



O retrato de 2020

e uma perspectiva para 2021



A abrir

03

O Destaque do Ano

04

O Retrato de 2020

08

A Estratégia

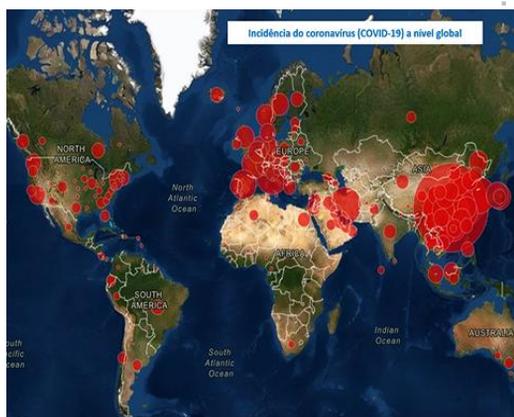
10

O que trará 2021...



Os mercados encetavam o ano de 2020 a partir de fortes valorizações no ano anterior, tanto ao nível das classes de ativos pró-cíclicas, com o índice de ações globais a alcançar a rentabilidade mais elevada em 10 anos, como das de menor risco, patente na descida significativa das *yields* das obrigações do tesouro de referência. A fase madura do ciclo económico, a expansão mais longa da história contemporânea dos EUA, a continuação de políticas monetárias acomodáticas e a redução das incertezas associadas às relações sino-americanas contribuía para uma toada de otimismo junto dos investidores...

...No entanto, nas primeiras semanas do ano começava-se a verificar um contraste entre a informação positiva ao nível macroeconómico e a emergência do risco exógeno associado à epidemia da COVID-19 na China. Tendo em conta os receios quanto às consequências da interrupção decretada em determinados setores, daquele país, nas cadeias de valor globais e, deste modo, noutras economias emergentes e desenvolvidas, as classes de ativos de risco evidenciavam performances negativas. Contudo, as experiências de epidemias passadas apontavam para que o pico de fenómeno acesse na 1ª metade do ano e, posteriormente, o seu controlo...



...Com a rápida disseminação do vírus e o surgimento e aceleração de novos casos na Europa e nos EUA, agravavam-se os receios dos investidores quanto à potencial dimensão dos impactos económicos a nível global, por sua vez, visíveis nas quedas significativas das valorizações das classes de maior risco. Consequentemente, no final de fevereiro, os mercados de ações averbavam desempenhos negativos, transversais às diferentes geografias e setores, por contraposição dos de obrigações de melhor qualidade creditícia, em especial dos EUA. Face aos movimentos ocorridos em episódios anteriores de aversão ao risco, desta vez as classes de ativos descontavam um cenário fundamental bastante negativo, prolongado no tempo, e, deste modo, o fim do ciclo da expansão global iniciada em 2009...



...O final do 1ºT era dominado pela implementação de confinamentos significativos, à escala global, para o combate à crise epidemiológica. Por conseguinte, verificava-se uma quebra repentina nos níveis de atividade. Os mercados acentuavam o comportamento transversal de elevada aversão ao risco, com as ações e o petróleo a registarem quedas pronunciadas e os *spreads* das obrigações de dívida privada a denotarem fortes alargamentos. Perante a gravidade e o ineditismo do contexto vigente, as autoridades governamentais e monetárias demonstravam elevada pró-atividade ao anunciarem medidas de apoio significativas aos agentes económicos que, agregadamente, superavam as implementadas na crise de 2008/09...



...Entre o pico atingido em fevereiro e os mínimos de final de março, os principais índices de ações registaram quedas de aproximadamente 30% ao mesmo tempo que a volatilidade atingia máximos históricos, refletindo o pânico dos investidores. No entanto, durante abril, os mercados inverteram a tendência negativa anterior, iniciando uma recuperação parcial das quedas significativas. Apesar do contexto negativo, as políticas macroeconómicas globais em curso e a expectativa que em vários países a crise pandémica teria atingido o seu auge suportavam um incremento do apetite pelo risco. Paralelamente, a redução da volatilidade e o aumento gradativo dos níveis de liquidez contribuíam também para redução da instabilidade dos mercados...



...No final de maio, os principais índices acionistas, os *spreads* das obrigações de dívida privada e as matérias-primas cíclicas registavam uma recuperação substancial dos movimentos acentuados ocorridos entre fevereiro e março. Para tal concorriam a redução dos níveis de confinamento e o conseqüente aumento da mobilidade, cujo impacto era imediatamente manifestado na retoma da atividade. Paralelamente, registava-se uma melhoria do enquadramento fundamental, com os indicadores económicos avançados de vários países a denotarem uma trajetória positiva ao mesmo tempo que, por impulso do eixo franco-alemão, se desenhava uma ambiciosa proposta política para a recuperação da União Europeia...



...O 1ºS de 2020 constituiu-se como o período em que se verificou uma das recessões económicas mais severas, desta vez motivada por um fator extrínseco. No entanto, com as medidas políticas ultra expansionistas em curso, a retoma gradual da atividade e a ascensão generalizada dos indicadores económicos, as classes de ativos pró-cíclicas mantinham a forte recuperação iniciada em abril. Considerando o elevado grau de incerteza que ainda subsistia, em relação à crise epidemiológica, era expectável que na fase inicial da retoma os níveis de confiança não atingissem de forma célere os patamares pré-pandemia. No entanto, os estímulos monetários e fiscais decretados sugeriam a possibilidade de uma melhoria mais rápida face à verificada após as recessões anteriores...

...Em julho, o Conselho Europeu chegava a acordo quanto ao Plano de Recuperação e Resiliência Económica que incluía um mecanismo inédito, o “NGEU - Next Generation EU”. O mesmo deveria incorporar uma componente maioritária de subvenções e uma outra de financiamento conjunto nos mercados. Este avanço político, ao constituir um passo para maior integração e solidariedade entre os Estados-membros, suportava o movimento de estreitamento dos diferenciais de *yields* das emissões obrigacionistas dos soberanos da Área Euro, face às da Alemanha, e, simultaneamente, de forte apreciação da moeda única. Por outro lado, embora os riscos associados à COVID-19 não evidenciassem ainda um retrocedimento, o maior controlo e proteção a nível social, implementado em diferentes países, conferia uma baixa probabilidade de retorno aos patamares de restritividade verificados na primeira metade do ano...



...Os mercados espelhavam o sentimento de otimismo por parte dos investidores, através de desempenhos mais favoráveis das classes de risco. Destacava-se o índice acionista de referência dos EUA ao atingir um novo máximo histórico e ao registar o melhor mês de agosto, desde 1986, em termos de rendibilidades. Para este comportamento contribuía a confirmação da nova abordagem mais flexível, por parte da Reserva Federal Americana, à inflação, a qual deveria possibilitar a manutenção de políticas monetárias acomodáticas num horizonte temporal lato. Paralelamente, as incertezas geopolíticas eram mitigadas, com os EUA e a China a reiterarem o compromisso com o Acordo Comercial. No entanto, no que respeita à pandemia, continuava-se a assistir ao aumento de novos casos no espectro global...



O retrato de 2020 e uma perspetiva para 2021

...Desde os mínimos verificados em março, verificava-se uma recuperação substancial e generalizada dos ativos de maior risco. Dentre estes, destacavam-se os mercados acionistas americanos. No entanto, em setembro, a classe de ações denotava uma correção intermédia, sendo mais notória nas empresas do setor tecnológico. O movimento ocorria perante o aumento das incertezas em torno das eleições presidenciais nos EUA, a 3 de novembro. Mais do que qual o candidato vitorioso e o respetivo impacto das respetivas políticas nos mercados, os receios baseavam-se, sobretudo, num eventual cenário de pós-eleições em que o candidato derrotado poderia contestar a veracidade dos resultados e, deste modo, gerar instabilidade social e política. Simultaneamente, verificava-se uma nova aceleração de contágios de COVID-19 em diferentes regiões...



...No 4ºT, o agravamento da crise epidemiológica a nível global, qualificada como a 2ª vaga, o conseqüente regresso de maiores restrições à mobilidade em diversos países europeus e a eminência das eleições americanas contribuíam para uma renovada aversão ao risco, com a maioria dos índices acionistas a registar perdas, em especial os europeus. Paralelamente, os mercados de dívida pública demonstravam comportamentos distintos. As taxas de juro de maturidades longas da Alemanha desciam, beneficiando do seu estatuto de refúgio, enquanto as americanas evidenciavam uma trajetória distinta de subida, em função das crescentes expectativas de uma vitória democrata na Presidência e no Senado. De facto, a efetivação deste cenário poder-se-ia traduzir em estímulos fiscais ainda mais pronunciados e, deste modo, em necessidades suplementares do endividamento público...

...No entanto, nos últimos dois meses do ano, com o anúncio da introdução das vacinas contra a COVID-19 e a vitória de *J. Biden* nas eleições dos EUA, os mercados de capitais globais denotaram um padrão de otimismo. Uma década após a Grande Crise Financeira, a pandemia constituiu o evento gerador da maior queda trimestral do PIB global, desde a Grande Depressão, e de uma das correções mais rápidas e pronunciadas dos mercados de ações, de acordo com a evidência histórica. No entanto, se a velocidade do colapso foi excecional, a subsequente recuperação também foi rápida. Assim, começava-se a vislumbrar 2021 com um enquadramento de melhoria da situação económica, em que o sucesso do processo de vacinação poderia acelerar a retoma em curso, ao romper a conexão entre a mobilidade e a disseminação do vírus. ■



A Estratégia



2021, o ano do desconfinamento

Pouco mais de 10 anos volvidos desde a Grande Crise Financeira, de 2008/2009, que causou uma recessão profunda a nível global, a COVID-19 representou o evento gerador do final de uma das maiores fases de expansão económica. Este género de eventos, que se caracterizam por serem altamente improváveis e com consequências devastadoras são conhecidos como Cisnes Negros (traduzido do anglo-saxónico *Black Swan*), termo que foi popularizado por *N. Taleb* no seu livro “O Cisne Negro, O impacto do altamente improvável”. Contudo, a história dos últimos anos sugere que estes acontecimentos poderão ser mais recorrentes.

De acordo com o FMI, esta crise ficará para a história conhecida como o “Grande Confinamento”, após provocar a maior queda trimestral do PIB mundial desde a Grande Depressão do início do século XX, com a correção dos mercados de ações e de crédito a ser uma das mais rápidas de que há registo. A dimensão destes movimentos irá ficar gravada na memória coletiva dos investidores. A título de exemplo, o PIB da Área Euro colapsou quase 12% no 2º trimestre. Nesta envolvente de movimentos exacerbados, o do petróleo foi o que causou a maior perplexidade, com o futuro para entrega nos EUA a cair para valores negativos durante o mês de abril e, desta forma, com os detentores de posições longas neste contrato a predisporem-se a pagar a quem aceitasse receber os barris que lhes fossem entregues.

No entanto, se a velocidade do colapso dos ativos de maior risco foi excepcional, a recuperação que se seguiu também fez jus a esta adjetivação. Para tal contribuíram, inicialmente, a ação dos bancos centrais e dos governos, que injetaram na economia e no sistema financeiro biliões de dólares e, posteriormente, a perspetiva que uma vez controlada a pandemia a retoma da atividade seria mais célere face ao ocorrido em ciclos passados. Assim, num cenário de sucesso dos processos de vacinação, já encetados na maioria dos países, que permita a redução ao longo do ano das medidas de distanciamento social e algum regresso à “normalidade”, a recuperação dos níveis de atividade anteriores à pandemia poderá ser relativamente rápida, com 2021 a poder ser o ano do desconfinamento. No caso específico dos EUA, o FMI perspetiva que o PIB real regressasse aos níveis do final de 2019 no 4ºT de 2021, recuperação que no caso da Área Euro deverá ocorrer durante o ano subsequente.

(continua)

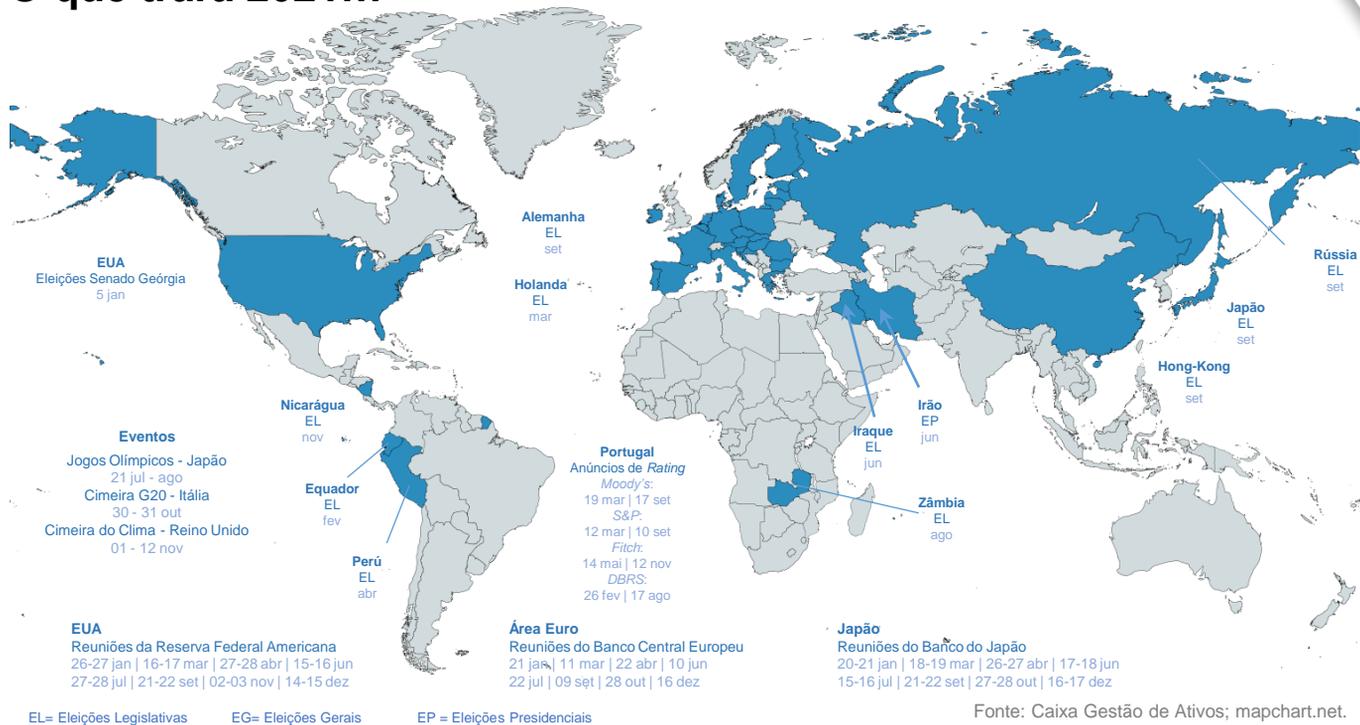
(continuação)

Para o “*rally*” dos ativos de maior risco, em especial de ações, que se seguiu aos mínimos de março, contribuiu também a queda abrupta das taxas de juro. Concretizando, se a presente crise não reduzir de uma forma estrutural os fluxos de caixa futuros das empresas, taxas de desconto mais baixas resultam em valorizações mais elevadas.

Não obstante alguns mercados estarem a transacionar em novos máximos, consideramos que as “forças cíclicas” da atual fase de recuperação, conjuntamente com a ação dos bancos centrais, deverão continuar a constituir um fator impulsionador do seu comportamento. O contexto económico esperado para este ano, pelo consenso de economistas, é de um crescimento do PIB global superior a 5% e de um aumento da inflação, o que deverá contribuir para uma variação dos lucros empresariais superior a 20%. Desta forma, as referidas forças deverão continuar a possibilitar rendibilidades superiores das classes mais cíclicas, como é o caso de ações e de obrigações de crédito de menor qualidade creditícia. Em paralelo, a atuação das autoridades monetárias e fiscais deverá manter-se como um fator de extrema importância em 2021, as quais, perante uma possível deterioração da envolvente, poderão voltar a incrementar as suas medidas de apoio à economia. Em contraposição, o contexto descrito deverá ser negativo para as obrigações do tesouro, ainda que o possível aumento das taxas de juro de maturidades mais longas possa ser amenizado pelos programas de compras de ativos atualmente em vigor.

Contudo, os desafios permanecem elevados e os efeitos da pandemia poderão perdurar, não só na função de reação das famílias e das empresas mas também dos decisores políticos, com a recuperação em vigor a estar sujeita a percalços intermédios. Neste âmbito, o recente aumento significativo de novos casos de COVID-19 e as consequentes novas medidas de confinamento são o reflexo mais visível dos possíveis sobressaltos, com os bancos centrais a avançarem com o incremento dos programas de compra de ativos, como foi o caso do BCE, e os governos com novos planos de apoio à economia, como o que foi aprovado nos EUA em dezembro de 2020. ■

O que trará 2021...



O ano de 2020 poderia ser definido numa palavra, COVID-19. O surto epidemiológico terminou com um dos mais longos períodos de crescimento da história, promovendo disrupções significativas na economia. Já o ano de 2021 tenderá a ser pautado pela recuperação, muito dependente do sucesso dos programas de vacinação. Adicionalmente, subsistem diversos vetores de instabilidade que podem influenciar o desempenho dos mercados financeiros.

Globalização 2.0: O contexto pandémico promoveu a agudização das tensões comerciais e diplomáticas entre os EUA e os seus parceiros, acentuando, por outro lado, a relevância e os benefícios de acordos comerciais bilaterais, que deverão continuar a ser celebrados em 2021. Neste âmbito, ao longo do ano o comércio internacional deverá evoluir de uma situação de protecionismo crescente para uma de aumento do bilateralismo. Primeiramente, com a aplicação do Acordo de Princípio de Investimento entre a UE e a China, que deverá promover o reforço do movimento de capitais entre os dois blocos. Em segundo lugar, atendendo a que será o primeiro ano da administração *Biden* nos EUA, que manifestou não só interesse no reforço das alianças comerciais com parceiros estratégicos, como numa postura diferente face à China, ainda que mantendo o enquadramento comercial vigente com esta. Por último, a China deverá manter a estratégia de reforço de alianças comerciais na região, como é o caso do *RCEP*.

Desafios ao projeto europeu: A disponibilização e aplicação dos fundos comunitários no âmbito do programa de estímulos “*Next Generation EU*”, aprovado no final de 2020, será crucial para a recuperação das economias da região. Este será o ano da saída efetiva do Reino Unido, cujo acordo, provisório até fevereiro, pode ser ainda alterado. Adicionalmente, em setembro na Alemanha, será eleito o primeiro governo em dezasseis anos que não contará com *A. Merkel* como chanceler, a qual é tida como uma das maiores promotoras da integração europeia. Logo no início do ano, na Holanda, vão ocorrer eleições para a Câmara dos Representantes (*Tweede Kamer*). Estes eventos serão relevantes para aferir o novo panorama político e a influência de partidos com um viés mais populista nestes países e na Europa, numa altura em que se continuam a colocar questões fraturantes ao nível orçamental e na gestão das migrações oriundas do norte de África.

Eleições na América Latina e Médio-Oriente: O calendário será, indubitavelmente, marcado por diversas eleições na América Latina, as quais poderão resultar num maior estabilidade política nos respetivos países e na região, nomeadamente as Presidenciais no Equador, cujo atual Presidente não se vai recandidatar, e as gerais no Perú, que registou 3 presidentes numa única semana de 2020. Já no Médio Oriente, destacam-se as eleições no Iraque, para o Parlamento ou Conselho de Representantes, que por sua vez elege o Presidente e o Primeiro-Ministro, e as Presidenciais no Irão. Não obstante estes dois eventos se revistam de particular relevância, dado o papel das economias na produção de petróleo, as eleições no Irão serão especialmente importantes para a relação deste país com os EUA e para uma eventual renegociação do tratado nuclear. ■

Contribuíram para a elaboração deste documento a Direção de *Marketing* e Comunicação, através do tratamento de imagens, e a Direção de Supervisão e *Compliance*, através da revisão de conteúdos.

Caixa Gestão de Ativos, SGOIC, 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, SGOIC, 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 Caixa Gestão de Ativos, SGOIC, S.A., 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, não se responsabiliza por qualquer facto suscetível de alterar a integridade do conteúdo desta mensagem, resultante da sua transmissão eletrónica.



Direção de Estratégia

Data de publicação: 27 de janeiro de 2021

Fonte de imagens: *Getty Images*