



## O retrato de 2017 e uma perspetiva para 2018



## A abrir

**03**

O Destaque do Ano

**04**

O Retrato de 2017

**08**

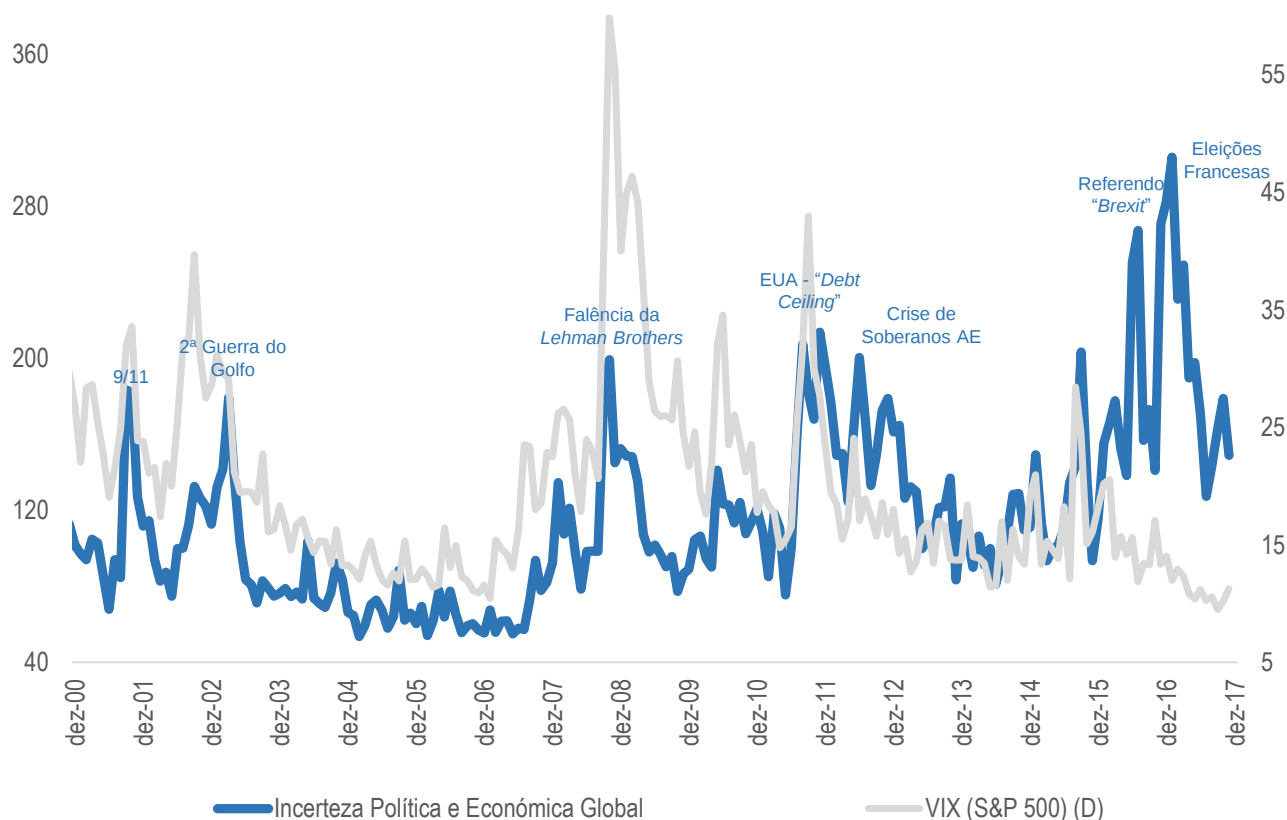
Da Estratégia

**10**

O que trará 2018...

## O Destaque do Ano

### Incerteza Política e Económica Global & Volatilidade de Ações (VIX)



Fontes: Caixagest; [www.policyuncertainty.com](http://www.policyuncertainty.com); Baker S., Nicholas Bloom and Steven J. Davis, 2013. "Measuring Economic Policy Uncertainty".

Notas: VIX (Volatility Index) é o índice de volatilidade implícita sobre o índice de ações de referência dos EUA - S&P 500; Índice de Incerteza Política e Económica Global (IPEG) é calculado com base em notícias de conteúdo de incerteza política e económica publicadas em cabazes de jornais selecionados; VIX em %; IPEG em pontos índice.

A conjuntura de 2017 foi caracterizada por elementos potencialmente disruptivos ao nível político-económico, porém, sem aparente contágio para a performance dos mercados financeiros. Neste contexto, o índice de Incerteza Política e Económica Global (*Global Economic Policy Uncertainty Index*) refletiu estes eventos, encontrando-se em patamares historicamente elevados, embora evidenciando uma trajetória descendente no decorrer do ano. Não obstante, a volatilidade das principais classes de ativos permaneceu em níveis extremamente baixos, com destaque para o índice de risco implícito do mercado acionista americano (VIX) que registou os valores mínimos dos últimos 30 anos.

Esta dicotomia entre o indicador de incerteza política e os barómetros de risco implícito para as grandes classes de ativos, particularmente visível desde 2016, sugeriu um maior ênfase dos agentes de mercado em fatores fundamentais e económicos, nas suas decisões de investimento, em detrimento de eventos do foro político.

De facto, os níveis de crescimento económico real positivo, a superarem as expetativas, e de inflação baixa, vulgo "Goldilocks", constituíram o enquadramento macroeconómico favorável em que os investidores fundamentaram a sua tomada de risco, com as cotações dos índices acionistas americanos, do qual o S&P 500 é paradigmático, a atingirem máximos históricos.



O ano de 2017 iniciava-se num contexto de forte incerteza política, com o rescaldo das eleições presidenciais americanas e a aproximação de importantes eventos políticos a nível europeu. Paradoxalmente, o comportamento dos diversos mercados financeiros refletia uma maior apetência por risco. Tal era, sobretudo, visível nos desempenhos dos mercados americanos desde o final de 2016, com os principais índices acionistas de referência a averbarem rendibilidades positivas e as *yields* das obrigações do tesouro a evidenciarem uma tendência ascendente...

...os investidores enfocavam-se nas principais linhas orientadoras da nova administração americana, mais impulsionadoras de crescimento, como o aumento do investimento público, a descida das taxas de imposto e a redução da regulação em setores como o financeiro, por oposição aos objetivos potencialmente causadores de fricção política e económica, patentes nas intenções de cancelamento de acordos e imposição de tarifas ao nível comercial, e de entraves à imigração...

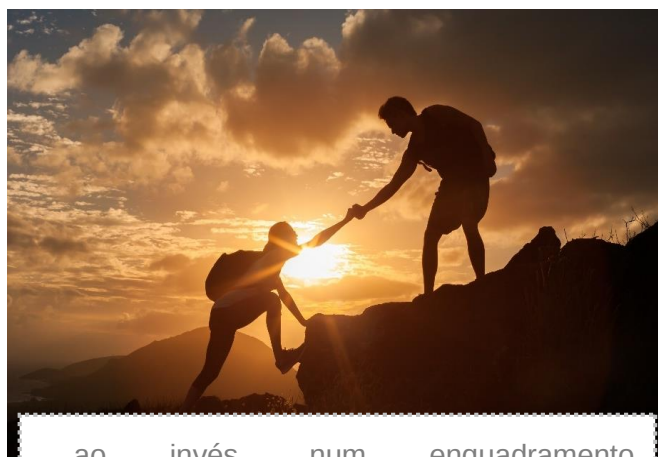


...paralelamente, os dados económicos denotavam uma tendência positiva e os resultados empresariais publicados, relativos ao ano anterior, já apontavam para uma recuperação dos registos negativos ocorridos nos dois lados do Atlântico, entre 2015 e a primeira metade de 2016. Assim, em fevereiro, e num contexto de maior positivismo, os principais mercados de ações americanos, *Dow Jones* e *S&P 500*, atingiam máximos históricos, enquanto os europeus, nomeadamente o *MSCI Pan Euro*, revisitavam os patamares mais elevados de final de 2015. No entanto, com as expectativas de maior crescimento, de aumento da inflação e de subidas de taxas, sobretudo nos EUA, os mercados emergentes denotavam menores performances relativas...



...na Europa prevalecia, no entanto, um elevado grau de incerteza política. Apesar da ascendência de um partido de cariz populista patente no resultado das eleições gerais holandesas, realizadas em março, os liberais pró-europeus venciam as eleições, reduzindo os riscos de assunção do poder por parte da extrema-direita. No entanto, emergiam como maior fonte de risco sistémico as eleições presidenciais em França, em que as sondagens apontavam para a possibilidade de vitória na 1ª volta da candidatura nacionalista de *M. Le Pen*...

Spring  
is in  
THE Air



...com o desfecho das eleições francesas, de vitórias inequívocas tanto ao nível presidencial como para a Assembleia Nacional, por parte de *E. Macron* e do seu partido, respetivamente, a perceção de risco político na Área Euro, espelhada nos receios de desagregação do projeto da moeda única, reduziu-se substancialmente. O perfil do novo Presidente era interpretado como pró-europeu, elevando as expetativas que reformas estruturantes no continente poderiam assumir um curso mais célere. Já no Reino Unido, eram convocadas eleições antecipadas para junho, as quais potencialmente poderiam reforçar a posição interna da Primeira-Ministra, *T. May*, e facilitar o processo negocial do “*Brexit*”. No entanto, com o resultado, a sua liderança ficaria mais fragilizada...

...ao invés, num enquadramento fundamental positivo reforçado e de menor risco político, os mercados continuavam a refletir uma tendência de otimismo, com as classes acionistas a evidenciarem melhores desempenhos que as de obrigações, num regime de volatilidades baixas. Em maio, o *S&P 500* voltava a atingir máximos e os mercados acionistas europeus alcançavam os níveis mais altos de aproximadamente dois anos. Com a inflação a estabilizar, as taxas de juro da dívida pública de referência dos 10 anos também atingiam mínimos do ano, assim como os *spreads* das *yields* das obrigações de emittentes soberanos europeus, e de crédito, face às de Alemanha...

## O retrato de 2017 e uma perspetiva para 2018



...no final do 1º semestre, o domínio macro continuava a ser pautado por surpresas positivas ao nível dos indicadores de atividade real e negativas no espectro dos dados de preços. Os EUA demonstravam uma trajetória sólida de crescimento, ao mesmo tempo que a Área Euro registava uma evolução da atividade acima do seu ritmo potencial. Já os principais países da América Latina e da Ásia emergiam de contextos recessivos ou consolidavam em níveis de crescimento positivo. Neste ambiente, os principais bancos centrais mantinham as suas políticas monetárias acomodáticas e, no caso americano, a Reserva Federal procedia a uma gradual normalização da mesma, em função do referido contexto económico e de mercados favorável...

...no universo cambial, o Euro registava uma apreciação generalizada face às principais moedas, consequência do dinamismo económico em curso e do menor risco político inerente à região. Apesar das perspetivas de manutenção das taxas de juro diretoras em níveis nulos, e negativos, e da continuação do programa de compra de ativos, por parte do Banco Central Europeu, a retoma do otimismo dos investidores em relação ao contexto da Área Euro, era ainda mais visível no comportamento da moeda única face ao Dólar. Apesar do provável aumento do diferencial entre as taxas de juro dos EUA e da Área Euro, em função do processo adiantado de subida de taxas diretoras por parte da Reserva Federal, no final de julho, o Euro atingia uma valorização significativa, no ano, face à moeda americana...



...em agosto, no seio do cenário fundamental benigno, ressurgiam os riscos geopolíticos associados à Coreia do Norte, em concreto, pelos respetivos testes de lançamentos de mísseis e da consequente aparente ameaça aos países de localização mais próxima. Neste contexto, emergia a questão de caráter mais sistémico associada ao posicionamento da China, principal parceiro comercial da Coreia do Norte, e às consequências futuras nas suas relações com os EUA...

...no entanto, os mercados de ações reforçavam a sua tendência altista - "Bull Market". No final do 3º trimestre, os resultados das empresas americanas e europeias evidenciavam uma trajetória ascendente. O aumento dos níveis de crescimento económico nominal, associado a uma maior sincronização entre países, contribuía para o incremento das vendas corporativas. Adicionalmente, na Área Euro, o contexto cíclico sugeria, para além do crescimento das receitas, uma recuperação das margens operacionais e de lucros a partir de níveis que, historicamente, ainda eram reduzidos...



...em outubro, decorreu o 19º Congresso do Partido Comunista Chinês, o acontecimento político mais importante do país onde, numa base quinquenal, são definidas as linhas estratégicas e a liderança do país. Dada a crescente importância, e interligação com as cadeias de valor globais, as decisões advindas deste Congresso tinham potencial impacto internacional. O evento acabou por consolidar o poder do Secretário-geral, Xi Jinping. Simultaneamente, foi reforçada a estratégia de convergência para uma "economia de mercado socialista", com maior enfoque nas reformas económicas, nomeadamente das empresas do Estado. Estas eram vistas como cruciais para que se verificasse uma redução do elevado endividamento de forma cautelosa e ordeira, sem despoletar consequências de carácter mais sistémico. O evento acabou por ser benigno para a evolução dos mercados...

...já no final de 2017, o ambicioso plano de reforma fiscal nos EUA - TCJA (*Tax Cuts and Jobs Act*), registava um desenvolvimento significativo, com ambas as câmaras do Congresso a aprovarem as suas propostas, e a conciliação das mesmas, o que culminou, em dezembro, na respetiva promulgação por parte da Presidência. Com base na descida relevante da taxa de imposto estatutária sobre os lucros das empresas, de 35% para 21%, os analistas estimavam um forte impacto positivo nos resultados empresariais em 2018. Consequentemente, e apesar da prevalência de vários focos de instabilidade geopolítica, destacando-se a incerteza na Catalunha, os mercados acionistas finalizavam o último mês do ano numa toada genericamente positiva.



## Da Estratégia



### *2018, o início do fim ou o fim do início?*

O exercício de prever com exatidão o fim do atual ciclo pró-risco dos mercados financeiros, reveste-se de elevada incerteza, podendo mesmo ser apelidado de “uma quimera”. A crise financeira de 2008, a qual teve como expoente máximo o “colapso” da *Lehman-Brothers*, foi descrita numa carta<sup>1</sup> de um grupo de economistas dirigida em 2009 à rainha de Inglaterra, Isabel II, como resultante da “... incapacidade de prever o momento, a extensão e a gravidade da crise para a evitar, embora tenha muitas causas, foi principalmente um fracasso da imaginação coletiva de muitas pessoas brilhantes, tanto neste país como internacionalmente, para entender os riscos para o sistema como um todo ...”.

As decisões humanas perante cenários de incerteza são toldadas pelas emoções, o que se reflete na forma como o risco de uma carteira de investimentos é alocado ao longo do ciclo de mercado. Na parte inicial, apesar dos níveis implícitos elevados de rendibilidades prospetivas, em resultado das experiências de perdas recentes, os investidores evidenciam uma elevada aversão ao risco, sendo relutantes em incrementá-lo nas suas carteiras. Numa fase mais avançada, onde normalmente a rendibilidade potencial é mais reduzida, à medida que o sentimento de perda começa a ser uma memória distante, a aversão ao risco dá lugar à “ganância”, ao sentimento de não se estar a aproveitar todas as oportunidades de mercado. A atual sobrevalorização absoluta das classes de ativos tradicionais, conjuntamente com a sua diminuta variabilidade, poderão estar a traduzir uma crescente complacência relativamente aos riscos potenciais, o que está tendencialmente associado a uma fase avançada do ciclo.

A redução da perceção sobre a emergência de riscos globais disruptivos, conjuntamente com o aumento das expectativas de crescimento mas de inflação moderada, apelidado de “*Goldilocks*”, constituíram fatores de suporte à maioria das classes de ativos. Desta forma, as rendibilidades em 2017 surpreenderam muitos investidores, não tanto pela sua tendência, mas pela sua intensidade, à qual não fomos alheios. Existe atualmente uma perspetiva, relativamente consensual, de que este momento económico e de mercado poderá perdurar enquanto se mantiver a atual conjugação rara de circunstâncias, tais como, o crescimento global sincronizado, as taxas de juro baixas, a inexistência de pressões inflacionistas e as políticas monetárias acomodáticas.

*(continua)*

(continuação)

Apesar de ser um contexto tendencialmente positivo, em especial para os ativos de maior risco, este contém a génese da próxima crise. Esta perspetiva encontra eco na teoria do economista *H. Minsky*, segundo o qual “a estabilidade gera a sua própria instabilidade, pela criação de excesso de confiança e bolhas”<sup>2</sup>, pelo que, a atual acalmia poderá implicar um risco acrescido de maior volatilidade futura. Para a alteração do atual paradigma de mercado poderão contribuir os potenciais “erros” na implementação da normalização das políticas monetárias dos vários bancos centrais e os focos de instabilidade política global, os quais continuam em níveis elevados.

O atual enquadramento, em especial pela inexistência de pressões inflacionistas, tem permitido aos bancos centrais manterem as taxas de juro diretoras em níveis reduzidos, bem como a dimensão dos seus balanços extremamente elevada. A atuação e a retórica mais recentes simbolizam uma intenção de mudança das medidas monetárias adotadas ao longo dos últimos anos. A Reserva Federal Americana, que já encetou o processo de subida de taxas em dezembro de 2015, está atualmente a reduzir o seu balanço, através do não reinvestimento parcial dos títulos vencidos. Por sua vez, o Banco Central Europeu irá proceder a uma diminuição dos montantes de compras de ativos mensais. Desta forma, o ano de 2018 será marcado por políticas monetárias menos benignas que em anos transatos, as quais tiveram um papel significativo no atual contexto de rendibilidades.

Ao longo dos últimos 9 anos, de acordo com um estudo publicado pelo *Credit Suisse*<sup>3</sup>, verificou-se um aumento da concentração de riqueza a nível global e das desigualdades. Concretamente, em 2017, mais de 50% da riqueza global era detida por 1% da população, o que compara com aproximadamente 42% em 2008. Este é um contexto tipicamente propício à ocorrência de movimentos populistas, como por exemplo no Brasil, no México e em Itália, países nos quais irão ocorrer eleições em 2018. Por sua vez, na Europa, na ausência de uma coligação governativa estável na Alemanha e atendendo às incertezas em torno do “*Brexit*”, poderemos assistir ao adiamento das reformas para uma maior integração na União Europeia.

O ciclo económico atual, encetado após a crise financeira, apresenta uma duração relativamente longa, de quase uma década, com alguns países já numa fase avançada do mesmo, evidenciando um nível de atividade próximo do seu potencial. Por outro lado, continuamos a assistir a uma aceleração do crescimento, sem ser evidente a existência de pressões inflacionistas, pelo que poderá ser demasiado prematuro afirmar-se que estamos no “início do fim”.

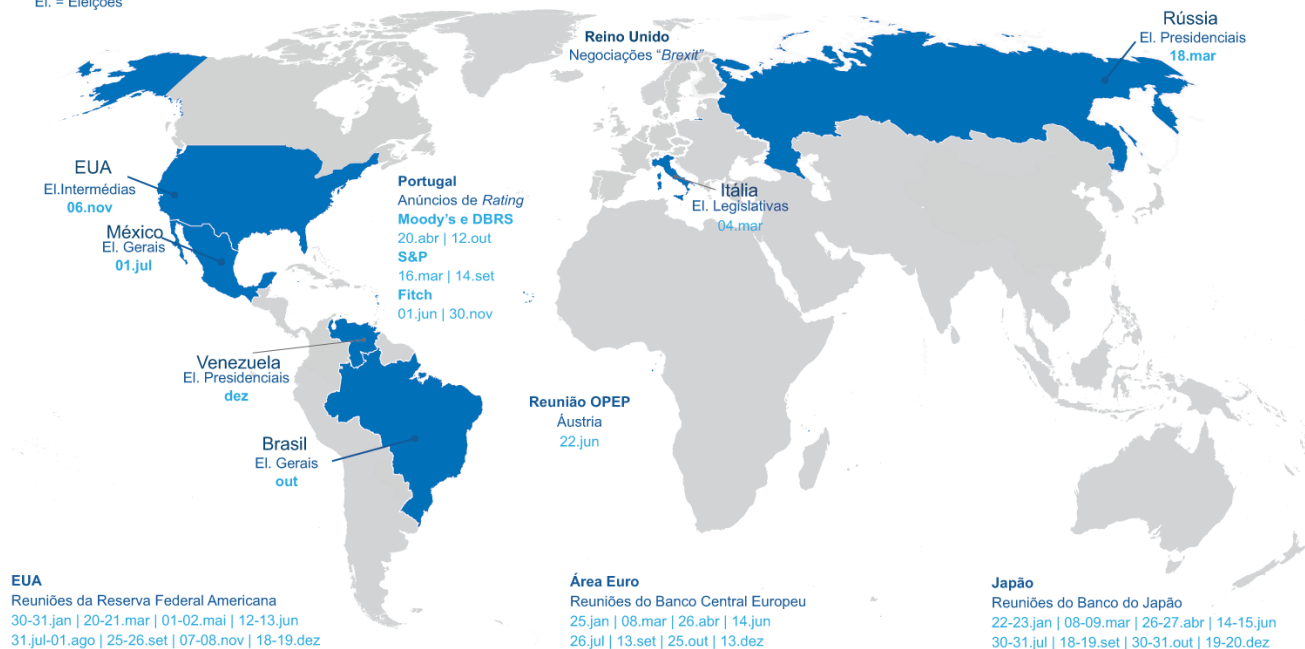
<sup>1</sup> Carta do *British Academy Forum*, de 17 de junho 2009, endereçada à Rainha de Inglaterra, Isabel II, “*The Global Financial Crisis - Why Didn't Anybody Notice?*”.

<sup>2</sup> De acordo com a teoria proposta por *Hyman Minsky*, a fragilidade dos mercados financeiros, num ciclo económico, está relacionada com as “bolhas” nos investimentos especulativos, endógenas a estes mercados. Segundo esta teoria, em tempos prósperos, quando se verifica um aumento dos fluxos de caixa das empresas, ocorre uma euforia especulativa, o que fomenta o aumento do endividamento até níveis insustentáveis, produzindo, por sua vez, um aumento dos incumprimentos e potencialmente uma crise financeira. Em resultado dessa crise, os bancos dificultam o acesso ao crédito, o que resulta num abrandamento da economia.

<sup>3</sup> *Credit Suisse Research Institute - Global Wealth Report 2017*, publicado em novembro de 2017.

## O que trará 2018...

El. = Eleições



O último ano foi caracterizado por eventos políticos na Europa com desfechos, na sua maioria, benévolos, por uma sincronização económica a nível mundial e pela persistência de tensões geopolíticas. Considerando que muitas destas questões subsistem, tais como a da Coreia do Norte, e outras emergiram, com possíveis repercussões nos mercados financeiros, uma avaliação de fatores de risco para 2018 engloba:

### Novas dinâmicas do foro económico,...

Nos EUA, a postura da administração norte-americana relativamente ao comércio internacional estará em foco, particularmente dada a retórica protecionista "*America First*". Consequentemente, poderão ter lugar alterações nos acordos comerciais existentes, nomeadamente o da NAFTA (*North American Free Trade Agreement*). A China, por seu lado, definiu como uma das prioridades para o próximo ano a desalavancagem do setor empresarial do Estado. Uma gestão ineficiente deste processo poderá ter consequências nefastas tanto a nível interno, como externo, dada a integração do país nas cadeias de valor global. No Médio Oriente, destaca-se a Arábia Saudita, cujo plano estratégico "Visão 2030" pressupõe a alteração do paradigma económico vigente, de menor dependência do petróleo e de maior alicerçagem no investimento em novas indústrias, reforçando a importância do fator trabalho e a contribuição deste para o equilíbrio orçamental.

### ...conjugadas com maior instabilidade política na América Latina...

Esta região tem sido marcada por ocorrências de corrupção transversais que reforçaram a descrença na classe política. Este enquadramento confluiu na vitória de candidatos presidenciais não tradicionais na Argentina e no Chile e, consequentemente, em mudanças na orientação político-económica. Dado o calendário eleitoral de 2018, poder-se-á assistir a alterações similares em vários países: Cuba, Costa Rica, Colômbia, Paraguai, México, Brasil e Venezuela. O Brasil sobressai com vários escândalos de corrupção a envolver a classe política, que têm culminado em taxas de aprovação baixas do atual presidente. Algumas sondagens, para as eleições que se realizarão em outubro, apontam para a vitória de Lula da Silva caso este seja candidato.

### ...e acompanhadas pela permanência de riscos a nível Europeu.

As eleições legislativas em Itália constituirão o maior fator de risco, atendendo a que as sondagens apontam para um aumento das intenções de voto em partidos eurocéticos, como o "*MoVimento 5 Stelle*". No que concerne ao "*Brexit*", a próxima fase do processo de saída do Reino Unido da União Europeia será determinante para as relações bilaterais entre estes dois blocos. Adicionalmente, um prolongamento do impasse na Catalunha poderá manifestar-se no aumento da incerteza política na Área Euro.

Caixa Gestão de Activos

Sede Social: Av. João XXI, 63 - 1000-300 Lisboa

Capital Social € 10.350.000 - NIPC 504 677 462

[www.caixagestaoactivos.pt](http://www.caixagestaoactivos.pt)

*O presente documento incorpora a informação e a visão desenvolvidas pela Caixa Gestão Activos. As ideias e pressupostos inclusos baseiam-se na informação pública disponível e nas condições de mercados à data, sendo sujeitos a revisões, atualizações e alterações futuras sem aviso prévio, de acordo com novos dados de informação e/ou de níveis de preços dos ativos. A informação que serve de base ao presente documento é proveniente de várias fontes que se creem credíveis, não sendo possível garantir que a mesma esteja completa ou precisa, não podendo assim ser imputada qualquer responsabilidade à Caixa Gestão de Activos por perdas ou danos causados pelo seu uso. Este documento não constitui uma recomendação de investimento e não pode servir de base à compra ou venda de ativos nem à realização de quaisquer operações nos mercados financeiros. Não está autorizada a publicação, duplicação, extração e transmissão destes conteúdos informativos.*



**Direção de Produto e Desenvolvimento**

**Direção de Estratégia e Alocação**

Fontes de imagens: *Thinkstock*, Caixa Gestão de Activos