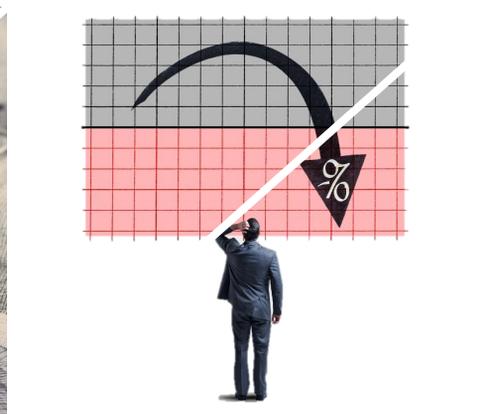


O retrato de 2019

e uma perspectiva para 2020



A abrir

03

O Destaque do Ano

04

O Retrato de 2019

08

Da Estratégia

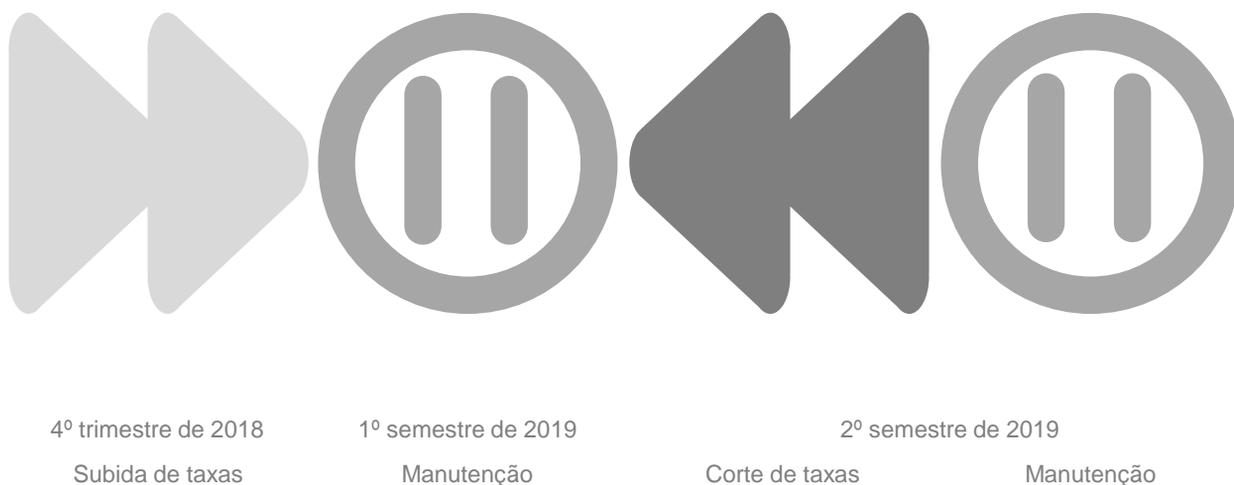
10

O que trará 2020...

O Destaque do Ano

A reviravolta dos bancos centrais

Política monetária da *Fed* (EUA) entre o 4ºT de 2018 e o 4ºT de 2019



Fonte: Caixa Gestão de Ativos

Na retrospectiva de 2019, notabilizou-se a reviravolta na condução da política monetária por parte dos bancos centrais, trazendo à memória o adágio “*Se estás no caminho errado, voltar atrás significa progresso*” de *C. S. Lewis*. Para este relato é fundamental lembrar o final de 2018. Esse ano encerrou com a Reserva Federal Americana (*Fed*) a transmitir a mensagem de alguns aumentos graduais das taxas de juro e de que a redução do balanço da instituição se encontrava, nas palavras de *J. Powell*, em “piloto automático”. A referida retórica originou uma forte reação negativa dos mercados financeiros. Já neste lado do Atlântico, o Banco Central Europeu (BCE) formalizava o fim do programa de compra de ativos.

Porém, logo em janeiro, a *Fed* protagonizou um recuo na direção da política monetária. A mensagem foi atualizada para uma postura paciente relativamente às taxas diretoras e o fim da contração do balanço foi antecipado. No decorrer do primeiro semestre, as tensões comerciais entre os EUA e a China agudizaram-se e foram acompanhadas pela deterioração dos dados da indústria e do comércio global, com ênfase na Área Euro (AE). As duas autoridades monetárias monitorizavam a dinâmica global, mas sem efetivar uma intervenção.

No segundo semestre, ambas tornaram-se proativas. A *Fed* iniciou (e terminou) o primeiro ciclo de cortes das taxas de juro desde 2008 (no total de 75 pontos base) e finalizou a redução do balanço. Desta forma, a instituição americana encerrou o ano com a mesma postura com que o encetou, de manutenção das taxas. Por seu lado, o BCE anunciou um pacote completo de estímulos - desde o corte da taxa de depósito para -0,50%, passando pelo robustecimento da orientação futura até às medidas mitigatórias dos efeitos perniciosos de taxas de juro negativas na rentabilidade dos bancos - para tentar reavivar a atividade económica da região. Assim, *M. Draghi* despediu-se da presidência do BCE da mesma forma com que a iniciou em 2011, isto é, com uma política monetária expansionista. ■



Os mercados financeiros encetavam o novo ano com uma recuperação dos comportamentos negativos verificados no final de 2018, com destaque para os ativos de maior risco, os quais tinham registado as quedas mais severas, a averbarem os melhores desempenhos. Após a forte instabilidade em dezembro, as expectativas mais benignas quanto à evolução das relações comerciais entre os EUA e a China e a maior prudência da Reserva Federal Americana na determinação de novas subidas das taxas diretoras contribuíam para o referido movimento de valorização...

...neste contexto, as *yields* das obrigações do tesouro de referência denotavam um padrão de descida e, simultaneamente, os prémios de risco de crédito (*spreads*) também estreitavam. Em janeiro, a autoridade monetária americana não só anunciava uma pausa no processo de subida das taxas *Fed Funds* como indiciava a possibilidade de eventuais cortes futuros das mesmas em função da conjuntura económica e geopolítica. Consequentemente, os bancos centrais de outras geografias, como os de países emergentes, começavam a acompanhar a dinâmica da *Fed*...



...durante o 1º trimestre, os mercados prolongavam a senda de comportamentos positivos do início do ano, com os melhores desempenhos a advirem das classes de risco. O índice de referência de ações americanas, *S&P 500*, atingia patamares de rentabilidade nos primeiros meses de 2019 já superiores às médias históricas de retornos anuais. Os aparentes progressos das negociações sino-americanas, a diferente postura dos bancos centrais e os resultados empresariais do final de 2018, acima do esperado, favoreciam o aumento do apetite pelo risco. No entanto, a recuperação das classes de ativos não era acompanhada por um incremento dos fundamentais macroeconómicos, os quais continuavam a sinalizar uma tendência de abrandamento global, sobretudo ao nível da indústria e do investimento...



...nas reuniões de política monetária, os bancos centrais evidenciavam, cada vez mais, uma menor propensão à subida de taxas e a um enviesamento para a manutenção, ou mesmo reforço, de medidas não convencionais. Esta mudança de paradigma contribuía para a trajetória de descida das *yields* e, conseqüentemente, para o incremento do valor relativo dos ativos de risco. No entanto, apesar dos desenvolvimentos positivos das relações comerciais, a continuação da moderação dos indicadores económicos e a iminência de um “*Brexit*” sem acordo subsistiam como os principais riscos latentes...



...as classes de maior risco iniciavam o 2º trimestre numa toada positiva com os principais mercados acionistas desenvolvidos e emergentes a evidenciarem os melhores desempenhos, num ambiente de superação dos resultados empresariais do 1ºT de 2019, face às estimativas. Neste enquadramento de maior otimismo, o risco político na Europa tornava-se proeminente, com o crescimento da postura eurocética nas vésperas das eleições para o Parlamento Europeu, a 26 de maio, com a instabilidade política em Espanha, a culminar nas eleições gerais de 28 de abril, e com a ausência de um desfecho para as negociações do “*Brexit*”, mantendo-se assim possível uma saída disruptiva do Reino Unido da União Europeia no início de junho...



...em maio, a classe de ações acabava por averbar o primeiro registo mensal negativo de 2019. Apesar do desfecho das eleições europeias, em que a maioria dos assentos parlamentares continuou afeta a uma postura “europeísta”, no espectro mais global as tensões comerciais, e as suas possíveis implicações, constituíam o epicentro das preocupações dos investidores. Por um lado, as negociações entre a China e os EUA atingiam um impasse e, por outro, a retórica protecionista americana face a países parceiros, entre os quais os do bloco europeu, suscitavam preocupações quanto às ramificações no comércio internacional e, por conseguinte, no abrandamento económico...



...em julho, a Reserva Federal Americana decretava um corte de 25p.b. das taxas diretas, pela 1ª vez desde 2008. Segundo o seu presidente, *J. Powell*, a decisão pretendia salvaguardar a atividade económica doméstica dos riscos negativos provenientes do abrandamento global e da incerteza da política comercial e impulsionar a subida da inflação para o objetivo. A decisão era caracterizada como um ajustamento de ciclo intermédio, ou seja, não constituiria um processo longo de redução das taxas de juro. Paralelamente, os resultados empresariais relativos ao 2ºT, tal como no trimestre anterior, acima das estimativas, embora denotando crescimentos modestos, contribuíam para o padrão positivo das ações. Neste contexto, o índice *S&P 500* alcançava novos máximos históricos e a *yield* a 10 anos da dívida pública alemã descia para os níveis mais reduzidos...

...no entanto, no final da primeira metade do ano, os mercados registavam comportamentos positivos, com a maioria das classes de risco a superarem as perdas registadas em 2018. Apesar da descida dos indicadores económicos avançados e da ausência de indícios de retoma a nível global, a expectativa quanto à decisão, por parte dos EUA e da China na reunião do G20, de prosseguimento das negociações comerciais e de não imposição mútua de tarifas adicionais, suportava as valorizações atingidas. Adicionalmente, a retórica das autoridades monetárias norte-americana e da Área Euro, direcionada para uma nova vaga de medidas expansionistas, gerava uma descida significativa das taxas de juro nos mercados e, deste modo, um aumento da procura por títulos de maior risco, como as ações...



...por sua vez, em agosto, emergia novamente um ambiente de maior aversão ao risco, influenciando o comportamento dos principais mercados, dada a prevalência dos receios sobre o abrandamento da atividade global e as tensões comerciais. Esta envolvente revelava-se positiva para o desempenho dos mercados de rendimento fixo, visível na queda generalizada das taxas de juro e no culminar de uma componente significativa das obrigações do tesouro da Área Euro com *yields* negativas. No caso da Alemanha, as taxas *benchmark* a 10 anos atingiam o seu mínimo histórico de -0,71%. Em contraposição, os mercados acionistas, após alcançarem novos máximos em algumas geografias, apresentavam intermediamente performances negativas...

O retrato de 2019 e uma perspetiva para 2020

...em setembro, com os dados económicos divulgados a confirmarem a tendência de abrandamento em curso, vários bancos centrais, tanto do bloco desenvolvido como emergente, decretavam descidas das suas taxas diretoras. O Banco Central Europeu destacava-se ao anunciar suplementarmente um conjunto de medidas expansionistas onde pontificavam um novo programa de aquisição de ativos, a vigorar até ao início de próximo ciclo de subidas de taxas, e um mecanismo não penalizador de parte das reservas excedentárias dos bancos comerciais, para mitigar o efeito das taxas de juro negativas na rentabilidade das instituições financeiras. Neste ambiente, os mercados acionistas voltavam a evidenciar os melhores desempenhos, enquanto a subida de *yields* contribuía para a ocorrência de retornos maioritariamente negativos nas classes de obrigações...



...o ano continuava a ser predominantemente dominado por eventos de índole política, onde assumiam particular relevância os relacionados com o comércio internacional. Em outubro, as negociações comerciais EUA-China registavam um avanço significativo com o anúncio de um acordo preliminar entre os dois países, tendo-se destacado também os anúncios de alguns acordos de comércio bilaterais, como o do MERCOSUL-União Europeia ou o dos EUA-Japão. Esta envolvente era ainda reforçada com a postura acomodatória dos bancos centrais, que se viria a traduzir, inclusivamente, num novo corte das taxas por parte da Reserva Federal em outubro. Os supracitados fatores relegavam para segundo plano a continuação do momento menos favorável, sobretudo ao nível dos setores económicos mais cíclicos e dos volumes de comércio internacional que demonstravam as maiores vulnerabilidades...



...no final de 2019, o índice representativo do mercado acionista global (*MSCI World* em euros) atingia a rentabilidade mais elevada dos últimos 10 anos, em euros, e o *S&P 500* alcançava novos máximos históricos. Já a performance da classe de obrigações, beneficiada pela forte queda das taxas de juro, era também potenciada pelo estreitamento dos *spreads* de emissões de dívida pública e privada. As expectativas crescentes quanto à formalização a curto prazo das negociações comerciais entre os EUA e a China, os menores receios de um "Brexit" sem acordo e as evidências mais recentes de estabilização dos indicadores de confiança industrial suportavam os níveis de apetite pelo risco em alta.



Da Estratégia



Mudam-se os tempos, mantêm-se as incertezas!

No ano transato, o aumento das incertezas sobre o ambiente geopolítico e solidez económica cristalizou-se na moderação da atividade global, à qual os EUA não estiveram imunes. Há cerca de um ano, num momento em que a atual expansão americana em 2019 poderia tornar-se, segundo o *NBER*, a mais longa da história, considerámos que este não seria um fator suficiente para se assistir ao seu epílogo, pois os ciclos económicos não têm um “prazo máximo de validade”. Efetivamente o ano transato deu-nos razão, pois para a história ficou o recorde de longevidade. A confirmar-se a estimativa dos analistas para o PIB americano no 4ºT, o atual ciclo de crescimento, que se iniciou em junho de 2009, conta já com 10 anos e 6 meses, o que compara com os 10 anos verificados na década de 90.

Em 2019, contrariamente à tendência de aumento gradual da inflação perspetivada, verificou-se a sua moderação, o que permitiu um espaço aos bancos centrais para evidenciar alguma pró-atividade na condução da sua política monetária. Desta forma, o comportamento destas autoridades foi diametralmente diferente da redução de estímulos esperada. A previsão era que o ano que findou constituísse, inclusivamente, o primeiro numa década em que se iria verificar um “*quantitative tightening*” (diminuição dos ativos detidos pelos bancos centrais) a nível do bloco desenvolvido. No entanto, registaram-se novos cortes de taxas de referência e também a reintrodução de medidas não convencionais.

Os fatores de índole política têm tido um relevo especial para o contexto económico e de mercados. Neste âmbito, as questões em torno das relações comerciais sino-americanas assumiram o papel principal. Nos últimos meses do ano registou-se uma redução das tensões entre estes dois países, tendo sido inclusivamente evitada a implementação de algumas das novas tarifas alfandegárias planeadas pelos EUA, apesar dos atrasos na celebração do acordo comercial entre os EUA e a China, adiada para o início de 2020.

(continua)

(continuação)



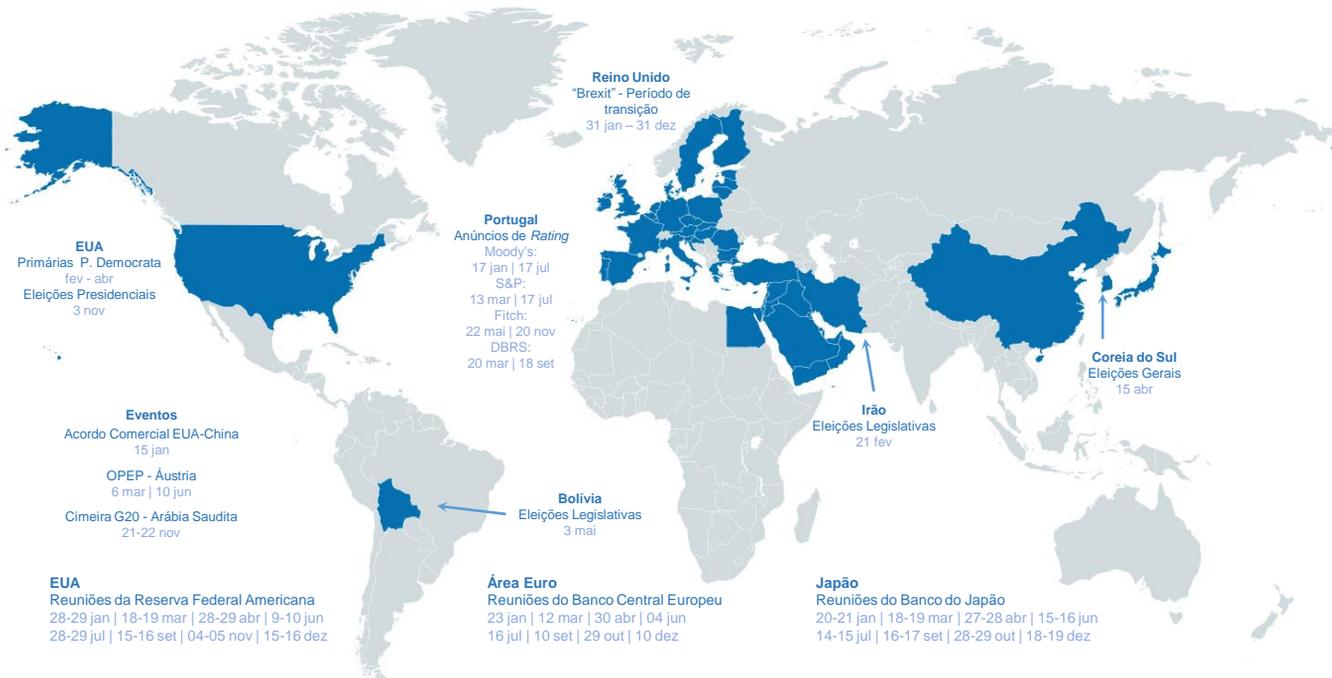
Também as questões em torno do projeto europeu continuaram a ter a atenção dos investidores, mas comparativamente ao ano de 2018, os episódios de 2019 foram tendencialmente mais positivos. Em Itália, emergiu uma nova coligação governativa com uma postura menos confrontacional com as instituições europeias e assistiu-se à redução dos receios relacionados com um “*Brexit*” sem acordo. Aliás, após os vários avanços e recuos, pelos desenvolvimentos recentes, poderemos finalmente em 2020 ter um desfecho!

As questões latentes relacionadas com a tendência de redução da globalização e com o crescimento dos sentimentos nacionalistas deverão manter-se como pano de fundo para a política internacional e local. No ano atual, um dos eventos mais mediáticos no palco político será a eleição presidencial nos EUA, na qual o presidente, *D. Trump*, se candidata a um segundo mandato. Desde a década de 70, no ano em que o presidente em funções concorre ao 2º mandato, as classe de maior risco apresentaram em média os melhores desempenhos.

Assim, tendo presente os desenvolvimentos recentes, o contexto político no qual 2020 se irá desenrolar deverá ser mais positivo que o verificado ao longo de quase todo o ano transato. Contudo, o período inicia-se com a maioria das classes de ativos, não só, a transacionar em níveis menos atrativos, mas também com as expectativas mais elevadas quanto a uma recuperação económica. Neste enquadramento, é expectável uma moderação da economia americana, influenciada pelo menor impulso advindo da reforma fiscal de 2018, do mercado de trabalho e do investimento empresarial. Na Área Euro, a maior desaceleração já ocorrida poderá permitir alguma estabilização da atividade, em especial considerando o possível melhor contexto externo e as políticas fiscais tendencialmente mais expansionistas.

Após um ano de 2019 de fortes rendibilidades das principais classes de ativos, sobretudo de ações, a probabilidade de se verificar uma repetição é significativamente menor. Um dos exemplos mais paradigmáticos é o das obrigações de dívida pública da Alemanha, as quais transacionam com *yields* negativas. Em suma, apesar de perspetivarmos menores rendibilidades para as principais classes, face às dos últimos anos, as ações poderão continuar a ser a melhor opção para os investidores. Este é um contexto em que potencialmente se verificará uma subida moderada das taxas de juro de maturidades mais longas, algum alargamento dos *spreads* de crédito e, na ausência de uma recessão nas principais economias, performances positivas nos mercados de ações. ■

O que trará 2020...



Fonte: Caixa Gestão de Ativos; mapchart.net.

Os desafios de cariz geopolítico influenciaram os mercados financeiros ao longo de 2019, possivelmente enfatizados pelo contexto de moderação económica. Este ano tenderá a ser pautado pela persistência da maioria dos vetores de instabilidade, ainda que os últimos desenvolvimentos em torno das questões comerciais tenham sido favoráveis.

Das eleições nos EUA à instabilidade no Médio-Oriente: O calendário eleitoral será, indubitavelmente, marcado pelas eleições presidenciais nos EUA, com o resultado a ser determinante para a política externa do país, não só na vertente comercial como também na esfera diplomática e militar. Neste âmbito, será de particular relevância o aumento recente das tensões com o Irão. Esta instabilidade compromete os objetivos diplomáticos da Arábia Saudita que, mesmo após o ataque recente às suas infraestruturas petrolíferas, tem reduzido a sua intensidade belicista com o Yemen, o Qatar e o Irão. Este último tem defendido uma aliança entre os países do golfo e a retirada dos EUA da região, sendo apoiado pelo Iraque. Qualquer conflito na região terá implicações significativas para a Europa, que desde 2011 tem lidado com as migrações impulsionadas pela guerra civil na Síria.

Uma nova ordem comercial liderada pelos EUA: O ano transato foi prolífero na celebração de acordos comerciais e na constituição de novas zonas de comércio livre, como o acordo UE-MERCOSUL em fase de ratificação. Contudo, estas dinâmicas emergiram da necessidade de combater o aumento do protecionismo, particularmente pela postura dos EUA. Assim, ainda que em 2020 as negociações com a China possam decorrer de forma favorável, existem atualmente questões fraturantes que podem condicionar a celebração das próximas fases do acordo, entre as quais a proteção de propriedade intelectual. Em linha com esta estratégia, é expectável que os EUA promovam um novo enquadramento para o comércio internacional, dando preferência a acordos comerciais bilaterais.

Política fiscal, populismo e pressões orçamentais: O maior desafio que se coloca à UE é o aprofundamento da sua coesão. Primeiramente, dada a saída do Reino Unido, processo que implica não só a constituição de um novo "Acordo Comercial" entre as duas partes até ao final do ano, como também um aumento da contribuição para o orçamento plurianual dos remanescentes 27 Estados-membros, a ser definido em 2020. Os países do centro, particularmente a Alemanha, contribuidores líquidos, contestam o aumento proposto e, por vezes, a gestão deste orçamento, o que poderá dificultar projetos de maior integração. Em segundo lugar, pelo crescente euroceticismo e populismo na Europa, que têm sido marcados por uma corrente de prudência fiscal e de contenção da despesa pública, nomeadamente na Hungria e na Polónia. Esta postura contrapõe-se aos discursos de entidades supranacionais, entre as quais o BCE, colocando ênfase na necessidade de estímulos fiscais e, conseqüentemente, no aumento da despesa pública. ■

Caixa Gestão de Ativos Sociedade Gestora de Fundos de Investimento, S.A.

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

Capital Social € 9.300.000 - NIPC 502 454 563

www.caixagestaodeativos.pt

Esta informação 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 assim como não deve ser considerado a base de qualquer tipo de contrato.

A presente informação incorpora a visão desenvolvida pela Caixa Gestão de Ativos Sociedade Gestora de Fundos de Investimento, S.A. (empresa do grupo Caixa Geral de Depósitos), anteriormente designada Caixagest, Técnicas de Gestão de Fundos, S.A. e baseia-se em informação pública disponível e nas condições de mercados à data, proveniente de várias fontes que se creem creíveis, não sendo possível garantir que a mesma esteja completa ou precisa, estando sujeita a revisões, atualizações e alterações futuras sem aviso prévio. Não pode, assim, ser imputada qualquer responsabilidade à Caixa Gestão de Ativos por perdas ou danos causados pelo seu uso.

A informação contida neste documento é realizada com um objetivo informativo, sendo enviada como um instrumento auxiliar, não podendo servir de base a qualquer investimento que possa ser realizado. Na preparação do presente documento não foram considerados objetivos de investimento, situações financeiras ou necessidades específicos dos clientes, não tendo existido na sua elaboração a adequação da informação a qualquer investidor efetivo ou potencial nem ponderadas circunstâncias especificadas de qualquer investidor efetivo ou potencial.

As rendibilidades divulgadas representam dados passados, não constituindo garantia de rentabilidade futura.

A presente informação não dispensa, de modo algum, a consulta das Informações Fundamentais destinadas aos Investidores e dos Prospetos, disponíveis em www.cmvm.pt.

Não está autorizada a publicação, duplicação, extração e transmissão destes conteúdos informativos. A Caixa Gestão de Ativos Sociedade Gestora de Fundos de Investimento, S.A. não se responsabiliza por qualquer facto suscetível de alterar a integridade do conteúdo desta mensagem, resultante da sua transmissão eletrónica.



Direção de Estratégia

Fonte de imagens: *Getty Images*