

### Gestão de Activos

**Paulo Monteiro**  
[paulo.monteiro@bancoinvest.pt](mailto:paulo.monteiro@bancoinvest.pt)  
 Telf.: 21 382 17 48

**Raúl Póvoa**  
[raul.povoa@bancoinvest.pt](mailto:raul.povoa@bancoinvest.pt)  
 Telf.: 21 383 56 18

**José Pedroso**  
[jose.pedroso@bancoinvest.pt](mailto:jose.pedroso@bancoinvest.pt)  
 Telf.: 21 381 13 18

- Oito anos após a crise financeira internacional a recuperação económica em curso encontra-se ensombrada pela opção do Reino Unido de saída da União Europeia. A incerteza provocada por este evento traduzir-se-á, com grande probabilidade, na revisão em baixa das estimativas de crescimento mundial, em particular do Reino Unido, consequência da deterioração da confiança dos agentes económicos e das fortes flutuações cambiais e dos preços dos activos financeiros.
- O efeito nos mercados financeiros foi imediato e sentido a nível mundial. Os mercados europeus, em especial o Espanhol e Italiano, registaram perdas acima de 12%, enquanto o índice de referência Britânico FTSE100 perdeu 3,2%. Também no mercado cambial se verificaram grandes variações diárias, com a libra esterlina (Gbp) a perder 5,8% e 8,1% face ao EUR e USD, respectivamente. Toda esta volatilidade levou à queda das yields dos Bunds alemães a 10 anos para os -0,13%, no final do semestre.

### Outlook

	Underweight --	-	Neutral 0	Overweight +	++
<b>Alocação de Activos</b>		Acções			Liquidez
	Obrigações				
<b>Acções</b>		Portugal		Europa (s/ Port.)	
		EUA			
<b>Obrigações</b>	Div. Pública				
				HY	EMD Local

### Índice:

Evolução dos indicadores macroeconómicos	Pág. 2
Evolução dos mercados financeiros	Pág. 10
Alocação de Activos	Pág. 18

**Banco Invest, SA**  
[www.bancoinvest.pt](http://www.bancoinvest.pt)

Av. Eng. Duarte Pacheco  
 Torre 1, 11º andar  
 1070-101 Lisboa  
 Portugal

## Evolução dos indicadores macroeconómicos

Oito anos após a crise financeira internacional a recuperação económica em curso encontra-se ensombrada pela opção do Reino Unido de saída da União Europeia. A incerteza provocada por este evento traduzir-se-á, com grande probabilidade, na revisão em baixa das estimativas de crescimento mundial, em particular do Reino Unido, consequência da deterioração da confiança dos agentes económicos e das fortes flutuações cambiais e dos preços dos activos financeiros.

Segundo as últimas estimativas da OCDE, anteriores ao referendo no Reino Unido, o crescimento da economia mundial deverá ficar-se pelos 3% em 2016 (3,3% em 2015). Muitas economias emergentes continuam pressionadas pela queda dos preços das matérias-primas e, nos países mais desenvolvidos, as políticas monetárias acomodáticas não têm sido suficientes para estimular o investimento, a produtividade e o emprego, em particular na Zona Euro, agora ameaçada pelo ressurgimento dos riscos políticos.

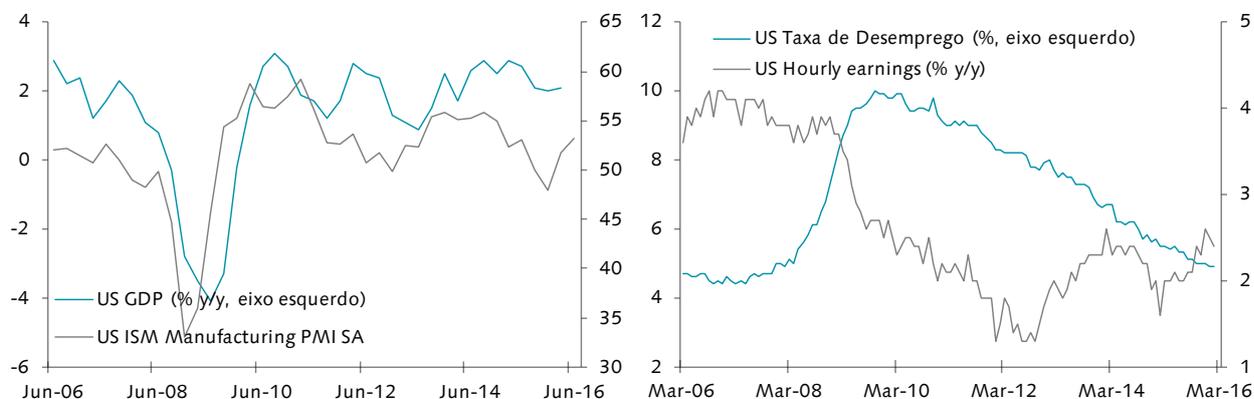
### *Estados Unidos*

*A economia norte-americana cresceu 1,1%, no segundo trimestre do ano (taxa anualizada).*

A economia norte-americana abrandou no primeiro trimestre deste ano, ao registar um crescimento de 1,1% em cadeia, após os 1,4% registados no quarto trimestre de 2015 (ambos os valores anualizados). Porém, em termos homólogos o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) aumentou 2,1%.

O mercado trabalho continuou a mostrar sinais positivos, com a taxa de desemprego a cair para os 4,7% em Maio, o valor mais baixo desde o final de 2007 (e bem abaixo dos 10,0% verificados em Outubro de 2009). A criação de novos empregos *non-manufacturing*, contudo, ficou bem abaixo da média dos últimos doze meses, em Maio (38 mil vs 200 mil, respectivamente), e da estimativa dos analistas, que esperavam a criação de 164 mil novos postos. Como tal, as pressões sobre os salários mantêm-se baixas, tendo o salário médio por hora aumentado 0,2% em Maio, abaixo dos 0,4% registados no mês anterior.

**Crescimento do PIB, ISM e Taxa de Desemprego**

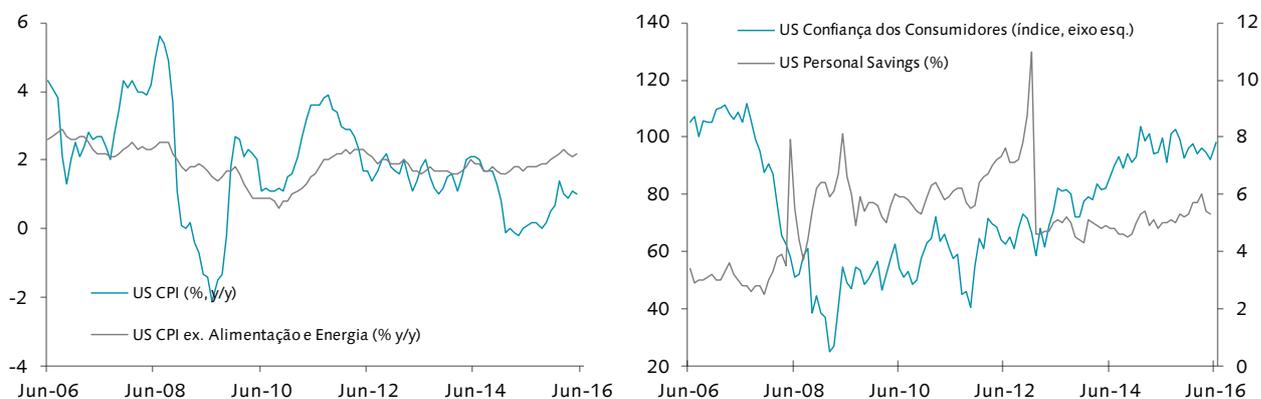


Fonte: Bloomberg.

Por sua vez, a taxa de inflação homóloga fixou-se nos 1,0%, em Maio, desacelerando ligeiramente face aos 1,1% registados no mês anterior. Este valor ficou igualmente abaixo do esperado pelos analistas, penalizado pela queda dos preços da alimentação e energia, superior à esperada. Excluindo estes dois itens, a taxa de inflação (core) fixou-se nos 2,2%, mais 10 pontos base (bps) relativamente ao valor de Abril.

A melhoria do mercado de trabalho para níveis próximos do pleno emprego tem contribuído para o aumento da confiança dos consumidores. O índice da Universidade Michigan caiu ligeiramente para os 94,3 pontos, em Maio, superando, contudo, as estimativas do mercado. No final do ano passado, este indicador situava-se nos 92,6 pontos.

**Confiança dos Consumidores e Taxa de Inflação**



Fonte: Bloomberg.

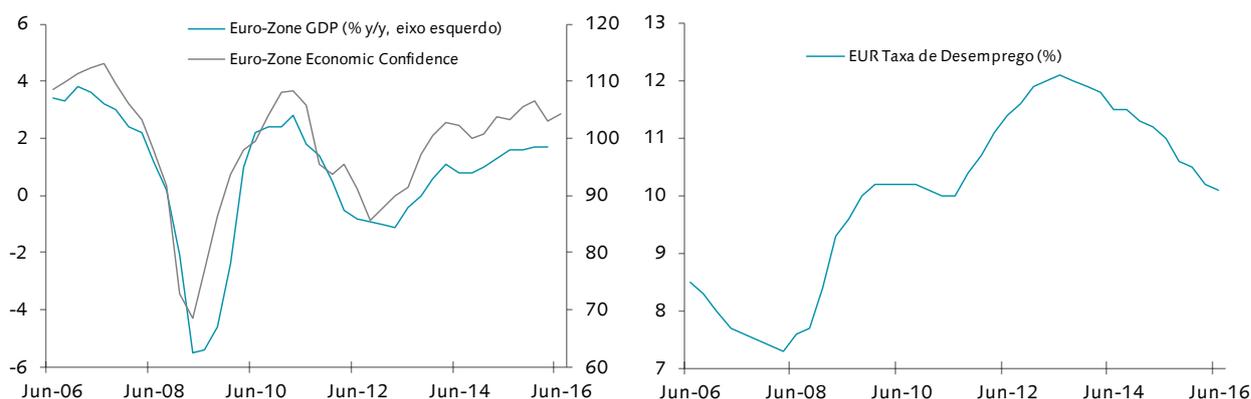
De acordo com as últimas estimativas da OCDE, anteriores ao referendo no Reino Unido, a economia norte-americana, que no ano passado cresceu 2,4%, deverá crescer 1,8% e 2,2%, em 2016 e 2017, respectivamente.

### Zona Euro

*Na Zona Euro, a incerteza volta a dominar a evolução da economia, após o resultado do referendo no Reino Unido.*

Na Zona Euro, a incerteza volta a dominar a evolução da economia, após o resultado do referendo no Reino Unido. No início do mês de Junho, as últimas previsões da OCDE apontavam para um crescimento de 1,6% e 1,7% em 2016 e 2017, respectivamente. Por sua vez, para o Reino Unido era esperado um crescimento de 1,7% e 2,0%. Estas previsões, contudo, não incorporavam a possibilidade da saída do Reino Unido da União Europeia (Brexit).

### Crescimento do PIB e Taxa de Desemprego



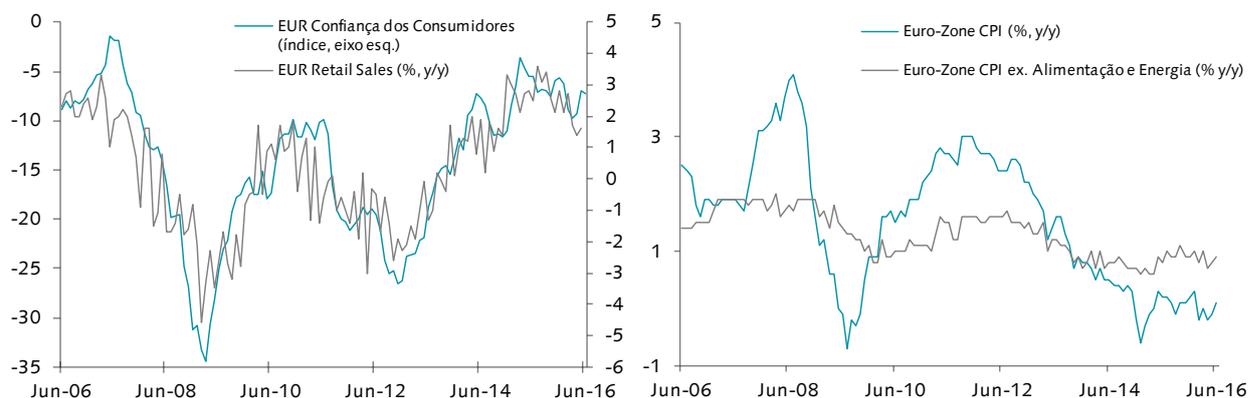
Fonte: Bloomberg.

A incerteza e a volatilidade nos mercados financeiros, provocada pelo Brexit, irão, pelo menos no curto prazo, levar a um adiamento do consumo e investimento por parte das famílias e empresas. Por outro lado, considerando os fortes laços comerciais existentes entre o Reino Unido e a Zona Euro (cerca de 50% das exportações do Reino Unido têm como destino a Zona Euro), é igualmente de esperar um abrandamento do comércio entre os dois blocos, com inevitável impacto negativo em termos de crescimento.

Sendo ainda demasiado cedo para claramente identificar todas as implicações económicas do Brexit, consegue-se, porém, adiantar alguns dos principais riscos e potenciais consequências para o Reino Unido:

- Diminuição do investimento e, conseqüentemente, da criação de emprego e da confiança dos consumidores, pelo menos até ser minimamente claro o novo modelo de relacionamento com a União Europeia;
- Aumento da taxa de inflação, após a forte depreciação da moeda inglesa. De acordo com estimativas do Banco de Inglaterra, uma queda de 10% na Libra conduz a uma subida de 1,5 pontos percentuais na taxa de inflação, cumulativamente em dois anos;
- Em contrapartida, a queda da Libra deverá potenciar as exportações inglesas, diminuindo assim o impacto no défice externo do Reino Unido;
- O aumento da incerteza e a diminuição da confiança dos agentes económicos poderão conduzir a uma correcção dos preços do imobiliário, minando o 'efeito riqueza' das famílias e o respectivo consumo;

#### Euro: Confiança dos Consumidores e Taxa de Inflação



Fonte: Bloomberg

Do lado da Zona Euro, o impacto económico do Brexit deverá ser menor. O principal risco é político, derivado da incerteza quanto ao futuro da União Europeia e traduzido no aumento dos prémios de risco, sobretudo, nas economias periféricas, comprometendo, desse modo, as recuperações em curso. Mas, por outro lado, as taxas de juro e a política monetária do Banco Central Europeu (BCE) poderão suportar o investimento e o Euro mais fraco potenciar as exportações.

Concluindo, o risco político quanto ao futuro da União Europeia condiciona, no curto prazo, as perspectivas macroeconómicas na Zona Euro. Mas, as instituições europeias, incluindo o BCE, afirmam-se determinadas em preservar a estabilidade

financeira imprescindível para minorar o impacto económico do Brexit. E, por outro lado, a recuperação económica na Zona Euro tem sido impulsionada pelo crescimento da procura interna, pelo que o impacto de factores externos é potencialmente menor e insuficiente para afectar materialmente a recuperação em curso.

**Portugal**

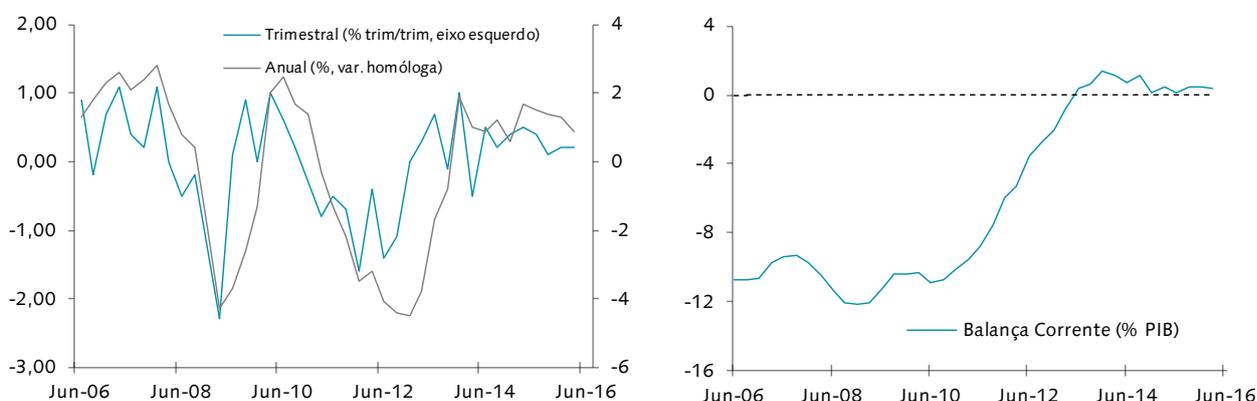
*Os riscos para a recuperação da economia nacional aumentaram com o resultado do referendo britânico.*

Tal como referido, a incerteza provocada pela anunciada saída do Reino Unido da União Europeia, do lado continental, afecta, em particular, os países periféricos e mais vulneráveis, como Portugal. Para além do impacto directo que o Brexit poderá ter – cerca de 10% das exportações nacionais têm como destino o Reino Unido –, a diminuição da confiança traduz-se na contração do investimento e em piores condições financiamento.

Neste sentido, os riscos para a recuperação da economia nacional aumentaram com o resultado do referendo britânico. De acordo com as últimas estimativas do Banco de Portugal (de início de Junho), o crescimento médio anual do PIB deverá ser de 1,3% em 2016, acelerando para 1,6% em 2017 e diminuindo para 1,5% em 2018, o que implica um nível de PIB no final deste período ainda abaixo do observado antes da crise financeira internacional em 2008.

Na base do ritmo lento da recuperação, tendo em conta a severidade e a duração da recessão que a antecedeu, continua o elevado nível de endividamento dos vários agentes económicos (públicos e privados) e a consequente necessidade de desalavancagem.

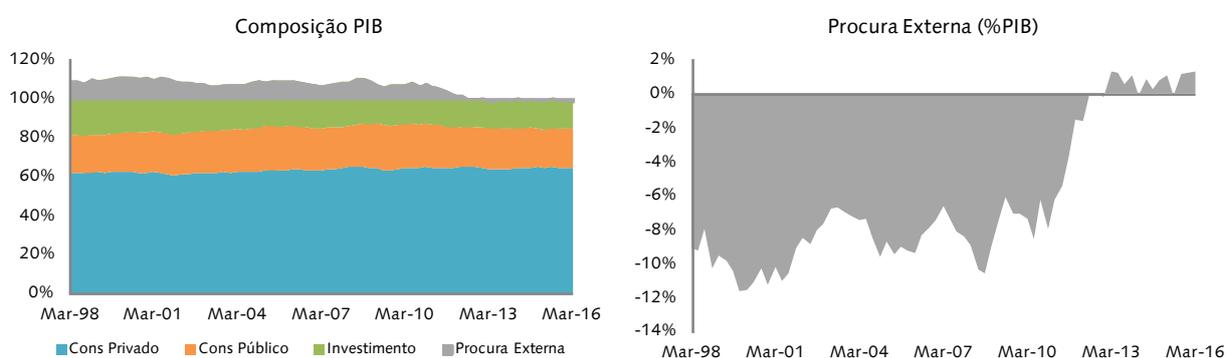
**Portugal: Crescimento do PIB e Saldo Externo de Bens e Serviços**



Fonte: Bloomberg e INE.

A evolução projectada para a economia portuguesa é marcada por uma recuperação gradual da procura interna, com um crescimento médio de 1,8% até 2018. Relativamente às exportações de bens e serviços, antecipa-se uma desaceleração em 2016, consequência da diminuição da procura externa, nomeadamente dos países emergentes, como Angola.

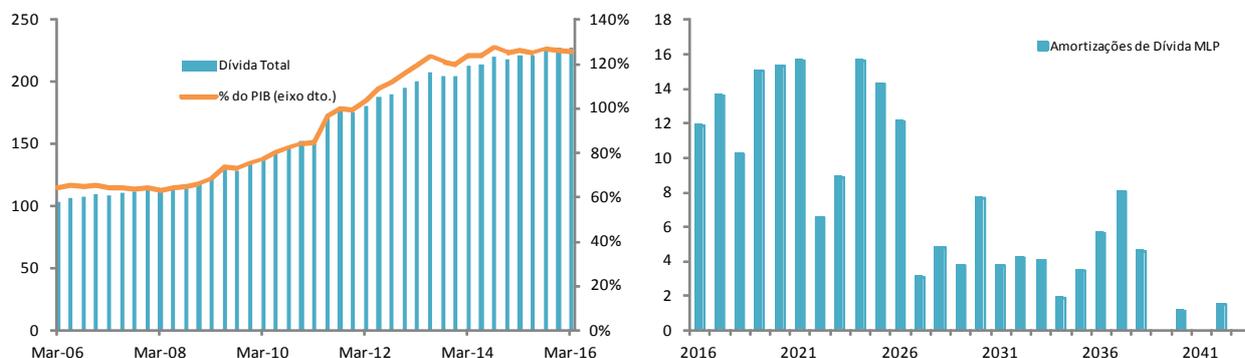
**Contas Nacionais – óptica da despesa**



Fonte: INE.

Em termos orçamentais, segundo a Direcção Geral do Orçamento (DGO), o défice das Administrações Públicas fixou-se nos 395 milhões de euros, até Maio, bem abaixo dos 848 milhões de euros registados em igual período do ano passado. Por sua vez, o saldo global da Administração Central e da Segurança Social, até Maio passado, ascendeu a -1.003 milhões de euros (-1.323 milhões de euros em 2015), e o saldo primário subiu para os 2.189 milhões de euros, face aos 1.607 milhões de euros em 2015.

**Portugal: Dívida Directa do Estado**



Fonte: INE, IGCP. Valores em milhares de milhão.

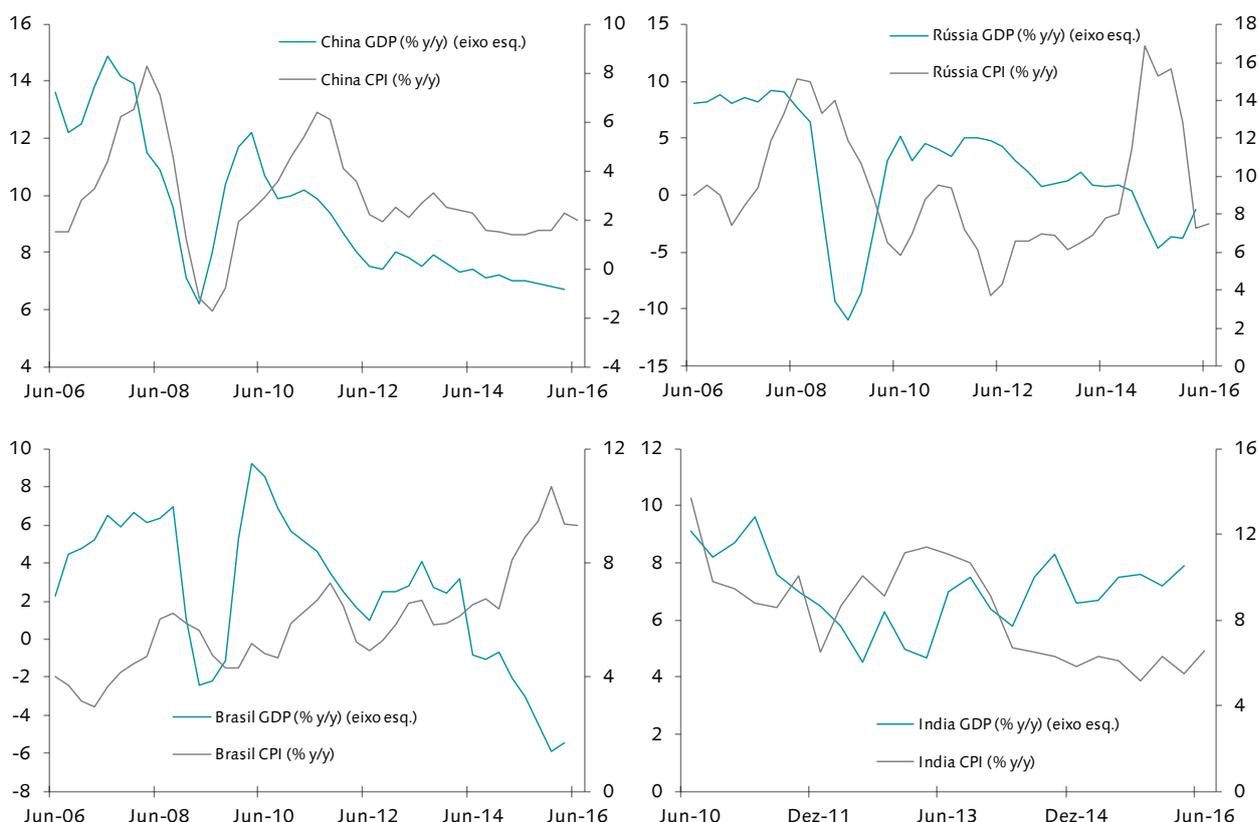
**Países Emergentes**

*A liquidez financeira global abundante e a perspectiva de uma subida lenta das taxas de juro nos Estados Unidos, são factores que deverão suportar as economias emergentes.*

As consequências do Brexit para as economias emergentes deverão ser relativamente contidas. A liquidez financeira global abundante e a perspectiva de uma subida lenta das taxas de juro nos Estados Unidos, são factores que deverão suportar estas economias. Por outro lado, a maioria destas economias encontra-se presentemente melhor preparadas para enfrentar choques exógenos.

Na China, o PIB cresceu 1,1% no primeiro trimestre deste ano, abaixo dos 1,5% registados no trimestre anterior e bem abaixo da média dos últimos cinco anos (cerca de 1,9%). Em termos homólogos, a economia cresceu 6,7%, o valor mais baixo desde o primeiro trimestre de 2009. Contudo, o investimento, a produção industrial e as vendas no retalho cresceram acima do esperado, sugerindo que a economia chinesa está a estabilizar.

**Economias BRIC**



Fonte: Bloomberg.

Na Índia, a actividade expandiu 2,1% no primeiro trimestre de 2016, acima dos 1,8% do último trimestre do ano passado. Desta forma, o crescimento homólogo acelerou para os 7,9%, face aos 7,2% anteriores, o valor mais alto dos últimos seis trimestres. A taxa de inflação continuou a subir, atingindo os 5,8% em Maio, o valor mais elevado desde Agosto de 2014.

Na Rússia, a economia começa a dar sinais de recuperação, com uma contração de 1,2% no PIB, em termos homólogos, após os -3,8% verificados no trimestre anterior. Ainda assim, a economia permaneceu em recessão pelo quinto trimestre consecutivo, com os sectores industrial, construção e retalho ainda em terreno negativo. Pela positiva destacaram-se os sectores agrícola e mineiro.

Por fim, no Brasil a economia contraiu 0,3% no primeiro trimestre (-1,3% no trimestre anterior), a menor queda desde o primeiro trimestre do ano passado. Para esta melhoria, contribuíram a subida das exportações e o aumento dos gastos públicos. O consumo e o investimento, pelo contrário, continuaram em queda. Em termos homólogos, o PIB brasileiro caiu 5,4%, no primeiro trimestre (5,9%, no final do ano passado).

Paulo Monteiro

Redigido em 6 de Julho de 2016

## Evolução dos mercados financeiros

O final do primeiro semestre ficou marcado pelo referendo no Reino Unido que aprovou a saída da União Europeia com 52% dos votos (*Brexit*). O efeito nos mercados financeiros foi imediato e sentido a nível mundial. Os mercados accionistas registaram perdas no valor de USD2,08 trilhões no dia após o referendo, a maior perda diária de sempre e superior à falência do Banco Lehman Brothers. Os mercados europeus, em especial o Espanhol e Italiano, registaram perdas acima de 12%, enquanto o índice de referência Britânico FTSE100 perdeu 3,2%. Também no mercado cambial se verificaram grandes variações diárias, com a libra esterlina (Gbp) a perder 5,8% e 8,1% face ao EUR e USD, respectivamente. Toda esta volatilidade levou à queda das yields dos Bunds alemães a 10 anos para os -0,13%, no final do semestre.

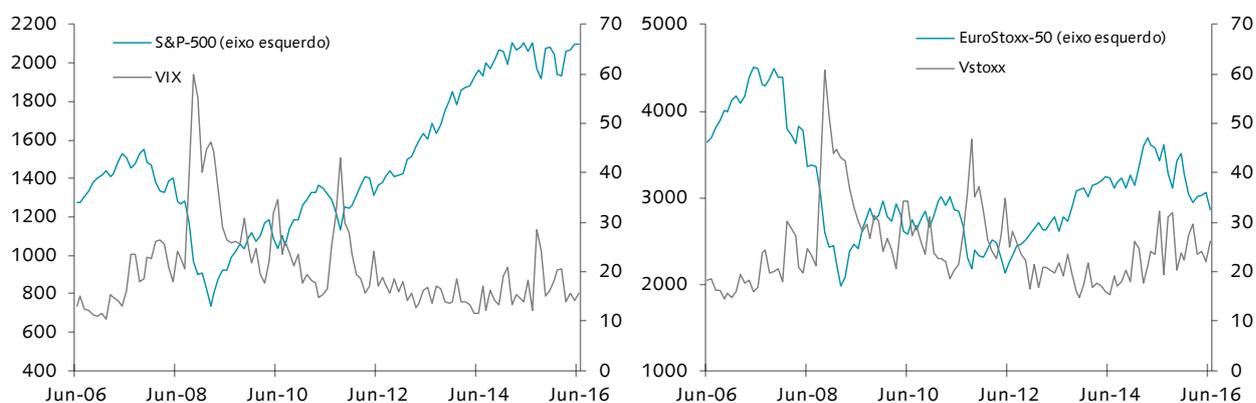
### *Mercados Accionistas*

Nos Estados-Unidos, o índice de referência S&P-500 fechou o semestre com uma valorização de 2,7%. Após um primeiro trimestre positivo, no segundo, e apesar de ter quebrado a barreira dos 2100 pontos devido aos receios e posterior confirmação do *Brexit*, o índice valorizou 1,9% face ao trimestre anterior. Reflectindo estas mudanças de sentimento, o índice de volatilidade VIX terminou o mês de Junho nos 15,6 pontos, apreciando 12% no trimestre.

Nos Estados-Unidos, o índice de referência S&P-500 fechou o semestre com uma valorização de 2,7%. Após um primeiro trimestre positivo, no segundo, e apesar de ter quebrado a barreira dos 2100 pontos devido aos receios e posterior confirmação do *Brexit*, o índice valorizou 1,9% face ao trimestre anterior. Reflectindo estas mudanças de sentimento, o índice de volatilidade VIX terminou o mês de Junho nos 15,6 pontos, apreciando 12% no trimestre.

Além do referendo no Reino Unido, outro tema que continuou a marcar o sentimento dos investidores foi a eventual subida da taxa de juro pela FED. Com a permanência da taxa entre 0.25%-0.50% em Junho, na próxima reunião poderá ser revelada mais informação acerca do plano do banco central. Tendo em conta a actual conjuntura, as expectativas do mercado apontam para a manutenção da taxa de juro em 2016.

### Mercados Accionistas versus Volatilidade

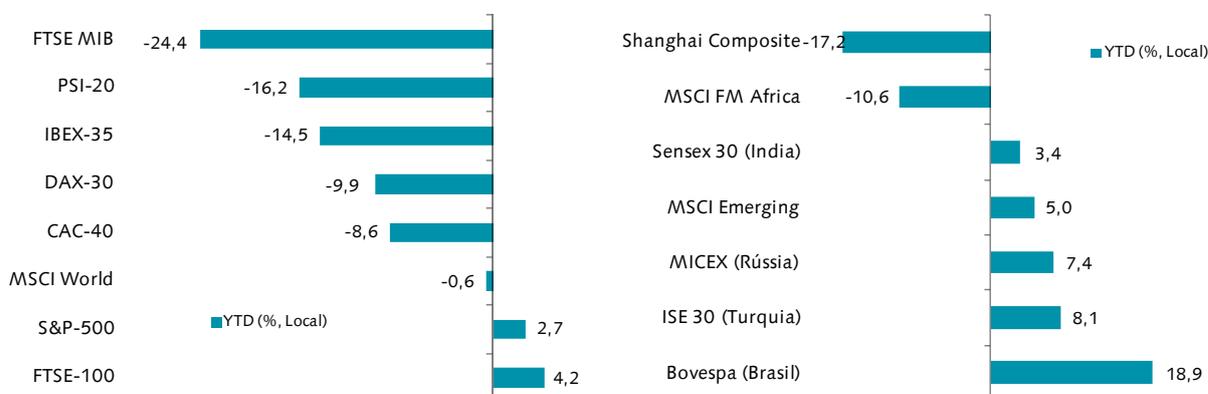


Fonte: Bloomberg.

Os mercados accionistas europeus foram os que mais sofreram com o *Brexit*, em especial os periféricos, fechando o semestre com fortes desvalorizações. Pela negativa destacam-se os mercados italiano (FTSEMIB -24,4%) e português (PSI-20 -16,2%). O índice inglês (FTSE-100), fechou positivo em 4,2% em moeda local (-7,9% em EUR).

Por sua vez, os mercados emergentes subiram 5,0% no semestre, destacando-se pela positiva os mercados Brasileiro e Turco, com rentabilidades de 18,9% e 8,1%, respectivamente. Pelo contrário, o mercado Chinês, Shanghai Composite, desvalorizou 17,2%.

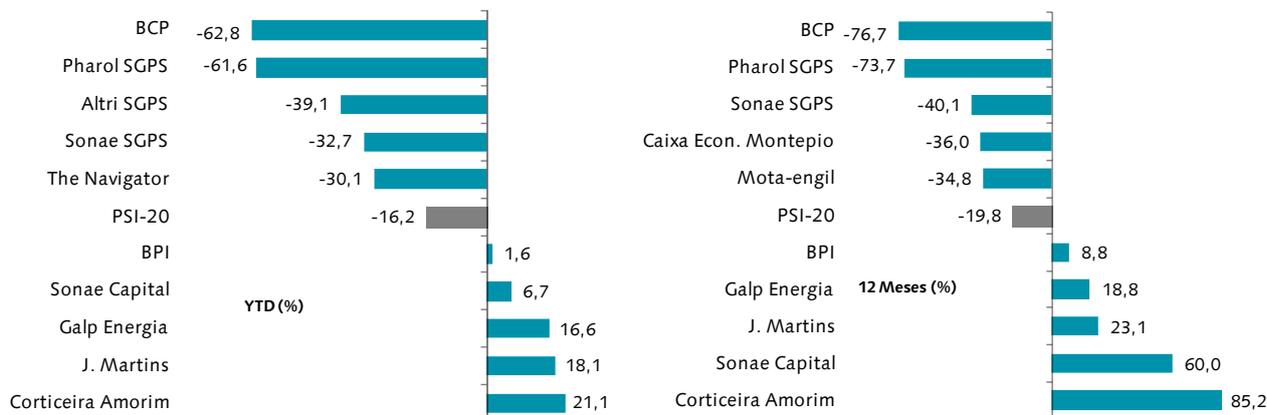
### Evolução dos Mercados Accionistas Mundiais



Fonte: Bloomberg.

No mercado nacional, o índice PSI-20 perdeu 11,3% no trimestre e 16,2% no semestre. Pela positiva, no semestre, destacaram-se as acções da Corticeira Amorim (+21,1%), Jerónimo Martins (+18,1%), Galp Energia (+16,6%) e da Sonae Capital (+6,7%). Pelo contrário, o BCP (-62,8%), Pharol SGPS (-61,6%), Altri SGPS (-39,1%) e a Sonae SGPS (-32,7%) registaram as maiores perdas. Em Junho, a brasileira OI avançou com um pedido de recuperação judicial, de modo a evitar a falência. Esta medida seguiu-se ao falhanço das negociações entre a empresa e os seus credores. Destaque ainda para o BPI, que na próxima assembleia geral, marcada para 22 de Julho, irá votar o fim dos limites de voto. Caso os limites de voto sejam extintos, o Caixabank deverá conseguir o controlo do banco nacional.

**Maiores e menores subidas do PSI-20.**

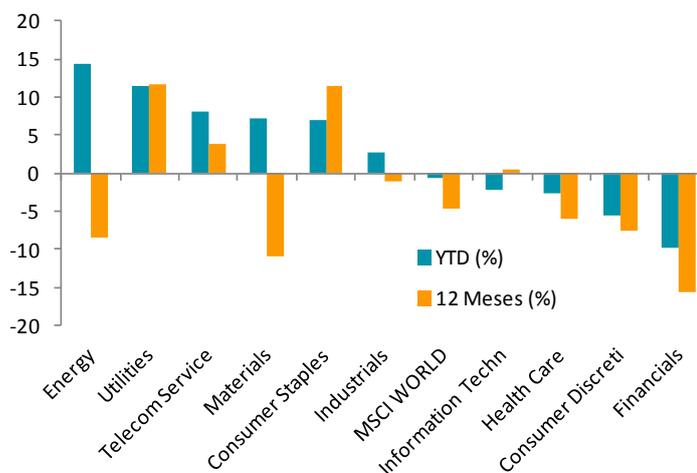


Fonte: Bloomberg.

O índice MSCI World encerrou o trimestre com uma valorização de 0,3%.

Globalmente, os sectores que registaram as melhores performances semestrais foram o Energético (+14,4%), as Utilities (+11,6%) e as Telecoms (+8,1%), considerando os índices da MSCI World, em USD. Pelo contrário, os sectores de Consumo Discricionário e Financeiro foram os mais penalizados, com desvalorizações de -5,7% e -9,7%, respetivamente, este último penalizado pelo *Brexit* e pelo impacto negativo da queda das taxas de juro nas margens dos bancos, em especial na Europa.

**Evolução Sectorial (Global)**



Fonte: Bloomberg, Índices MSCI World. Moeda: USD

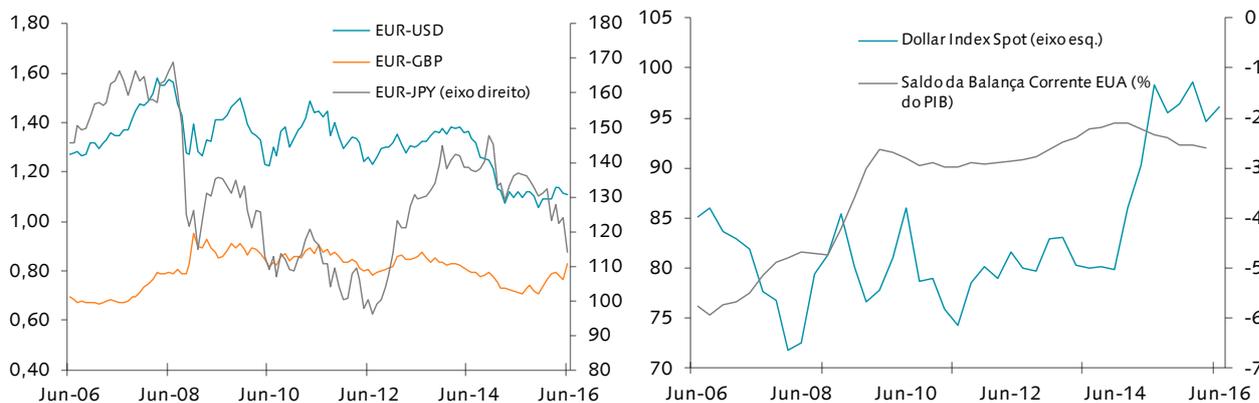
**Mercados Cambiais**

O EUR recuperou 2,2% contra o USD, durante os primeiros seis meses do ano.

No dia seguinte ao referendo a GBP caiu 5,8% e 8,1% face ao EUR e USD, respectivamente, chegando mesmo a atingir mínimos dos últimos 30 anos. Deste modo, no total do semestre a GBP acumulou perdas de 11,7% e 9,7% face ao EUR e USD.

No último trimestre, verificou-se uma apreciação de 2,5% do USD face ao EUR, com o EUR/USD a fechar o mês de Junho nos 1,1106. Para este movimento contribuiu a expectativa de novas medidas por parte do Banco Central Europeu, de modo a proteger a economia europeia de um potencial efeito nefasto do *Brexit*.

**Evolução do Euro e do Dollar Index Spot**



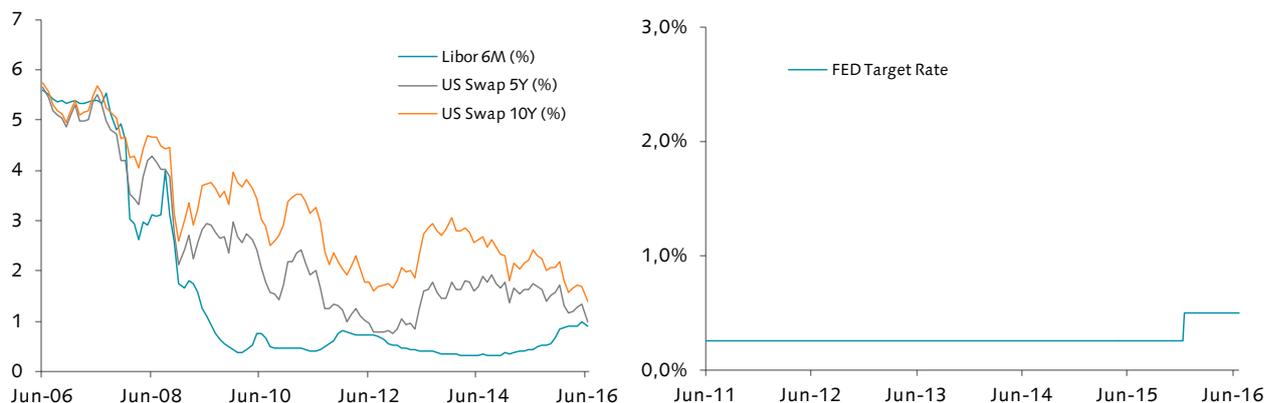
Fonte: Bloomberg.

**Taxas de Juro**

*Os Bancos Centrais continuam a pressionar as taxas de juro nos mercados monetários.*

Nos Estados-Unidos, a taxa de juro a 6 meses encerrou o trimestre nos 0,91%, com uma subida de 1,4 bps face ao trimestre anterior. Em relação às taxas de juro para swaps a 5 e 10 anos, estas caíram 20 e 27 bps, para os 1,00% e 1,39%, respectivamente, no mesmo período.

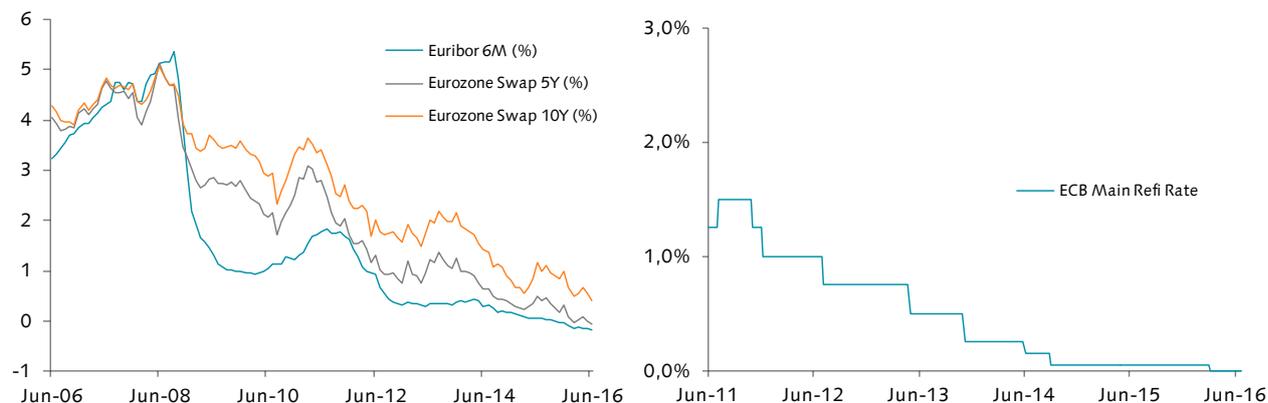
**Evolução das Taxas de Juro - USD**



Fonte: Bloomberg.

Na Zona Euro, o trimestre ficou marcado pelo início das compras do novo programa de compra de activos (targeted longer-term refinancing operations: TLTRO II) pelo BCE. Esta medida, bem como a manutenção da taxa de juro de referência a zero, contribuíram para a descida das taxas swap a 5 e 10 anos em 8bps e 13bps, face ao trimestre passado, para os -0,06% e 0,42%, respectivamente. Em relação às taxas mais curtas, a Euribor a 6 meses fechou o trimestre nos -0,18% caindo assim 5 bps face ao primeiro trimestre.

**Evolução das Taxas de Juro - EUR**



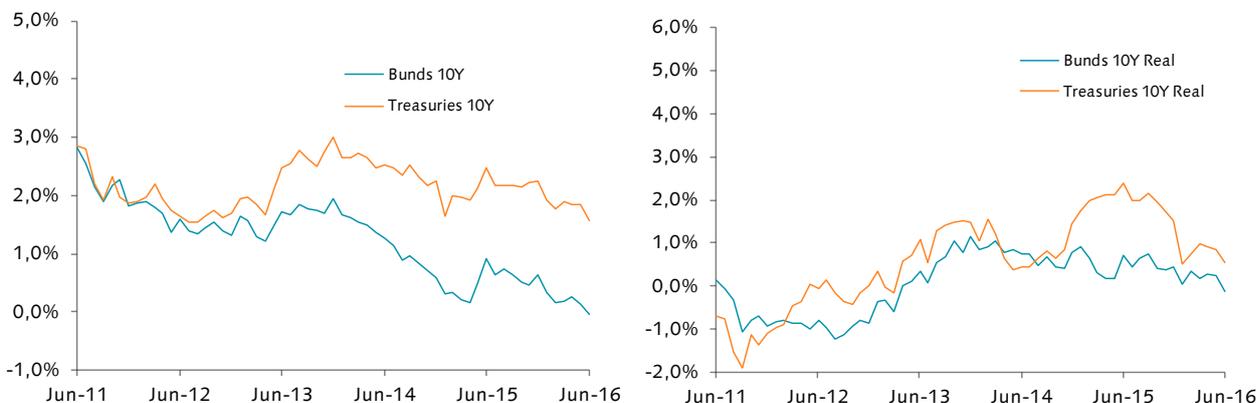
Fonte: Bloomberg.

**Dívida Pública**

*As yields das obrigações de dívida pública (core) acompanharam o movimento assistido nos mercados monetários.*

Nos Estados Unidos, os Treasuries a 10 anos fecharam o trimestre nos 1,47%, caindo 30 bp face ao trimestre anterior e 80 bp desde o início do ano. Por sua vez, na Zona Euro, os Bunds alemães a 10 anos desceram 48 bps no trimestre, para os -0,13%. Face ao final de 2015, a yield a 10 anos caiu 76 bp. Mais uma vez, com o aumentar de volatilidade dos mercados acionistas, especialmente em Junho, estes activos voltaram a servir de refúgio para muitos investidores.

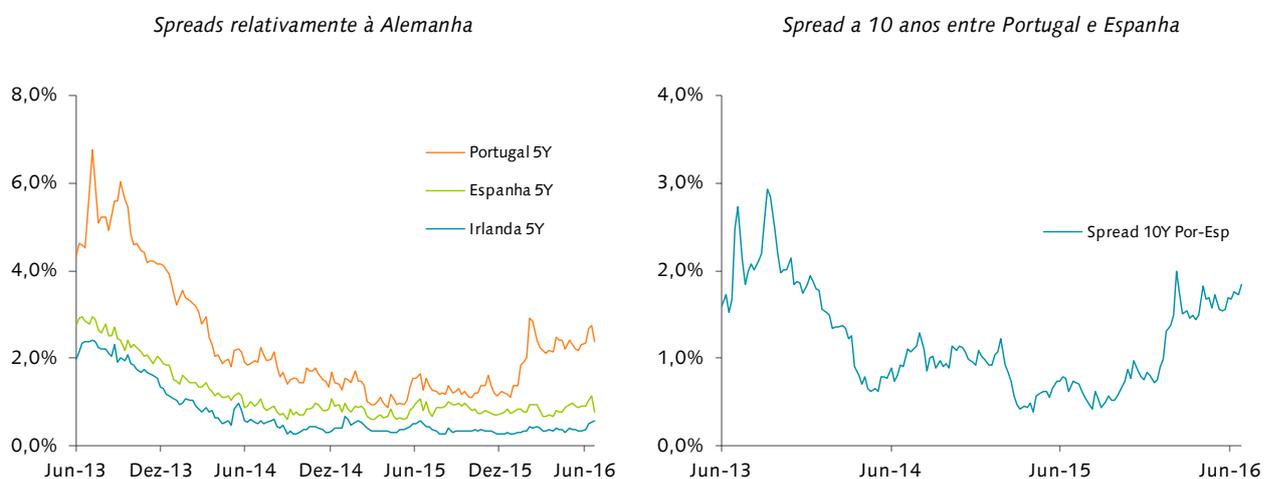
**Dívida Pública core – yields a 10 anos**



Fonte: Bloomberg.

Entre os países europeus periféricos, destaque, pela negativa, para o continuar do alargamento do prémio de risco de Portugal (face à Alemanha), em mais de 30 bps, para os 3,1%, no prazo dos 10 anos. Na base deste movimento estiveram as reservas levantadas pelas autoridades europeias e agências de rating quanto à viabilidade das medidas propostas no Orçamento de Estado para 2016, pelo que as autoridades europeias podem mesmo impor sanções. Este factor, aliado à subida da aversão ao risco, provocado pelo aumento da volatilidade nos mercados financeiros, levou a este aumentar de spreads.

## Zona Euro



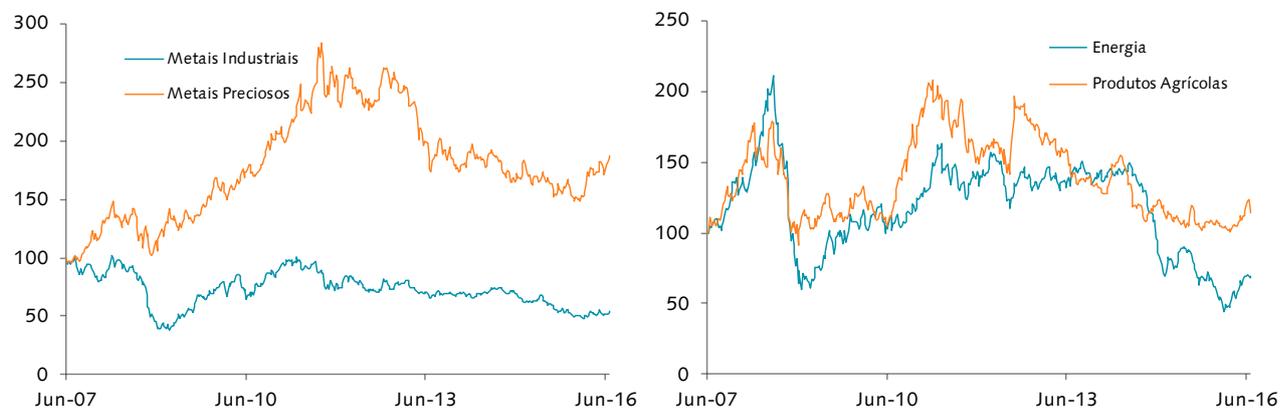
Fonte: Bloomberg.

## Matérias-Primas

Após um primeiro trimestre de grande volatilidade, a cotação do petróleo ultrapassou os \$50/barril, fechando o semestre nos \$48,3/barril.

O índice S&P GSCI (em USD) terminou o segundo trimestre com uma valorização de 15,7%, face ao trimestre anterior, e 17,4% desde o início do ano. Na origem desta performance está, essencialmente, o preço do Petróleo, cuja cotação subiu 26,1% no trimestre e 29,8% no semestre. Por sua vez, no semestre, os metais preciosos valorizaram cerca de 31%, e os metais industriais subiram 7%, estes últimos ainda muito pressionados pelo abrandamento das economias emergentes, em particular da China. Por fim, os preços dos produtos agrícolas subiram, em média, 0,3%.

**Evolução das *Commodities***



Fonte: Bloomberg.

José Pedroso

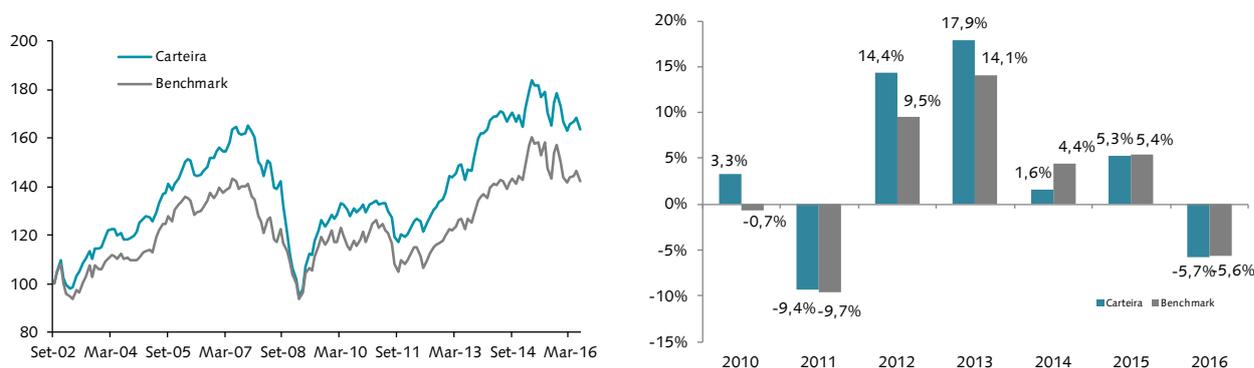
Redigido em 6 de Julho de 2016

## Alocação de Activos

As carteiras sob gestão encerraram o primeiro semestre com desvalorizações compreendidas entre os -0,9% (Perfil Conservador) e os -5,7% (Perfil Dinâmico). Ainda que em termos absolutos estas sejam rendibilidades decepcionantes, em termos relativos, face aos respectivos benchmarks e mercados financeiros em geral, as performances revelaram-se positivas, sobretudo nos perfis Conservador e Moderado, com outperformances de 20 e 80 bps, respectivamente.

O segundo trimestre terminou envolto de uma elevada incerteza, após o resultado do referendo no Reino Unido e a opção pela saída da União Europeia. Nos mercados financeiros, o sinónimo para incerteza é a volatilidade e, como tal, o final do trimestre caracterizou-se por uma elevada turbulência. Neste contexto, o posicionamento defensivo adoptado desde há vários meses e o foco na gestão do risco das carteiras, permitiu minimizar as perdas.

### Perfil Dinâmico – Rendibilidade Histórica

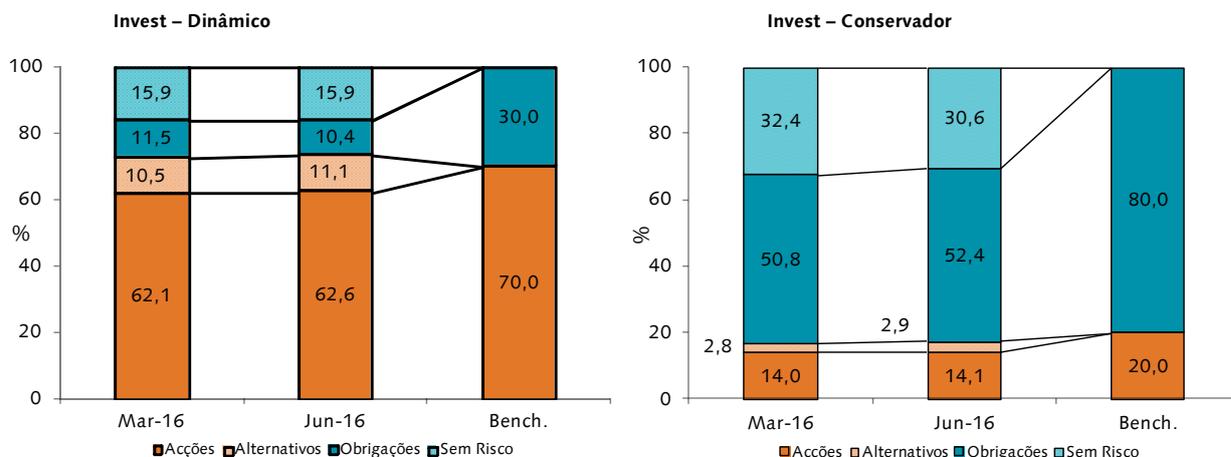


Fonte: Banco Invest, Gestão de Activos.

Com efeito, na componente accionista das carteiras manteve-se a exposição global praticamente inalterada face ao trimestre anterior, ainda que com algumas alterações pontuais, como por exemplo, o reforço em fundos (gestores) com baixo beta face aos mercados e a reentrada (cerca de 20% abaixo desde a última venda) no mercado italiano, fortemente penalizado este ano pelas dúvidas em torno do respectivo sector financeiro.

Por sua vez, na parcela obrigacionista aumentou-se a exposição a investment grade europeu, beneficiário do novo programa de títulos do BCE, e já após o referendo no Reino Unido, reduziu-se taticamente a exposição a dívida emergente, potencialmente afectada pela apreciação do USD e pela crescente aversão ao risco.

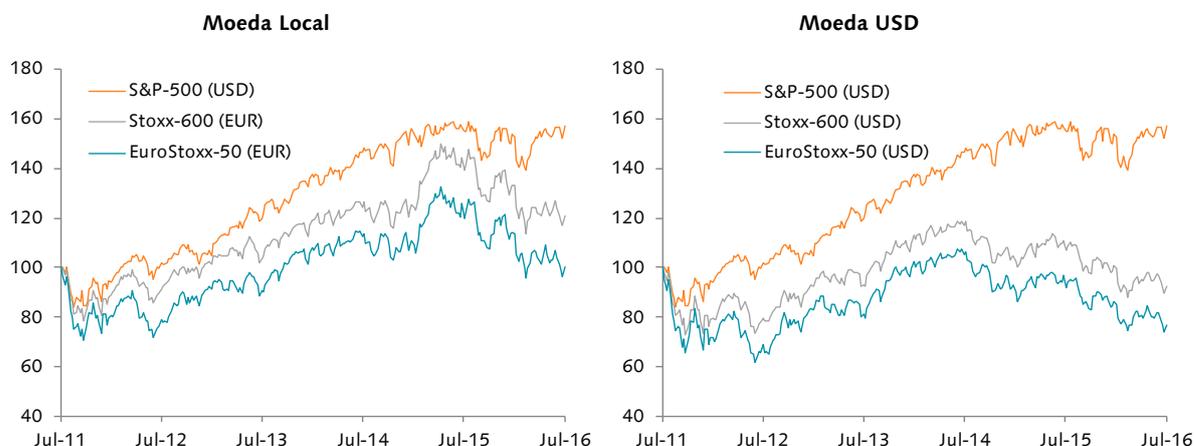
**Alocação de Activos**



Fonte: Banco Invest, Gestão de Activos.

Apesar do posicionamento defensivo das carteiras, o Brexit não era o nosso resultado esperado para o referendo no Reino Unido. A curto e médio prazo, as implicações políticas (e, consequentemente económicas e nos mercados) para o Reino Unido, União Europeia e resto mundo, podem até ser significativas, mas são desconhecidas nesta fase. Como consequência desta falta de visibilidade, os prémios de risco dos mercados accionistas europeus aumentaram significativamente, aumentando a underperformance face aos congéneres norte-americanos. Desde o início do ano, por exemplo, o EuroStoxx-50 perde cerca de 13%, enquanto o S&P-500 está praticamente inalterado, ambos em Euros.

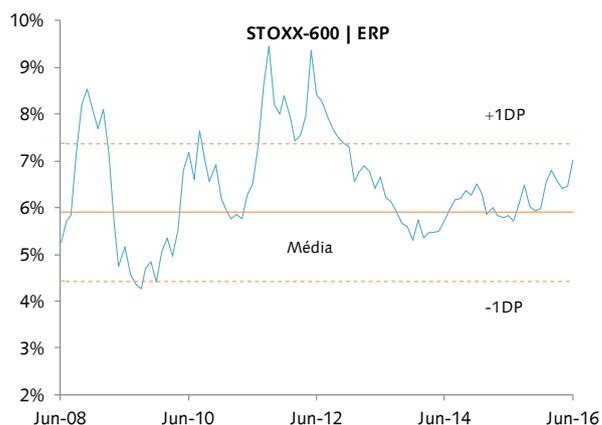
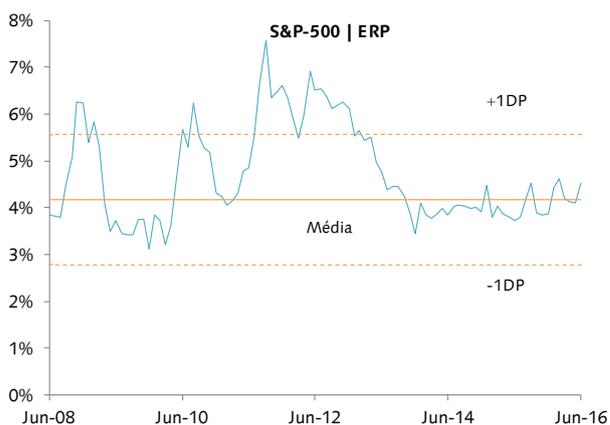
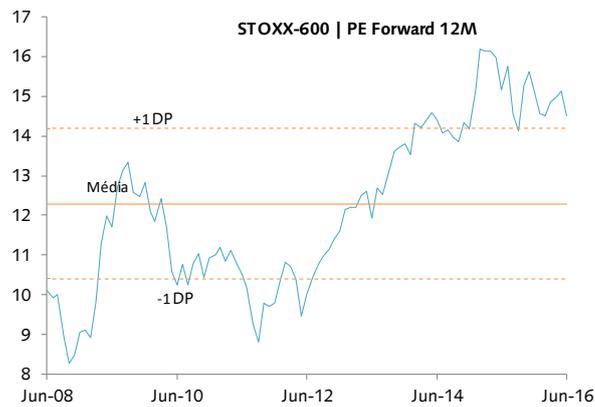
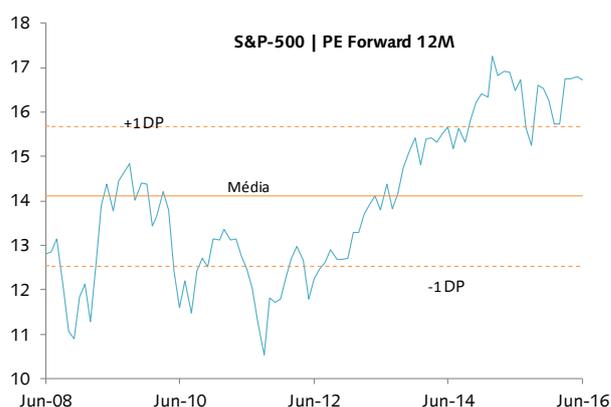
**Europa vs EUA**



Fonte: Bloomberg. Banco Invest.

Por outro lado, em termos fundamentais, após as recentes quedas dos mercados europeus, o diferencial entre os dois blocos voltou a aumentar. As acções europeias transacionam, em média, com um Price-Earnings (forward 12 meses) de 14,5x, contra os 16,7x das acções norte-americanas (S&P-500). Em ambos os casos, estes valores situam-se bem acima da média dos últimos dez anos, mas quando comparados com as respectivas yields das obrigações sem risco, os mercados europeus destacam-se pela positiva. Ou seja, de facto, os mercados europeus encontram-se ensombrados por várias incertezas (políticas), mas esse risco parece já devidamente descontado nos preços, com os 'prémios de risco' quase um desvio-padrão acima da média (dos últimos dez anos).

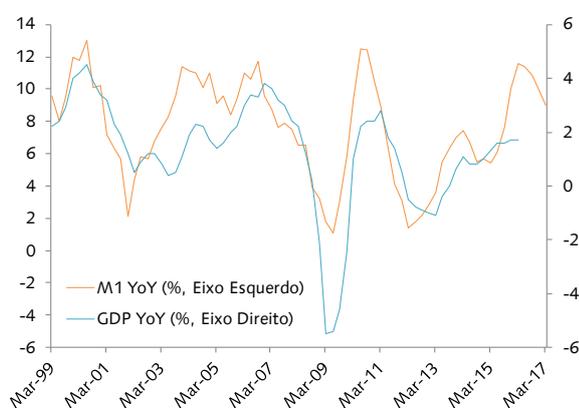
**Price-to-Earnings Ratio e Prémios de Risco (ERP)**



Fonte: Bloomberg. Banco Invest. ERP's calculados com base nos 12 months forwards earnings.

Concluindo, mantemos a preferência pelas acções europeias, relativamente às norte-americanas, assente em avaliações mais interessantes. O mercado reagiu violentamente ao Brexit, descontando o risco de contágio político e, apesar da recuperação verificada nos dias seguintes, no curto prazo, continua *oversold*. No médio prazo, o *outlook* é mais desafiante, com vários anos de negociações, políticas e económicas, pela frente. A forma como as instituições europeias, incluindo o BCE, se comprometerem com o desígnio de manter a União e preservar a estabilidade financeira do Euro, será crucial para a evolução, entre outros, também dos mercados accionistas.

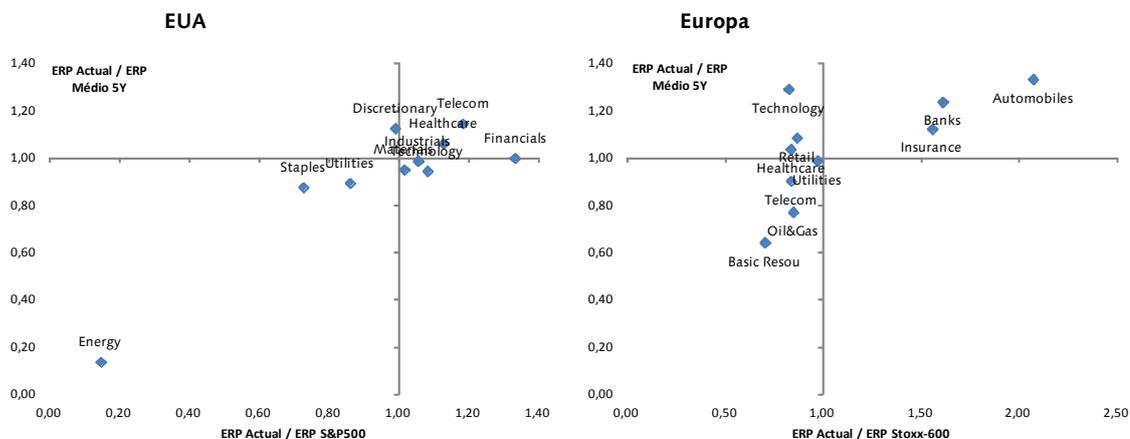
### PIB da Zona Euro e Liquidez (M1)



Fonte: Bloomberg. Banco Invest. M1 forward em três trimestres.

Sectorialmente mantemos a opinião manifestada ao longo dos últimos trimestres. O cenário de taxas de juro negativas na Zona Euro não é o mais favorável para o sector financeiro e as respectivas acções têm sido fortemente castigadas, com vendas indiscriminadas. Mas, o sector, incluindo as seguradoras, (1) transacciona em níveis atractivos, numa perspectiva de médio-longo prazo, (2) possui, em média, uma exposição reduzida ao Reino Unido, e (3) apresenta balanços bastante mais fortes do que antes da crise financeira global. Com menor risco, as Telecoms e as Farmacêuticas apresentam igualmente avaliações interessantes, numa perspectiva de diversificação.

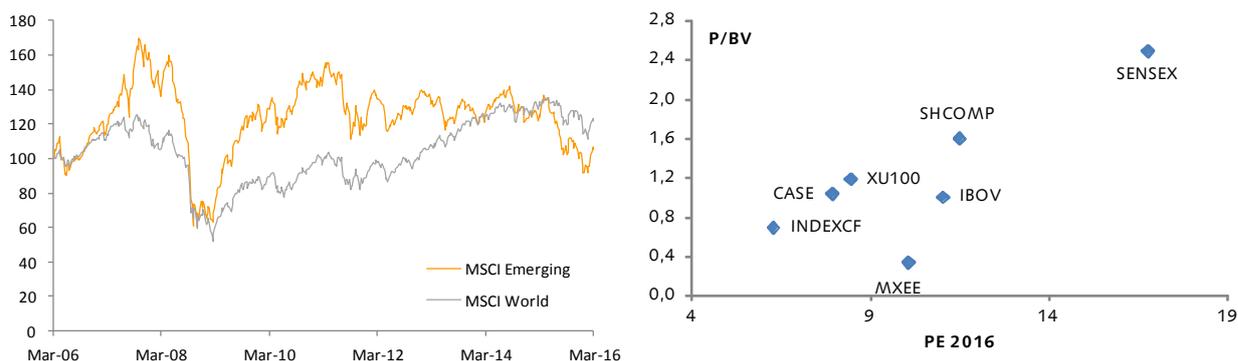
**Radar sectorial**



Fonte: Bloomberg. Banco Invest. ERP – Equity Risk Premium (prémios de risco).

Por fim, no universo das obrigações, mantemos a preferência pelos segmentos de high yield e dívida emergente. Apesar da maior volatilidade destas classes de activos, os respectivos spreads continuam relativamente atractivos face às alternativas de menor risco, como a dívida pública core e o crédito investment grade. A exposição a estes activos continua a ser obtida através de fundos de investimento com abordagens flexíveis e elevados índices de diversificação.

**Mercados emergentes**



Fonte: Bloomberg. Banco Invest.

Paulo Monteiro

Redigido em 6 de Julho de 2016

**DISCLOSURES**

- O Banco Invest SA, uma instituição registada e regulada pelo Banco de Portugal e pela Comissão de Valores Mobiliários (CMVM).
- Os analistas que compõem a equipa de Research do Banco Invest SA encontram-se, para todos os efeitos, devidamente registados junto da CMVM.
- Significado das recomendações:

Compra significa uma rentabilidade esperada superior a 10%;  
Neutral significa uma rentabilidade esperada entre 0% e +10%;  
Redução significa uma rentabilidade esperada entre -10% e 0%;  
Venda significa uma rentabilidade esperada inferior a -10%.

- O Banco Invest pode ter, no presente e/ou no futuro, algum tipo de relação comercial com as empresas mencionadas neste relatório.
- Os membros da equipa de Research do Banco Invest não recebem qualquer tipo de compensação pelo exercício regular das suas recomendações, as quais reflectem opiniões estritamente pessoais.
- Histórico de recomendações (últimos 12 meses):  
Não existe.

**Disclaimer**

A informação contida neste documento foi elaborada pelo Departamento de Research do Banco Invest e tem carácter meramente informativo e particular, utilizando informação económica e financeira disponível ao público e considerada fidedigna. No entanto, a sua precisão não pode ser totalmente garantida e nada obsta a que aquelas fontes possam, a qualquer momento e sem aviso prévio, ser alteradas pelo Banco Invest.

As opiniões expressas reflectem o ponto de vista dos autores na data da publicação, sujeitas a correcções, e podem ser diferentes ou contrárias a opiniões expressas por outras áreas do grupo, como resultado da utilização de diferentes critérios e hipóteses. Assim, qualquer alteração verificada nas condições de mercado poderá implicar alterações ao conteúdo informativo deste relatório, cuja exactidão, veracidade, validade e actualidade deverá ser sempre devidamente analisada, avaliada e atestada pelos respectivos destinatários. Não há qualquer periodicidade na emissão das presentes recomendações de investimento.

O presente documento é divulgado aos seus destinatários como mera ferramenta de apoio à tomada de decisão de investimento, não devendo nem podendo substituir qualquer julgamento próprio dos seus destinatários, sendo estes, por isso, inteiramente responsáveis pelos actos e omissões que pratiquem. O Banco Invest rejeita assim a responsabilidade por quaisquer eventuais danos ou prejuízos resultantes, directa ou indirectamente da utilização da informação referida neste documento independentemente da forma ou natureza que possam vir a revestir. Não é permitida a reprodução total ou parcial deste documento, sem autorização prévia. Mais se declara inexistirem quaisquer situações de conflito de interesses tendo por objecto o título e/ou emitente a que se reporta o presente documento, por um lado, e o autor da presente recomendação ou o Banco Invest, SA, por outro. O Banco Invest, ou os seus colaboradores, poderão deter, a qualquer momento, uma posição sujeita a alterações, em qualquer título referenciado neste documento. O Banco Invest, SA encontra-se sujeito à supervisão da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários e do Banco de Portugal.