

# Evolução da Economia Internacional

## INTERNATIONAL ECONOMIC DEVELOPMENTS

*Este capítulo descreve sumariamente a evolução dos principais blocos económicos mundiais em 2018, assim como das economias dos principais parceiros comerciais de Timor Leste, em conjunto com as tendências mais relevantes para a nossa economia, dos mercados financeiros e de “commodities” mundiais.*

*Tomando por base esta sucinta descrição, o capítulo analisa depois os principais canais de transmissão da evolução externa e os desenvolvimentos da economia doméstica,*

*extraíndo as influências observadas em 2018 e as perspectivas esperadas para 2019.*

This chapter describes major developments across the main global economic blocs in 2018, as well as the economies of Timor-Leste main Trading Partners, together with the most relevant international trends in global financial markets for our economy.

Based on this brief description, the chapter further looks into the main channels of transmission of external developments to our domestic economy, detailing the influences observed in 2018 and the prospects expected for 2019.

# CAPITULO 1

## CHAPTER 1



1.1.

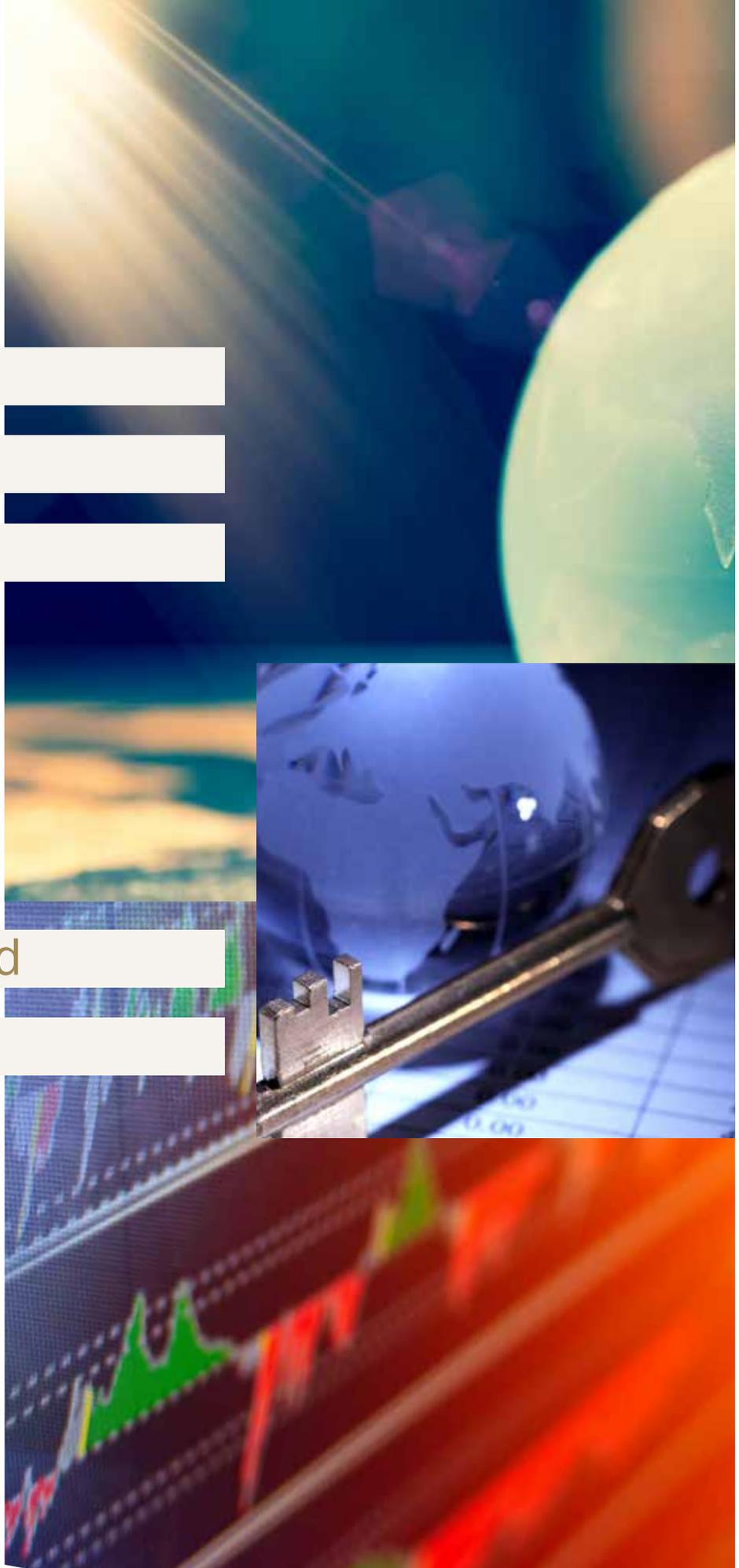
Principais

Economias

Mundiais

Major World

Economies



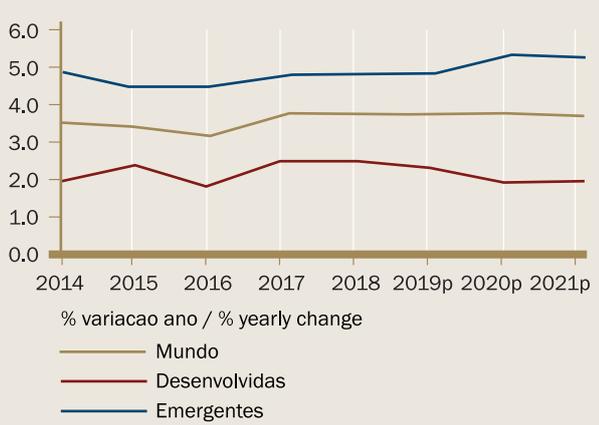
### 1.1.1. Crescimento Económico nas Principais Economias

Em 2018, a economia mundial manteve o nível de crescimento do ano anterior (3.7%), prolongando assim a recuperação da crise financeira mundial de 2008-2009. A taxa de crescimento das economias desenvolvidas manteve-se robusta em 2018 (2.4%) o que, em combinação com a manutenção de um forte crescimento das economias em desenvolvimento (4.7%), permitiu manter o nível de crescimento da economia mundial.

A economia mundial continuou a expandir-se em 2018, perspectivando-se um forte crescimento também para 2019 e 2020.

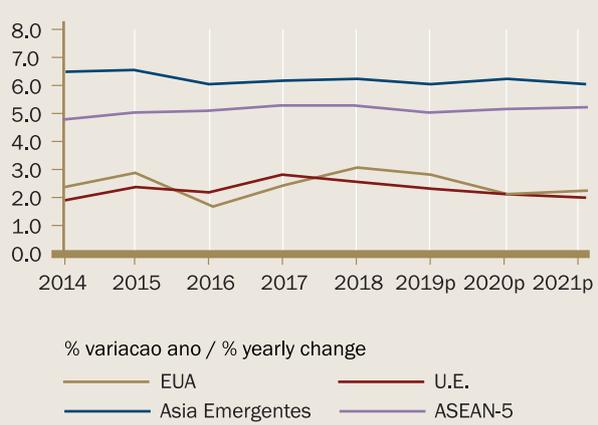
Para 2019 e 2020, o FMI espera, contudo, uma desaceleração do crescimento nos países desenvolvidos (para 1.7% em 2020), mas, dada a robustez esperada para as economias em desenvolvimento, o Fundo prevê que a economia mundial continue a crescer solidamente até 2020 (3.7%).

**Gráfico / Chart 1.1**  
Crescimento do PIB real – nos 3 blocos  
GDP Growth – 3 Major Blocks



Fonte/Source: FMI, WEO, Outubro 2018

**Gráfico / Chart 1.2**  
PIB Crescimento – Regiões Seleccionadas  
GDP Growth – Selected Regions



Fonte/Source: FMI, WEO, Outubro 2018

### 1.1.1. Economic Growth in Major World Economies

In 2018, the world economy maintained the previous year's growth rate (3.7%), thus prolonging the recovery from the global financial crisis of 2008-2009. The growth rate of the developed economies remained robust in 2018 (2.4%) which, in combination with the continued strong growth of developing economies (4.7%), helped to maintain the level of growth of the world economy.

The world economy continued to expand in 2018, while strong growth is also expected for 2019 and 2020.

For 2019 and 2020, the IMF expects, however, a slowdown in growth in developed countries (to 1.7% in 2020), but given the expected strength for the developing economies, the Fund predicts the world economy will continue to grow strongly until 2020 (3.7%).

.... as economias da ASEAN também mantiveram um nível de crescimento robusto.

Em termos regionais, a Ásia continuou a liderar em termos de crescimento do PIB (6.5%) em 2018. O crescimento nas 5 maiores economias da ASEAN ascendeu a 5.3% em 2018, mantendo assim o ritmo de 2017. O crescimento nos EUA (2.9%) em 2018 foi superior ao da União Europeia (2.2%). Em linha com as previsões optimistas do FMI acima referidas, as economias dos EUA e Europeia deverão registar uma desaceleração em 2019 e 2020, mas a Ásia emergente deverá continuar a crescer fortemente até 2020.



### Gráfico / Chart 1.3

PIB Taxa de Crescimento - 4 Maiores Economias Mundiais  
GDP Growth - 4 Major World Economies



Fonte/Source: FMI WEO, Outubro 2018

ASEAN economies have also maintained a level of robust growth in 2018.

Regionally, Asia has continued to lead in terms of GDP growth (6.5%) in 2018. The growth in the five largest economies in ASEAN amounted to 5.3% in 2018, thus maintaining the pace of 2017. The growth in the US (2.9%) in 2018 was higher than in the European Union (2.2%). In line with the optimistic forecasts of the IMF mentioned above, the economies of the US and EU will only decelerate slightly in 2019 and 2020, but emerging Asia should continue to grow strongly by 2020.

Por último, a comparação da performance das 4 principais economias mundiais – E.U.A., U.E., Japão, China - revela que a China registou uma ligeira desaceleração no crescimento em 2018, perspectivando-se uma gradual e ligeira desaceleração para 2019 e 2020. Os E.U.A. voltaram a registar uma ligeira uma aceleração económica em 2018 (2.9%), face a 2017 (2.2%), enquanto o crescimento na EU abrandou para 2.2% em 2018, face aos 2.7% de 2017. O Japão continuou a registar níveis de crescimento inferiores aos dos E.U.A. e U.E, tendo crescido apenas 1.1% em 2018, face aos 1.7% de 2017.

As 4 principais economias mundiais deverão registar ligeiras desacelerações em 2019 e 2020, mas, ainda assim, continuarão a registar um nível de crescimento significativo, com as 4 economias a manterem-se a operar em torno dos seus respectivos níveis potenciais.



Finally, the comparison of the performance of the four major economies - the US, EU, Japan, China - reveals that China recorded a slight slowdown in growth in 2018, which should continue into 2019 and 2020. The US registered a slight economic acceleration in 2018 (2.9%) compared to 2017 (2.2%), while the growth in the EU has slowed to 2.2% in 2018, compared to 2.7% in 2017. Japan's economy continued to expand at lower levels than the US and EU, growing only 1.1% in 2018, compared to 1.7% 2017.

The four major economies are expected to record only minor growth decelerations in 2019 and 2020, but will still continue to register a significant level of growth in the two years ahead.

### 1.1.2.

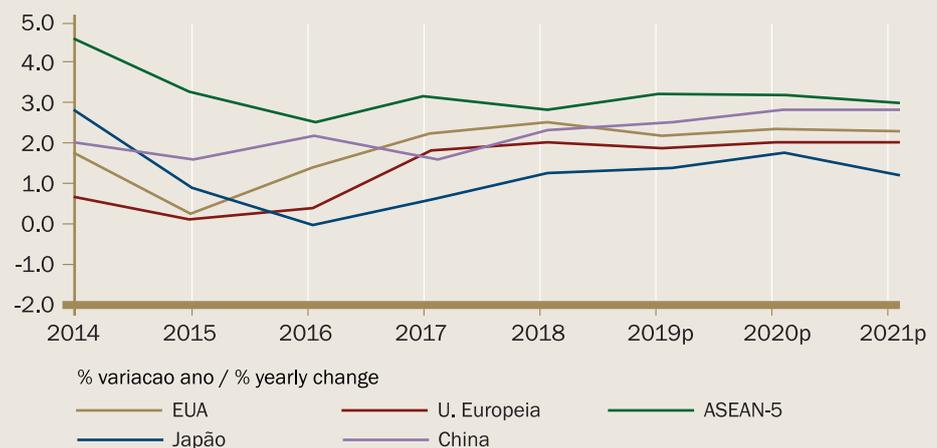
#### A Evolução da Inflação nas Principais Economias

As pressões inflacionistas subiram novamente em 2018....

Em 2018 registou-se uma nova aceleração generalizada das pressões inflacionistas nas principais economias mundiais, reforçando assim a tendência de subida verificada em 2016 e 2017. Os EUA fecharam o ano de 2018 com um nível de Inflação de 2.4%, acima do objectivo oficial do FED, o que confirmou e tem servido como justificação do aumento gradual das taxas de juro na economia dos EUA. Por seu lado, a UE e o Japão registaram taxas de Inflação da ordem dos 1.9% e 1.2% em 2018, o que representou uma subida significativa no caso de Japão, que havia registado uma inflação de 0.5% em 2017.

#### Gráfico / Chart 1.4

Taxas de Inflação - 5 Economias Seleccionadas  
Inflation Rates - Selected Economies



Fonte/Source: FMI WEO, Outubro 2018

### 1.1.2.

#### Inflation in Major World Economies

Inflationary pressures rose again in 2018 ....

In 2018 there was a new generalized acceleration of inflationary pressures across major economies, reinforcing the upward trend recorded already in 2016 and 2017. The US closed the year 2018 with an inflation level of 2.4%, above the FED's official target, which confirmed and has also served as justification for the gradual increase in interest rates in the US economy. For its part, the EU and Japan recorded inflation rates of the order of 1.9% and 1.2% in 2018, representing a significant increase in the case of Japan, which had recorded inflation of 0.5% in 2017.

A recuperação gradual da inflação nos últimos anos deveu-se, por um lado, à continuada expansão económica das principais economias mundiais, mas também à recuperação dos preços internacionais das commodities, sobretudo de inputs energéticos, dos valores deprimidos de 2015.

.... em função da manutenção dos ritmos de crescimento das principais economias e recuperação dos preços internacionais das commodities.

Para 2019 e 2020 o FMI antevê um cenário de estabilidade das pressões de preços nas principais economias. No caso dos EUA, apesar de projectar a continuação de um nível de crescimento robusto em torno dos 2% no período, o FMI não espera que a Inflação e as pressões de preços se afastem muito do nível de referência de 2%.

Será interessante salientar que o FMI espera que as economias Japonesa e da U.E. continuem a registar taxas de inflação inferiores às dos EUA, dada a existência de “espaço” em termos de recursos não empregues nestas economias, que continuam a operar abaixo do seu nível potencial. Contudo, apesar da assinalável recuperação económica na U.E. e Japão nos últimos anos, será necessário que ambas continuem a crescer robustamente durante vários anos consecutivos de forma a que se feche efectivamente o défice na utilização de recursos económicos e se materializem pressões inflacionistas substanciais nestas economias.

The gradual recovery of inflation in recent years was due, on the one hand, to the continued economic expansion of the major economies, but also to the recovery of international commodity prices, particularly of energy inputs, from the depressed values of late 2015.

.... due to the continued high growth rates of the major world economies and recovery in international commodity prices.

For 2019 and 2020 the IMF foresees a scenario of stable pricing pressures across major economies. For the US, despite projecting a continued robust growth level of around 2% in the period, the IMF does not expect inflation and price pressures to deviate much from the 2% reference level.

It is also interesting to note that the IMF expects the Japanese economy and the EU continue to record inflation rates lower than the US, given the existence of “space” in terms of resources not employed in these economies, which continue to operate below its potential level. However, despite the remarkable economic recovery in the EU and Japan in recent years, it will require that both continue to grow robustly for several consecutive years so that they effectively close the gap in the use of economic resources and materialize substantial inflationary pressures in these economies.

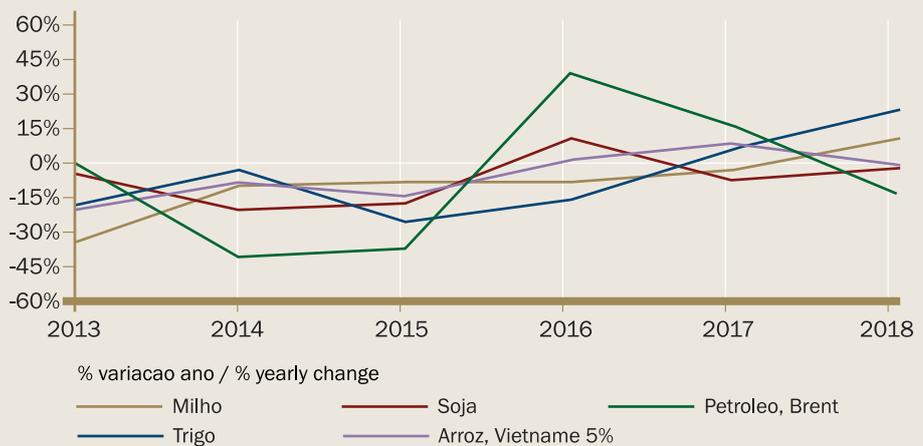
Os preços das matérias-primas registaram uma variação mista em 2018.

### 1.1.3. Mercados de Commodities

Nos mercados de commodities, 2018 ficou marcado pela evolução mista dos preços internacionais dos inputs energéticos e bens alimentares de referência. No caso do petróleo, a descida de -12% registada em 2018, sobretudo no último trimestre do ano, contrariou as fortes subidas verificadas em 2016 e 2017. Conforme se mostra em baixo, das 4 commodities alimentares consideradas, o trigo e o arroz registaram aumentos de preços em 2018, à semelhança do que havia ocorrido em 2017.

Para as economias exportadoras destes bens, tipicamente países em vias de desenvolvimento, a recuperação dos preços internacionais representa um estímulo positivo sobre os seus rendimentos e, conseqüentemente, sobre as suas economias. Pelo contrário, a continuada descida dos preços de bens alimentares representa um choque negativo para os países que mais exportam este tipo de mercadoria.

**Gráfico / Chart 1.5**  
Preços das Principais Commodities  
Major Commodities Prices



Fonte/Source: Banco Mundial / World Bank

### 1.1.3. Global Commodities Markets

Commodity prices recorded mixed variations in 2018.

In commodity markets, 2018 was marked by mixed trends in terms of international prices of energy inputs and foodstuffs. In the case of oil, the decline of -12% recorded in 2018, particularly due to the decline recorded in the last quarter of the year, bucked the strong increases in 2016 and 2017. As shown below, the 4 food commodities considered, wheat and rice registered price increases in 2018, similar to what had occurred in 2017.

For the exporting economies of these goods, typically developing countries, the recovery of international prices is a positive stimulus on their income and therefore on their economies. On the contrary, the continued decline in food prices is a negative shock to the countries that export such goods.

#### 1.1.4. Mercados Financeiros de Referência

Em termos de mercados financeiros, começamos por analisar a evolução dos principais mercados obrigacionistas, designadamente os de títulos do Tesouro, que permitem aferir a evolução, e expectativas de evolução, das políticas monetárias das várias economias, assim como dos respectivos ritmos de crescimento e expectativas inflacionistas.

As taxas de juro a 2 anos, mais sensíveis a alterações de política monetária continuaram a exibir em 2018 uma clara divergência de políticas entre as 3 maiores economias mundiais, com os mercados a continuarem a incorporar em 2018, o impacto da subida de taxas de política monetária nos EUA. A taxa de juro a 2 anos nos EUA subiu assim novamente de 1.88% para 2.49%. No que se refere às taxas de juro a 10 anos, as taxas de juro nos EUA registaram uma nova subida em 2018, de 2.41% para 2.68%.

As taxas de juro a 2 anos subiram novamente nos EUA, em linha com a subida das taxas directoras do FED....

#### 1.1.4. Major Global Financial Markets

In terms of financial markets, we begin by analyzing trends across major bond markets, particularly those of Treasury bonds, which allow us to assess trends and changes, as well as expectations, of monetary policies, economic growth and inflationary pressures of the various world economies.

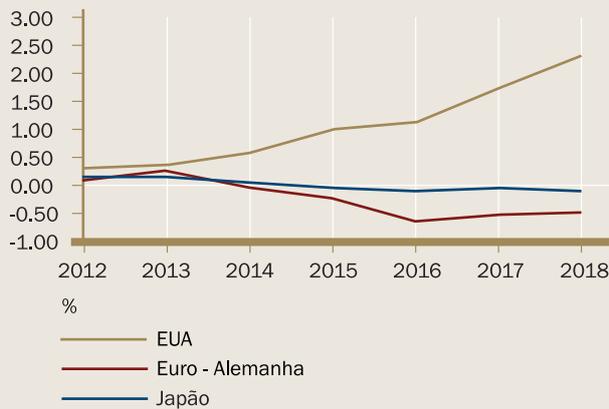
The 2 years interest rates, more sensitive to monetary policy changes, continued to exhibit in 2018 a clear divergence across the 3 major world economies, with the markets continuing to incorporate, the impact of US policy rate hikes. The 2 years US interest rate rose again to 2.49% from 1.88%, while the 10 years rate recorded a further increase from 2.41% to 2.68%.

Shorter term Interest rates rose again in the US, in line with the rise in FED's interest rates ....

Em ambos os 2 e 10 anos, as taxas de juro norte-americanas mantiveram-se em níveis bastante superiores aos verificados na zona-euro e Japão, em resultado da melhor performance da economia dos EUA nos últimos anos, que acabou por justificar a continuação da subida de taxas pelo FED em 2018.

**Gráfico / Chart 1.6**

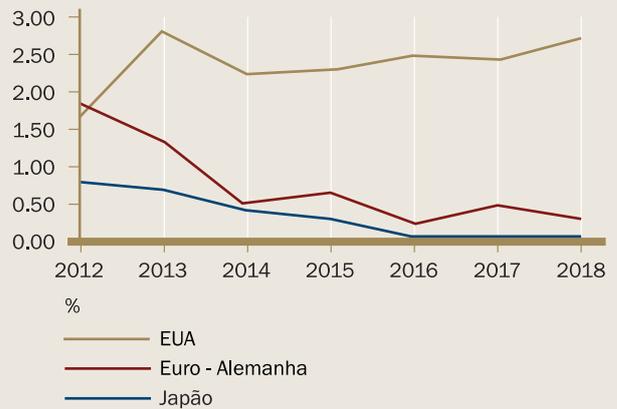
Taxas de Juro a 2 Anos  
2 Years Interest Rates



Fonte/Source: Bloomberg

**Gráfico / Chart 1.7**

Taxas de Juro a 10 Anos  
10 Years Interest Rates



Fonte/Source: Bloomberg



In both 2 and 10 years, US rates remained at much higher levels than those in the Eurozone and Japan, due to the better performance of the US economy in recent years, and the continued and gradual increase of FED rates through to 2018.

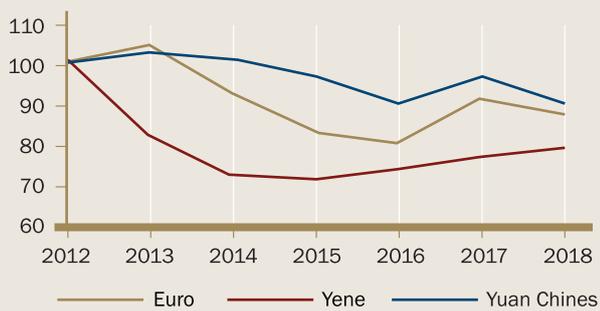
Naturalmente, a evolução dos mercados obrigacionistas, em conjunto com os desenvolvimentos económicos já analisados, determinaram também grande parte dos desenvolvimentos registados nos principais mercados cambiais e accionistas mundiais.

.... o que contribuiu para que o dólar se apreciasse face à generalidade das divisas mundiais.



**Gráfico / Chart 1.8**

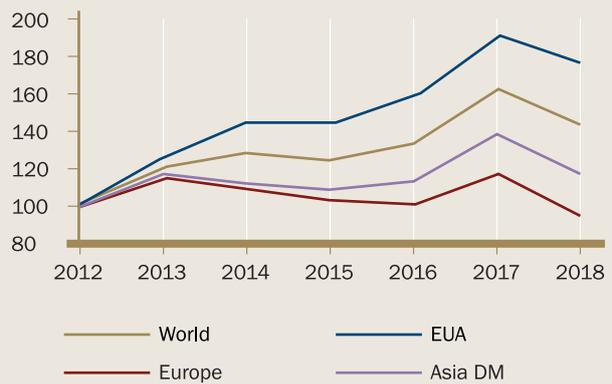
Principais Divisas vs USD. 2012=100;  
 Descida corresponde a depreciação  
 Major Currencies vs USD: 2012=100  
 Decrease means Depreciation



Fonte/Source: Google Finance

**Gráfico / Chart 1.9**

Mercados Accionistas, Precos em USD. 2012=100  
 Major Stock Markets in USD: 2012=100



Fonte/Source: Google Finance

Naturally, bond market developments, together with the referred above economic developments, also determined much of the developments in major and global currency and equity markets.

Com a excepção do iene, o dólar apreciou-se face as principais divisas mundiais, invertendo assim a depreciação registada em 2017, o que resultou da continuada divergência em termos de taxas de juro e de performance económica.

Os principais mercados accionistas mundiais registaram perdas em 2018, invertendo a tendência dos últimos anos.

Em termos dos mercados accionistas, o ano de 2018 foi marcado pela descida generalizada das cotações dos principais índices mundiais, decorrentes, sobretudo, das perdas verificadas no último trimestre de 2018, que resultaram do aumento do pessimismo dos investidores e do agudizar das medidas de natureza proteccionista. Em termos de performance, o mercado dos EUA desceu -7% em 2018, o que ainda assim constitui uma melhor performance do que a registada pelo mercado Europeu (-18%), Asiático (-16%) e Mundial (-12%).



.... which helped the dollar to appreciate against the world's main currencies.

With the exception of the yen, the dollar appreciated against major world currencies, thus reversing the slight depreciation of 2017, benefiting from the continued divergence in terms of interest rates and economic performance.

The main global stock markets recorded losses in 2018, reversing the upward trend of recent years.

For global stock markets, 2018 was marked by the general fall in prices of major world benchmarks, mostly due to the losses recorded in the last quarter of 2018, resulting from increased investors' pessimism and the exacerbation of overprotective commercial policy measures. In terms of performance, the US stock market decreased 7% in 2018, which still represents a better performance than that experienced by the European market (18%), Asia (16%) and the World (12%).

Conforme se pode observar no gráfico 1.9, o mercado accionista dos EUA ultrapassou de longe a performance dos restantes mercados mundiais nos últimos 6 anos, tendo beneficiado da superior robustez da economia norte-americana e da recente aprovação de estímulos fiscais substanciais. Tendo em conta a performance substancial das acções norte-americanas nos últimos 8 anos, que resultaram na apreciação substancial dos preços em relação aos resultados empresariais, será destacar que uma possível desaceleração económica na economia norte-americana, ou dos lucros empresariais poderá resultar numa correcção em baixa deste mercado accionista.



As shown in Chart 1.9, the US equity market far outpaced the performance of other global markets in the last six years, benefiting from the strength of the US economy and the recent approval of a substantial fiscal stimulus. Taking into account the outstanding performance of US equities in the last eight years, which resulted in the substantial appreciation of prices in relation to corporate earnings, we highlight that the risks of a market correction are now higher, given the higher valuation of markets and the historical length of the current economic and financial upturn, now well into its 10th year, post the global financial crisis of 2008-2009.

1.2.

Quadro Económico  
no Espaço Asiático

Asian Economic  
Background



Depois de sintetizado o quadro macroeconómico das principais economias mundiais, é relevante aprofundar a análise dos desenvolvimentos económicos no espaço Asiático, em particular da ASEAN, dado que os principais parceiros económicos de Timor-Leste se situam nesta região. A nossa análise incide sobre as 5 maiores economias da ASEAN e a China, cuja economia assume cada vez maior relevância regional e mundial, porque são estes os principais parceiros da nossa economia. Por sua vez, destas 6 economias, a Indonésia é o principal parceiro de Timor-Leste, o que justifica alguns comentários específicos à sua evolução.

Em termos dos 2 principais indicadores macroeconómicos, crescimento do PIB e taxas de inflação, os níveis de crescimento mantiveram-se robustos na região em 2018, com a taxa média de crescimento a rondar os 5%, sendo de destacar uma ligeira desaceleração do crescimento em praticamente todas as economias face a 2017. No que se refere à inflação, em média, a região registou taxas da ordem dos 2.2% em moeda local, mantendo-se ao nível de 2017, sendo de destacar que as economias Indonésia e Filipina registaram um elevado nível de inflação face aos restantes parceiros.

O crescimento económico na ASEAN manteve-se robusto em 2018....

After summarizing the broad global macroeconomic developments in 2018, it is now important to deepen the analysis of economic developments across the Asian space, in particular ASEAN, as the main economic partners of Timor-Leste are located in this region. Our analysis focuses on the five major economies of ASEAN and China, whose economy has increasingly more global and regional relevance. In turn, from these six economies, Indonesia continues to be Timor-Leste's main commercial partner, which justifies some further specific comments on its economic developments.

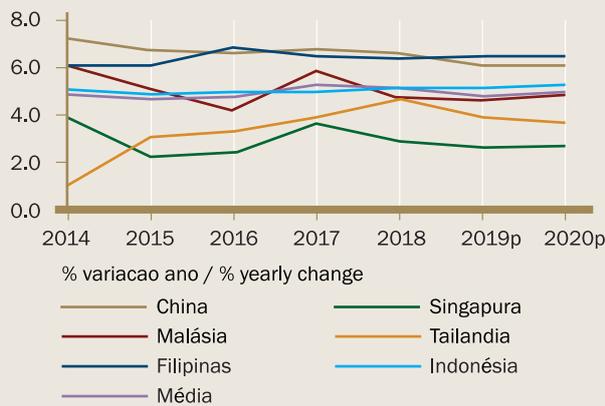
In terms of the two main macroeconomic indicators, GDP growth and inflation rates, growth levels remained robust across the region in 2018, with the average growth rate of around 5%, despite the minor growth slowdown in virtually all economies versus 2017. With regard to inflation, on average, the region registered a rate of 2.2% in local currency terms, thus maintaining the level of 2017, although the Indonesian and Philippine economies registered relatively high inflation levels, compared to other partners.

Economic growth in the ASEAN remained robust in 2018 ....

.... enquanto as pressões inflacionistas regionais se mantiveram moderadas.

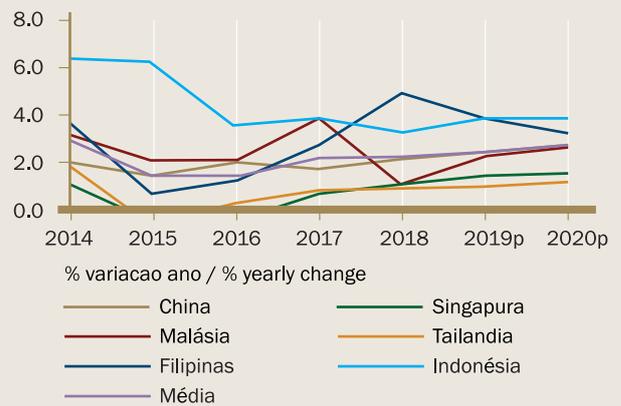
A manutenção do dinamismo económico na região em 2018 e de uma taxa de inflação moderada nas várias economias, apesar de contrariadas pela ligeira depreciação média das moedas regionais face ao dólar, explicaram, por sua vez, o ligeiro aumento das pressões inflacionistas regionais, quando medidas em dólares norte-americanos.

**Gráfico / Chart 1.10**  
**PIB - Crescimento Anual**  
**Asian Economies - GDP Growth**



Fonte/Source: IMF WEO

**Gráfico / Chart 1.11**  
**Taxas de Inflação Anual**  
**Asian Economies - Inflation Rates**



Fonte/Source: IMF WEO

.... while regional inflationary pressures remained moderate.

The continued economic dynamism in the region in 2018, and moderate local currency inflation rates across economies, although curbed by the slight depreciation of regional currencies regional against the dollar, explained, in turn, the minor uptick in regional inflationary pressures, when measured in US dollars.

A evolução dos determinantes macroeconómicos ajuda a explicar, como também é explicada, pelos desenvolvimentos registados nos 2 principais mercados financeiros, o cambial e obrigacionista. Em termos cambiais, 2018 foi marcado por uma evolução mista das divisas regionais face ao dólar, com as moedas Indonésia e Filipina a depreciarem-se substancialmente, devido à maior incerteza dos investidores em relação a estas economias e ao aumento das respectivas pressões inflacionistas. Nos casos do yuan, dólar de Singapura, ringgit e baht, as divisas registaram ganhos face ao dólar em 2018.

O FMI espera, contudo, que a generalidade das moedas regionais venha a registar uma ligeira depreciação em 2019 e 2020 face ao dólar, o que contribuirá, a materializar-se este cenário, para estabilizar as pressões inflacionistas na região e, sobretudo, para estabilizar os preços dos bens importados por Timor Leste.

As divisas regionais registaram uma evolução mista face ao USD em 2018....

Regional currencies recorded mixed trends against the USD in 2018 ....

These macroeconomic drivers explain, and are also explained, by the developments in 2 main financial markets, the foreign exchange and bond markets. On the one hand, in 2018 regional currencies' changes were broadly mixed against the dollar, with the Indonesian and Philippine's currencies depreciating substantially, due to increased investor uncertainty regarding these economies and increased local inflationary pressures. As for the yuan, Singapore dollar, ringgit and baht, the currencies registered gains against the dollar in 2018.

The IMF expects, however, that most of the regional currencies will register a slight depreciation in 2019 and 2020 against the dollar, which will contribute to stabilize inflationary pressures in the region and, above all, to stabilize the prices of goods imported into Timor-Leste.

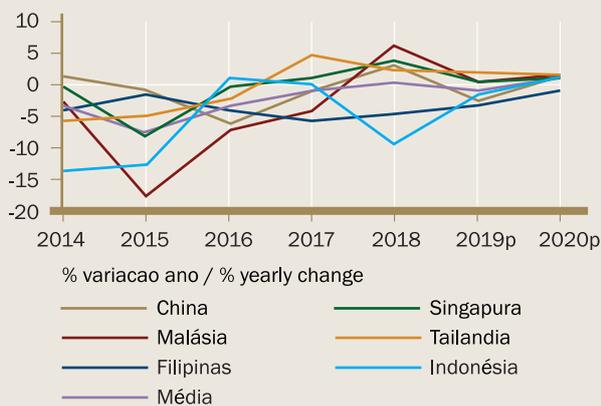


.... com as taxas de juro a 2 anos a manterem-se estáveis, excepto na Indonésia e Filipinas.

As taxas de juro dos mercados obrigacionistas, aqui representados com base nos títulos com 2 anos, mantiveram-se geralmente estáveis na região, constituindo os mercados Indonésio e Filipino as excepções. No caso da Indonésia, as taxas de juro subiram 1.8% para 7.3%, invertendo assim a descida substancial verificada desde 2016.

**Gráfico / Chart 1.12**

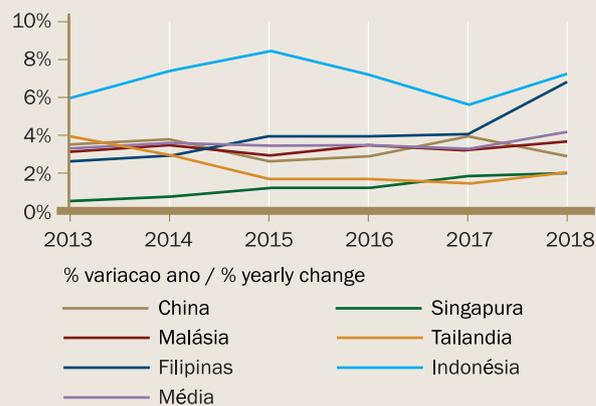
Taxas de Câmbio vs USD  
Asian Economies - Exchange Rates vs USD



Fonte/Source: IMF WEO

**Gráfico / Chart 1.13**

Taxas de Juro a 2 Anos  
Asian Economies - Interest Rates 2 years



Fonte/Source: ADB

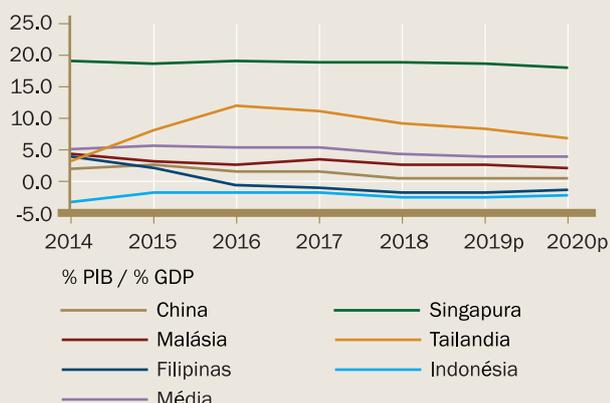
.... while 2 years interest rates remained stable, except in Indonesia and the Philippines.

On the other hand, in regional bond markets, 2 years interest rates remained broadly stable across the region, with the exceptions of Indonesian and Philippine's rates. In the case of Indonesia, interest rates rose 1.8% to 7.3%, reversing the substantial decline observed since 2016.

No que se refere ao equilíbrio das contas externas, podemos concluir que a maior parte dos parceiros continuou a manter excedentes externos substanciais em 2018, com excepção das Filipinas e Indonésia, que manteve um défice da conta externa corrente em -1.7%. Sendo a Indonésia um país exportador de matérias-primas, sobretudo energéticas e metais industriais, a descida dos preços internacionais destas “commodities” nos últimos 4 anos resultou num choque substancialmente negativo para a sua economia, exigindo políticas macroeconómicas restritivas mais fortes para conter o dinamismo da procura doméstica, corrigir o défice externo e conter a depreciação da rupia face ao dólar.

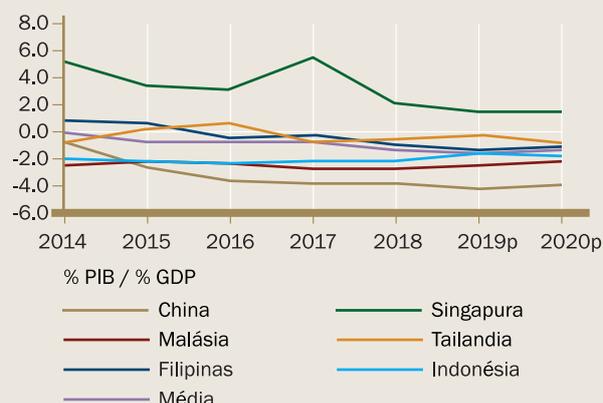
As contas externas mantiveram-se superavitárias, com a excepção da Indonésia e Filipinas.

**Gráfico / Chart 1.14**  
**Balanço Conta Corrente**  
 Asian Economies - Current Account Balances



Fonte/Source: IMF WEO

**Gráfico / Chart 1.15**  
**Balanço Sector Publico**  
 Asian Economies - Public Sector Balances



Fonte/Source: IMF WEO

In terms of external accounts, most of our Trading Partners continued to maintain substantial external surpluses in 2018, with the exception of the Philippines and Indonesia, which again recorded a deficit in the current external account of -1.7%. As Indonesia is an exporter of raw materials, especially of energy products and industrial metals, the decline in international prices of these “commodities” in the last four years has resulted in a substantial negative shock to its economy and current account. In addition, the strength of its domestic demand has also required more restrictive macroeconomic policies to correct the external deficit and contain further inflationary pressures and a substantial depreciation of the rupiah against the dollar.

Regional external accounts remained in surplus, with the exception of Indonesia and the Philippines.

Em termos dos saldos orçamentais, 2018 foi caracterizado pela continuação do ligeiro aumento dos défices públicos na região, somando-se à deterioração já verificada em 2016 e 2017. As 2 situações mais extremas na região foram em 2018: Singapura, pela positiva (+2.3%); e a China, pela negativa, cujo défice público ascendeu a -4.1% em 2018.

Em geral, as economias da região mantiveram-se estáveis.

Em suma, o quadro macroeconómico da região manteve-se relativamente estável em 2018, sendo de se destacar a estabilidade da generalidade das divisas regionais face ao dólar. A manutenção de excedentes externos, ainda que a par da continuada deterioração dos saldos públicos na região, continuam a conferir uma margem de ajustamento substancial às economias da região.



2018 was also characterized by a renewed but slight increase in public deficits in the region, adding to the deterioration recorded in both 2016 and 2017. The two more extreme balances in the region in 2018 were Singapore, on the positive side (+2.3 %); and China, on the negative side, whose public deficit amounted to -4.1% in 2018.

Overall, the region's economies were stable in 2018.

In short, the regional macroeconomic background remained broadly stable in 2018, which underpinned the stability of most regional currencies against the dollar. Despite the recent and gradual deterioration of public balances in the region, the continued positive external surpluses still confer a substantial margin of adjustment for most countries in the region, in case they are faced with any unforeseen shock to their economies.

Note-se, porém, que este quadro geral não se aplica completamente à economia Indonésia, o maior parceiro comercial de Timor-Leste. De facto, a rúpia voltou a registar perdas substanciais face ao dólar em 2018, depois da estabilidade de 2017 e das perdas verificadas entre 2013 e 2015. Ainda embora experimentando níveis de volatilidade cambial notáveis, a par dos desequilíbrios já referidos, sobretudo com a manutenção do défice externo, a economia Indonésia conseguiu manter um crescimento anual robusto, de 5.1% em 2018, face aos +5.1% de 2017.

A importância deste parceiro para a nossa economia implica naturalmente a manutenção de uma monitorização adequada destes desenvolvimentos, esperando-se, contudo, que as medidas de política introduzidas pela Governo e uma vigilância mais apertada pelo seu Banco Central, venham a reduzir gradualmente estes riscos macroeconómicos.



Note, however, that this general background does not apply completely to the Indonesian economy, the largest trading partner of Timor-Leste. In fact, the rupiah again recorded substantial losses against the dollar in 2018, after being stable in 2017 and having recorded losses between 2013 and 2015. Even though experiencing remarkable levels of exchange rate volatility, along with the aforementioned imbalances, particularly on the external accounts front, the Indonesian economy managed to maintain a robust annual growth of 5.1% in 2018, compared to the same 5.1% of 2017.

The importance of this Trading Partner to our economy naturally implies that we need to maintain an adequate monitoring of these developments. Nonetheless, we expect that the policy measures introduced by the Government and tighter surveillance by its central bank will gradually reduce the mentioned macroeconomic risks.

1.3.

Canais de

Transmissão

Económica Para

Timor Leste

Timor-Leste

Economic

Transmission

Channels



### 1.3.1. Sumário

A breve análise da evolução económica e financeira internacional e do espaço asiático, que é bastante mais relevante para Timor-Leste, não estaria completa sem o entendimento das respectivas repercussões na nossa economia.

Este ponto trata de identificar os principais canais de transmissão dos desenvolvimentos internacionais à nossa economia. Actualmente, é razoável aceitar-se que estes efeitos são ainda reduzidos e limitados a determinados aspectos sectoriais da nossa economia. Este ponto procura precisamente ilustrar o mecanismo de funcionamento dos principais canais, que são: o impacto na evolução dos níveis de inflação doméstica, determinação do valor das receitas petrolíferas e efeitos sobre o valor dos investimentos realizados no âmbito do Fundo Petrolífero. O Investimento Directo Estrangeiro é certamente uma das variáveis mais influenciadas pelo contexto externo, mas a escassez de investimentos efectivos e de dados fiáveis em Timor Leste, não nos permite ainda analisar devidamente esta relação.

Naturalmente, à medida que a nossa economia se desenvolve e aprofunda as relações de interdependência com os seus parceiros económicos regionais, esperamos que os desenvolvimentos externos influenciem, cada vez mais, a evolução da nossa economia, expandindo o número e a influência dos vários canais de transmissão.

### 1.3.1. Summary

The above review of major international economic and financial developments as well as of Asian economic developments, which are much more relevant for Timor-Leste, would not be complete without understanding the respective repercussions on our economy.

This point tries to identify the main channels of transmission of the international developments to our economy. At present, it is reasonable to accept that these effects are still small and limited to certain sectorial aspects of our economy. This chapter seeks to illustrate the mechanism of operation of the main channels, namely: the impact on the evolution of domestic inflation levels, determination of the value of oil revenues and effects on the value of the investments made by the Petroleum Fund. Foreign Direct Investment is certainly one of the variables most influenced by the external context, but the scarcity of effective investments and reliable data in Timor-Leste does not allow us to analyse this relationship properly.

Of course, as our economy develops and effectively deepens interdependence relations with its regional economic partners, we expect that external developments will increasingly shape developments in our domestic economy, expanding the number and influence of the various transmission channels.

### 1.3.2. Inflação Importada

Um dos principais de canais de transmissão para a nossa economia é, de facto, o impacto dos preços internacionais na evolução da inflação doméstica e respectivas expectativas. Sendo Timor-Leste uma economia de grande intensidade importadora – as importações de bens e serviços correspondiam, em 2016, a 55% do PIB nominal não-petrolífero – é natural esperar-se que a evolução dos preços internacionais dos bens e serviços importados afecte substancialmente a inflação doméstica.

O modelo de inflação do BCTL assenta em 2 principais determinantes: a evolução da economia doméstica e a taxa externa de inflação na região asiática.

O trabalho de investigação empírica e construção de modelos económicos desenvolvido pelo BCTL tem confirmado a importância deste canal. Um dos principais problemas do nosso trabalho neste contexto decorre da dificuldade em definir uma variável adequada para medir o nível de “inflação externa” para Timor-Leste, dada a ausência de um índice de preços de importações e a grande variabilidade do cabaz de importação e da estrutura geográfica das nossas importações. Depois de experimentadas diversas formas funcionais para esta variável, concluímos que a variável mais adequada, em termos empíricos, parece ser uma média das taxas de inflação das 5 maiores economias da ASEAN e da China, convertida em dólares. Na prática, esta medida corresponde a uma média da taxa de inflação regional medida em dólares, pelo que inclui, em simultâneo, o impacto das variações cambiais regionais face ao dólar e das taxas de inflação em moeda local.

### 1.3.2. Imported Inflation

One of the main transmission channels for our economy is in fact the impact of international prices on the evolution of domestic inflation and respective expectations. Since Timor-Leste is a major importing economy - imports of goods and services accounted for 58% of non-oil GDP in 2017 - it is expected that the evolution of international prices of imported goods and services will substantially affect the domestic inflation.

BCTL's inflation modelling approach considers 2 main drivers of domestic inflation: external inflation and domestic economic activity.

BCTL's empirical research and economic modeling has confirmed the importance of this channel. One of the main problems of our work in this context stems from the difficulty in defining an appropriate variable to measure the level of “external inflation” for Timor-Leste, given the absence of an import price index and the large variability of import basket and of the geographical structure of our imports. After experimenting with several functional forms for this variable, we concluded that the most appropriate empirical variable seems to be an average of the inflation rates of the 5 largest economies of ASEAN and China converted into dollars. In practice, this measure corresponds to an average of the regional inflation rate measured in dollars, which at the same time captures the impact of regional exchange rate variations against the dollar and local currency inflation rates.

Conforme se pode ver no gráfico em baixo e à esquerda, a taxa de inflação doméstica tende a seguir razoavelmente os movimentos da taxa de inflação externa, embora com menor volatilidade. Na medida em que a taxa de inflação externa corresponde à média das 6 economias já referidas, os modelos de previsão de inflação do BCTL utilizam esta variável e respectivas expectativas para construir as previsões de inflação.

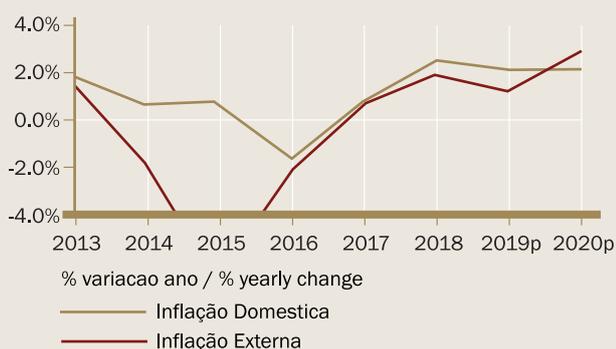
A evolução da taxa de inflação externa influencia a taxa da inflação de Timor-Leste....

Adicionalmente, como se pode concluir dos 2 gráficos, tanto a subida recente da taxa de inflação em Timor Leste (2017 e 2018) tem sido reforçada pela subida das taxas de inflação externa. Naturalmente, a relação não é perfeita, uma vez que a evolução da economia não-petrolífera de Timor-Leste, sobretudo ao longo dos últimos anos, também afecta fortemente a evolução da taxa de inflação doméstica.

... pelo que, a ligeira subida da inflação externa tem justificado a recuperação da inflação em Timor Leste.

**Gráfico / Chart 1.16**

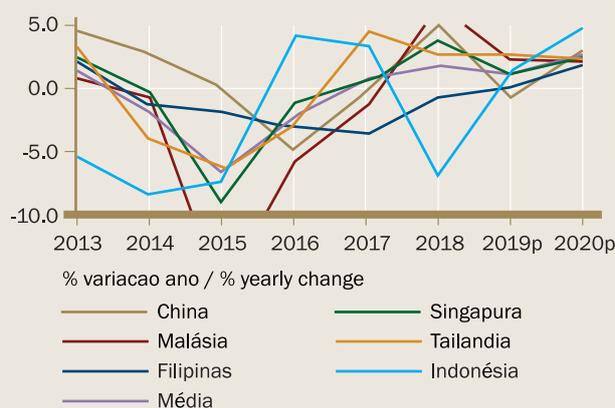
Inflação Doméstica vs Externa  
Inflation Domestic vs Foreign



Fonte/Source: DNE e Cálculos BCTL / DGE and BCTL estimate

**Gráfico / Chart 1.17**

Inflação na Região em USD  
Inflation in the region in USD



Fonte/Source: IMF WEO

As can be seen in the chart below and to the left, the domestic inflation rate tends to reasonably follow the movements of the external inflation rate, albeit with less volatility. Insofar as the external inflation rate corresponds to the average of the six economies already mentioned, the BCTL inflation forecast models use this variable and respective expectation to construct inflation forecasts.

External inflation has continued to drive domestic inflation trends....

In addition, as can be concluded from the two charts below, both the recent rise in inflation rate in Timor-Leste, in 2017 and 2018, has been reinforced by the rise in foreign inflation rates. Of course, the relationship is not perfect, since non-oil economic developments, especially over the past few years, also strongly affect domestic inflation trends.

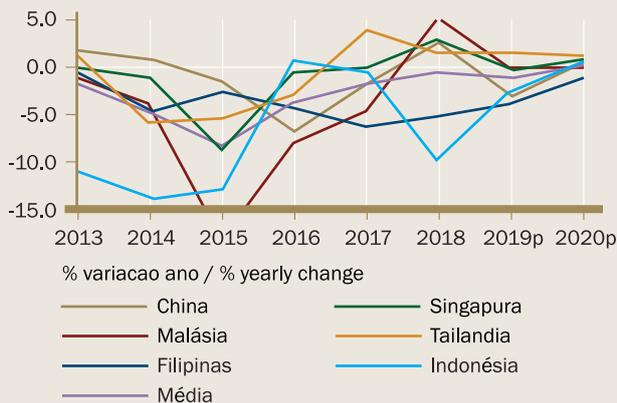
... as the pickup of external inflation has been closely followed by the upward trend in domestic inflation.

O aumento das taxas de inflação regionais em dólares, deveu-se, sobretudo, da manutenção das taxas de inflação em moeda local dos vários parceiros.

Em 2018, a continuada e ligeira subida das taxas de inflação regionais em dólares, observadas para a maioria das economias, decorreu, sobretudo, da manutenção das taxas de inflação em moeda local e da relativa estabilidade das divisas asiáticas face ao dólar.

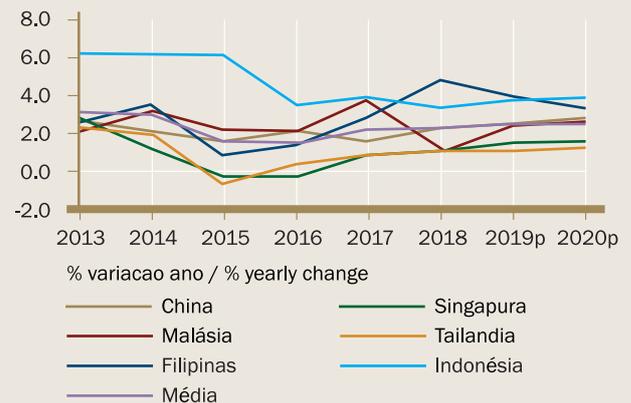
Sendo as taxas de inflação externas em moeda local relativamente estáveis no tempo, conclui-se que os movimentos das moedas dos parceiros face ao dólar são, por sua vez, um factor bastante importante na determinação da inflação doméstica. Note-se ainda que a redução substancial da inflação em Timor-Leste resulta também das descidas de preços internacionais das commodities mais representativas, como o petróleo e os bens alimentares, já referida anteriormente.

**Gráfico / Chart 1.18**  
Moedas Asiáticas vs USD  
Asian Currencies vs USD



Fonte/Source: IMF WEO

**Gráfico / Chart 1.19**  
Inflação Regional em Moeda Local  
Regional Inflation in Local Currency



Fonte/Source: IMF WEO

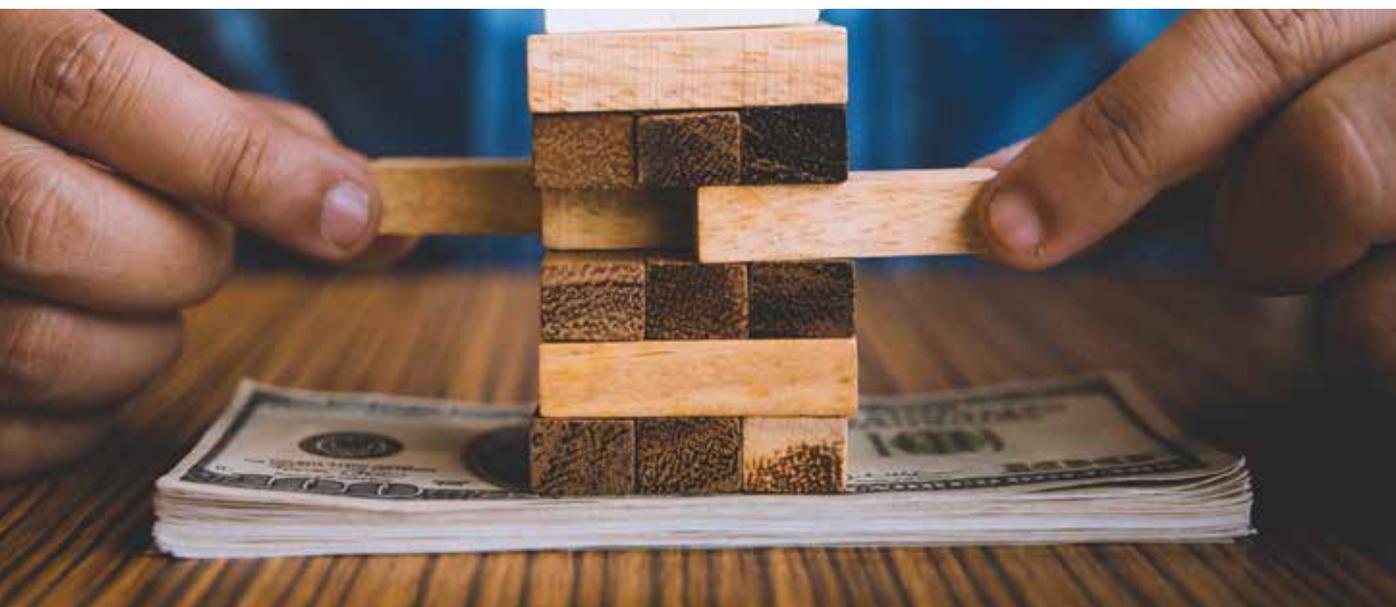
The recent pickup of regional inflation rates in dollar terms was mostly due to the maintenance of moderate inflation rates in local currency terms, as currencies have stabilized versus the USD.

In 2018, the continued and slight rise in regional inflation rates in dollar terms, observed for most economies, was mostly due to the maintenance of moderate inflation rates in local currency terms, amidst the relative stability of Asian currencies against the dollar.

Since external inflation rates in local currency terms tend to be relatively stable over time, we note that our Trading Partners' currencies trends against the dollar are fundamental in shaping developments in terms of our domestic inflation.

Tendo em conta a importância deste canal de transmissão, a evolução a prazo da “inflação externa”, determinada fortemente pela evolução cambial, será um dos factores mais influentes na determinação da evolução da inflação doméstica.

Neste campo, o BCTL espera que, em linha com o FMI, as divisas regionais se depreciem ligeiramente face ao dólar em 2019 e 2020, o que, em conjunto, com a manutenção de taxas de inflação dos parceiros moderadas, nos leva a prever que a inflação importada se mantenha estável no mesmo horizonte temporal, contribuindo para estabilizar as pressões inflacionistas em Timor Leste em 2019 e 2020, em torno dos 2% por ano.



Given the importance of this transmission channel, future developments in “external inflation” trends, strongly determined by the exchange rate changes, will continue to be one of the most influential factors in driving the evolution of domestic inflation.

In this regard, BCTL expects, in line with the IMF, regional currencies to slightly depreciate against the dollar in 2019 and 2020. This assumption, together with continued moderate regional inflation rates in local currency terms, leads us to forecast that imported inflation will remain stable in the next 2 years, which will anchor annual inflationary levels in Timor-Leste in 2019 and 2020 around 2%.

### 1.3.3. Mercados Energéticos e as Receitas Petrolíferas

A evolução dos preços do petróleo, gás natural e outros recursos energéticos é bastante volátil, oscilando substancialmente entre períodos de elevados e baixos níveis de preços. Os gráficos em baixo evidenciam estas oscilações e permitem colocar a descida recente dos preços energéticos, numa perspectiva plurianual. Note-se que não são raras as ocasiões em que os preços descem 50% e aumentam mais de 50%, no espaço de 1 ano. Em termos de níveis, a descida abrupta do preço do petróleo a partir do final de 2014 resultou em preços idênticos aos de 2006, anulando todos os ganhos de preços nominais registados desde 2009.

**Gráfico / Chart 1.20**

Preços Energéticos - spot  
Energy Prices - Spot



Fonte/Source: Banco Mundial

**Gráfico / Chart 1.21**

Preços Energéticos - variação  
Energy Prices - % changes



Fonte/Source: Banco Mundial

### 1.3.3. Energy Markets and Oil Revenues

Prices for oil, natural gas and other energy resources are highly volatile, fluctuating substantially between periods of high and low-price levels. The charts below depict these fluctuations and allow us to place the recent drop in energy prices in a multiannual perspective. It should be noted that it is not uncommon for prices to fall by 50% and rise by more than 50% within 1 year. In terms of levels, the sharp decline in oil prices from the end of 2014 cancelled all nominal price gains recorded since 2009.

Em 2018, voltou a assistir-se à recuperação do preço dos inputs energéticos, com exceção do petróleo (Brent), mas ainda assim para níveis de preços inferiores aos máximos dos últimos 5 anos.

A evolução dos preços energéticos não é, contudo, fácil de antecipar, visto que resulta tanto da interdependência entre a procura e oferta agregada nos mercados físicos, como, crescentemente, dos efeitos menos mensuráveis e imprevisíveis decorrentes da “financiarização” destes mercados, evidente na expansão do mercado de derivados financeiros e crescente participação de intermediários financeiros e especuladores. Uma prova evidente desta incapacidade de previsão é, claramente, a queda recente do preço do petróleo, cuja velocidade e amplitude não foram, de forma alguma, previstas pela generalidade dos intervenientes e analistas do mercado.

Esta ressalva é importante, porque nos previne de aceitar cenários simplistas e de extrapolar maiores descidas de preços, apenas baseados na queda recente do preço do petróleo. Por outro lado, a evolução do preço dos produtos petrolíferos é importante para Timor-Leste, visto que se esperam ainda receitas petrolíferas significativas nos próximos anos.

Em 2018, continuou a assistir-se à recuperação generalizada dos preços dos inputs energéticos.

In 2018, with the exception of oil (Brent contract), energy inputs' prices recovered mildly, yet to price levels below the maximum records of the last 5 years.

However, changes in energy prices are not easy to anticipate, as they result both from the interdependence between demand and aggregate supply on physical markets and, increasingly, from the less measurable and unpredictable effects resulting from the “financialization” of these markets, yielded by the expansion of the financial derivatives market and increased participation of financial intermediaries and speculators. An obvious proof of this inability to predict is clearly the 2015/2016 drop in oil prices, whose speed and breadth were in no way predicted by the majority of market players and analysts.

This caveat is important because it prevents us from accepting simplistic scenarios and extrapolating further price declines, based only on the recent drops in oil prices. On the other hand, petroleum products prices are still important for Timor- Leste, since future oil revenues are still expected in coming years.

In general, international energy inputs prices recorded gains in 2018.

As receitas petrolíferas futuras são hoje bastante menores do que no passado, reduzindo o impacto das oscilações do preço do petróleo sobre a riqueza petrolífera.

Note-se ainda que o impacto das flutuações dos preços energéticos na riqueza petrolífera do país é hoje muito inferior, face ao que acontecia em anos anteriores. Isto decorre do facto de as futuras receitas petrolíferas serem hoje muito reduzidas face ao que já foi extraído das reservas do mar de timor, com a perspectiva da exploração dos campos existentes cessar completamente até 2023. As receitas futuras previstas de 2019 até 2023 ascendem a 1224 milhões de dólares, o que corresponde a apenas 7.4% do valor do Fundo Petrolífero no final de 2018. Este valor corresponde a uma descida face ao valor de receitas estimadas em 2017 - 1661 milhões de dólares, entre 2019 e 2023 - devida à descida das previsões de produção de petróleo e gás no mar de Timor e redução do preço estimado de venda destes produtos.

Tendo em conta a agora diminuta estimativa das receitas petrolíferas futuras expectáveis do mar de Timor, não desenvolvemos neste relatório, como fizemos em anos anteriores, o exercício de análise de sensibilidade das receitas em relação ao preço do petróleo.

Future oil revenues are now much smaller than in the past, reducing the impact of oil price fluctuations on our Petroleum Wealth.

Note also that the impact of fluctuations in energy prices in the country's oil wealth is now much lower, compared to previous years. This follows from the fact that future oil revenues are now much lower when compared to what has already been extracted from the Timor Sea reserves, with the prospect of the exploitation of existing fields to cease completely by 2023. The expected future income from 2019 to 2023 amounts to 1224 million USD, which represents only 7.4% of the value of the Petroleum Fund at the end of 2018. This corresponds to a decline versus the estimated revenue in 2017 - 1661 million USD between 2019 and 2023 - due to the fall in oil and gas production forecasts and lower estimated selling price of these products.

Taking into account the now diminished estimate of future oil revenues expected from the Timor Sea, we do not develop in this report, as we did in previous years, the sensitivity analysis of oil revenue to changes in future oil prices.

### 1.3.4. Mercados Financeiros e o Fundo Petrolífero

Por último, abordamos ainda um outro canal de transmissão dos desenvolvimentos internacionais para a nossa economia, que se relaciona com o Fundo Petrolífero criado para gerir eficientemente a riqueza petrolífera do país. O mecanismo de funcionamento deste canal é semelhante ao do preço do petróleo, na medida em que a evolução dos preços dos activos financeiros internacionais determinam o valor do Fundo Petrolífero e, por sua vez, o valor do Rendimento Sustentável. Na medida em que afectam estes dois agregados, os preços dos activos financeiros acabam por influenciar o montante das receitas disponíveis para financiar o Orçamento de Estado e, conseqüentemente, o ritmo e dimensão das políticas de gastos e de investimento público.

O Fundo Petrolífero (FP) fechou o ano de 2018, com o valor dos activos financeiros a ascender a 15,803 milhões de dólares, investidos maioritariamente (60%) em obrigações do Tesouro dos países mais desenvolvidos e em acções (40%) de milhares de empresas sedeadas nestes mesmos países.

Os preços dos activos financeiros influenciam o RSE e, por sua vez, a capacidade de financiamento do OGE.

Neste momento, o FP investe 60% do seu valor em obrigações e 40% em acções...

### 1.3.4. Financial Markets and the Petroleum Fund

Finally, we consider another transmission channel of international developments to our economy, which relates to the Petroleum Fund, established to efficiently manage the country's oil wealth. The working mechanism of this channel is similar to the price of oil, to the extent that the price changes of international financial assets drive the value of the Petroleum Fund and, in turn, the value of 'Estimated Sustainable Income' of the Fund (ESI). At they drive changes in ESI and PF value, financial asset prices end up influencing the amount of revenue available to finance the state budget and, consequently, the pace and scale of spending and public investment policies.

The Petroleum Fund (PF) closed the year 2018 with the value of financial assets amounting to 15,803 million USD, invested mainly (60%) in treasury bonds of developed countries and stocks (40%) of thousands of companies based in these countries.

Financial asset prices influence the ESI and, in turn, overall funding of the State Budget.

The PF currently invests 60% of its value in bonds and 40% in equities.

Em 2018, o Fundo registou uma perda global de 434 milhões de dólares, provocada maioritariamente pela descida de preços dos seus investimentos nos mercados de acções e depreciação cambial dos investimentos em moeda estrangeira. Esta perda anulou assim uma parte dos ganhos registados em 2017, que ascenderam a 1635 milhões de dólares.

...mas apenas em obrigações de taxa de juro fixa e acções

Desde a sua criação, o FP tem vindo a alargar o seu universo de investimento, começando, primeiro, por apenas investir em títulos do Tesouro Norte-Americanos, passando depois por investir gradualmente em acções e, por fim, estendendo os investimentos a obrigações de vários Tesouros mundiais. O alargamento gradual do mandato de investimento regeu-se pela procura crescente de um retorno esperado mais elevado para o Fundo e pela maior diversificação dos investimentos e mercados considerados.

A performance do Fundo depende da evolução dos preços dos títulos nestes 2 mercados...

Naturalmente, este desenvolvimento institucional expõe o Fundo a novos riscos e mercados, mas que, beneficiando da diversificação entre a evolução dos preços dos vários activos, permite construir uma Carteira mais sólida e cujo retorno é mais eficiente, para o nível de risco desejado. Actualmente, o Fundo investe apenas em obrigações de taxa de juro fixa e acções, pelo que os juros das obrigações e os dividendos das acções providenciam, ao Fundo, um rendimento fixo e constante, pelo menos a priori. Naturalmente, ao investir em títulos obrigacionistas e acções, o Fundo beneficia das subidas dos respectivos valores de mercado, ou, pelo contrário, pode ser prejudicado pela sua descida.

In 2018, the Fund recorded an overall loss of 434 million dollars, mainly driven by lower prices of its investments in equities and exchange rates depreciation versus the dollar. This loss thus cancelled part of the substantial gains recorded in 2017, which amounted to 1,635 million dollars.

Since its inception, the PF has expanded its investment universe, starting first by only invest in US Treasury bonds and bills, then moving to invest gradually into stocks and, finally, extending its investments to bonds issued by other developed countries Treasuries. The gradual extension of the investment mandate was driven by the increasing demand for a higher expected return of the Fund and the greater diversification of the investments and markets under consideration.

PF performance is now crucially driven by price trends in global bond and equities markets....

Of course, this institutional development exposes the Fund to new risks and markets, but which, by benefiting from the diversification of the prices of the various assets, allows a more solid portfolio to be built and whose risk-return profile is more efficient. At present, the Fund invests only in fixed interest rate bonds and equities, so that interest on bonds and dividends on shares provide the Fund with a fixed and constant income, at least on 'a priori' basis. Naturally, by investing in bond and equity securities, the Fund benefits from increases in market values or, on the contrary, can be adversely affected by its decline. Accordingly, the Fund's main financial risks correspond to possible losses arising from the fall in the prices of the bonds or the shares acquired.

Assim sendo, os principais riscos financeiros do Fundo correspondem a eventuais perdas decorrentes da descida dos preços das obrigações, ou das acções adquiridas. Adicionalmente, uma vez que o FP investe em vários mercados, denominados em moedas diferentes do dólar, o Fundo também se encontra exposto ao risco cambial dos investimentos, entendido como a possibilidade de depreciação das várias moedas de investimento face ao dólar. Em suma, o risco financeiro do FP inclui 3 tipos de riscos: risco accionista, ou risco de descida dos preços dos principais mercados accionistas mundiais, risco de taxa de juro, que corresponde ao risco de queda dos preços das obrigações do tesouro; e risco cambial, que consiste no risco de depreciação das moedas de investimento face ao dólar.

A evolução dos preços dos activos do FP e das várias moedas de investimento consiste, assim, no verdadeiro canal de transmissão entre os mercados internacionais, o valor do FP e o valor do rendimento sustentável esperado. Em termos de retornos, o ano de 2018 foi negativo para o FP (-2.63%), prejudicado sobretudo pela desvalorização da carteira de investimentos accionistas (-13.42%), tendo a carteira de obrigações registado uma rentabilidade aceitável de 0.78%. As perdas registadas nos investimentos em acções resultaram praticamente da evolução negativa dos mercados accionistas no último trimestre de 2018 (-8.33%), resultantes do agravamento das medidas de natureza proteccionista e do maior pessimismo dos investidores. A apreciação do dólar face às moedas de investimento da Carteira também contribuiu para agravar as perdas registadas em 2018.

....assim como da evolução dos mercados cambiais, visto que o Fundo investe em moedas que não o dólar.

Em 2018, o Fundo registou perdas, maioritariamente explicadas pela evolução negativa dos mercados accionistas e pela depreciação das moedas de investimento face ao dólar.

In addition, since the PF invests in several markets, denominated in currencies other than the US dollar, the Fund is also exposed to the exchange rate risk of investments, understood as the possibility of depreciation of the various investment currencies against the dollar. In short, the financial risk of the PF includes 3 types of market risks: equity risk, or risk of falling prices of the main world stock markets, interest rate risk, which translates to the risk of falling Treasury bond prices; and currency risk, which consists of the risk of depreciation of the investment currencies against the US dollar.

The price changes of PF assets and the various investment currencies is thus the true channel of transmission between the international markets, the value of PF and its ESI. In terms of returns, 2018 was negative for PF (-2.63%), hampered mainly by the depreciation of the portfolio of equity investments (-13.42%), while the bond portfolio recorded an acceptable return of 0.78%. The losses on equity investments resulted mostly from the substantial downward trend recorded in the last quarter of 2018 (-8.33%), which was driven by the worsening nature and magnitude of over protectionist policy measures and increasing widespread investor pessimism. The appreciation of the dollar against most of the Portfolio's investment currencies also contributed to exacerbate losses in 2018.

....but foreign exchange fluctuations also affect the PF, which has invested in currencies beyond the USD.

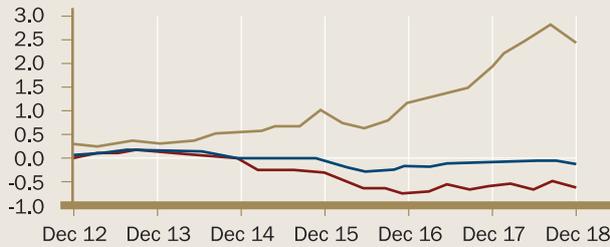
In 2018, the Fund incurred losses, mainly driven by the negative performance of stock markets and the depreciation of the investment currencies against the dollar.

Os investimentos em títulos obrigacionistas de Tesouros registaram ganhos ligeiros.

Em 2018, nos mercados obrigacionistas de títulos do Tesouro mundiais, assistiu-se a uma ligeira subida das taxas de juro no mercado dos EUA, mais marcada no caso dos prazos a 2 anos, do que nos prazos a 10 anos. Nos mercados Europeu e Japonês, as taxas de juro mantiveram-se estáveis, tendo mesmo registando algumas descidas. Ainda assim, apesar da continuada subida das taxas de juro em 2018 no mercado dos EUA - que representa a maioria do investimento obrigacionista - e que tende a prejudicar o valor dos títulos, o FP conseguiu beneficiar do rendimento dos cupões recebidos, registando uma performance global de 0.78% neste tipo de investimentos.

### Gráfico / Chart 1.22

Taxas de Juro a 2 Anos - % ano  
2 Years Interest Rates - % year

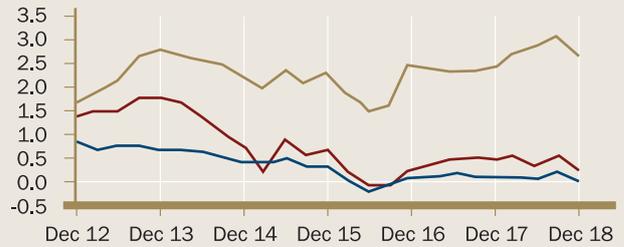


— EUA  
— ZonaEuro Alemanha  
— Japão

Fonte/Source: Bloomberg

### Gráfico / Chart 1.23

Taxas de Juro a 10 Anos - % ano  
10 Years Interest Rates - % year



— EUA  
— ZonaEuro Alemanha  
— Japão

Fonte/Source: Bloomberg

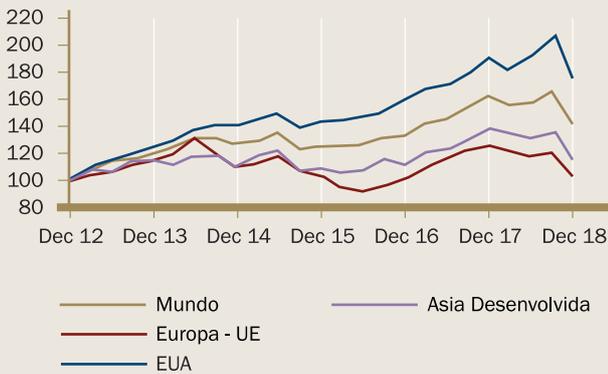
Investments in Treasuries still posted slight gains, despite renewed rises in US interest rates.

In 2018, in terms of global bond markets, we highlight the renewed increase of US interest rates, which was more pronounced for the 2-year term, than the longer 10-year period. In European and Japanese markets, interest rates remained stable, even recording some declines. Despite the negative impact of continued rises in interest rates in 2018 in the US market - which represents the majority of bond investments - the PF accumulated significant coupon return, allowing it post an overall performance of 0.78% for the bond portfolio.

Em termos dos mercados accionistas, o benchmark accionista do Fundo (linha preta - “Mundo”) registou perdas em 2018, determinado pela queda do mercado dos EUA, como da generalidade dos mercados accionistas mundiais. Em termos cambiais, ao contrário de 2017, a apreciação do dólar face à maior parte das divisas de investimento do FP explicou as perdas cambiais registadas pelo Fundo.

**Gráfico / Chart 1.24**

Mercados de Acções em USD- 2012 = 100  
Stock Markets in USD: 2012 = 100



Fonte/Source: Google Finance

**Gráfico / Chart 1.25**

Moedas vs USD - 2012 = 100  
Currencies against the USD: 2012 = 100



Fonte/Source: Google Finance

In terms of stock markets, the equity benchmark of the Fund (black line - “Mundo”) recorded losses in 2018, driven by the fall of the US market, as well as of the other global markets. In currency terms, unlike 2017, the appreciation of the dollar against most of the PF investment currencies was translated into foreign exchange losses for the PF.

O valor e rendimento do FP continuam a depender substancialmente da evolução dos preços em dólares dos vários activos financeiros.

Em suma, o Fundo Petrolífero detém hoje uma carteira de títulos extremamente diversificada e investida nos principais mercados accionistas e obrigacionistas mundiais, o que lhe permite otimizar o respectivo perfil de retorno-rendimento.

Contudo, dados os investimentos substanciais em obrigações e acções globais, podemos concluir que o valor e rendimento do FP se encontra intrinsecamente dependente da evolução dos preços globais destes activos, que é naturalmente afectada pela evolução do dólar face às divisas dos respectivos investimentos.

Num quadro de análise temporal mais longo, não nos parece marginal, hoje, o risco de que os mercados accionistas e obrigacionistas venham a registar perdas, dadas as actuais elevadas valorizações dos mercados accionistas e o nível historicamente baixo das taxas de juro das obrigações. Note-se, a este propósito, que o mercado accionista norte-americano, apesar das quedas registadas em 2018, continua a cotar-se num nível que corresponde a mais do dobro do nível verificado em Dezembro de 2009.



In short, the Petroleum Fund now holds a portfolio of a vast and diverse set of securities and is invested in major global stock and bond markets, which allows it to optimize its risk-return profile.

Contudo, o alongado horizonte temporal do Fundo e o seu quadro institucional, dever-nos-ão permitir enfrentar as oscilações dos mercados de uma forma racional e até beneficiar dos episódios de descidas de preços, que regularmente se manifestam nos mercados.



However, given its substantial investments in global bonds and equities, we conclude that PF's value and returns continue to depend on price developments of these financial assets, which are naturally affected by the evolution of the dollar against the currencies of its investments.

Looking at a longer time-frame, we do think that the risk of a global stock or bond market fall is now substantial, given the current high stock market valuations and the close to the historically low level of bond interest rates. It should be noted in this regard that the US stock market, despite the falls recorded in 2018, continues to be price at a level which corresponds to more than double the level recorded in December 2009.

However, the long investment horizon of the Fund and its institutional framework should allow us to deal with the markets' short-term swings in a rational way and even to benefit from the occasional episodes of price declines across markets, by a rigorous implementation of the Fund's investment discipline and targeted asset allocation.

PF's value and returns continue to rely largely on the development of prices in dollars of a broad set of global financial assets.