



O retrato de 2018

e uma perspectiva para 2019



A abrir

03

O Destaque do Ano

04

O Retrato de 2018

08

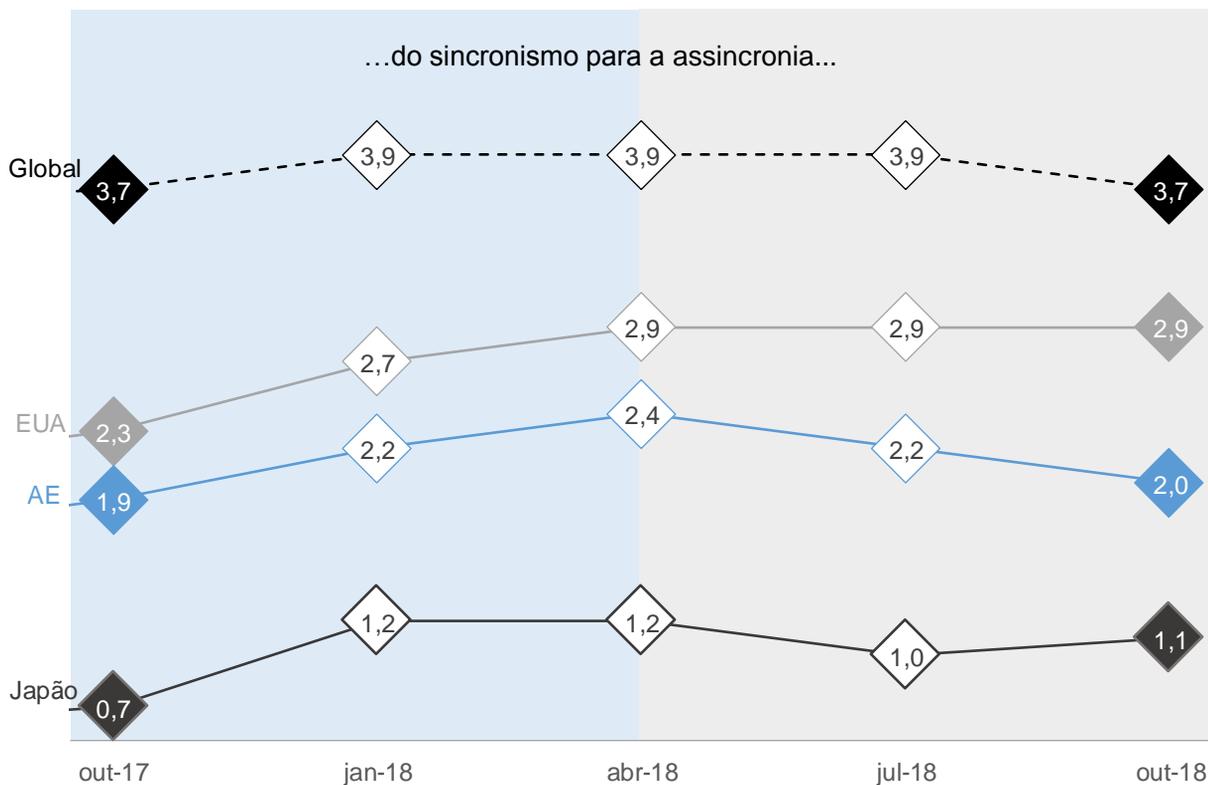
Da Estratégia

10

O que trará 2019...

O Destaque do Ano

Evolução das projeções do crescimento do PIB real para 2018 (em %)



Fontes: Caixagest; IMF World Economic Outlook

O ano de 2018 iniciou-se numa toada de otimismo sobre o sincronismo económico global, todavia concretizou-se no oposto. Em janeiro, o FMI publicava o seu relatório económico - intitulado *Perspetivas mais positivas, Mercados otimistas, Desafios futuros* - no qual abundavam as revisões em alta para o crescimento e os riscos eram tidos como balanceados. Este otimismo era transversal tanto às organizações internacionais como às instituições privadas. A retoma do comércio internacional e a política fiscal expansionista dos EUA deveriam sustentar a atividade económica, para além da continuidade das políticas monetárias acomodatócias por parte dos bancos centrais de referência.

Porém, os desafios materializaram-se mais cedo do que o esperado. A continuação do processo de normalização monetária por parte da Reserva Federal Americana pressionou algumas economias emergentes mais vulneráveis, tais como a Argentina e a Turquia. Adicionalmente, o aumento das tensões comerciais com a implementação de tarifas por parte dos EUA - principalmente às importações oriundas da China - e as respetivas retaliações, correlacionaram com o abrandamento do comércio internacional, a desaceleração da economia chinesa e a maior incerteza. Este arrefecimento do comércio mundial condicionou o crescimento da Área Euro (AE) que tinha beneficiado significativamente da sua recuperação em 2017. Por outro lado, a dinâmica económica europeia foi condicionada pela instabilidade política italiana e pelas negociações do "Brexit".

Desta forma, os dados económicos começaram a surpreender pela negativa (com a notável exceção dos EUA, advinda do estímulo fiscal) e as revisões em baixa do PIB a ocorrer. A título ilustrativo, no relatório económico de outubro do FMI - *Desafios para um crescimento sustentado* - a estimativa para o crescimento mundial era ajustada para o valor de há um ano atrás ■



No seguimento do verificado no final de 2017, o ano de 2018 iniciava-se num ambiente de crescimento globalmente robusto, com os dados de atividade das principais economias desenvolvidas e emergentes a demonstrarem uma evolução cíclica positiva, síncrona e acima do potencial. Em paralelo, o comportamento favorável dos mercados financeiros de maior risco e os estímulos fiscais encetados nos EUA, via descida dos impostos sobre os lucros empresariais e aumento do investimento público, também contribuían para o contexto de maior confiança dos agentes económicos e financeiros...

...neste cenário, o padrão de mercados afigurava-se pró-risco com as classes de ações de referência e o petróleo a evidenciarem desempenhos positivos em contrapartida dos ativos de menor risco, como as obrigações, que, por sua vez, demonstravam retornos nulos ou negativos. Neste contexto, o índice acionista americano *S&P 500* chegou a averbar antes do final de janeiro um retorno positivo de aproximadamente 7%, ao mesmo tempo que as *yields* das obrigações do tesouro da mesma geografia registavam subidas significativas...



...no entanto, perante um consenso fundamental e de mercados otimista, a descida de alguns indicadores avançados, em simultâneo com a publicação de métricas de preços acima das expectativas, sobretudo nos EUA, gerava receios de aumento do ritmo de subida das taxas diretoras por parte da Reserva Federal Americana (*Fed*) e, conseqüentemente, de redução do valor relativo dos ativos de risco, de apreciação do dólar e de maior pressão ao nível dos países emergentes. Assim, nas vésperas do término do mandato de presidente da *Fed* de *J. Yellen* e do início do de *J. Powell*, os mercados acionistas registavam uma correção intermédia, de cerca de 10% entre o final de janeiro e o início de fevereiro, acompanhada por um aumento significativo dos índices de volatilidade...



...já os objetivos de política comercial dos EUA, patentes na redução do défice da balança comercial e no maior protecionismo dos bens internamente produzidos, com especial enfoque no incremento de tarifas de bens importados da China, contribuíam para um aumento do receio de impactos negativos na expansão económica em curso. De facto, embora as estimativas iniciais traduzissem consequências diminutas no crescimento global, os efeitos a médio prazo poderiam ser nefastos, colocando em causa a confiança dos agentes e a estabilidade promovida pelas regras do comércio internacional...



...paralelamente, as tensões vigentes na península coreana geravam uma maior perceção de risco geopolítico nos mercados, dada a postura confrontacional recente do líder da Coreia do Norte, *Kim Jong Un*, num contexto de aumento das tensões comerciais entre os EUA e a China. Contudo, a referida postura tornou-se mais conciliatória, culminando na assinatura histórica de um compromisso para a promoção da paz com a Coreia de Sul, a 27 de abril de 2018. Tal, foi, simultaneamente, o catalisador para uma posterior cimeira entre *D. Trump* e o líder norte coreano para possíveis cedências no seu programa nuclear, e, deste modo, para a redução de potenciais conflitos geopolíticos que pudessem envolver as principais potências mundiais...



...por sua vez, no contexto europeu, emergiam novamente receios associados ao projeto da moeda única, dado o resultado das eleições legislativas italianas de 4 de março de 2018. Após um período de incerteza sobre a composição do novo governo, este seria formado, no início de junho, pela coligação do *Movimiento 5 Estrellas* com a *Lega* - partidos com uma postura “*anti-establishment*” e eurocética. Esta solução aumentou a instabilidade nos mercados financeiros da AE, destacando-se a forte subida das taxas de juro da dívida pública italiana e, em consequência, o agravamento significativo dos respetivos prémios de risco vs. as taxas alemãs de referência...



...já no 3º trimestre, apesar da continuação das tensões comerciais e da divergência económica, com a aceleração dos EUA a contrapor-se à moderação da Europa, Japão e China, ao nível das empresas americanas, os resultados divulgados surpreendiam positivamente. Não só os lucros registavam uma forte ascensão, dada a descida dos impostos corporativos, como também as vendas demonstravam crescimentos históricos significativos, gerando maior confiança na expansão global em curso. Neste ambiente, os mercados de ações voltavam a averbar melhores desempenhos face aos de rendimento fixo. As *yields* das obrigações do tesouro americanas subiam num contexto de recuperação da inflação, e o dólar mantinha o comportamento apreciativo desde abril...

...no final do 1º semestre de 2018, num enquadramento económico favorável, mas pautado pelo menor sincronismo do crescimento global, o risco político exercia dominância na evolução das classes de ativos de referência. De facto, o maior sentimento de aversão ao risco era justificado pela acentuação das medidas e discursos mais protecionistas dos EUA não só em relação à China mas também aos países da *Nafta* e da UE, com eventuais disrupções ao nível do comércio internacional. Em consequência, os principais mercados acionistas reduziam parte dos ganhos obtidos no ano, após a correção intermédia de janeiro e fevereiro, enquanto o dólar registava apreciações face à maioria das moedas dos blocos desenvolvido e emergente e o petróleo apreciava-se com o suporte favorável da oferta...



...com a valorização do dólar e as subidas de taxas de juro nos EUA, os mercados de países emergentes com maior défice da balança corrente, elevado endividamento externo e incerteza política crescente, como a Turquia e a Argentina, acabaram por ser penalizados pelos investidores com os ativos e moedas locais a registarem fortes correções. Apesar da dimensão da instabilidade verificada, com a Argentina a negociar um programa de ajuda financeira com o FMI, esta não gerou efeitos de contágio substanciais a outras regiões...

O retrato de 2018 e uma perspetiva para 2019

...numa altura em que decorriam 10 anos desde a falência do *Lehman Brothers* e da crise financeira global, o último trimestre de 2018 iniciava-se com a prevalência do enquadramento fundamental patente ao longo do ano. A evolução dos mercados apresentava um perfil cíclico, com os índices de ações de referência do bloco desenvolvido a evidenciarem desempenhos positivos, contrastando com as rendibilidades aproximadamente nulas ou negativas das obrigações e dos ativos emergentes. Por sua vez, o petróleo continuava a destacar-se positivamente face aos restantes segmentos de matérias-primas...



...após um período em que as classes de risco demonstraram melhores comportamentos relativos, as perspetivas de continuação do processo de subida de taxas diretas americanas e a materialização dos riscos geopolíticos na descida de indicadores económicos avançados surtiram um aumento dos receios quanto a uma potencial inversão do ciclo económico e de mercados. Paralelamente, o impasse do conflito institucional entre o governo de Itália e a Comissão Europeia, no que respeita à aprovação do défice orçamental transalpino previsto para 2019, e o aumento das incertezas em torno das negociações de saída do Reino Unido da União Europeia - "*Brexit*", contribuíam para o sentimento de aversão ao risco. No final de outubro, os ativos mais cíclicos anulavam uma parte significativa dos ganhos obtidos desde fevereiro último...



...com o aproximar do final do ano, num ambiente de reduzida liquidez, a continuação da divulgação de indicadores abaixo das expectativas, nomeadamente os inquéritos globais a empresários e os dados de atividade da China, contribuíam para uma renovada fase de correção significativa das classes de risco. Apesar dos progressos ocorridos nas relações sino-americanas, na Cimeira do G-20 em dezembro, e com as perspetivas de acordo do défice orçamental de Itália, os agentes de mercado receavam uma maior restritividade de políticas monetárias, patentes nas subidas de taxas da *Fed* e no fim da era de compras de ativos por parte do BCE ■



Da Estratégia



Será que os ciclos económicos têm “prazo máximo de validade”?

Há aproximadamente um ano, questionámo-nos se “2018 seria o fim do início ou o início do fim?”. Nessa altura, considerámos que, apesar de o atual ciclo de expansão nos EUA apresentar uma duração relativamente longa, de 9 anos, com muitas economias próximas do seu potencial, seria demasiado prematuro para se afirmar que estaríamos no “início do fim”. Para avaliarmos corretamente a validade desta previsão, teremos de dividir o ano em duas realidades que se mostraram distintas: a situação presente e a evolução das expectativas dos investidores relativamente às dinâmicas futuras.

No que se refere à situação presente, em termos económicos verificou-se um padrão de divergência, com os EUA a salientarem-se pela positiva face à deterioração registada na AE, no Japão e na China. A economia americana tendo provavelmente terminado o ano com um crescimento relativamente notável, de aproximadamente 3%, deverá comparar com 1,9% na AE, com 1,0% no Japão e com 6,6% na China. No que concerne ao crescimento dos lucros, este foi relativamente robusto, com especial destaque para as empresas americanas. Deste modo, dificilmente poderá afirmar-se que o ano transato foi o início do fim da expansão económica, em especial nos EUA.

Já no que respeita à evolução da confiança dos investidores, esta foi sobretudo afetada pelo aumento da incerteza em torno das questões políticas, o que promoveu o fim do padrão de elevada estabilidade que caracterizou os anos anteriores. Os movimentos populistas e nacionalistas, traduziram-se em eventos que potencialmente deram forma ao contexto económico presente, bem como à confiança dos investidores para os próximos anos. Os mais relevantes desta nova realidade foram (i) a eleição de *D. Trump*, com uma agenda claramente antiglobalização, (ii) o “*Brexit*” e (iii) a eleição em Itália de partidos com uma postura confrontacional com a União Europeia. Apesar de os referidos eventos não constituírem inovações significativas no panorama geral ocorrem, no entanto, numa tendência de fundo de redução de estímulos monetários.

(continua)

(continuação)



Neste panorama, o ano transato foi pródigo em eventos que se traduziram em correções rápidas dos ativos de maior risco, e mais cíclicos. Os referidos movimentos traduzem o receio dos investidores relativamente ao ritmo do abrandamento económico, ou mesmo a possibilidade de se verificar uma recessão. Por conseguinte, o presente ano inicia-se com expectativas relativamente pessimistas, pelo que existe um maior potencial de se verificarem surpresas positivas face ao início de 2018.

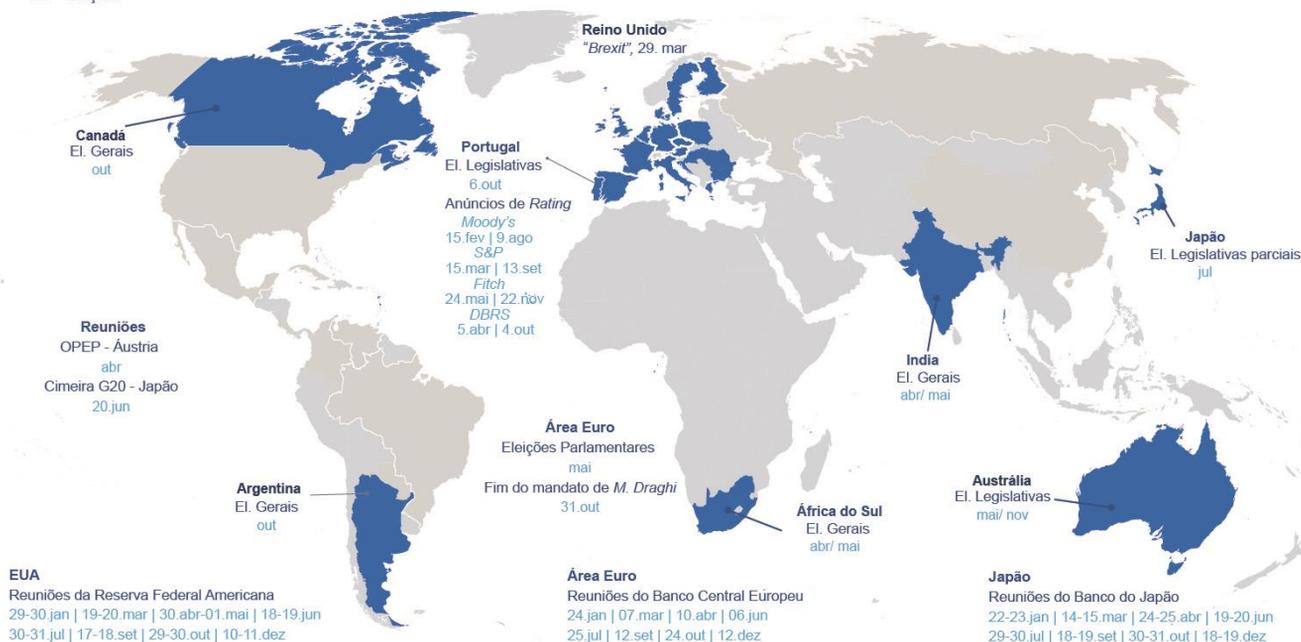
Apesar de a atual expansão americana ser potencialmente a mais longa da história, os ciclos económicos não têm um “prazo máximo de validade”. Os fundamentos das últimas recessões, a nível global e em específico nos EUA, podem ser atribuídos a uma variedade de causas, tendo sido o seu precursor comum as políticas monetárias restritivas e o excesso de otimismo dos agentes económicos. Aos níveis atuais, a política da *Fed* dificilmente poderá ser considerada restritiva, pelo que deverá ser prematuro estimar a curto prazo tal acontecimento. Desta forma, consideramos que ao longo do ano, na inexistência de eventos exógenos disruptivos, os receios de uma recessão nos EUA, ou a nível global, poder-se-ão demonstrar infundados.

No entanto, o contexto dos próximos meses não estará isento de riscos. O ano será possivelmente caracterizado pela fase avançada do ciclo económico, pela redução de estímulos monetários e pelo abrandamento global. Apesar da referida tendência de abrandamento, poderão verificar-se ainda níveis de atividade considerados como relativamente robustos. Para a inflação, em função das dinâmicas económicas dos últimos anos, nomeadamente do mercado de trabalho, será expectável um aumento gradual. No que respeita à atuação dos bancos centrais, este ano será o primeiro numa década em que se irá verificar um “*quantitative tightening*” (redução dos ativos detidos pelos bancos centrais) a nível do bloco desenvolvido. Contudo, apesar dos referidas comportamentos globais, é importante destrinçar as diferenças do contexto monetário da AE face ao dos EUA. A *Fed* encontra-se já numa fase avançada do seu processo de subida de taxas de juro e de redução do balanço, o que compara com o BCE ainda a perspetivar encetar o mesmo somente após o verão de 2019.

Nesta envolvente, podemos esperar menores rendibilidades das classes de maior risco, num padrão de maior volatilidade, face ao dos últimos anos. Este é um contexto em que potencialmente poderá verificar-se uma redução do ímpeto de subida das taxas de juro de maturidades mais longas, um alargamento dos *spreads* de crédito e, na ausência de uma recessão nas principais economias, performances positivas em ações ■

O que trará 2019...

El. = Eleições



A persistência de tensões geopolíticas influenciou os mercados financeiros ao longo do ano transato, num contexto em que a divergência do crescimento económico esteve em destaque. Várias destas questões persistem, pelo que uma avaliação de fatores de risco para 2019 passa necessariamente pelos vetores de instabilidade em 2018.

Protecionismo ou a emergência de um novo paradigma comercial

A retórica do presidente americano tem sido enfática na necessidade de colocar os EUA numa posição mais "justa" face aos seus parceiros comerciais. O acordo provisório com a China, cujas negociações decorrem até 1 de março, afigura-se como um dos mais relevantes e possivelmente o que mais alterações poderá trazer ao comércio internacional. Subsequentemente a esta postura por parte dos EUA, não só a China mas vários países começaram também a aplicar tarifas aduaneiras, intensificando as tendências protecionistas a nível global.

Populismo, descontentamento e os movimentos eurocéticos

A Europa tem sido particularmente marcada por ocorrências de índole política e pelo aumento do euroceticismo, algo que poderá manter-se em 2019. Neste contexto, a execução do orçamento Italiano e a postura confrontacional dos seus governantes são questões potencialmente fraturantes com a Comissão Europeia e deverão ser alvo de acompanhamento constante por parte das autoridades supranacionais. Paralelamente, as eleições para o Parlamento Europeu, numa altura em que existem algumas divergências quanto às políticas da União Europeia (UE), serão cruciais para avaliar a unidade deste espaço económico. No que concerne ao "Brexit", a gestão do processo de separação do Reino Unido da UE será determinante para as relações bilaterais futuras entre estes dois blocos e para o seu crescimento económico.

Novas dinâmicas do foro económico

Concomitantemente ao calendário eleitoral deste ano, a execução das políticas dos candidatos eleitos no ano transato estará sob forte escrutínio. Neste âmbito será de destacar o Brasil, onde as prioridades definidas pelo novo presidente incluem reformas estruturais profundas, tais como a privatização de vários setores da economia. No Médio Oriente destacam-se a Arábia Saudita e o Irão, não só pela dependência destas economias do petróleo, como também pela instabilidade das suas relações externas. No caso da Arábia Saudita, na sequência de um incidente diplomático ocorrido em outubro, está a verificar-se uma redução do investimento estrangeiro no país, o que poderá colocar em causa os objetivos do plano estratégico até 2030. Em relação ao Irão poderá subsistir a instabilidade política em função da fragilidade das relações diplomáticas com os EUA, que culminou, inclusivamente, na implementação (e recentemente no alívio) de sanções a esta economia ■

Caixagest - Técnicas de Gestão de Fundos, S.A.

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

Capital Social € 9.300.000 - NIPC 502 454 563

www.caixagest.pt

A presente informação incorpora a visão desenvolvida pela Caixagest – Técnicas de Gestão de Fundos, S.A. (empresa do grupo Caixa Geral de Depósitos) e baseia-se em informação pública disponível e nas condições de mercados à data, proveniente de várias fontes que se creem credíveis, 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 Caixagest por perdas ou danos causados pelo seu uso.

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 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 Caixagest – Técnicas de Gestão de Fundos, S.A. não se responsabiliza por qualquer facto suscetível de alterar a integridade do conteúdo desta mensagem, resultante da sua transmissão eletrónica.



Direção de Produto e Desenvolvimento

Direção de Estratégia

Fontes de imagens: *Getty Images, Pixabay, Thinkstock, CGD - DCM, Caixagest*