



O retrato de 2021

e uma perspectiva para 2022





A abrir

03

O Destaque do Ano

04

O Retrato de 2021

08

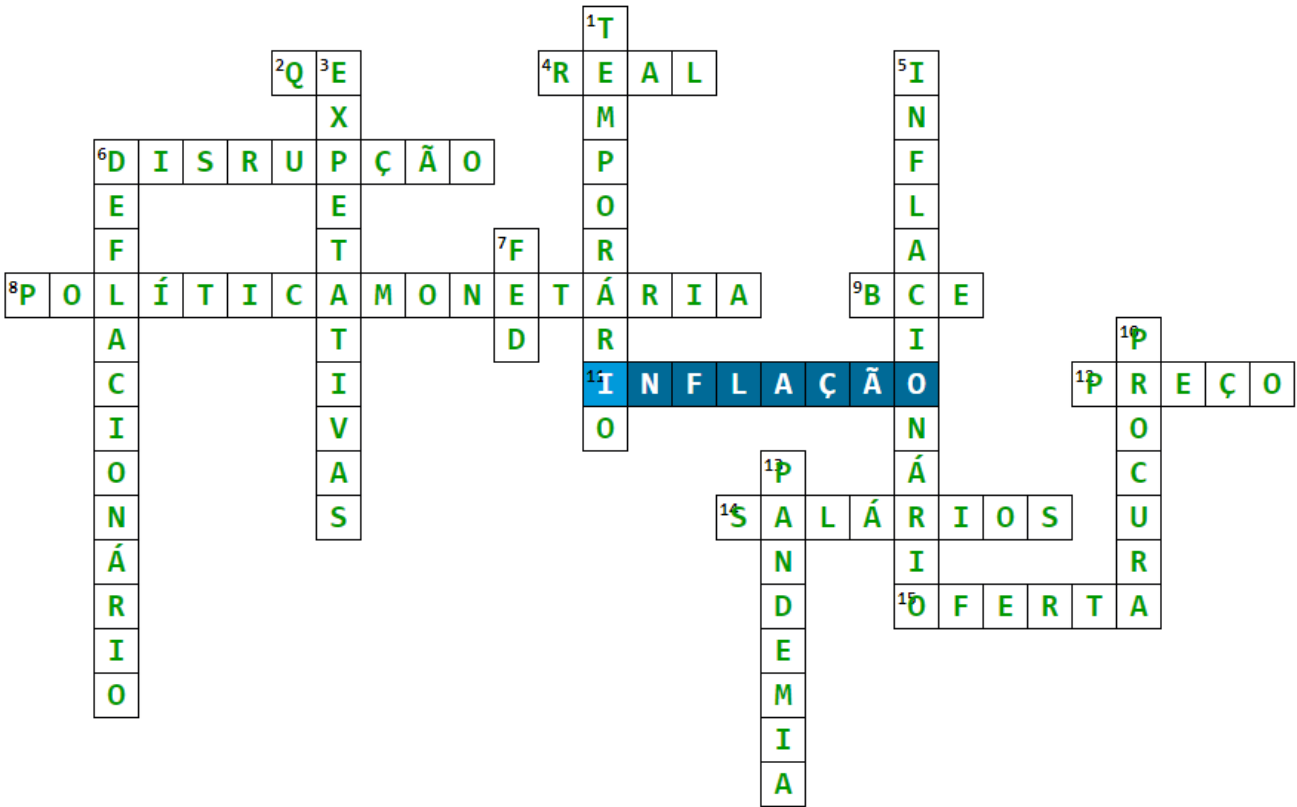
A Estratégia

10

O que trará 2022...



O Destaque do Ano



Fonte: <https://crosswordlabs.com/>
Nota: os números da figura correspondem às pistas para as palavras-cruzadas que podem ser consultadas [aqui](#).

Em 2021, a inflação reemergiu como protagonista do panorama económico, após longos anos de registos relativamente baixos. A subida generalizada dos preços não era, de todo, perspetivada na escala em que se verificou no decurso do ano, apesar de ter sido antecipada alguma aceleração, após a forte descida registada em 2020, por sua vez, em resultado dos efeitos da pandemia de COVID-19.

A título de exemplo, em dezembro de 2020, as projeções do Banco Central Europeu para a inflação apontavam para 1,0% em 2021 e as da Reserva Federal americana para 1,8%. Volvidos 12 meses, a inflação da Área Euro alcançou o máximo histórico de 5,0% em dezembro e a dos EUA atingiu o nível mais elevado desde meados de 1982 de 5,7% em novembro. Como se pode constatar, ocorreu um aumento considerável dos índices de preços, para níveis não observados nas últimas décadas.

Esta surpresa adveio, essencialmente, dos seguintes fatores: (1) da comparação favorável com o ano anterior, no qual se registaram leituras baixas; (2) das disrupções na oferta mais intensas e persistentes do que o previsto, que pressionaram em alta principalmente a componente de bens duradouros (tais como, os preços dos veículos novos e usados); (3) da recuperação significativa da procura e (4) do forte aumento dos preços das matérias-primas nomeadamente os de energia, entre os quais se destacaram o petróleo e o gás natural.

A maioria destes fatores deverá possuir um cariz temporário, isto é, não tenderá a dar origem a subidas generalizadas e persistentes dos preços. Contudo, quanto mais tempo perduram, maior a probabilidade de começarem a pressionar em alta as expetativas de inflação, algo crucial para a condução da política monetária por parte dos bancos centrais, que têm tipicamente como objetivo nos seus mandatos assegurar a estabilidade de preços.

Neste contexto, no decorrer de 2021, assistiu-se ao início do processo de normalização monetária em várias economias, a qual deverá continuar em 2022, refletida em subidas das taxas diretoras e na redução dos programas de compras de ativos. ■



Pouco mais de 10 anos decorridos desde a Grande Crise Financeira de 2008/2009, que causou uma recessão global profunda, a COVID-19 gerou o fim de uma das expansões mais prolongadas, ao provocar a maior queda do PIB mundial em várias décadas. No entanto, se a velocidade do colapso foi excecional, a recuperação que se seguiu também fez jus a este adjetivo. Para tal, contribuiu a perspetiva de que, uma vez controlada a pandemia, a retoma da atividade seria mais célere que em ciclos passados, dado o cenário de políticas macroeconómicas ultra expansionistas e o progresso da vacinação...

...no entanto, o início do ano era marcado pelo reforço de medidas de confinamento, especialmente na Europa, em resposta à segunda vaga da COVID-19. Já nos EUA, J. Biden assumia a presidência, esperando-se uma maior cooperação futura entre a Casa Branca e o Congresso, ao mesmo tempo que se vislumbrava uma proposta de um novo plano fiscal de apoio à economia. Nos mercados financeiros, após os ganhos generalizados de 2020, em janeiro boa parte das classes evidenciava algumas perdas, inclusivamente as denominadas de “refúgio”. Mas, dadas as expectativas de recuperação, este padrão dever-se-ia demonstrar temporário...



...em fevereiro, a subsequente melhoria dos fundamentais, notória na divulgação tanto dos resultados das empresas como dos indicadores económicos acima do esperado, e nos avanços em torno do novo plano de estímulos americano, contribuía para que muitos mercados acionistas demonstrassem uma tendência altista. Neste enquadramento, os setores com um enviesamento mais cíclico assinalavam os melhores desempenhos, tais como o financeiro e o de energia. Em contraposição, ao nível dos ativos de rendimento fixo verificava-se o pior início de ano desde que há registo, com o forte movimento de subida das yields a constituir a temática dominante e as taxas a 10 anos dos EUA a reverterem a totalidade das quedas motivadas pelo choque pandémico...

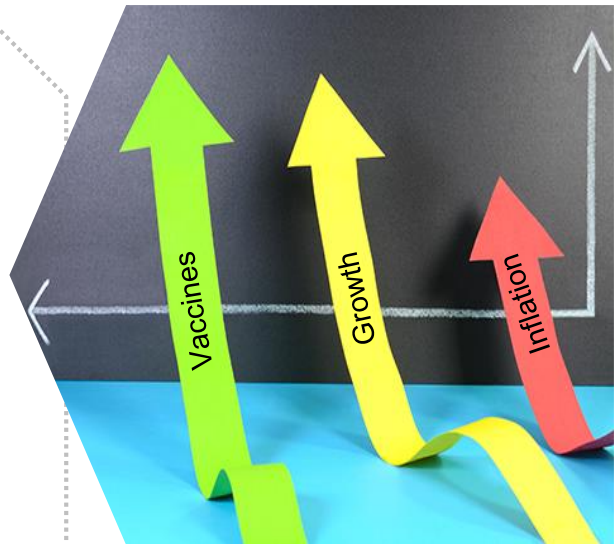
...já em março, a maioria dos mercados acionistas renovava máximos plurianuais, impulsionados pela confiança no contexto de retoma. Neste âmbito, sobressaía o índice de referência americano, ao registar o seu valor mais elevado de sempre. Já no segmento de obrigações, as maiores expectativas de crescimento e de inflação nos EUA penalizavam o comportamento destes ativos em dólares, traduzidas numa subida substancial das yields de prazos longos. Em comparação, o novo recuo da economia europeia, decorrente das medidas de confinamento, e a postura cautelosa do Banco Central Europeu permitiam melhores desempenhos das obrigações em euros...



...durante o 2ºT, os investidores exibiam uma crescente propensão ao risco, manifestada nas valorizações das classes de matérias-primas e de ações, com as cotações a atingirem novamente máximos absolutos, ou de vários anos. Contrariamente ao padrão do início de ano, as obrigações de dívida pública da Área Euro eram penalizadas pela subida das yields, situando-se, no entanto, ainda patamares negativos no caso dos soberanos de melhor qualidade creditícia. Estas dinâmicas eram contemporâneas da melhoria da situação pandémica e da redução do grau de confinamento nos países europeus, e, consequentemente, da aceleração económica...



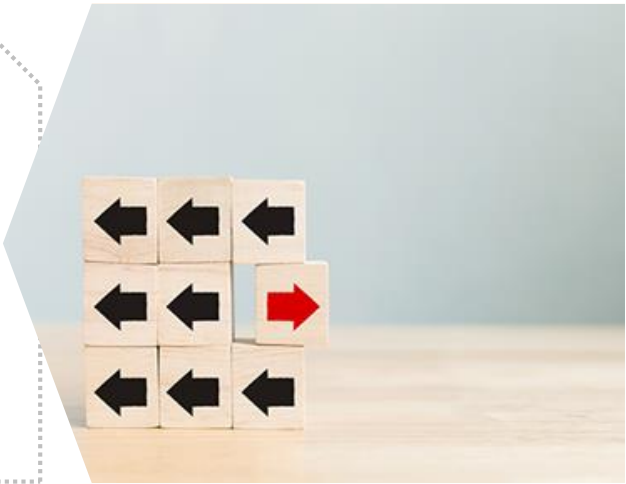
...paralelamente, o debate sobre a transitoriedade da inflação começava a captar as atenções dos investidores. As leituras de preços denotavam uma ascendência global e os registos mais significativos advinham dos EUA, com a inflação core - expurgada de alimentação e de energia - a atingir o máximo de mais de 20 anos. Por seu turno, no bloco desenvolvido, continuava-se a assistir à evolução favorável da pandemia e à disseminação das vacinas, o que possibilitava o relaxamento das medidas de distanciamento social e a reabertura da atividade. O enquadramento descrito, conjuntamente com as políticas macroeconómicas expansionistas em curso, justificava a consistência de melhores desempenhos dos ativos de risco, destacando-se as matérias-primas de energia e de metais industriais...





...em junho, na reunião da Reserva Federal Americana, a visão da maioria dos membros do comité revelava-se na possibilidade de subidas das taxas diretoras a partir de 2023, e no começo, a curto prazo, da discussão sobre a redução de compras de ativos - vulgo “tapering”. Tal, constituía um momento de viragem na condução da política monetária de um dos principais bancos centrais. Concomitantemente, nos mercados, o apetite pelo risco exprimia-se em melhores desempenhos dos ativos cíclicos vs. os defensivos e, no foro económico, os dados divulgados reiteravam níveis de crescimento robustos e de inflação elevada face a ciclos anteriores...

...no início do segundo semestre, enquanto alguns mercados acionistas voltavam a atingir novos máximos, como o dos EUA, os índices da mesma classe de emergentes evidenciavam correções substanciais, dadas as quedas das ações tecnológicas da China, em virtude do agravamento do contexto regulatório no setor. Por outro lado, o otimismo dos investidores, espelhado na valorização das ações dos países desenvolvidos, não se refletia no comportamento dos spreads de dívida privada, os quais registavam alargamentos. Em paralelo, as obrigações do tesouro apresentavam rendibilidades positivas, beneficiadas pelas preocupações com a ascensão da nova variante da COVID-19, a Delta...



...nos meses de verão os mercados acionistas globais prolongavam a trajetória ascendente. Estes comportamentos eram suportados pela divulgação de resultados empresariais do trimestre anterior, substancialmente acima das expectativas, e pela continuação do contexto económico robusto, apesar da moderação observada em alguns indicadores de atividade e do forte crescimento de novos casos de COVID-19 nos EUA. Em agosto, J. Powell, o presidente da Reserva Federal, proferia o seu discurso anual no Simpósio de Economia em Jackson Hole, no qual reiterava que se a economia evoluísse como o previsto, seria apropriado o início da redução do ritmo das aquisições de ativos ainda em 2021. No entanto, acrescentava que este processo não estaria relacionado com um aumento, em simultâneo, das taxas diretoras...

...em setembro, emergiam novos riscos advindos da China, com os desempenhos dos mercados globais a serem afetados pelas preocupações com a possível falência do segundo maior promotor imobiliário do país, a Evergrande. No entanto, a percepção que as autoridades locais poderiam implementar medidas para impedir o contágio ao sistema financeiro contribuía para uma correção relativamente contida nos mercados de risco. Em adição, os bancos centrais continuavam a debater-se com as questões de retirada dos estímulos de emergência, introduzidos para amenizar os impactos da pandemia, observando-se, cada vez mais, sinais de um viés menos acomodatório por parte de várias instituições do bloco desenvolvido...



...após um mês em que a classe acionista foi afetada pelos receios com o setor imobiliário chinês e os crescentes riscos inflacionistas, no início do 4ºT assistia-se a uma recuperação dos principais índices de referência, com alguns mercados pró-cíclicos a atingirem novamente máximos e as yields das obrigações do tesouro, sobretudo da Alemanha, a exibirem um padrão de subida. Para o maior otimismo dos investidores contribuía a Evergrande ao evitar um incumprimento obrigacionista e a robustez dos resultados empresariais do 3ºT de 2021. Porém, esta envolvente colmatava as preocupações com uma nova propagação da COVID-19, sobretudo na Europa e na Ásia...



...em novembro, assistia-se a um aumento da aversão ao risco, patente na descida das ações, no alargamento de spreads de crédito e na queda das taxas de juro de governos. De facto, o aumento da incerteza com a situação pandémica global, dado o surgimento de uma nova variante da COVID-19, a Ómicron, causava apreensão entre as autoridades de saúde mundiais e os investidores. No tocante à economia, a resiliência dos indicadores de atividade era contemporânea de uma maior persistência da inflação. Ao nível monetário, nos EUA, a Fed iniciava a redução das compras de ativos e, em vários países do bloco emergente, eram decretados aumentos de taxas diretoras. Ainda assim, no último mês do ano, o comportamento dos investidores voltava a denotar a preferência por ativos de risco, com reflexo positivo no fecho dos mercados no final de 2021. ■



A Estratégia



Poderá 2022 finalmente ser o ano do regresso à normalidade?

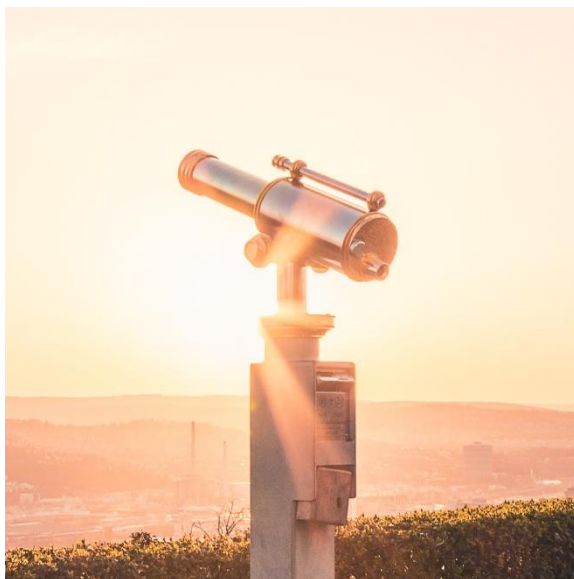
Na última edição perspectivávamos que 2021 iria ser caracterizado como o ano do desconfinamento. Efetivamente, verificou-se a recuperação que muitos antecipavam. Nestes últimos dois anos, os agentes económicos aprenderam a conviver com a realidade decorrente do vírus, ajustando as formas de trabalho, de mobilidade, de socialização e de consumo. Contudo, apesar do último ano poder ser considerado como um regresso à normalidade, com algumas economias a recuperarem os níveis de atividade anteriores à pandemia, não poderá ser descrito como uma retoma do contexto vigente em 2019.

A realidade de hoje continua tingida pelas cores da pandemia que, perante o surgimento de novas variantes da COVID-19, foi e deverá continuar a ser o fator modelador das ações dos agentes económicos, visível nas disrupções causadas nas cadeias de abastecimento globais. Estas últimas, por sua vez, são apontadas como um dos principais geradores do impulso da inflação para os valores mais elevados em várias décadas. Os patamares atingidos das métricas de preços, devido à sua génese, foram caracterizados como sendo transitórios. Neste âmbito, a discussão sobre a persistência destes efeitos tornou-se numa das temáticas mais relevantes do debate sobre o processo de retirada dos estímulos monetários anteriormente introduzidos para amenizar os impactos da COVID-19.

(continua)

(continuação)

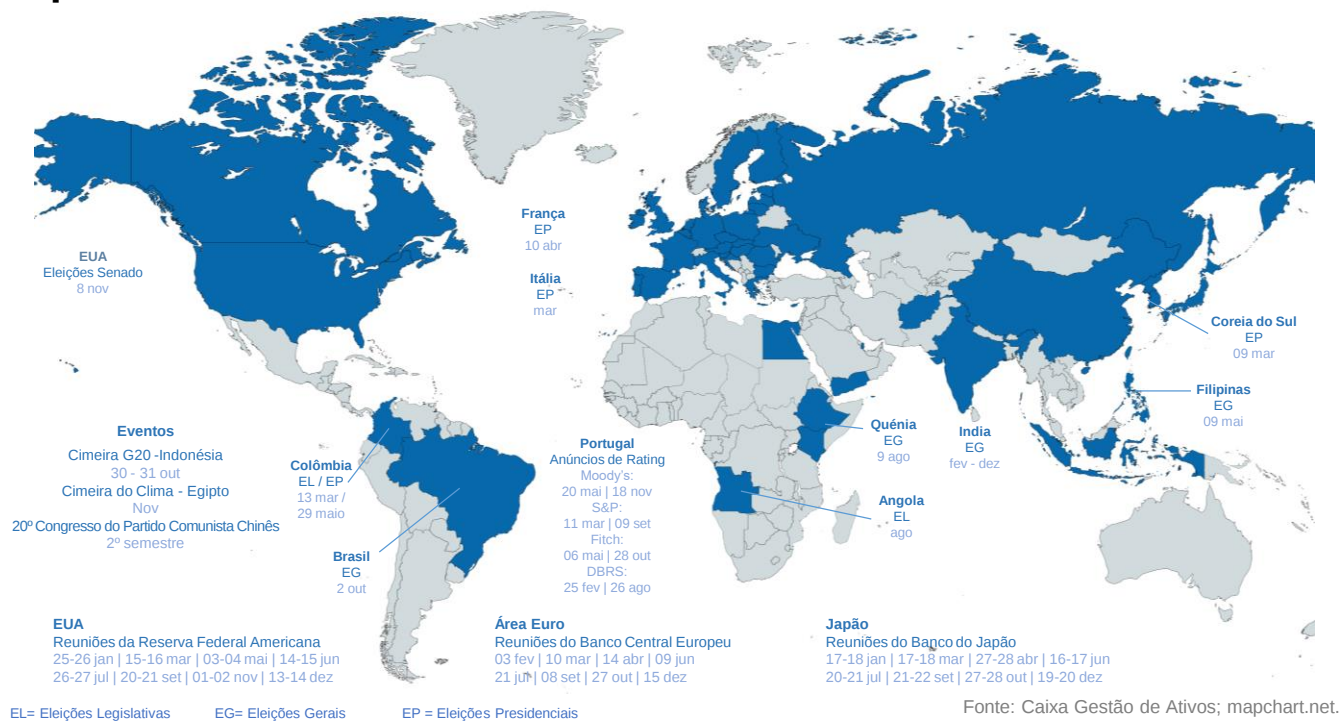
O ano de 2022 provavelmente será conhecido como o primeiro, desde a Grande Crise Financeira de 2008/2009, em que se assistirá globalmente a uma redução concertada do apoio gerado pelas políticas monetárias. Contudo, as incertezas sobre a evolução da situação pandémica deverão continuar a ser um dos argumentos mais utilizados para os bancos centrais exibirem alguma cautela no processo de normalização das medidas de estímulo monetário. A alteração do enviesamento destas instituições será contemporânea com a passagem de uma fase de recuperação, caracterizada por níveis de crescimento elevados, para uma de valores mais moderados, embora permanecendo acima dos observados nos últimos anos.



Os mercados financeiros iniciaram o ano de 2022 com níveis de valorização absoluta substancialmente acima dos valores médios históricos. Todavia, tendo em conta um cenário central de crescimento real acima do ritmo potencial e de inflação em patamares superiores aos verificados na última expansão, as classes que detêm um cariz pró-cíclico e de rendimento variável poderão estar melhor posicionadas para beneficiarem do enquadramento perspetivado.

Em concreto, destacam-se as ações, em que o panorama fundamental de continuação do crescimento das receitas e dos lucros poderá suportar, não só rendibilidades positivas na classe, mas também melhores performances face aos ativos de rendimento fixo, apesar dos retornos significativos obtidos em 2020 e em 2021. Em paralelo, poderão beneficiar de um ambiente de inflação mais elevada pois, perante uma procura robusta, as empresas deverão ter a capacidade de refletir nos preços finais dos bens e serviços o aumento de custos intermédios. Embora tendo presente a unicidade do contexto atual, a experiência de ciclos passados demonstra que só em regimes de fraco crescimento económico real, de inflação substancialmente acima dos valores presentes, ou seja de estagflação, e de taxas de juro de mercado bastante superiores é que os múltiplos descenderam para níveis consideravelmente abaixo dos atuais e que o comportamento dos principais índices acionistas não compensou os retornos dos investimentos sem risco. ■

O que trará 2022...



Em 2021 assistiu-se à continuação da tendência de recuperação económica, com a generalidade dos países a envidarem esforços no sentido de conterem a progressão da COVID-19, para o que foi de especial importância os avanços nos processos de vacinação. Não obstante, em 2022, as preocupações com a pandemia se mantêm como uma das principais preocupações o foco estará também na multiplicidade de eventos esperados, como as alterações regulamentares em setores específicos, a transição para uma economia mais sustentável e as tensões diplomáticas em várias regiões e as eleições que deverão ocorrer em diversos países.

Energia e Tecnologia, Regulação e Disrupções 2.0: As empresas de tecnologia deverão continuar a ser alvo de alterações regulatórias, sobretudo atendendo à importância da proteção de dados, um dos temas centrais de algumas das disputas entre os EUA, a China e a Europa. Neste âmbito, o desenvolvimento de um novo quadro regulamentar poderá alterar a forma como as empresas do setor atuam. Já no que concerne à transição para uma economia mais sustentável, os desafios multiplicam-se. Primeiramente, a intenção da UE considerar os investimentos na produção de energia nuclear e pelo gás natural na esfera “verde”, o que não é unânime entre os vários Estados-membros. Em segundo lugar, a dificuldade em coordenar as políticas a nível global, coloca em risco os objetivos de transição energética e prolonga a dependência de combustíveis fósseis, que perante o possível incremento das disrupções na oferta poderá eventualmente espoletar uma crise energética.

Antagonismo Político, Conflitos Militares e a China: A estratégia mais belicista na gestão da política externa de alguns países poderá potenciar tensões diplomáticas a nível global. Em destaque estarão (i) as pretensões da Rússia relativamente à Ucrânia, (ii) o programa nuclear do Irão e (iii) a postura possivelmente de maior antagonismo do atual presidente da Turquia, com o objetivo de aumentar a sua popularidade antes das próximas eleições presidenciais, a ocorrer em 2023. Paralelamente, a instabilidade política e a deterioração do contexto económico aumentam o risco de conflitos armados em vários países, tais como no Afganistão, no Yemen, no Myanmar ou na Etiópia. Relevante será ainda a estratégia da China relativamente a Taiwan e a Hong Kong, num ano em que, também, se realizará o 20º Congresso do Partido Comunista Chinês.

Eleições & Orientações Políticas: O calendário será marcado por eleições a nível global, possibilitando uma maior influência de candidatos com políticas mais disruptivas. Na Europa, as eleições presidenciais de França serão as mais relevantes, com possíveis impactos no próprio projeto europeu. Nos EUA, as eleições intercalares, cujas sondagens iniciais apontam para um reforço da posição do Partido Republicano na Casa dos Representantes, poderá dificultar a aprovação de vários projetos do Partido Democrata. Na América Latina, os sufrágios presidenciais no Brasil e na Colômbia, dado os baixos níveis de aprovação dos incumbentes, poderão fomentar a alteração das políticas económicas em vigor. Adicionalmente, o resultado das eleições na Coreia do Sul, perante as propostas extremamente polarizadas dos dois principais candidatos presidenciais, deverá ter implicações nas relações diplomáticas deste país com a Coreia do Norte, com a China e com os EUA. ■

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.

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: 25 de janeiro de 2022

Fonte de imagens: *Getty Images*