ao mercado de ações deverá ter um impacto muito positivo.

Por outro lado, o estímulo fiscal dos Governos como resposta à Covid-19 é qualquer coisa de extraordinário, com a mais poupada da última década, a Alemanha, a liderar:



Finalmente os Bancos Centrais, especialmente a Reserva Federal, [indicaram que irão injectar quantidades ilimitadas de liquidez no sistema.](#)

Não toda, mas uma parte de toda esta criação monetária deverá fluir para o mercado de ações, até porque não existem outras alternativas de investimento com um retorno potencial apetecível.

Portanto, o potencial de *money in* está muito elevado, pelo que o mais provável é que o mercado continue a recuperar, possivelmente atingindo até o impensável: novos máximos históricos!

Passando agora para o sentimento de mercado, está naturalmente bastante pessimista. Vejamos algumas *headlines*:

- [US GDP falls 4.8% in worst economic decline since 2008](#)
- [JPMorgan Forecasts 20% Unemployment And 40% Hit To Second-Quarter GDP](#)
- [A mind-boggling 30 million people have filed for unemployment in 6 weeks. There are likely more without jobs.](#)

Quando as headlines têm este calibre de negativismo – eu sei que custa a acreditar – o precedente histórico é que o mercado suba nos trimestres seguintes.

Até por uma razão muito simples que tem a ver com a forma como o crescimento do PIB dos Estados Unidos é anunciado, pois é em cadeia e em termos anualizados, com correção da sazonalidade. Ou seja, quando o JP Morgan prevê uma contração de 40% no 2º trimestre, na realidade o que está a prever é que o PIB do 2º trimestre seja 10% inferior ao do primeiro trimestre (grosso modo).

As headlines são muito piores do que a realidade e no futuro também deverão ser muito melhores do que a realidade, passo a explicar. A bem ou a mal as economias e os setores deverão reabrir, ainda que com algumas restrições que irão sendo

progressivamente levantadas, nos meses de maio e junho, pelo que no 3º trimestre, ou seja, nos meses de julho, agosto e setembro, é previsível uma relativa normalidade económica.

Ainda que provavelmente o PIB do 3º trimestre de 2020 vá ser inferior ao do 3º trimestre de 2019, como a comparação é feita em cadeia e em termos anualizados, é perfeitamente possível que o PIB nesse 3º trimestre cresça uns 30%! (na realidade são só 7,5% em relação ao 2º trimestre, quando grande parte da economia estava fechada, mas as headlines...)

Desta forma os bulls têm boas condições para irem comprando no rumor, comprando nas más notícias, porque têm uma probabilidade elevada de terem boas notícias no futuro. Buy the rumor, já ouviu essa expressão?

Enquanto que atualmente o sentimento sobre a economia e o mercado de ações é muitíssimo negativo, é relativamente fácil prever que daqui por uns tempos a narrativa irá mudar para: vencemos o vírus, o pior já passou, regressámos à normalidade, as empresas estão a vender e a lucrar bem e o futuro é risonho.

Nessa passagem, do pessimismo para o otimismo, com o dinheiro a reentrar no mercado de ações, prevejo que o S&P 500 atinja os 3.600 pontos nos próximos 12 meses:



*Nota: ignorar escala temporal*

Claro que não prevejo que a evolução seja linear, mas feita de avanços e recuos, com os avanços a superarem, em magnitude, os recuos.

Esta é uma opinião contrária porque não li nenhuma análise e não vi nenhum comentário a dizer que era provável o mercado caminhar para novos máximos históricos ao longo dos próximos 12 meses.

Antes pelo contrário, quase todos dizem que o mercado vai voltar lá abaixo aos 2.200 pontos. Essa é a opinião consensual e o consenso, no mercado de ações – especialmente em períodos bastante dramáticos como o atual – costuma estar errado.

## 5. Depois a Razão dos Bears

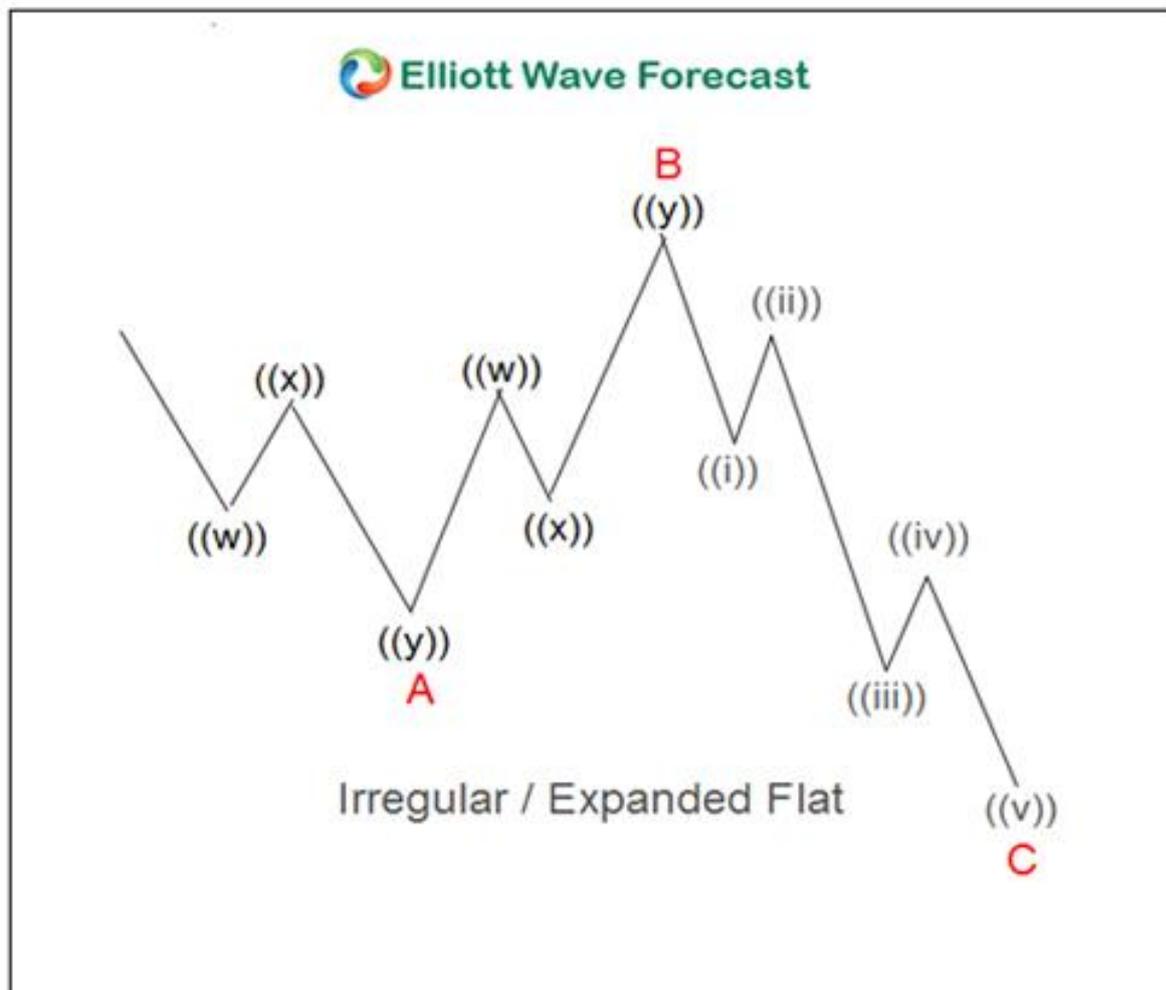
A médio prazo os Bears, ou pessimistas, também podem ter razão, por uma série de fatores, que vou resumir:

1. Os estímulos fiscais e monetários são um crédito em relação ao futuro e todo este dinheiro terá de ser pago, pela sociedade, nos próximos anos. Os défices orçamentais terão eventualmente de ser reduzidos e a dívida pública de ser novamente controlada. Por outro lado, os bancos centrais não “imprimem” dinheiro, os bancos centrais compram ativos financeiros, títulos, que têm um juro e uma maturidade;
2. A intervenção do Estado na economia – não vamos agora discutir se certa ou errada – terá aumentado a incerteza dos potenciais investidores na economia real, pelo que os prémios de risco dos projetos de investimento serão mais elevados no futuro. Foi aberto um precedente: “o Estado, por razões superiores de saúde pública ou outras, pode mandar fechar empresas da economia privada, desvalorizando-as completamente” e este é um precedente que revela um risco que não estava contemplado;
3. Na realidade os múltiplos de valorização de muitas ações e do mercado no seu conjunto estão elevados e não é por acaso que o [Warren Buffett não está a comprar nada...](#) paralelamente muitas indústrias, especialmente no setor da tecnologia, como por exemplo as da *cloud*, as *fintech* de facilitação de pagamentos e as da biotecnologia estão com múltiplos muitíssimo esticados e é previsível que sofram uma correção de mais de 60%, independentemente do potencial e atratividade destas indústrias a longo prazo;

4. Se e quando o S&P500 estiver lá em cima, nos 3.600 pontos, as *headlines* serão naturalmente positivas e o público em geral terá um novo conforto, uma nova segurança, que poderá fazê-lo pensar que o risco é baixo e o retorno potencial elevado: “se acontecer alguma coisa ao mercado, o FED e o Governo intervêm de forma a recuperar tudo, pelo que na realidade não estou a arriscar ao investir no mercado de ações, apenas poderei ter de ser paciente”. Este risco moral é pernicioso e errado pois na próxima queda do S&P500 os bancos centrais poderão cruzar os braços, porque não haverá motivo evidente e politicamente defensável para intervir;
  
5. Os ETFs dos índices de mercado e setoriais têm sido um veículo barato e eficiente de ganhar exposição ao mercado de ações, porém atingiram uma dimensão tal que os considero... algo perigosos em termos sistémicos. Da mesma forma que contribuem para “inchar” o mercado na subida poderão introduzir uma pressão vendedora adicional na descida, especialmente se existirem outras alternativas viáveis, como por exemplo taxas de juro nos 5% ou ainda mais altas. Se o grupo de investidores que compra ETFs do S&P500 e do Nasdaq 100 por “desporto”, isto é, porque em média dão 8% ao ano, não só levar com um *drawdown* de 40% como ainda por cima tiver ETFs de menor risco (obrigações) que dão 6% ao ano, vai ser difícil segurá-los nas ações. A quebra dos futuros do petróleo para valores negativos e o colapso de vários ETFs do petróleo fez soar – pelo menos na minha cabeça – as campainhas de alarme para este género de produtos financeiros, alavancados ou não.

Afinal qual é a previsão? Eu agora vou ser tão *contrarian*, tão *contrarian* até em termos estratégicos, que vou buscar ao baú um fetiche do passado longínquo, as [Elliot Waves](#). Na realidade não

tenho baú, tenho estantes e não estou a encontrar esse livro (se calhar ofereci-o ou deitei fora), mas o [padrão que estou a ver é o Expanded Flat](#):



Este padrão é um de correção em relação à grande tendência anterior, quebrando primeiro o máximo e depois o mínimo. No S&P500 teríamos, grosso modo, o seguinte:



*Nota: ignorar a escala temporal e a linearidade*

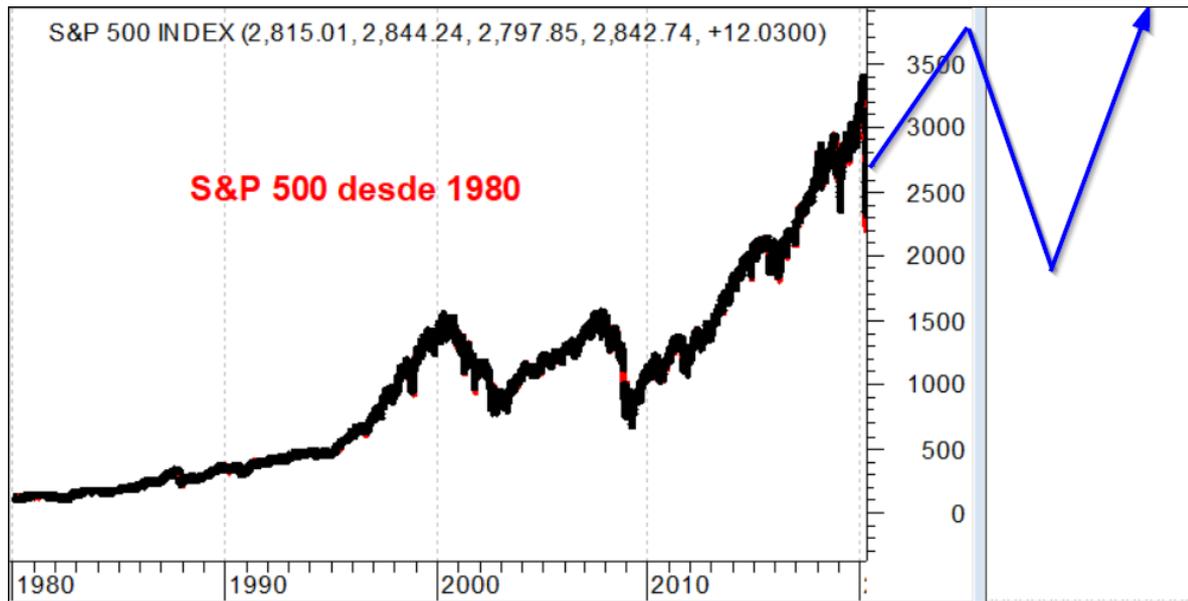
E é desta forma, singular e inesperada, que espero que o mercado, pelo menos desta vez, dê razão a todos, otimistas e pessimistas.

O aspeto perverso é que dá razão aos otimistas quando a maioria está pessimista e só vê razões para vender e depois dará razão aos pessimistas quando só existirem razões para comprar.

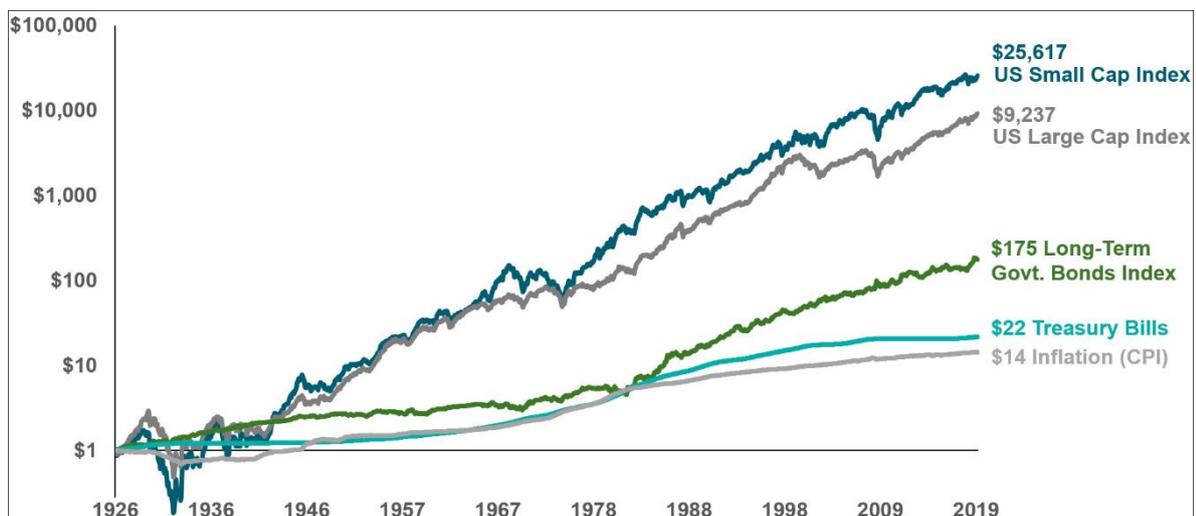
Mas sempre foi assim que o mercado funcionou e previsivelmente continuará a funcionar: é um mecanismo em que o capital de muitos se vai transferindo para os bolsos de poucos.

## 6. E no longo prazo?

No longo prazo não se passa nada, estamos apenas a falar de *Bulls* e *Bear Markets*, daqueles que já existiram dezenas de vezes na história... no longo prazo o mercado, ou seja, a média, deverá continuar a valorizar...



...e as ações fundamentalmente atrativas, especialmente as *small & medium caps*, deverão continuar com a sua *outperformance* de longo prazo:



As ações são o melhor investimento a longo prazo, para lá dos *bulls & bears* da nossa vida.

Espero que tenham apreciado estas previsões controversas e que este pequeno e-book contribua para o debate e para abrir as mentes a possibilidades alternativas.

**César Borja**