



O retrato de 2022

e uma perspectiva para 2023



A abrir

03

O Destaque do Ano

04

O Retrato de 2022

08

A Estratégia

10

O que trará 2023 ...

O Destaque do Ano

E	E	R	Z	P	V	G	D	C	E	W	G	H	I	B	O
B	R	T	E	P	D	Q	P	O	L	I	T	I	C	A	B
U	B	R	B	S	J	F	M	D	Y	V	M	R	U	I	J
W	C	M	Z	R	T	Q	S	D	F	E	D	P	G	R	X
P	W	V	E	J	V	R	L	Y	N	G	E	R	N	A	J
N	Z	I	Y	I	V	F	I	Z	K	C	J	G	S	T	U
U	B	N	L	C	N	H	R	T	H	V	Y	H	J	E	N
Z	G	F	W	E	P	M	N	R	I	I	F	K	G	N	Z
Z	C	L	R	J	E	Q	L	J	V	V	J	N	F	O	X
H	M	A	X	I	M	O	M	D	E	V	I	Z	R	M	C
G	A	Ç	Y	I	U	K	Y	E	X	L	Q	D	U	B	E
X	S	A	N	J	P	L	V	L	V	S	H	E	A	P	D
I	K	O	I	S	G	F	T	E	E	I	I	C	O	D	L
J	F	T	H	I	P	N	Q	V	C	S	S	A	Y	E	E
R	Y	R	D	A	P	G	T	A	X	A	F	D	P	O	F
T	Z	W	Z	R	N	X	W	D	B	R	K	A	K	P	R
V	B	P	D	T	P	T	W	A	M	J	P	S	V	D	C
F	U	W	W	N	I	X	B	T	N	U	C	P	H	S	L
N	F	S	L	E	L	N	W	S	A	R	M	B	C	E	M
U	B	A	N	C	O	S	L	A	M	O	B	W	K	T	S
X	I	O	K	A	N	S	M	P	A	B	P	T	V	P	G
N	K	P	E	R	S	I	S	T	E	N	T	E	I	H	Q

Palavras: restritividade; inflação; bancos centrais; máximo; décadas; política monetária; elevada; persistente; Fed; BCE; taxa juro.

Em 2022, a adoção de uma retórica de restritividade para a condução da política monetária, em resultado da inflação elevada, foi disruptiva para o desempenho dos mercados financeiros. Adicionalmente, o ajuste também impactou a evolução da atividade económica, nomeadamente dos EUA e da Área Euro, através do aperto das condições financeiras.

Esta rápida e agressiva alteração de postura, efetuada por parte de diversos bancos centrais em todo o mundo, adveio da inflação se ter provado mais acentuada e persistente do que o antecipado, tendo atingido no bloco desenvolvido os valores mais elevados desde a década de 80.

A título de exemplo, nos EUA, a variação homóloga do índice de preços no consumidor subiu de 7,0% em dezembro de 2021, para o máximo desde novembro de 1981, de 9,1% em junho, e encetou, posteriormente, uma trajetória de desaceleração para 6,5%, em dezembro de 2022, de acordo com o Bureau of Labor Statistics. Por seu turno, na Área Euro, o índice harmonizado de preços no consumidor acelerou de 5,0% em dezembro de 2021 para o máximo da série de 10,6% em outubro, embora desacelerando para 9,2% em dezembro de 2022, segundo o Eurostat.

Em resposta, a Reserva Federal norte-americana procedeu ao endurecimento da política monetária mais veloz em cerca de quatro décadas, ao incrementar, no acumulado do ano, as taxas diretoras em 4,25 pontos percentuais e iniciado a redução dos ativos detidos em balanço, através do não reinvestimento dos títulos vencidos. Já o Banco Central Europeu também iniciou o processo de normalização da política monetária, através da subida das taxas de referência em 2,50 pontos percentuais e do anúncio do não reinvestimento de títulos que atingem a maturidade, adquiridos ao abrigo do programa de compra de ativos APP (Asset Purchase Programme) a partir de março de 2023.

Assim, para o ano de 2023, será fulcral que a inflação denote uma tendência consistente de abrandamento, por forma a possibilitar aos bancos centrais pausarem o aperto monetário. ■



2022 iniciava-se ainda num contexto de incerteza pandémica, dada a variante Ómicron, embora os investidores denotassem, desde o final do ano anterior, um maior grau de otimismo, com reflexo nas valorizações de ações, e de matérias-primas, e na subida das yields das obrigações do tesouro. Alguns mercados, como o principal índice acionista dos EUA, atingiam, inclusivamente, novos máximos históricos. Para este comportamento não era alheia a atitude dos bancos centrais desenvolvidos, de remoção gradual dos estímulos monetários, o que atenuava os receios da inflação verificada resultar numa postura restritiva destas instituições...

...no entanto, após o padrão otimista do final de 2021, em janeiro, o mercado acionista global averbava uma forte queda, constituindo o pior desempenho mensal desde o início de 2020. Porém, o movimento revestia-se de alguma normalidade, tendo em conta a tendência ascendente dos 2 anos anteriores. A dinâmica observada era influenciada pelos receios quanto à persistência da inflação, à potencial normalização célere das políticas monetárias e, por conseguinte, à deterioração das condições financeiras. Não obstante, assistia-se à evolução positiva de matérias-primas, o que refletia a manutenção de um contexto fundamental robusto...



...mas, às preocupações com a atuação dos bancos centrais somavam-se as decorrentes da invasão da Ucrânia pela Rússia, a 24 de fevereiro, acontecimento que poderia alterar o paradigma vigente das relações económico-políticas entre países. Consequentemente, os mercados acionistas desvalorizavam, em especial os europeus, também na perspetiva da região ser mais afetada pelas sanções impostas à Rússia. Todavia, as obrigações do tesouro evidenciavam perdas, impactadas pela manutenção da inflação elevada. As matérias-primas de energia constituíam exceção, dados os crescentes constrangimentos ao nível da oferta...



...no final do 1º trimestre, as questões em torno do conflito na Ucrânia, da inflação e da política monetária continuavam a demonstrar-se como relevantes para a evolução dos mercados. Ao nível dos bancos centrais, a Reserva Federal Americana decretava um aumento de taxas diretoras, marcando, desta forma, o início do processo de subidas de taxas dos maiores bancos centrais. Neste enquadramento, os ativos de rendimento fixo prosseguiam com performances negativas, em resultado da forte subida de yields e, no mercado cambial, o dólar apreciava generalizadamente face às moedas desenvolvidas, em especial o iene...



...em abril, com a instabilidade gerada pelo conflito em solo europeu, salientavam-se as preocupações quanto à continuação da subida dos preços, por parte dos bancos centrais, os quais, por sua vez, já evidenciavam explicitamente a preferência pela implementação de medidas de maior restritividade. Neste cenário, a grande maioria dos mercados acionistas registava desvalorizações, com destaque para o dos EUA. Igualmente, os ativos de rendimento fixo apresentavam desempenhos negativos, tanto em função da subida das yields de referência, para os valores mais altos do ciclo, como do alargamento dos spreads de crédito da dívida privada...

...o comportamento de mercados era demonstrativo de elevada volatilidade. Por um lado, influíam as preocupações com políticas monetárias restritivas e o conseqüente abrandamento económico. Por outro, a inflação nos EUA aparentava atingir o nível mais elevado em 4 décadas, perspetivando-se uma desaceleração na viragem da 2ª metade do ano, dadas as menores disrupções nas cadeias de abastecimento internacionais e o pico de preços de matérias-primas. Tal permitiria um menor aperto das condições financeiras, a manutenção do crescimento e, por conseguinte, a possibilidade de recuperação das classes de ativos...





...no entanto, em junho, os mercados voltavam a registar perdas, influenciados pela inflação ainda em níveis elevados e pelos receios dos investidores quanto a subidas pronunciadas de taxas diretoras. Neste âmbito, o mercado de derivados já incorporava que a taxa de depósito do BCE aumentaria de -0,50% para perto de 1% até dezembro. Nos EUA, o índice acionista de referência atingia o valor mais baixo desde finais de 2020 e a yield a 10 anos alcançava o nível mais elevado desde 2011. Por sua vez, os prémios de risco de crédito alargavam de forma substancial e o dólar continuava a apreciar vs. a maioria das moedas...

...apesar dos riscos geopolíticos e económicos vigentes, o início do 2º semestre demonstrava um panorama de ganhos na maioria dos ativos, com a recuperação parcial das quedas anteriores. Em julho, mês em que o BCE iniciava o seu processo de subida de taxas, o índice de ações norte-americano de referência subia quase 10% e o da Área Euro mais de 7%. Já os ativos de rendimento fixo beneficiavam do contexto de queda das taxas de juro de mercado de maturidades mais longas. As matérias-primas prolongavam a tendência de valorização, com destaque para a subida dos preços do gás natural. Adicionalmente, o dólar atingia, em julho, a paridade em relação ao euro...



...já em agosto, a maioria dos mercados voltava a denotar um comportamento negativo, com as preocupações quanto ao impacto na economia da crise energética na Europa e do viés restritivo das políticas monetárias. Para estes receios contribuía a retórica dos membros da Reserva Federal e do BCE, onde se salientava a prioridade atribuída à estabilidade de preços e que, perante a permanência da inflação em níveis elevados, optariam pelo endurecimento das políticas monetárias. As yields voltavam a incrementar de forma expressiva, com a das obrigações do tesouro da Alemanha a 10 anos a subir para um valor superior a 1%...

...em setembro, o sentimento de aversão ao risco imperava, com os investidores a recearem o impacto negativo do aperto das condições financeiras na economia. As principais autoridades monetárias reiteravam a preferência pela manutenção das taxas de juro acima do patamar neutral e o necessário abrandamento da atividade para a consecução da descida material da inflação. Os principais ativos continuavam a ser dominados negativamente por esta envolvente e a componente de rendimento fixo acentuava perdas no ano. A yield a 10 anos alemã subia para um valor superior a 2% e a dos EUA superava o patamar de 4%...



...porém, no arranque do último trimestre, alguns mercados invertiam a tendência prevalecente e registavam ganhos, com destaque para os índices acionistas de referência dos EUA e da Área Euro. Esta dinâmica era suportada pela resiliência da época de resultados empresariais do 3º trimestre, na linha dos anteriores. Já os mercados de obrigações continuavam a exhibir quedas. Este comportamento contrastava com evidências de, eventualmente, a Reserva Federal abrandar o ritmo de subidas de taxas. Emergia um contexto de moderação económica, de eventual recessão, de desaceleração da inflação e de yields a reverterem dos máximos...

...ainda assim, o final do ano era novamente pautado por comportamentos divergentes. Os mercados de referência recuperavam em novembro, em virtude de indicadores de inflação benignos e a denotarem uma descida desde o respetivo pico. Já em dezembro, voltavam-se a registar desempenhos negativos, penalizados pela continuação de viés mais “hawkish”, ou seja, de política monetária restritiva dos bancos centrais. Em suma, 2022 ficava marcado pela singularidade de comportamentos das classes de ativos, destacando-se as fortes quedas das obrigações do tesouro tendo em conta o ambiente de elevada incerteza e aversão ao risco. ■



A Estratégia



A questão já não é somente o quanto a inflação irá moderar, mas também o quão a atividade abrandará?

Num ano que possivelmente se irá demonstrar extremamente volátil e incerto, o exercício de elaboração das perspetivas revela-se um desafio. Os mercados financeiros mais penalizados no último ano, pela viragem de 180º na estratégia dos bancos centrais, poderão recuperar à medida que estas autoridades comecem a moderar, e eventualmente cessar, a implementação de novas medidas de aperto monetário. Neste enquadramento, após os desempenhos negativos observados em 2022 na maioria das classes de ativos, o presente ano inicia-se com métricas de valorização consideradas como atrativas, com os investidores a evidenciarem uma menor complacência com os riscos potenciais.

Contudo, consideramos que 2023 será um ano desafiante, na medida em que os investidores migram os seus receios dos riscos decorrentes da permanência da inflação em patamares elevados para os relacionados com um possível contexto de recessão. Apesar das incertezas existentes, ao nível da classe de ações ter-se-ia de regressar aos anos de 2000 a 2002 para se encontrar um período em que estes ativos registaram perdas durante dois anos consecutivos, estando as métricas de valorização possivelmente já a incorporar o risco quanto às estimativas dos lucros serem revistas em baixa. No caso específico de obrigações, a desvalorização desde os máximos atingidos em 2020 é uma das maiores que há registo e colocou as yields nos patamares mais elevados de muitos anos. Assim, caso a perspetiva de moderação da inflação e de abrandamento da atividade global permita às autoridades monetárias evidenciarem uma retórica menos restritiva, poder-se-á verificar uma estabilização ou, inclusivamente, uma recuperação da classe.

Desta forma, no exercício de perspetivas para o novo ano, a questão mais importante não é somente o quanto a inflação irá moderar, mas também o quão severa será uma recessão, que já é dada como muito provável em algumas economias.

(continua)

(continuação)

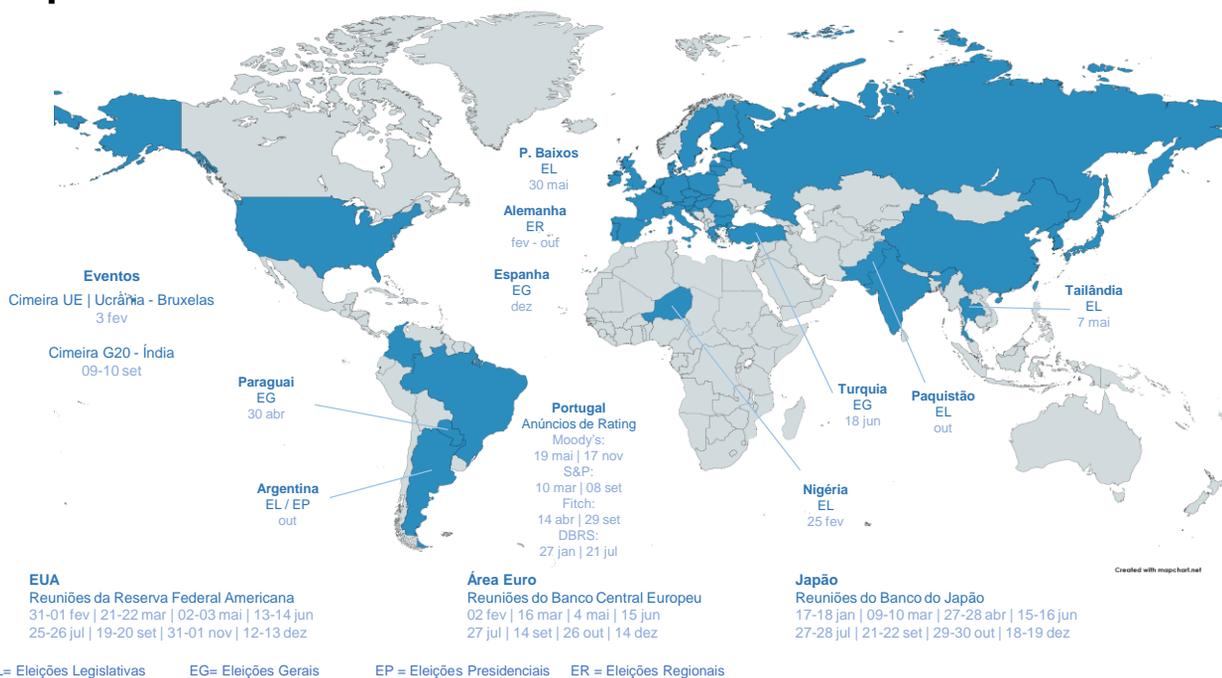
Os efeitos dos eventos que marcaram o ano transato continuarão a demonstrar-se relevantes para o que será vivenciado em 2023, em particular as consequências do conflito militar na Ucrânia e da mudança de um regime monetário, com foco no suporte à economia para um dominado pelo controlo da inflação. Neste contexto, os bancos centrais, apesar de reconhecerem que boa parte da inflação é causada por condicionalismos no lado da oferta, encontram-se a agir na vertente da procura. Ao restringirem as condições financeiras, de modo a causarem uma convergência da procura com a oferta disponível, aumentam o risco de um abrandamento mais severo da atividade, que o atualmente perspetivado.

Caso a inflação demonstre uma tendência clara e consistente de abrandamento, os bancos centrais poderão moderar o ritmo de aperto que estão a gerar na economia. Neste âmbito, existem sinais convincentes que suportam a expectativa de moderação da inflação. No entanto, mesmo que esta perspetiva se realize, na ausência de uma contração pronunciada da atividade, as autoridades monetárias poderão não reverter no curto prazo as medidas de restritividade implementadas ou já anunciadas.

Ao nível da atividade económica, os efeitos das políticas monetárias mais restritivas far-se-ão sentir em muitos setores, tais como o imobiliário, com algumas instituições internacionais, como o FMI e a OCDE, a apresentarem perspetivas cautelosas para o crescimento global em 2023, que será provavelmente um dos mais baixos das últimas duas décadas, se excluirmos os períodos da Crise Financeira e da pandemia. Em específico, os custos de financiamento mais elevados estão a condicionar não só a procura de bens de consumo mas também o investimento das famílias em habitações e em bens duradouros. Contudo, o enquadramento em que este condicionalismo criado pelos bancos centrais ocorre, apresenta-se melhor que o que precedeu recessões passadas, como a de 2008, principalmente no que respeita aos níveis de endividamento das famílias e das empresas. Em paralelo, a eliminação gradual das restrições impostas para o controlo da pandemia, que possibilitou a recuperação da atividade em muitos países durante os últimos dois anos, poderá continuar a gerar um impulso positivo em algumas geografias, sendo a China atualmente a única grande economia onde ainda existem restrições significativas à mobilidade. ■



O que trará 2023...



O ano de 2022 foi marcado pela crise energética, espoletada pelo conflito bélico entre a Rússia e a Ucrânia, e pela clivagem na ordem geopolítica internacional. Em 2023, este contexto deverá ter continuidade, com o foco a estar também na multiplicidade de eventos esperados, e nas tensões diplomáticas em várias regiões.

Crise energética vs. Transição energética: Apesar dos progressos efetuados ao nível energético no bloco europeu, permanecem algumas debilidades, pelo que 2023 será crucial para evitar o aprofundar da crise, devendo assistir-se ao reforço dos EUA como fornecedor de energia à Europa, à celebração de parcerias neste tema entre a UE e outros países e ao maior investimento em fontes alternativas. Relevante será também o aparecimento de novos fornecedores, como o petróleo da Venezuela, caso os EUA retirem as sanções, e o gás natural oriundo do norte de África, com implicações económicas e políticas.

Clivagem Este/Oeste e Nova “Ordem” Comercial: o protecionismo regional, em detrimento da liberalização do comércio, deverá ser mais notório. De facto, a intensificação da cooperação transatlântica entre os EUA e a Europa, cada vez mais sintonizados perante economias menos democráticas como a Rússia e a China, deverá impactar as cadeias de distribuição internacionais. Tal já acontece, aliás, ao nível do setor tecnológico, exacerbado com o investimento substancial nos EUA previsto para este ano e o afastamento da China como fornecedor. Já a Europa está numa fase de “reorganização”, pautada não só pela ambição de maior integração política, como pela redefinição dos termos comerciais com algumas economias. Entre estes salientam-se a América Latina, a atravessar uma fase de alteração do paradigma político, e o Reino Unido. Também a China indicou criar uma zona comercial com as economias do pacífico.

Fragmentação e instabilidade política: O ano poderá ser prolífero em eventos disruptivos, nomeadamente (i) o possível posicionamento do Irão como força nuclear, (ii) a proliferação do jihadismo no continente africano, com células já presentes em vários países, numa altura em que atravessa uma fase de grande fragilidade económica, (iii) a intensificação das tensões diplomáticas na península coreana, (iv) as pretensões políticas da China perante Taiwan e Hong Kong e (v) um possível afastamento dos EUA face ao Médio Oriente, em linha com as diretrizes da atual administração americana e a consequente maior instabilidade na região do Médio Oriente. Em adição, será um ano relevante na transição política de algumas economias da América Latina, nomeadamente o Brasil e a Colômbia. No que concerne ao plano eleitoral, de salientar as legislativas em vários países europeus, as gerais na Argentina, que enfrenta uma crise económica profunda e as presidenciais na Turquia. Neste último, pese embora o risco de algum antagonismo do atual presidente face à Europa, o país poderá, cada vez mais, atuar como estabilizador na região do mar negro. ■

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.. (Grupo Caixa Geral de Depósitos)

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. (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 específicas 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: 20 de janeiro de 2023

Fonte de imagens: Caixa Gestão de Ativos, Getty Images e mapchart.net.