

Gestão de Activos

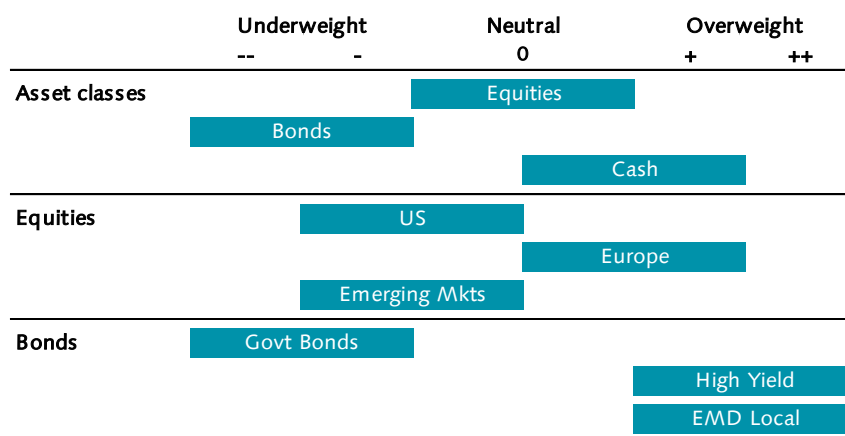
Paulo Monteiro
paulo.monteiro@bancoinvest.pt
 Telf.: 21 382 17 48

José Pedroso
jose.pedroso@bancoinvest.pt
 Telf.: 21 381 13 18

Raúl Póvoa
raul.povoa@bancoinvest.pt
 Telf.: 21 383 56 18

- A economia mundial deverá crescer 3,5% e 3,6% em 2017 e 2018, respectivamente, de acordo com as últimas estimativas do Fundo Monetário Internacional (FMI). Igualmente importante, esta aceleração face ao ano passado (3,1%) tem sido acompanhada por uma maior sincronização entre as economias avançadas e as emergentes e em desenvolvimento. Entre as primeiras, o principal contribuidor para esta melhoria serão os Estados-Unidos e, entre as segundas, destaque para a estabilização da China e recuperação das economias russa e brasileira.
- Tal como no trimestre passado, a Reserva Federal Norte-Americana (FED) voltou a subir, em Junho, a taxa directora em 25 basis points (bp) para os 1%-1,25%. Contudo, esta não deverá ser a última subida de taxa em 2017, visto que o consensus dos analistas aponta para mais uma subida em Dezembro. Além disso, a FED irá iniciar o processo de redução do seu balanço, após a expansão derivada do Quantitative Easing (QE), iniciada em 2007.

Outlook



Banco Invest, SA
www.bancoinvest.pt

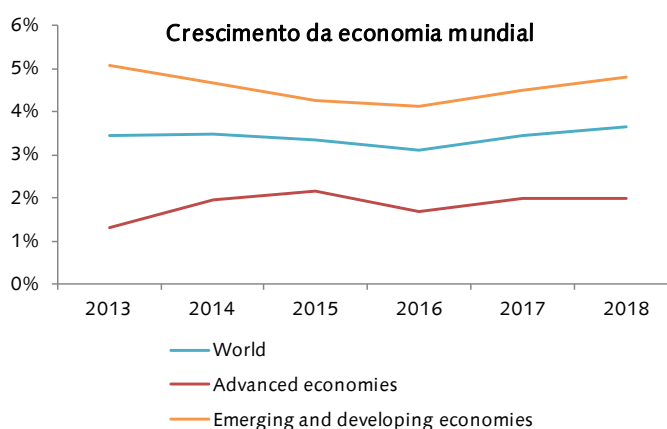
Av. Eng. Duarte Pacheco
 Torre 1, 11º andar
 1070-101 Lisboa
 Portugal

Índice:

Evolução dos indicadores macroeconómicos	Pág. 2
Evolução dos mercados financeiros	Pág. 10
Alocação de Activos	Pág. 19

Evolução dos indicadores macroeconómicos

A economia mundial deverá crescer 3,5% e 3,6% em 2017 e 2018, respectivamente, de acordo com as últimas estimativas do Fundo Monetário Internacional (FMI). Igualmente importante, esta aceleração face ao ano passado (3,1%) tem sido acompanhada por uma maior sincronização entre as economias avançadas e as emergentes e em desenvolvimento. Entre as primeiras, o principal contribuidor para esta melhoria serão os Estados- Unidos e, entre as segundas, destaque para a estabilização da China e recuperação das economias russa e brasileira.



Fonte: FMI, Abril-17

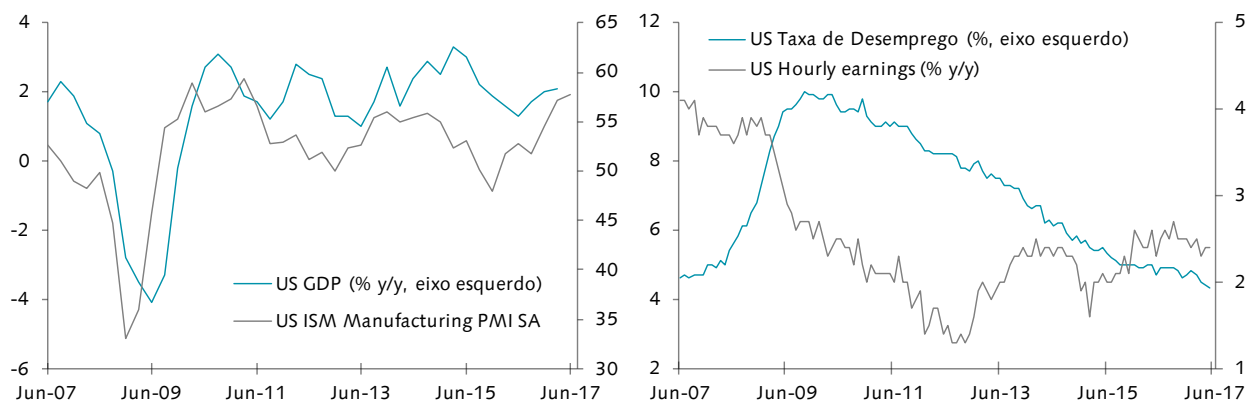
Estados Unidos

Segundo as últimas previsões do FMI, a economia norte-americana deverá crescer 2,3% e 2,5%, em 2017 e 2018, respectivamente. Em 2016, o crescimento foi de 1,6%.

A economia norte-americana cresceu, em cadeia, 1,2% (anualizado) no primeiro trimestre deste ano. Apesar de superior ao esperado pelos analistas, este foi o valor mais baixo no último ano. O bom comportamento do consumo privado e do investimento não-residencial acabaram por ser de certa forma anulados pelos valores abaixo do esperado do investimento público e dos inventários das empresas. Em termos homólogos, contudo, a economia expandiu 2%, sem alteração face ao trimestre anterior.

A taxa de desemprego caiu para os 4,3% em Maio, face aos 4,4% registados em Abril passado. Este é o valor mais baixo desde Maio de 2001, com o número de pessoas desempregadas a permanecer em torno dos 6,9 milhões. A taxa de participação no mercado de trabalho diminuiu para os 62,7% (63%, em Março). Em termos homólogos, os salários registaram um crescimento de 3,7% em Abril, ligeiramente abaixo dos registos dos meses anteriores.

Crescimento do PIB, ISM e Taxa de Desemprego



Fonte: Bloomberg.

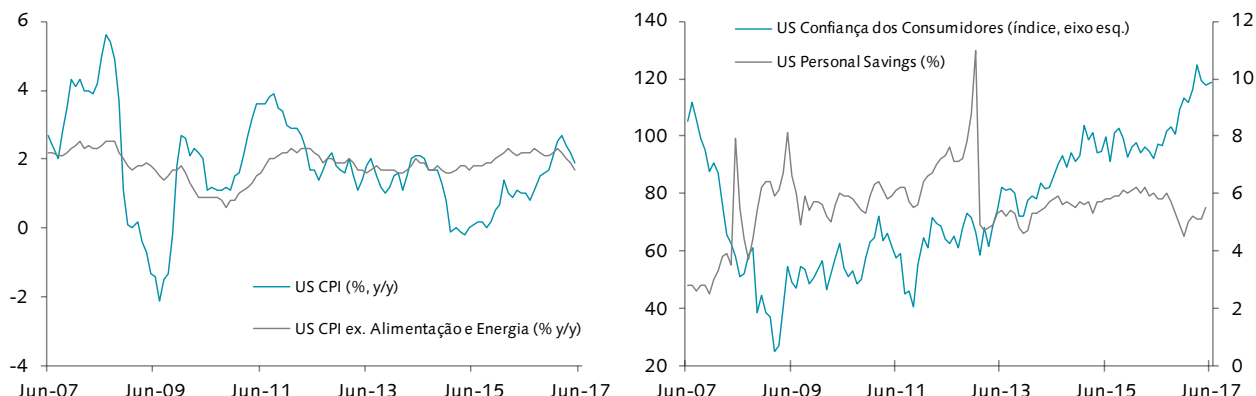
A confiança dos empresários industriais, medida pelo índice ISM Manufacturing PMI, caiu ligeiramente em Maio, para os 52,7 pontos. Este é o valor mais baixo dos últimos oito meses mas, ainda assim um valor robusto e acima dos 50 pontos, antecipando a continuação da expansão económica nos próximos trimestres.

Também a confiança dos consumidores registou uma ligeiro recuo, dos 97,1, em Maio, para os 94,5 pontos registados em Junho. Este é igualmente o valor mais baixo dos últimos sete meses, espelhando a recente erosão da confiança na capacidade de execução das políticas anunciadas pela nova Administração. Tal erosão no sentimento dos consumidores reflectiu-se, entre outros, no menor crescimento das vendas a retalho, que em Maio subiram 3,8%, em termos homólogos (4,6% em Abril).

Igualmente em desaceleração continua a taxa de inflação. Em Maio, a variação dos preços no consumidor ficou-se pelos 1,9% (variação homóloga), bem abaixo dos 2,5% registados no início do ano. Excluindo os custos com alimentação e energia, a taxa de inflação (core) situa-se nos 1,7%, o registo mais baixo desde Maio de 2015.

De acordo com as últimas estimativas do FMI, a economia norte-americana deverá crescer 2,3% e 2,5%, em 2017 e 2018, respectivamente.

Confiança dos Consumidores e Taxa de Inflação



Fonte: Bloomberg.

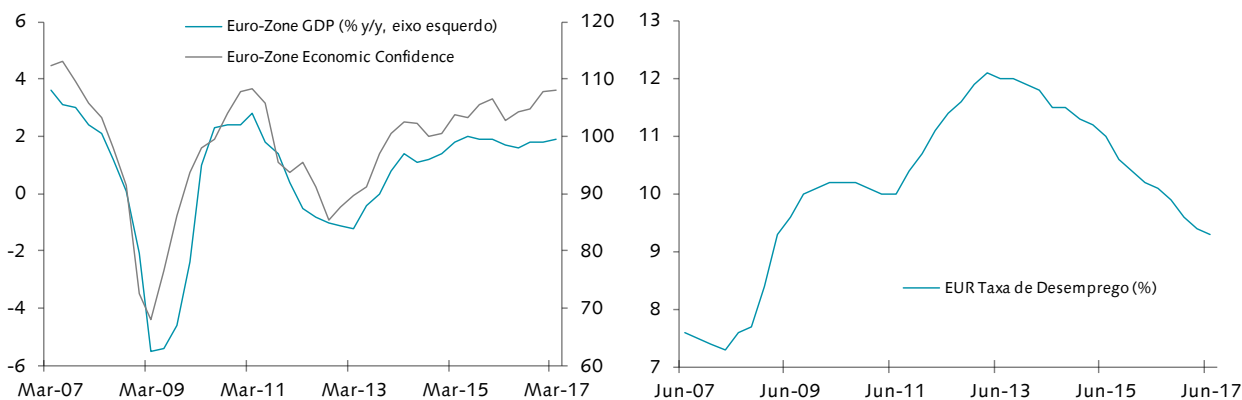
Zona Euro

Para a Zona Euro, o FMI espera um crescimento do PIB de 1,7% e 1,6%, em 2017 e 2018, respectivamente.

O Produto Interno Bruto (PIB) da Zona Euro cresceu 0,6% em cadeia, no primeiro trimestre deste ano, mais 0,1 pp que no trimestre anterior. Este foi o valor mais forte desde o primeiro trimestre de 2015, sobretudo impulsionado pelo investimento e consumo privado. O crescimento acelerou na Alemanha, Espanha e Itália, mas piorou ligeiramente em França. Em termos homólogos, o PIB registou uma subida de 1,9%, mais 0,1 pp que no último trimestre do ano passado.

Em linha com a melhoria da actividade, a taxa desemprego manteve a trajectória descendente, caindo para os 9,3%, em Abril, assim como a confiança dos consumidores, que subiu para os -3,3 pontos, em Maio (-5,1 pontos no final de 2016).

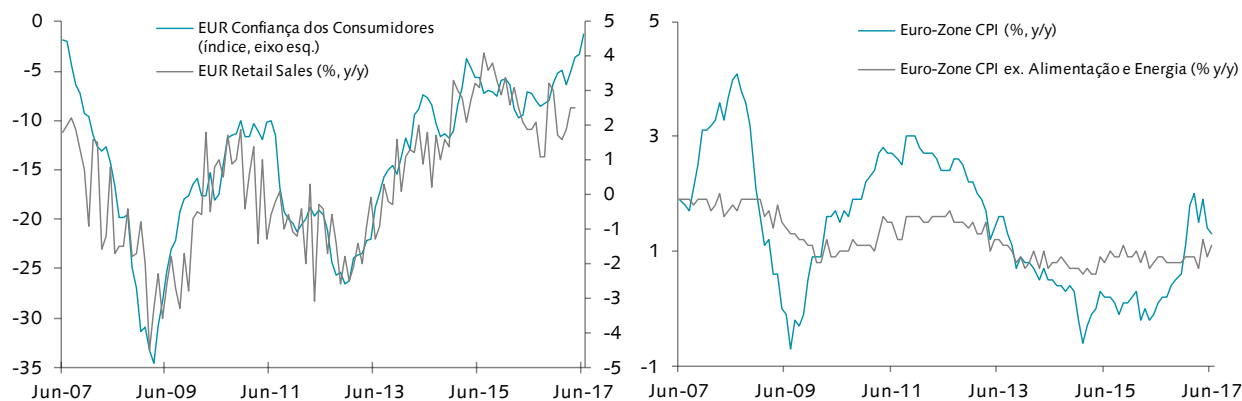
Crescimento do PIB e Taxa de Desemprego



Fonte: Bloomberg.

Contudo, tal optimismo e aceleração da actividade económica ainda não se faz sentir no crescimento dos preços no consumidor. Em Maio, a taxa de inflação caiu para os 1,4%, face aos 1,9% verificados no mês anterior, o valor mais baixo deste ano, reflectindo a queda do preço do petróleo e dos custos com telecomunicações. Excluindo os custos com alimentação e energia, a taxa de inflação (core) situava-se nos 0,9%, na mesma data.

Euro: Confiança dos Consumidores e Taxa de Inflação



Fonte: Bloomberg

Segundo as últimas previsões do FMI, a economia da Zona Euro deverá crescer 1,7% em 2017, sem alteração face ao ano passado, e 1,6% em 2018. Entre os países do Euro, destaque para a Espanha, cujo PIB é esperado crescer 2,6% e 2,1% em 2017 e 2018, respectivamente.

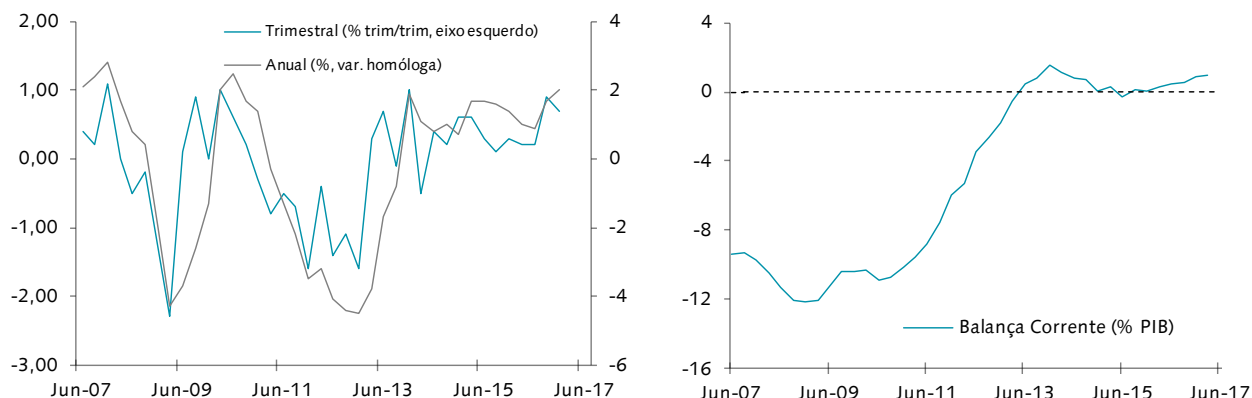
Portugal

Em Junho, o Banco de Portugal reviu em alta as estimativas de crescimento para a economia nacional, para 2,5% em 2017.

De acordo com o Banco de Portugal, em 2016 a economia portuguesa registou um crescimento do produto de 1,4%, face a um valor de 1,6% no ano anterior. Deste modo, o crescimento do produto nacional em 2016 situou-se 0,3 pp abaixo do observado na área do euro e o seu nível mantém-se cerca de 4% abaixo do registado em 2008, ano em que se iniciou a última crise económica e financeira internacional.

Entretanto, no primeiro trimestre deste ano o PIB cresceu 1,0%, em cadeia, acelerando face aos 0,7% registados no último trimestre de 2016. Este foi o trimestre mais forte desde o início de 2010, impulsionado, sobretudo, pela procura externa e, em menor escala, pelo investimento e consumo privado. Desta forma, a variação homóloga atingiu os 2,8%, a mais alta desde o último trimestre de 2007.

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



Fonte: Bloomberg e INE.

Face a estes desenvolvimentos, em Junho o Banco de Portugal reviu em alta as estimativas de crescimento da economia nacional. De acordo com as últimas projecções, o PIB deverá apresentar crescimentos médios anuais de 2,5% em 2017, 2,0% em 2018 e 1,8% em 2019. No final do horizonte de projecção, o nível do PIB deverá situar-se ligeiramente acima do observado antes da crise financeira internacional em 2008.

Economia nacional

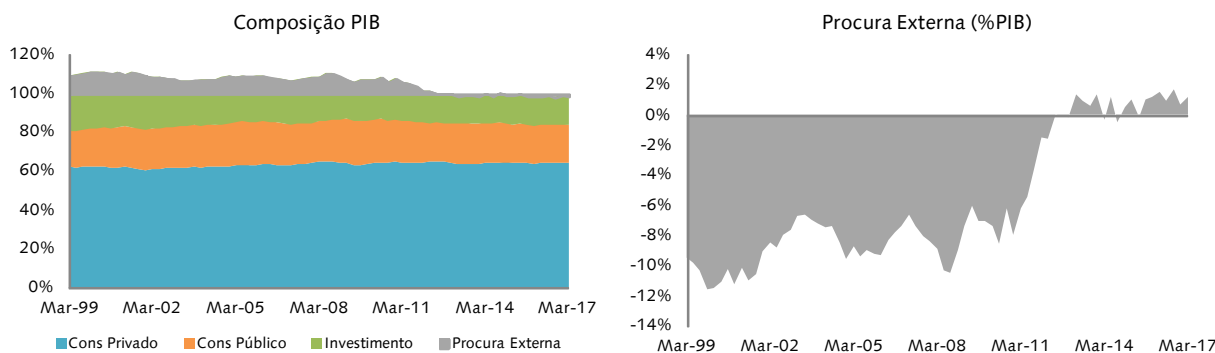
	Pesos 2016	2016	2017	2018
Produto Interno Bruto	100,0%	1,4%	2,5%	2,0%
Consumo Privado	65,8%	2,3%	2,3%	1,7%
Consumo Público	18,0%	0,5%	0,4%	6,0%
FBCF	14,8%	-0,1%	8,8%	5,3%
Procura Interna	98,8%	1,5%	2,6%	2,2%
Exportações	40,3%	4,4%	9,6%	6,8%
Importações	39,1%	4,4%	9,5%	6,9%
Balança Corrente e de Capital (% PIB)		1,7%	2,1%	2,4%
Balança de Bens e Serviços (% PIB)		2,2%	2,0%	2,2%
Índice Harmonizado de Preços no Consumidor		0,6%	1,6%	1,4%

Fonte: Banco de Portugal, Junho de 2016

Igualmente significativa tem sido a evolução da taxa de desemprego que, em Abril, caiu para os 9,8%, um registo não observado desde o final de 2009. O número de desempregados caiu para os 505 mil, mas o desemprego jovem mantém-se muito elevado, nos 23,7%.

Por sua vez, a taxa de inflação caiu para os 1,5%, em Maio, face aos 2,0% observados no mês anterior. Após a subida originada pela Páscoa, os sectores que registaram as maiores diminuições de preços foram os transportes, a restauração e a hotelaria. Tal como na média dos restantes países do euro, a inflação core (excluindo os custos de alimentação e energia) permanece em valores muito baixos, tendo caído para os 1,2%, em Maio.

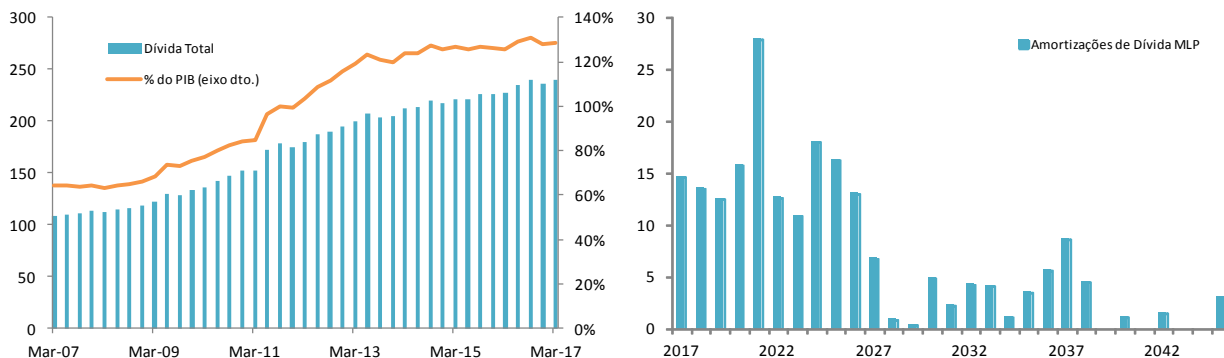
Contas Nacionais – óptica da despesa



Fonte: INE.

Tal como referido, a procura externa continua a ser um importante motor do crescimento da economia nacional. O saldo da balança corrente fixou-se nos 190 mil milhões de euros, o equivalente a 1,0% do PIB, em Março, mas cerca de 300 mil milhões de euros inferior ao saldo observado no mesmo mês de 2016. Mais positivo foi a evolução do saldo da balança de serviços, que aumentou de 914 para os 931 mil milhões de euros, em termos homólogos. O turismo continua a ser um principal motor de crescimento, com as receitas a atingirem os 849 mil milhões de euros.

Portugal: Dívida Directa do Estado



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

Em termos de contas públicas, segundo a Direcção Geral do Orçamento (DGO), a execução orçamental das Administrações Públicas registou, até Abril de 2017, um défice de 1,93 mil milhões de euros, o que se traduziu num agravamento de aproximadamente de 314 milhões de euros face ao registado em igual período do ano passado. A evolução observada resultou dos efeitos conjugados do aumento da receita (0,2%) e do acréscimo de despesa (1,4%), tendo o saldo primário sido excedentário em 983 milhões de euros, cerca de 136 milhões abaixo do verificado em igual período de 2016. A despesa primária situava-se, até Abril, nos 22,2 mil milhões de euros e o total de juros e encargos totalizava os 2,9 mil milhões de euros.

Desta forma, a dívida total do Estado continua a subir, fixando-se nos 244 mil milhões de euros, mais 7,7 mil milhões de euros (+3,3%) do que no final de 2016.

Países Emergentes

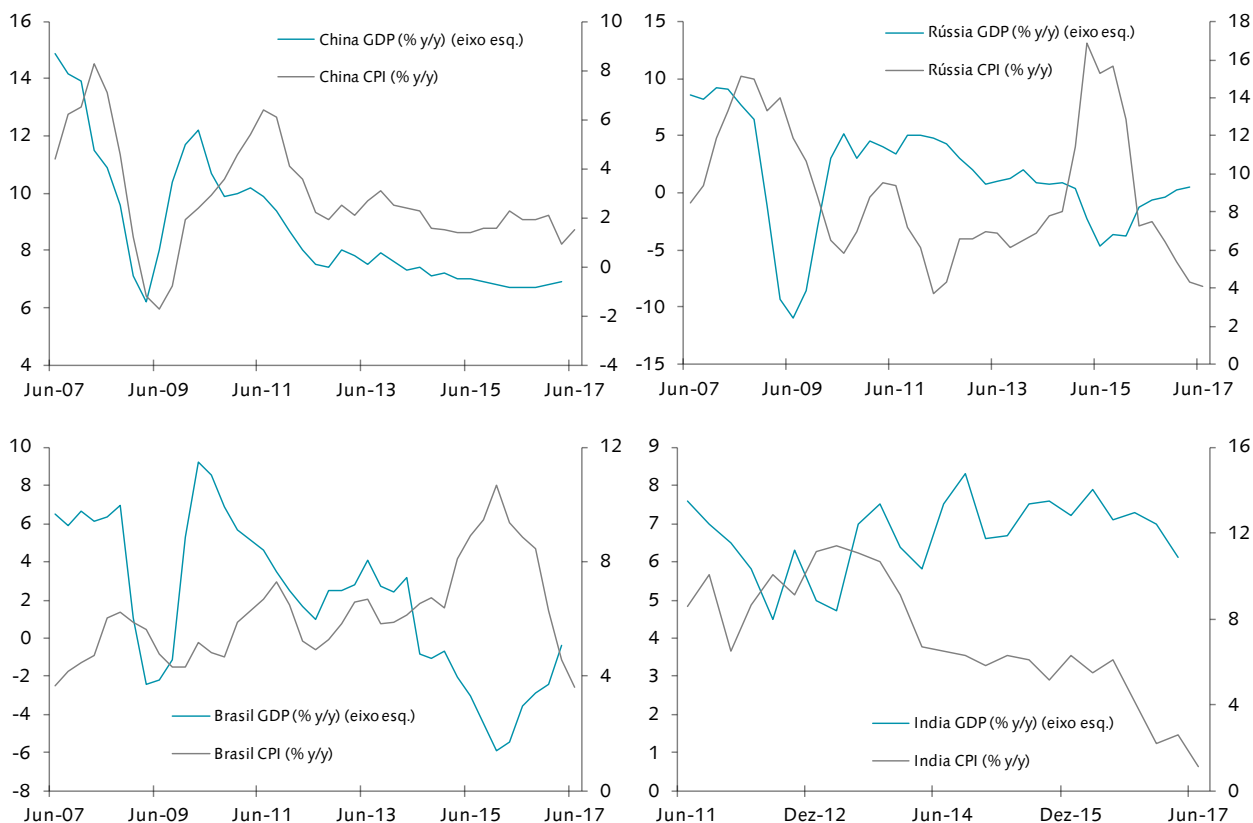
Segundo o FMI, as economias emergentes e em desenvolvimento devem crescer 4,5%, em 2017.

A economia chinesa cresceu 1,3% no primeiro trimestre deste ano, em cadeia, e 6,9% em termos homólogos. Deste modo, a actividade económica evidencia uma aceleração face aos trimestres anteriores, tendo sido mesmo o valor mais elevado desde o terceiro trimestre de 2015, suportado pelo aumento da produção industrial, vendas a retalho e investimento, privado e público. Para 2017, as autoridades chinesas esperam um crescimento de 6,5%, ligeiramente abaixo dos 6,7% obtidos no ano passado. A taxa de desemprego caiu ligeiramente para os 3,97% e a taxa de inflação subiu para os 1,5%, em Maio. Ainda nesse mês, a agência de rating Moody's baixou a notação da China de Aa3 para A1, com um Outlook estável. Entre as razões enunciadas, a Moody's espera que a dívida do país

continue a subir nos próximos anos, tendo em conta os estímulos do governo para manter o crescimento económico.

Na Índia, o PIB subiu 1,5% no primeiro trimestre, em cadeia, sem alteração face ao trimestre anterior. Em termos homólogos, o crescimento mantém uma tendência descendente, fixando-se nos 6,1%, nos três primeiros meses do ano, e muito abaixo dos 7,0% registados no trimestre anterior. Este valor (6,1%) é o mais baixo desde o último trimestre de 2014, derivado do abrandamento do consumo privado e do investimento provocado pelo programa de *demonetization* iniciado em Novembro de 2016 e que removeu cerca de 86% da moeda em circulação.

Economias BRIC



Fonte: Bloomberg.

Na Rússia, o PIB registou um crescimento homólogo de 0,5%, no primeiro trimestre deste ano, após os 0,3% observados no último trimestre de 2016. A recuperação dos sectores mineiro e industrial, assim como no comércio e transportes, tem estado na base desta melhoria da actividade geral. Em Maio, a taxa de desemprego voltou a diminuir, para os 5,2%, e a taxa de inflação manteve-se inalterada nos 4,1%, face ao mês anterior.

Igualmente positiva tem sido a evolução da economia brasileira, que no primeiro trimestre registou um crescimento, em cadeia, de 1%. Este é o primeiro valor positivo nos últimos dois anos, impulsionado pela recuperação das exportações. Em termos homólogos, contudo, o crescimento mantém-se em território negativo, com uma variação de -0,4%. Em Abril, a taxa de desemprego fixou-se nos 13,6% e a taxa de inflação continuou a diminuir, para os 3,6%, em Maio (no final de 2016, situava-se nos 6,3%).

Paulo Monteiro

Redigido em 2 de Julho de 2017

Evolução dos mercados financeiros

Tal como no trimestre passado, a Reserva Federal Norte-Americana (FED) voltou a subir, em Junho, a taxa directora em 25 basis points (bp) para os 1%-1,25%. Contudo, esta não deverá ser a última subida de taxa em 2017, visto que o *consensus* dos analistas aponta para mais uma subida em Dezembro. Além disso, a FED irá iniciar o processo de redução do seu balanço, após a expansão derivada do *Quantitative Easing* (QE), iniciada em 2007.

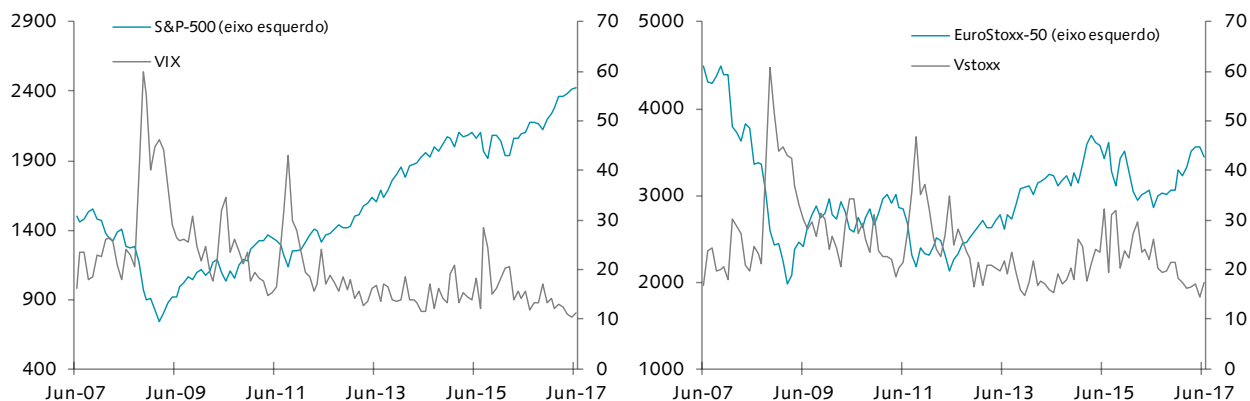
Na Europa, o Banco Central Europeu (BCE), não apresentou mudanças na sua política monetária, a grande novidade foi mesmo o discurso proferido pelo presidente Mario Draghi durante o Fórum do BCE, em Sintra. No seu discurso, o presidente do BCE disse que o banco central irá de forma prudente e gradual ajustar os seus estímulos monetários devido à recuperação económica da Zona Euro e da taxa de inflação. Estas palavras tiveram um efeito negativo nos mercados accionistas, com o receio por parte dos investidores do início da retirada dos estímulos por parte do BCE. Na componente de taxa de juro, este discurso menos acomodaticio levou a uma subida generalizada das taxas, no segundo trimestre.

Mercados Accionistas

Nos Estados-Unidos, os principais índices accionistas registaram um semestre positivo. O índice de referência S&P-500 fechou o período nos 2.423,41 pontos, valorizando 8,2%, após ter registado um novo máximo nos 2.453,82 pontos. Por sua vez, o índice tecnológico Nasdaq-100 valorizou 16,1% no semestre, terminando nos 5.646,92 pontos, depois de ter ultrapassado a barreira dos 5.800 pontos durante o período. Em contrapartida, o índice de volatilidade VIX fechou o semestre nos 11,18 pontos, desvalorizando 20,4%. Todavia, este índice registou um

máximo de 15,96 pontos, em 13 de Abril, devido ao aumentar das tensões geopolíticas entre a Coreia do Norte e os Estados Unidos e à incerteza em relação aos resultados da primeira volta das eleições presidenciais francesas.

Mercados Accionistas *versus* Volatilidade

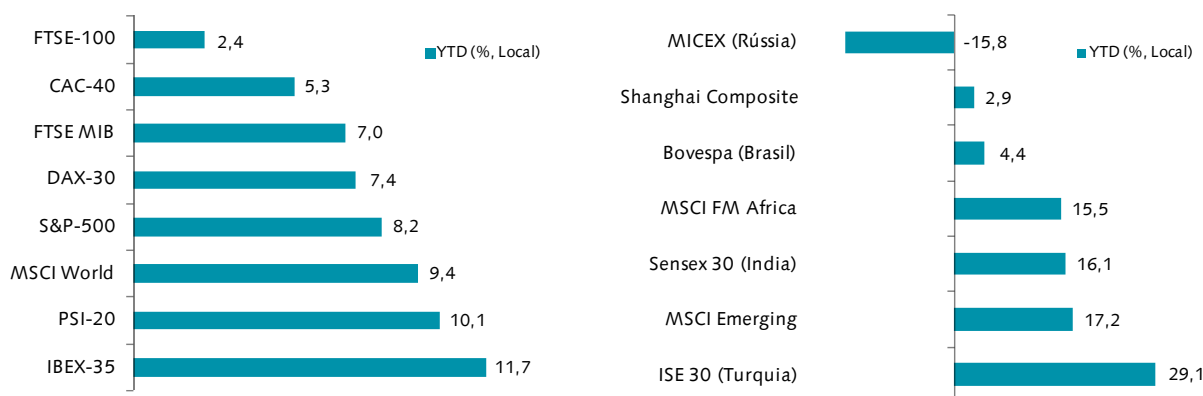


Fonte: Bloomberg.

O semestre foi igualmente de ganhos nos mercados accionistas europeus. Os mercados Ibéricos foram os mais rentáveis no período, com os índices espanhol (IBEX-35) e português (PSI-20) a valorizarem 11,7% e 10,1%, respectivamente. No extremo oposto encontram-se os mercados francês (CAC-40) e inglês (FTSE-100) que valorizaram 2,4% e 5,3%, respectivamente. Importa salientar que, apesar das subidas dos mercados europeus após a vitória de Emmanuel Macron na primeira volta das eleições presidenciais, as rentabilidades do segundo trimestre não foram, com exceção do índice PSI-20, superiores a 1%. Para esta fraca performance trimestral, muito contribuíram os receios dos investidores em relação ao início de uma política menos acomodatória por parte dos bancos centrais.

Nos mercados emergentes, o índice MSCI Emerging Markets terminou o semestre a valorizar 17,2%. Destaque para os mercados turco e indiano que subiram 29,1% e 16,1%, respectivamente. No extremo oposto, encontra-se o mercado russo, MICEX, que perdeu 15,8%; a performance deste índice continua a ser afectado pela queda do preço do barril de petróleo, *commodity* que tem uma grande importância na economia russa.

Evolução dos Mercados Accionistas Mundiais



Fonte: Bloomberg.

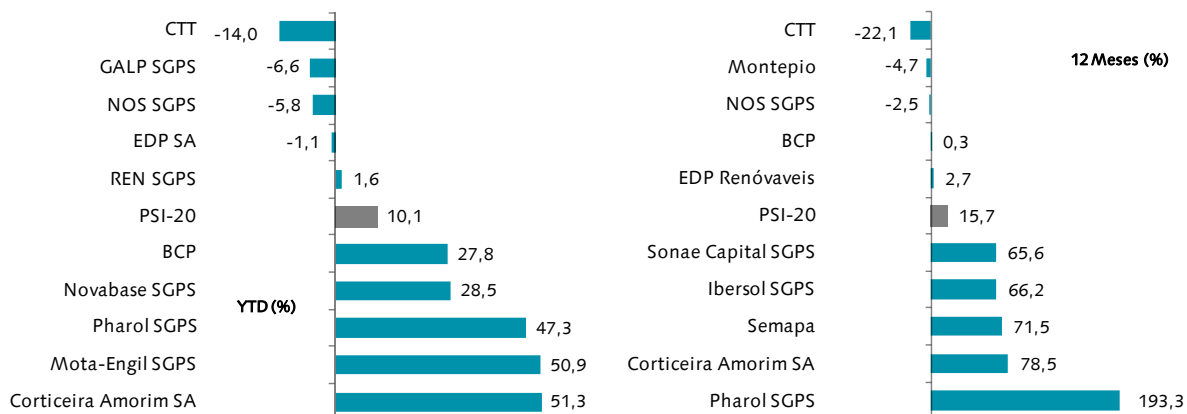
No mercado nacional, o índice PSI-20 subiu 10,1%, fechando o semestre nos 5.513 pontos. Em termos empresariais, destaque para as performances da Corticeira Amorim (+51,3%), da Mota-Engil SGPS (+50,9%), da Pharol SGPS (+47,3%) e da Novabase SGPS (+28,5%). No extremo oposto encontram-se os CTT (-22,1%), a Galp SGPS (-6,6%), a NOS SGPS (-5,8%) e a EDP SA (-1,1%). Após as entradas da Ibersol SGPS e Novabase SGPS, no primeiro trimestre, a composição do índice PSI-20 não sofreu qualquer alteração no segundo trimestre do ano.

No sector das utilities, a EDP voltou a estar no centro das atenções, com a venda de 100% da EDP Gás à REN. Após a venda de 100% da empresa distribuidora de gás espanhola Naturgas por 2,6 mil milhões de euros no primeiro trimestre, a EDP vendeu 100% EDP Gás, numa transacção avaliada em 532 milhões de euros. Com este movimento a EDP abandona o negócio de distribuição de gás natural na Península Ibérica, o que permitirá reforçar os objectivos de desalavancagem delineados pela administração da eléctrica nacional. Em relação à REN, a estrutura de financiamento aprovada para a transacção inclui o recurso a linhas de crédito e a um aumento de capital social por novas entradas em dinheiro, que se estima que seja de 250 milhões de euros.

No sector de media e telecom, intensificaram-se as reuniões entre a Altice e a Prisa, com o grupo francês a formalizar o interesse pela empresa de media nacional (Media Capital). Este movimento por parte da Altice levou à valorização das outras empresas do sector, como é o caso do Grupo Impresa (YTD +151%) e Grupo Cofina (YTD +53%), que passaram a ser vistas como potenciais *targets* na guerra entre os operadores de telecom nacionais.

Por fim, na banca, continuam as conversações entre a Santa Casa da Misericórdia de Lisboa e a Associação Mutualista Montepio Geral, tendo em vista a entrada do primeiro no capital social do Banco Montepio.

Maiores e menores subidas do PSI-20.

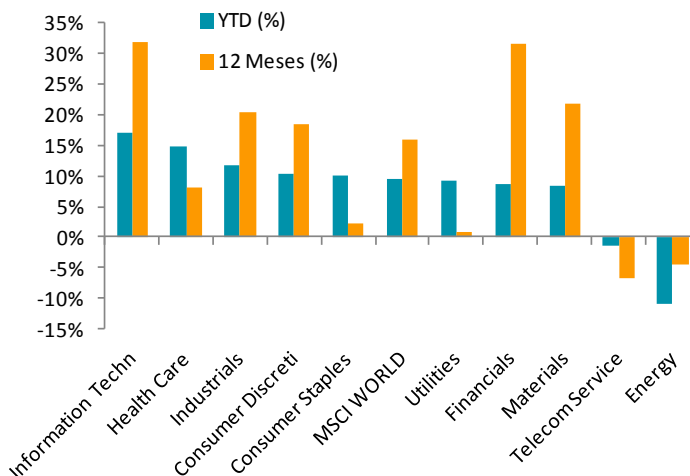


Fonte: Bloomberg.

O índice MSCI World valorizou 3,4% no segundo trimestre de 2017.

Sectorialmente, a nível global, com excepção dos sectores da Energia e das Telecomunicações, todos os sectores tiveram uma performance positiva neste semestre. Em especial, os sectores de Tecnologias de Informação e de Cuidados de Saúde subiram 17,1% e 14,9%. Em termos homólogos, o sector de Tecnologias de Informação volta a destacar-se, subindo 31,9%, bem como o sector financeiro que valorizou 31,7%. No extremo oposto encontram-se os sectores das Telecomunicações e Energia, sofrendo pelas perspectivas da possível retirada dos estímulos por parte dos Bancos Centrais e pela queda do preço do barril de petróleo, respectivamente.

Evolução Sectorial (Global)



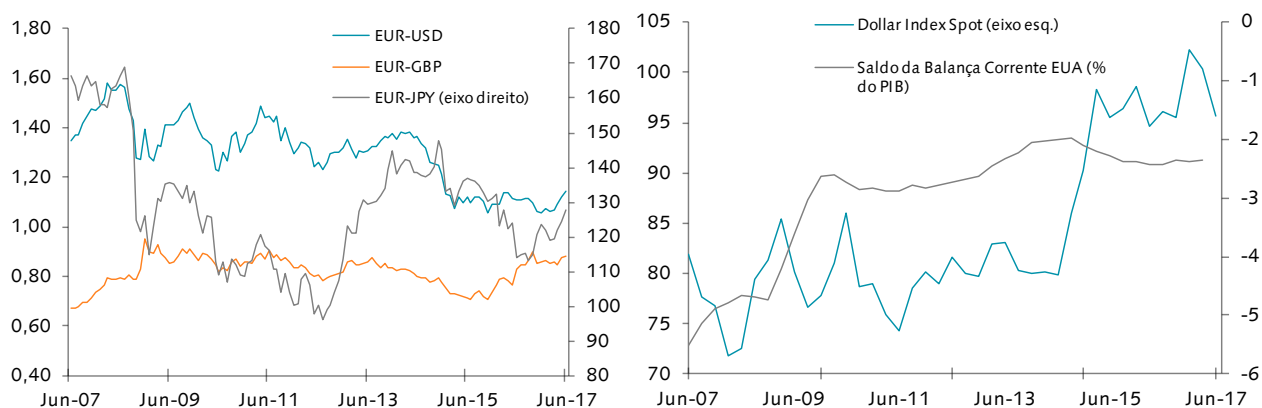
Fonte: Bloomberg, Índices MSCI World. Moeda: USD

Mercados Cambiais

No segundo trimestre de 2017, o euro apreciou 7,3% face ao USD.

O EUR/USD fechou o semestre nos 1,1426, o que representa uma apreciação de 8,6% face ao USD. Nos últimos doze meses, o EUR apreciou 3,2%, desde os 1,1073. Para o movimento ascendente do final do trimestre, contribuiu o discurso do presidente do BCE, durante o Fórum do banco central em Sintra, onde as palavras de Mario Draghi foram vistas pelos investidores como o anúncio de uma possível retirada dos estímulos monetários. Em relação à Libra Esterlina (GBP), o EUR/GBP fechou o semestre nos 0,8771, o que implica uma apreciação de 2,8% no semestre do EUR face ao GBP. Este movimento do EUR/GBP deveu-se ao resultado das eleições gerais no Reino Unido, no passado dia 8 de Junho, onde a primeira-ministra Theresa May ganhou sem maioria absoluta. Para obter a maioria de lugares no parlamento, a Senhora Theresa May teve de formar coligação com o Partido Unionista Democrático (DUP) da Irlanda do Norte. Assim, estas eleições que foram marcadas com o intuito de fortalecer a posição de Theresa May nas negociações do Brexit, tiveram o efeito oposto, o que se reflectiu na depreciação da Libra Esterlina. Por fim, face à moeda nipónica (JPY), o euro apreciou 4,4% para os 128,40.

Evolução do Euro e do Dollar Index Spot



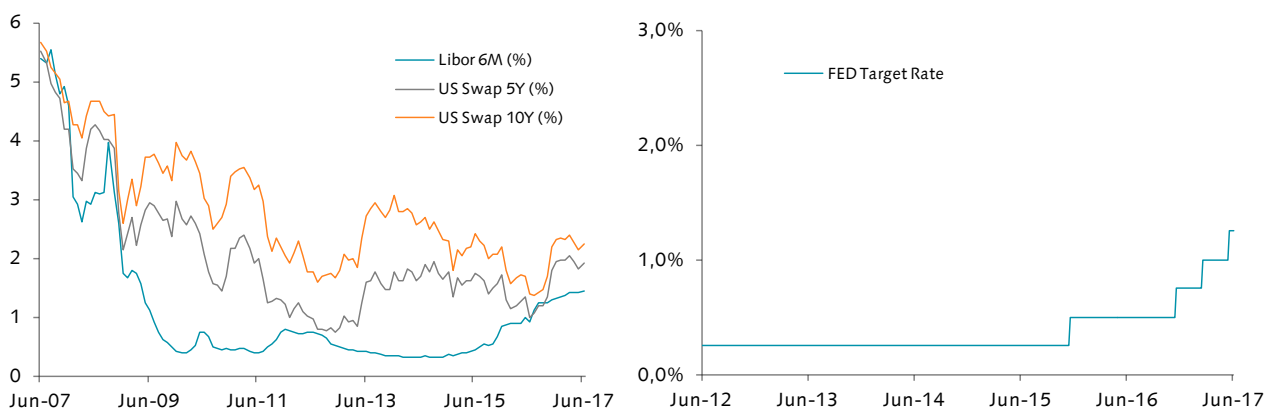
Fonte: Bloomberg.

Taxas de Juro

Nos Estados-Unidos, a Reserva Federal subiu a taxa de juro, no segundo trimestre, em 25 bp para os 1,25%.

Nos Estados-Unidos, a taxa de juro a 6 meses encerrou o semestre nos 1,45%, subindo 13 bp face ao final de 2016. Em relação às taxas de juro para swaps a 5 e 10 anos, estas caíram 3 e 6 bp, para os 1,93% e 2,26%, respectivamente. Após a subida de Junho, o *consensus* dos analistas espera mais uma subida por parte da FED em Dezembro, para os 1,25%-1,50%.

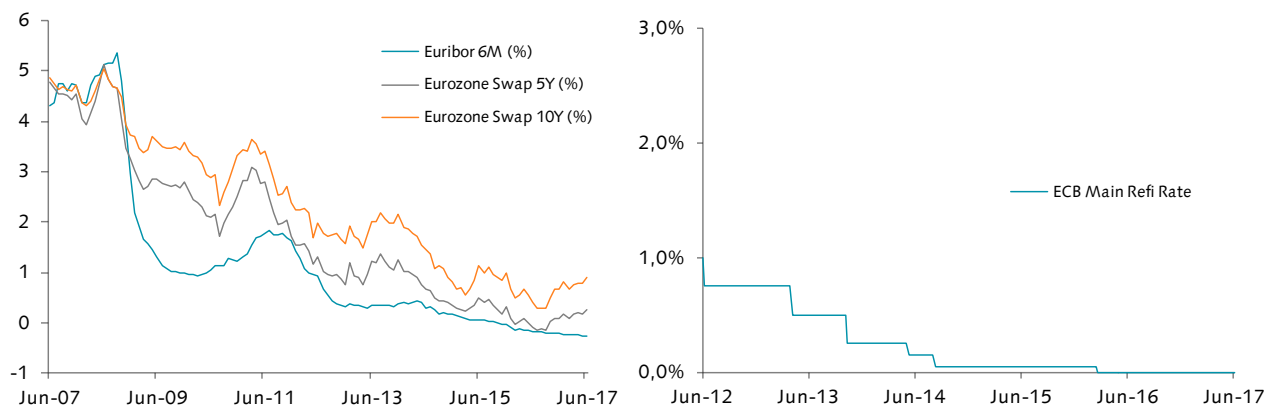
Evolução das Taxas de Juro - USD



Fonte: Bloomberg.

Na Zona Euro, a aceleração da actividade económica na Zona Euro, contribuiu para a subida das taxas swap a 5 e 10 anos em 20 bp e 24 bp, face a 2016, para os 0,27% e 0,90%, respectivamente. Em relação às taxas mais curtas, a Euribor a 6 meses fechou o semestre nos -0,27%, caindo assim 5 bp face a 2016.

Evolução das Taxas de Juro - EUR



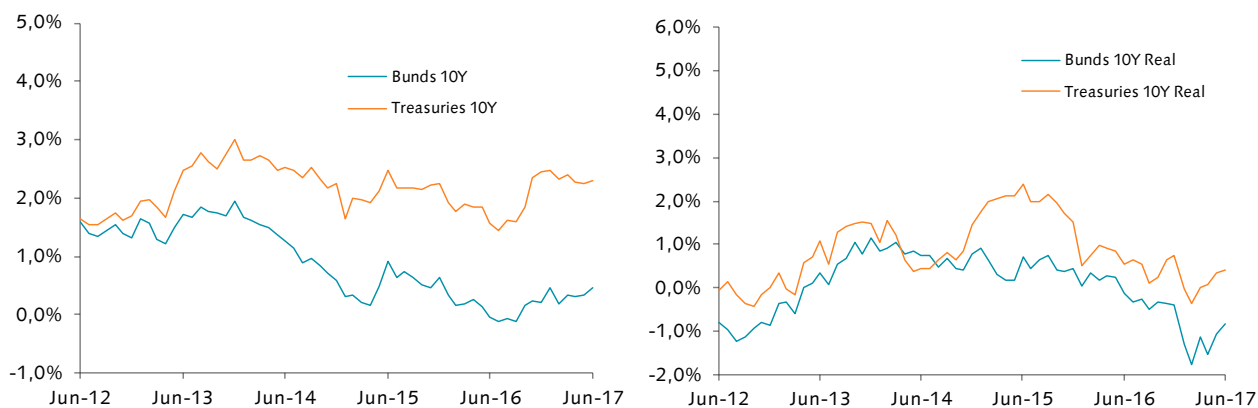
Fonte: Bloomberg.

Dívida Pública

Nos últimos 12 meses, os Treasuries e os Bunds a 10 anos subiram 74 e 51 bp, respectivamente.

Nos Estados Unidos, os Treasuries a 10 anos terminaram o semestre nos 2,30%, menos 14 bp face ao final de 2016. Por sua vez, na Zona Euro, os Bunds a 10 anos subiram 26 bp no semestre, terminando o mês de Junho nos 0,47%. A melhoria dos dados económicos na Zona Euro, aliada à perspectiva de um aumento da taxa de inflação conduziu a uma subida das yields alemãs, que ainda se mantêm em níveis historicamente baixos. Em relação aos Estados-Unidos, as incertezas em relação às novas políticas, tanto em matéria de política fiscal como externa, da nova Administração, aliadas à ligeira queda da taxa de inflação *core* tem conduzido os investidores a refugiarem-se nos Treasuries a 10 anos.

Dívida Pública *core* – yields a 10 anos

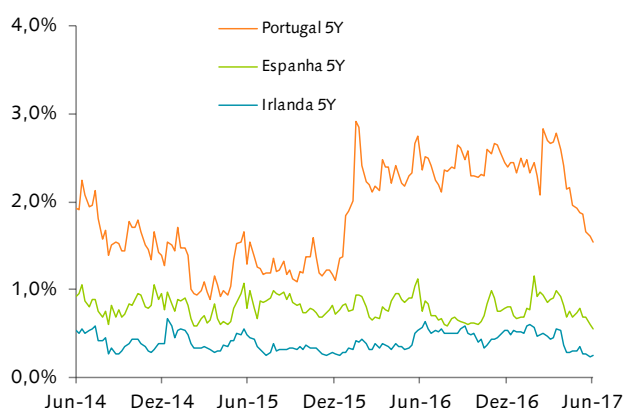


Fonte: Bloomberg.

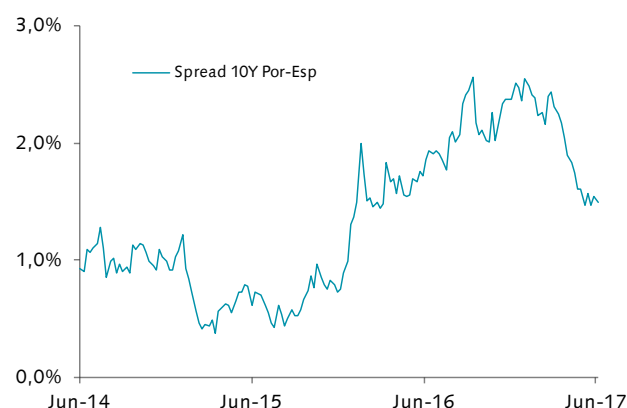
Entre os países europeus periféricos, destaque, pela positiva, para o estreitar do prémio de risco de Portugal (face à Alemanha), em 1%, durante o primeiro semestre, para os 2,56%, no prazo dos 10 anos. Nos 5 anos, o spread terminou o semestre nos 1,54%, uma queda de 86 bp face ao final de 2016. Face a Espanha, o spread de Portugal a 10 anos diminuiu 89 bp para os 1,49%. As yields portuguesas terminaram o mês de Junho nos 3,03%, perto dos mínimos do ano de 2,85%.

Zona Euro

Spreads relativamente à Alemanha



Spread a 10 anos entre Portugal e Espanha



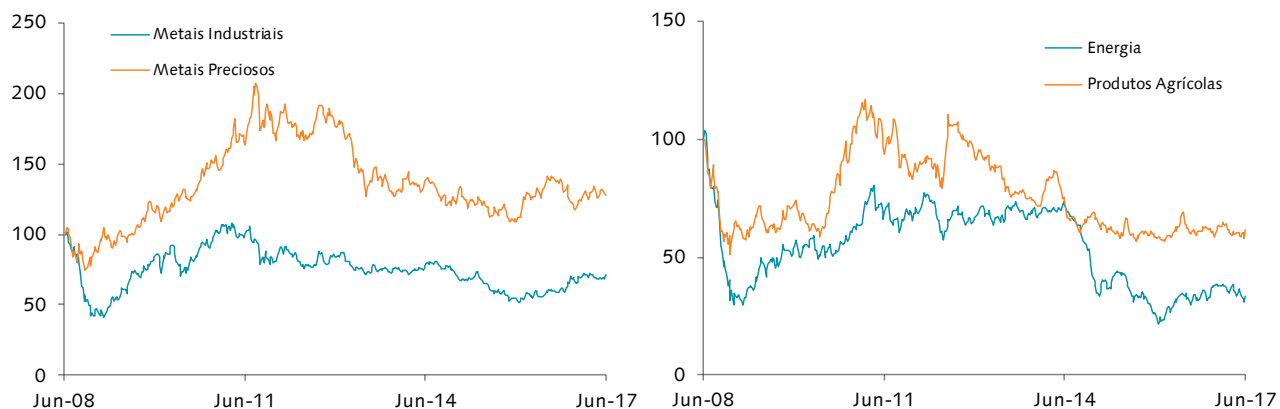
Fonte: Bloomberg.

Matérias-Primas

No último trimestre, o barril de petróleo sofreu uma queda de 9%, fechando o trimestre nos 46,04 USD/barril.

As matérias-primas registaram, em média, uma perda de 10,2%, no primeiro semestre de 2017, medido pelo índice S&P GSCI Total Return (em USD). Na origem desta descida esteve, sobretudo, a queda do preço do barril de Petróleo, cuja cotação caiu 14,3% no semestre (Crude Oil WTI). Pelo contrário, tanto os metais industriais e preciosos como os produtos agrícolas registaram um semestre positivo, com os primeiros a subir 8,8% e 7,4%, respectivamente, enquanto os últimos valorizaram 2,3%.

Evolução das *Commodities*



Fonte: Bloomberg.

José Pedroso

Redigido em 07 de Julho de 2017

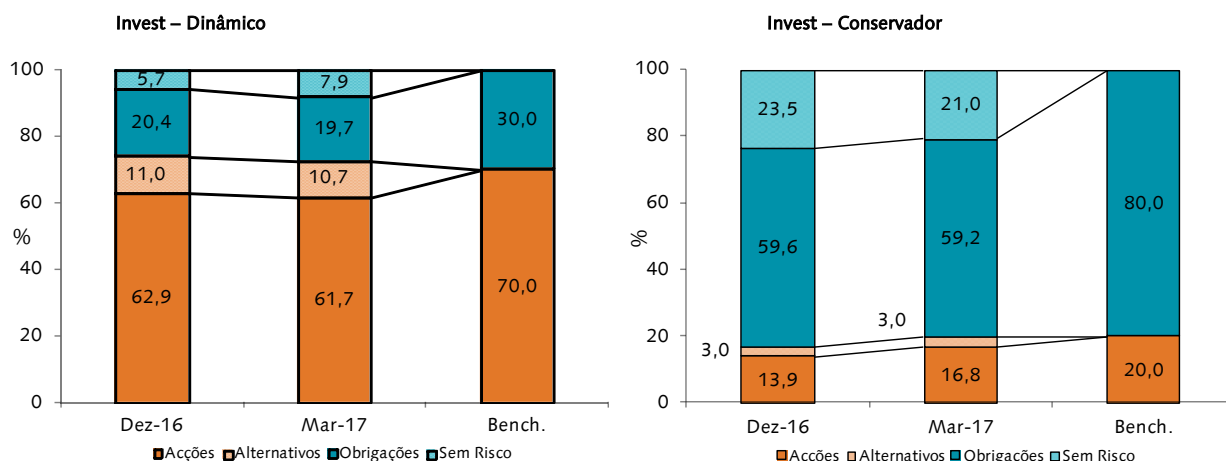
Alocação de Activos

As carteiras encerraram o primeiro semestre do ano com valorizações compreendidas entre os 1,0% (Perfil Conservador) e os 3,4% (Perfil Dinâmico). No mesmo período os respectivos benchmarks valorizaram 0,7% e 3,3%.

Na base do desempenho positivo registado estiveram, sobretudo:

- i) Na componente accionista, a sobreexposição aos mercados ibéricos, em particular ao espanhol, que valorizou 11,7%, e aos sectores globais da 'Água' (4,8%, em Eur), da 'Segurança' (5,9%, em Eur) e ao sector bancário europeu que, em média, subiu 9,6%, no primeiro semestre;
- ii) Na parte das obrigações, a sobreexposição a dívida emergente (em moeda local, 1,0%, em Eur), a dívida híbrida (5,3%) e a 'high yield global' (3,5%, em Eur), todos com um desempenho bastante superior à dívida pública da Zona Euro (com maturidades entre 3 e 5 anos, -0,3%).

Alocação de Activos



Fonte: Banco Invest, Gestão de Activos.

Tal como referido atrás, os mercados accionistas valorizaram significativamente nos últimos meses, impulsionados pela aceleração do crescimento económico global e diminuição dos riscos políticos (e.g., França). Igualmente (muito) importante, tem sido a melhoria dos resultados das empresas e a revisão em alta das estimativas dos analistas para os próximos trimestres.

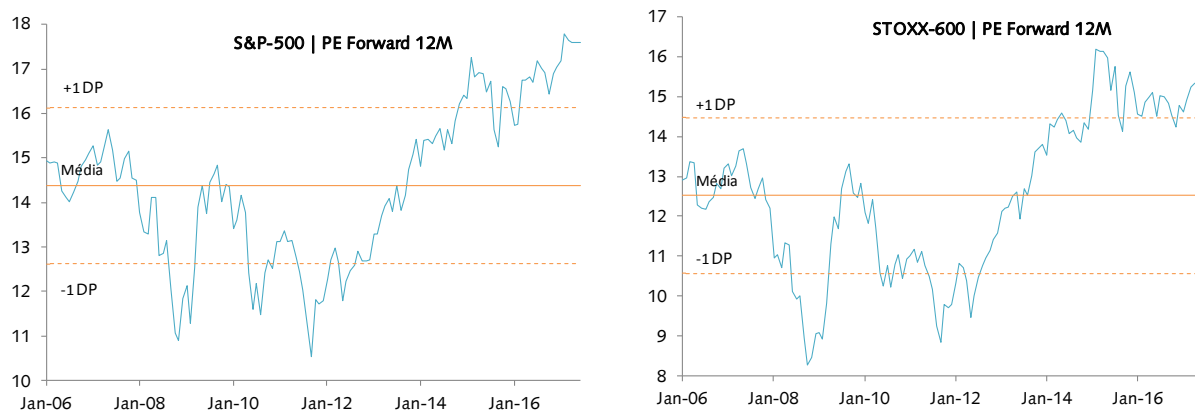
Contudo as avaliações estão historicamente altas e reflectem uma elevada dose de optimismo sobre alguns factores de incerteza que, na nossa opinião, ainda persistem, desde a saúde da economia chinesa à execução do programa económico

de Donald Trump, passando pela subida das taxas de juro nos Estados-Unidos e diminuição dos estímulos monetários na Zona Euro.

Deste modo, mantemos uma Alocação de Activos relativamente defensiva, contrabalançando estratégias e sectores mais cíclicos com outros de menor beta ou correlação com os mercados.

Nas 'Acções', mantemos a preferência pelos mercados europeus e, em particular, pelos ibéricos. A economia europeia atravessa um bom momento e as avaliações permanecem relativamente mais favoráveis quando comparadas com as do mercado norte-americano. A título de exemplo, o índice Stoxx-600 transacciona com um Price-to-Earnings (PE) de 15,0x os resultados esperados para 2017, que compara com o rácio de 17,6x do índice S&P-500.

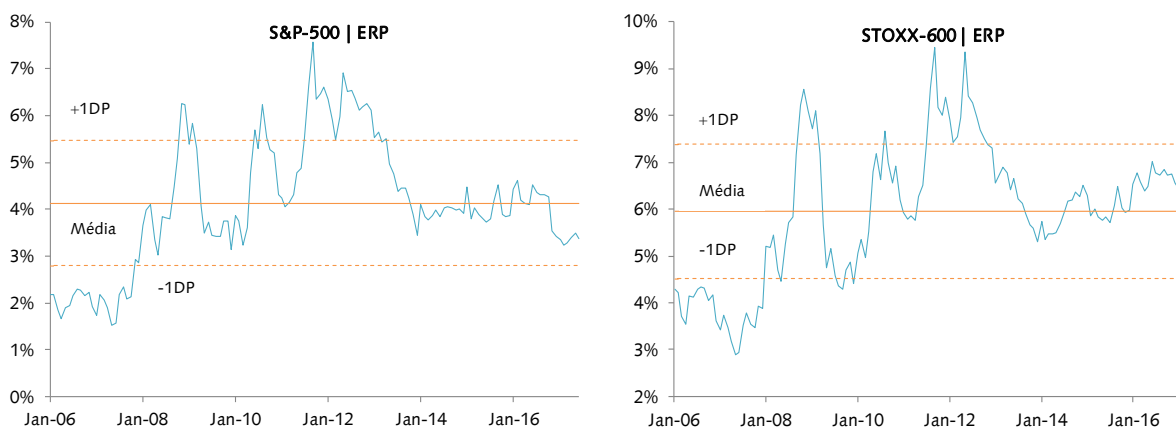
Price-to-Earnings Ratio



Fonte: Bloomberg. Banco Invest.

Mesmo quando incorporadas as respectivas yields das obrigações soberanas na análise, a 'yield gap' ou prémio de risco continua a ser mais atractivo na Europa, mesmo num cenário de subida moderada das yields, à medida que o BCE reduz os estímulos monetários. Com base nas actuais yields, os mercados europeus transaccionam, em média, com um prémio de risco de 6,2%, mais 2,8 pp que o congénere norte-americano.

Prémios de Risco (ERP)

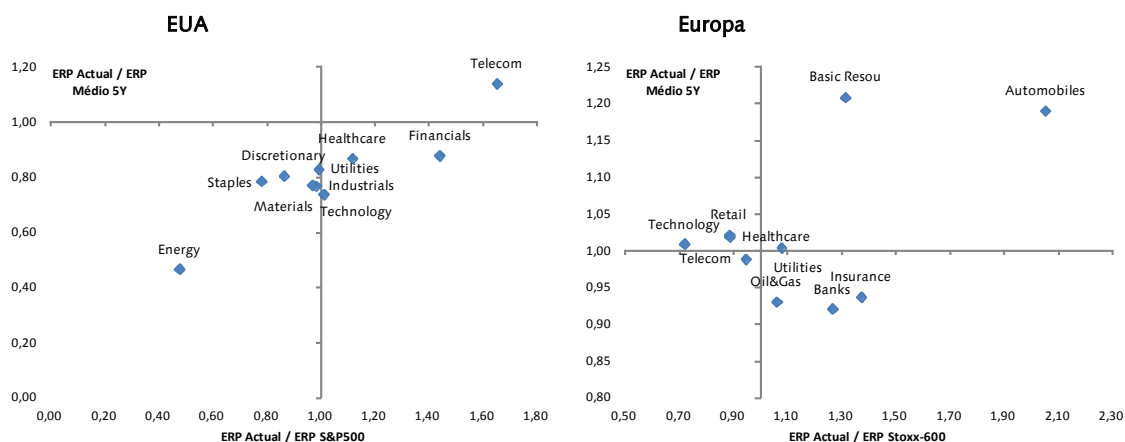


Fonte: Bloomberg. Banco Invest. ERP's calculados com base nos *12 months forwards earnings*.

Deste modo, continuamos com uma exposição (directa) reduzida a acções norte-americanas, assim como a acções emergentes que, na nossa opinião, continuam vulneráveis à imprevisibilidade da política económica de Donald Trump e ao abrandamento da economia chinesa, onde a dívida privada, excluindo o sector financeiro, ultrapassou os 200% do PIB, um valor muito superior ao verificado nos Estados- Unidos em 2008...

Sectorialmente, mantemos a opção pelos sectores da 'Água' (Infraestruturas), da 'Segurança' (tecnologia e consumo não-cíclico), da Biotecnologia e Financeiro, este último na Europa, onde os bancos deverão continuar a beneficiar da aceleração da economia e, a prazo, da subida das taxas de juro e do *steepening* da *yield curve*.

Radar sectorial

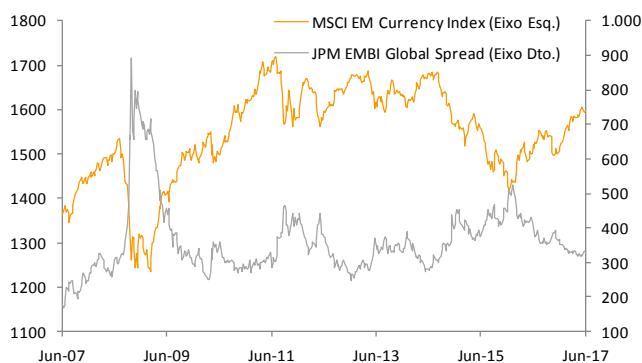


Fonte: Bloomberg. Banco Invest. ERP – Equity Risk Premium (prémios de risco).

Por sua vez, nas 'Obrigações', o cenário continua, no mínimo, complexo. Se por um lado as pressões inflacionistas diminuíram, reflectindo a queda da cotação do petróleo e as dúvidas quanto à capacidade de implementação do plano económico da nova administração norte-americana e consequentes efeitos na reinflação da economia, por outro lado as 'Acções' continuam a registar máximos históricos (eg, Estados-Unidos e Alemanha), descontando a melhoria dos resultados das empresas num cenário de aceleração económica. Um dos dois mercados ('Acções' ou 'Obrigações') deverá estar errado.

Neste sentido, e considerando que, na nossa opinião, são as 'Obrigações' que estão 'erradas', mantemos uma duration média (risco de taxa de juro) baixa e a opção por obrigações de dívida privada e dívida emergente. Relativamente às primeiras, continuamos a privilegiar os segmentos de high yield e híbridas, num contexto de crescimento económico global robusto, subida gradual das taxas de juro e manutenção de baixas taxas de default. Quanto à dívida emergente (soberana), mantemos a preferência pelas obrigações denominadas em moeda local que, em média, aliam yields e ratings mais interessantes que as comparáveis em *hard currency*, e moedas ainda com potencial de recuperação.

Dívida Emergente



Fonte: Bloomberg. Banco Invest.

Por fim, em termos cambiais conservamos as posições em USD e NOK, ambas pressionadas nos últimos meses, contra o EUR, com a diminuição da incerteza política na Zona Euro, após a eleição de Emmanuel Macron para presidente francês, a perspectiva de redução dos estímulos monetários do BCE e a queda da cotação do petróleo, respectivamente. Porém, o diferencial de taxas de juro deverá limitar novas perdas no USD, e a recuperação do petróleo (actualmente perto dos mínimos de Maio último, quando a OPEP anunciou um corte na produção).

USD e NOK

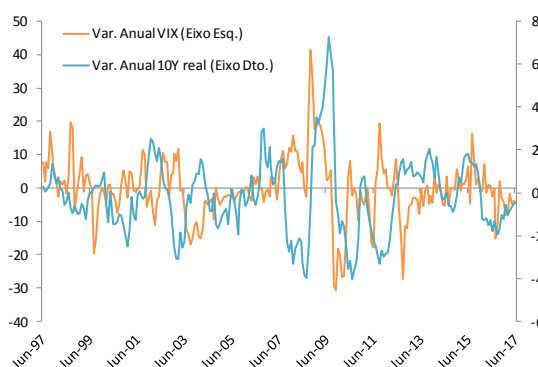


Fonte: Bloomberg. Banco Invest.

Concluindo, da nossa análise resulta que as 'Acções' continuam como a classe de activos com melhores perspectivas de valorização, no médio prazo. A volatilidade, contudo, deverá aumentar, como historicamente acontece quando as yields das obrigações soberanas invertem a tendência anterior. Ou seja, considerando que a volatilidade de curto prazo tende a ser maior em momentos de inversão de tendências e menor quando as tendências ganham tracção, a eventual subida das yields reais das obrigações soberanas, invertendo a tendência dos últimos anos, poderá ser o *trigger* para o aumento da volatilidade dos mercados accionistas. Nesse cenário, a melhor estratégia contra o aumento da volatilidade continua a ser a diversificação.

Volatilidade e Yields reais

Varição anual do índice VIX vs variação anual das yields dos Treasuries a 10 anos



Fonte: Bloomberg. Banco Invest.

Paulo Monteiro

Redigido em 2 de Julho de 2017

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.