

### 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

- No último trimestre, o crescimento da economia mundial permaneceu modesto e a incerteza política aumentou, assim como a volatilidade nos mercados financeiros. Apesar da probabilidade de uma recessão mundial permanecer baixa, certos desenvolvimentos recentes como o resultado do referendo no Reino Unido, a desaceleração da economia chinesa e a depreciação do Renminbi, a perspectiva de subida das taxas de juro nos Estados-Unidos, assim como as futuras eleições norte-americanas e o referendo em Itália, em Novembro próximo, deixam antever o aumento da volatilidade até ao final do ano.

### Outlook

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

**Banco Invest, SA**

[www.bancoinvest.pt](http://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. 9
Alocação de Activos	Pág. 17

### Evolução dos indicadores macroeconómicos

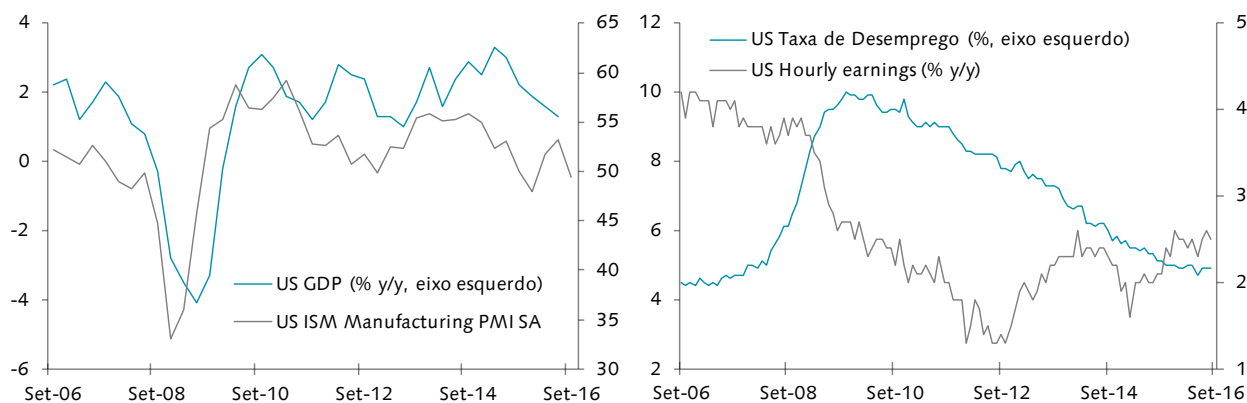
No último trimestre, o crescimento da economia mundial permaneceu modesto e a incerteza política aumentou, assim como a volatilidade nos mercados financeiros. Apesar da probabilidade de uma recessão mundial permanecer baixa, certos desenvolvimentos recentes como o resultado do referendo no Reino Unido, a desaceleração da economia chinesa e a depreciação do Renminbi, a perspectiva de subida das taxas de juro nos Estados-Unidos, assim como as futuras eleições norte-americanas e o referendo em Itália, em Novembro próximo, deixam antever o aumento da volatilidade até ao final do ano. De acordo com as últimas estimativas da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE), a economia mundial deverá crescer 2,9% este ano (-0,1 pontos percentuais, pp, face à estimativa de Junho último), e acelerar ligeiramente para os 3,2%, em 2017.

#### Estados Unidos

*Segundo as últimas previsões da OCDE, a economia norte-americana deverá crescer 1,4% e 2,1%, em 2016 e 2017, respectivamente.*

Nos Estados-Unidos, a economia cresceu 1,4% em cadeia, no segundo trimestre, mantendo o ritmo moderado dos últimos trimestres. Em termos homólogos, a desaceleração é evidente, com uma subida de apenas 1,3%, e em queda pelo quinto trimestre consecutivo. O principal contribuidor para o crescimento permanece o consumo privado, suportado pelo bom momento do mercado imobiliário e aumento do emprego e dos salários, tendo a taxa de desemprego caído para os 4,9%, um valor pré-crise de 2008. Contudo, o fraco investimento, em parte devido à prolongada correção dos inventários, e o forte valor do dólar (USD) e consequente impacto negativo nas exportações e indústria, têm impedido um maior crescimento da economia norte-americana, que em 2016 deverá ficar-se pelos 1,4%, segundo a OCDE (-0,4 pp face à anterior estimativa).

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

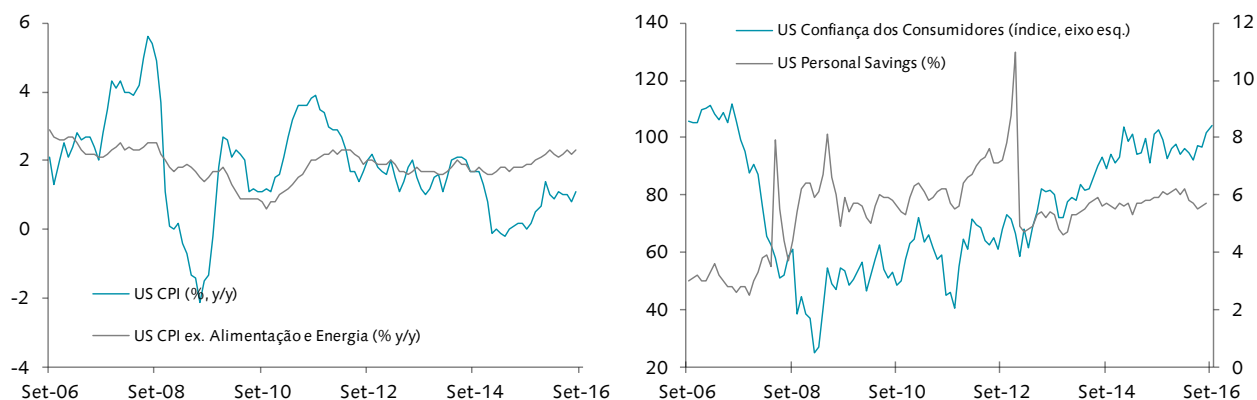


Fonte: Bloomberg.

No próximo ano é esperada uma melhoria na actividade económica, com um crescimento de 2,1%, suportada pelo aumento da confiança dos consumidores, diminuição da pressão para a desalavancagem e aumento do crédito dos bancos às famílias e empresas.

Apesar da ligeira melhoria registada em Agosto, a taxa de inflação permanece em valores bastante baixos em termos históricos. O valor homólogo subiu para os 1,1% (0,8%, em Julho), mas bem abaixo da média de longo prazo (3,3%). Contudo, descontando os custos com a alimentação e energia, a taxa de inflação situa-se estabilizada nos 2,3%, valor que deverá permitir à Reserva Federal (FED) voltar a subir as taxas de juro ainda este ano, após as eleições presidenciais.

### Confiança dos Consumidores e Taxa de Inflação



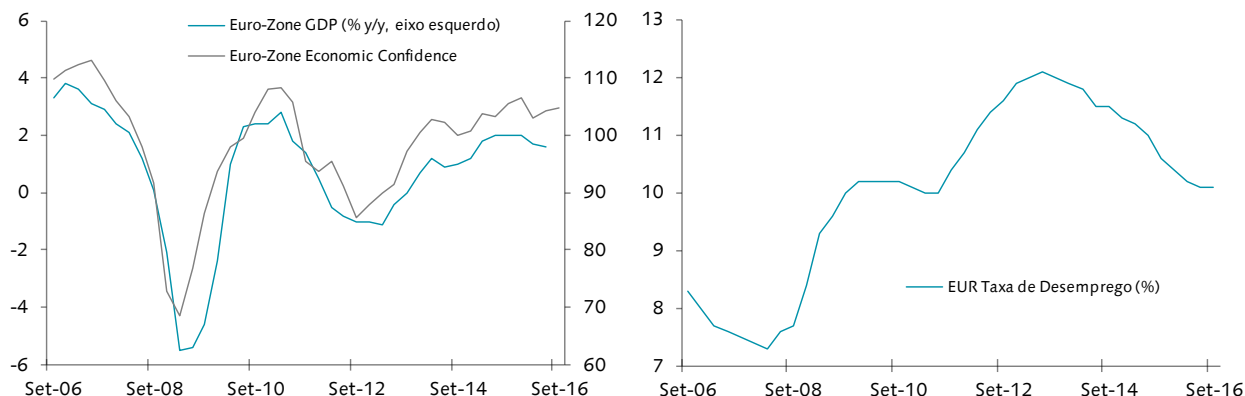
Fonte: Bloomberg.

### Zona Euro

*Na Zona Euro, a evolução da economia continua condicionada pela incerteza política (Brexit, referendo em Itália) e pela desalavancagem financeira dos agentes.*

A economia da Zona Euro cresceu 0,3% no segundo trimestre, em cadeia. Em termos homólogos, o produto aumentou 1,6%, abaixo dos 1,7% registados no primeiro trimestre do ano. De acordo com a OCDE, a Zona Euro deverá crescer 1,5% (-0,1 pp do que na estimativa de Junho) e apenas 1,4% (-0,3 pp) no próximo ano, com a recuperação a ser penalizada pela fraca procura externa, em parte devido à incerteza provocada pela decisão do Reino Unido de sair da União Europeia, pelo processo de ajustamento dos balanços que ocorre ainda em vários sectores e pela fraca implementação de reformas estruturais em vários países.

### Crescimento do PIB e Taxa de Desemprego

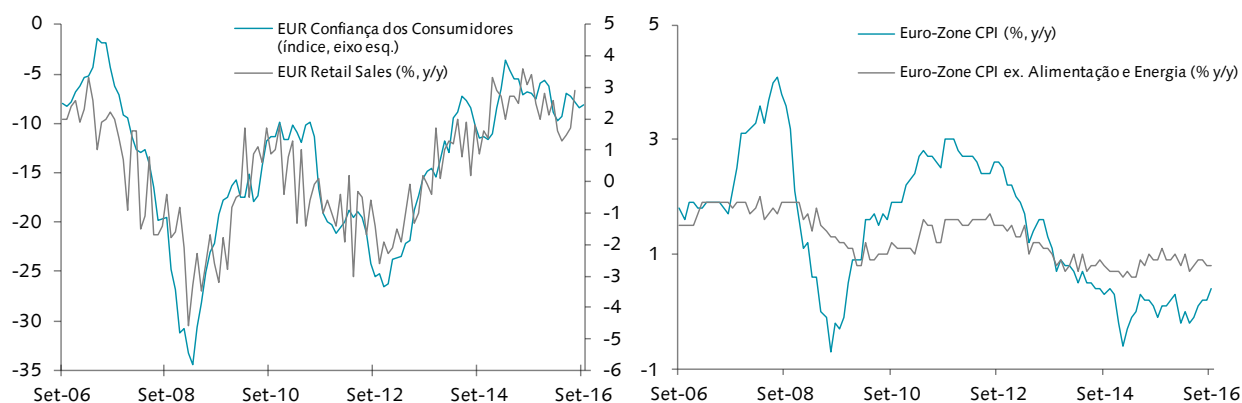


Fonte: Bloomberg.

Porém, evolução da taxa de desemprego manteve-se positiva e estável nos 10,1% em Julho, abaixo dos 10,8% registados há um ano atrás. Entre os países membros, Malta apresenta a menor taxa de desemprego, com 3,9%, e a Grécia e Espanha continuam com os valores mais elevados (23,5% e 19,6%, respectivamente). Na Alemanha, a taxa de desemprego caiu 0,1 pp em Julho, para os 4,2%.

Igualmente positiva foi a evolução recente da taxa de inflação, com uma subida de -0,6%, em Julho, para os 0,1%, em Agosto. Em termos homólogos, contudo, manteve-se estável nos 0,2%, persistindo as pressões deflacionistas provocadas pelo ainda elevado desemprego e a recente deterioração da confiança dos consumidores.

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

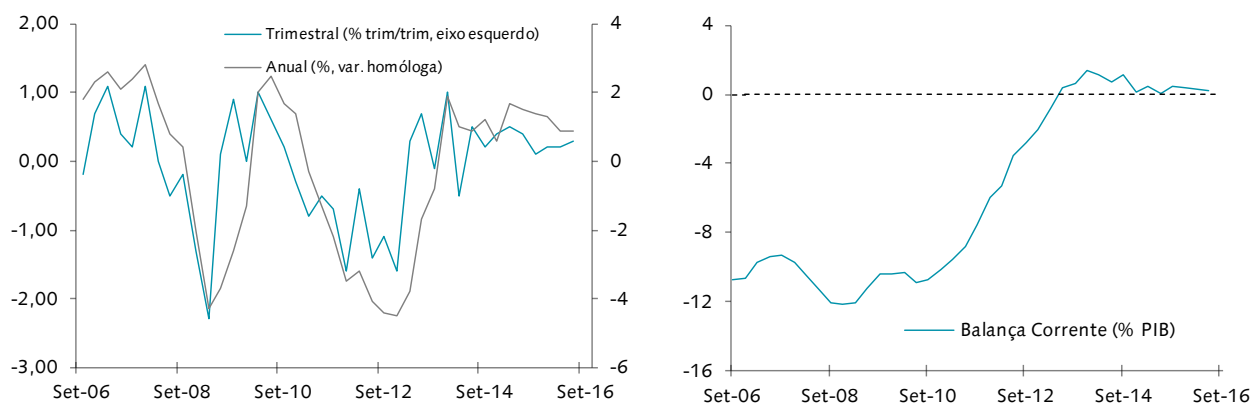


Fonte: Bloomberg

**Portugal**

*Segundo as últimas previsões do FMI, a economia nacional deverá crescer apenas 1,0% e 1,1%, em 2016 e 2017, respectivamente.*

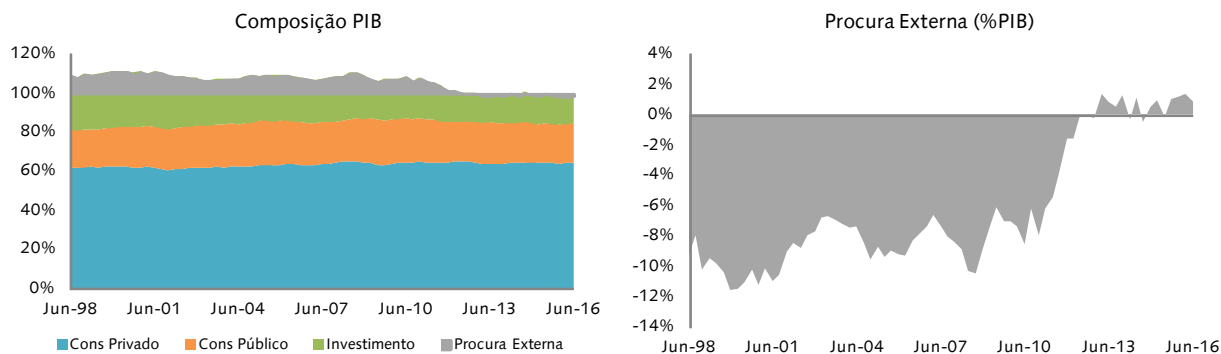
A economia nacional expandiu 0,3% no segundo trimestre, mais 0,1 pp do que no trimestre anterior. Apesar de ainda fraco, este foi o valor mais elevado desde o segundo trimestre de 2015. Em termos homólogos, o produto interno bruto cresceu 0,9%, sem variação relativamente ao trimestre anterior e ao ritmo mais baixo desde o último trimestre de 2014. O consumo privado desacelerou abruptamente, dos 2,6% para os 1,7%, e o investimento contraiu ainda mais, dos -1,7% para os -3,1%, em Junho. O contributo da procura externa diminuiu face ao primeiro trimestre mas continua positivo, com as exportações a subirem 1,5%, mais 0,6 pp do que as importações, em igual período. Deste modo, o saldo da balança corrente em percentagem do Produto Interno Bruto (PIB) caiu dos 0,32%, em Março, para os 0,18%, em Junho.

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

Fonte: Bloomberg e INE.

Segundo as últimas previsões do Fundo Monetário Internacional (FMI), resultantes da última avaliação pós-programa, em Setembro de 2016, a economia nacional deverá crescer apenas 1,0% e 1,1%, em 2016 e 2017, respectivamente. No próximo ano, a recuperação do investimento (+2,0%) deverá, contudo, ser anulada pela desaceleração do consumo privado e da procura externa, mantendo, assim, o crescimento praticamente inalterado face ao esperado para 2016. A taxa de inflação é esperada situar-se nos 0,7% e 1,1%, respectivamente, e o desemprego deverá diminuir para os 11,3%, no final do próximo ano.

### Contas Nacionais – óptica da despesa

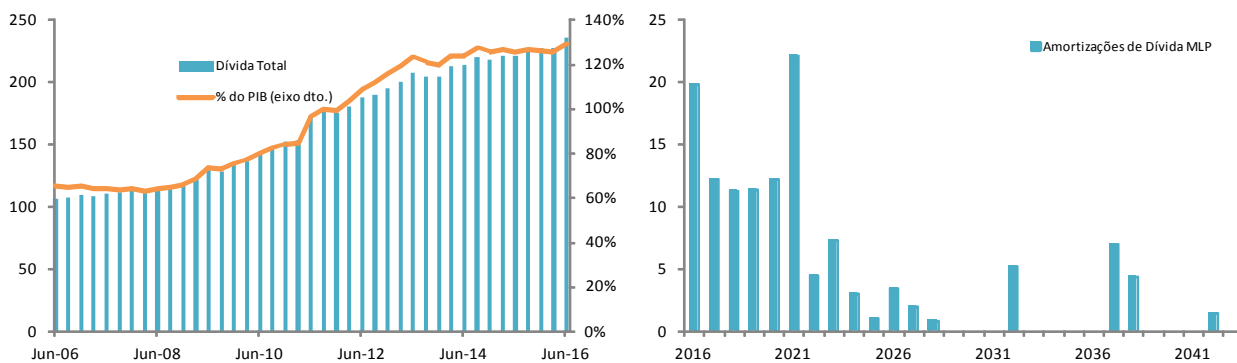


Fonte: INE.

Segundo a Direção Geral do Orçamento (DGO), a execução orçamental até Agosto de 2016 das Administrações Públicas registou um défice de 3.989,5 milhões de euros, inferior em 80,8 milhões de euros ao registado em igual período de 2015. De Janeiro a Agosto o défice em contabilidade pública representa 72,6% do previsto para o ano, bem abaixo dos 85,7% em igual período do ano passado. Por sua vez, o saldo global da Administração Central e da Segurança Social até Agosto de 2016 ascendeu a -4.749,1 milhões de euros (-4.513,4 milhões de euros em 2015). O saldo primário foi excendentário, tendo-se situado em 713,2 milhões de euros (+609,5 milhões de euros em 2015). A taxa de crescimento da receita foi de 0,9%, inferior à da despesa em 0,4 pontos percentuais.

Relativamente à dívida directa do Estado, esta ascendia a 235 mil milhões de euros no final de Junho, o equivalente a cerca de 129% do PIB nacional.

### Portugal: Dívida Directa do Estado



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

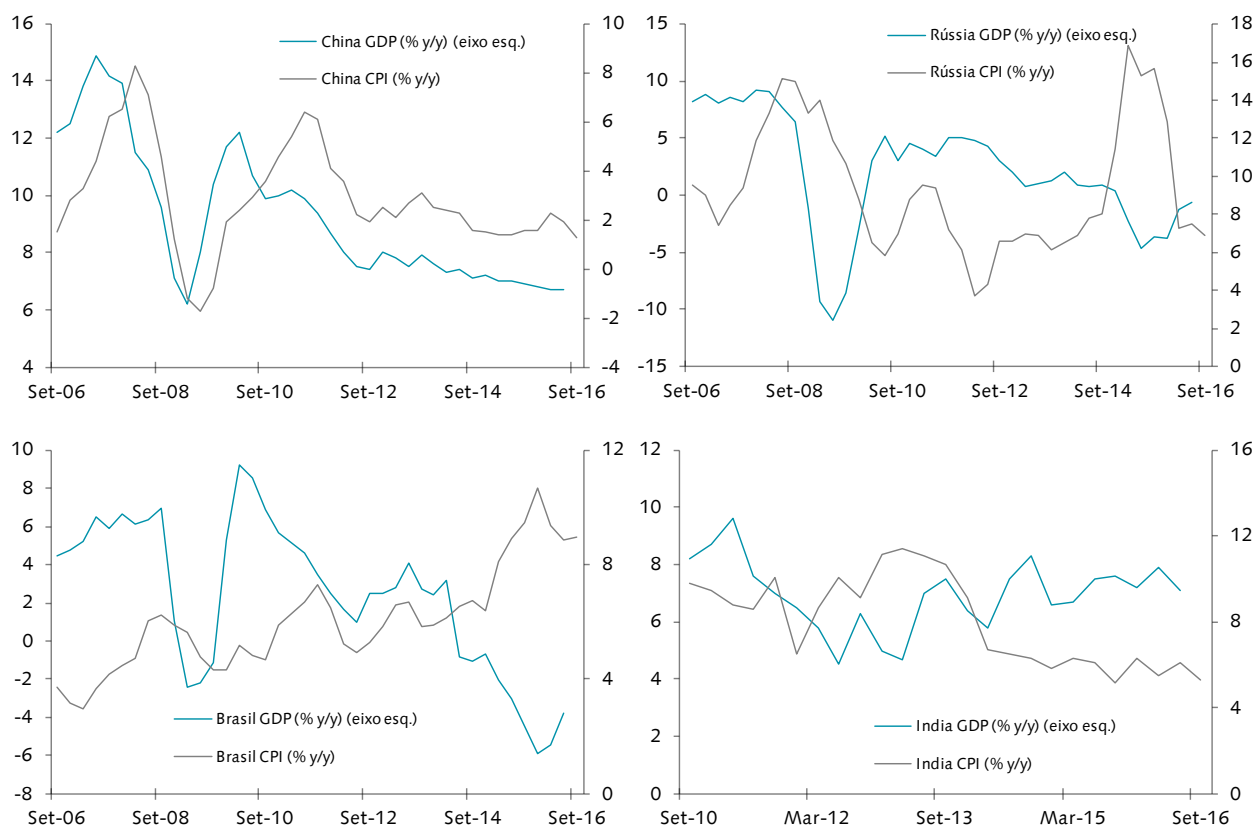
### Países Emergentes

*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 principais economias emergentes e em desenvolvimento continuam o processo de ajustamento e estabilização, num cenário de recuperação das matérias-primas e subida gradual das taxas de juro nos Estados-Unidos, factor particularmente importante para os países produtores, como a Rússia e o Brasil.

Na China, o PIB cresceu 1,8% no segundo trimestre, acima dos 1,2% registados no trimestre anterior, sendo esta a maior subida desde Setembro do ano passado. Em termos homólogos, o crescimento manteve-se inalterado nos 6,7%, mas ligeiramente acima do esperado pelos analistas, impulsionado pela actividade industrial e pelas vendas a retalho. A taxa de inflação caiu para os 1,3% (variação homóloga), mantendo assim a tendência dos últimos meses (em Abril último situava-se nos 2,3%). A taxa de desemprego mantém-se próxima dos 4% e o saldo da balança corrente recuou para os 2,35% do PIB, menos 0,25 pp face ao trimestre anterior.

### Economias BRIC



Fonte: Bloomberg.

Na Índia, a actividade económica cresceu 1,4% no trimestre findo em Junho último, fixando o crescimento homólogo nos 7,1%. A confiança dos consumidores subiu para os 97,6 pontos (90,2 no final do ano passado) e a taxa de inflação diminuiu de 6,07%, em Julho, para os 5,05%, em Agosto. Este é o valor mais baixo em cinco meses, em larga medida devido à menor subida dos preços da alimentação.

No Brasil, a variação do PIB continua em terreno negativo, com uma contração de 0,6% no segundo trimestre (-0,4%, nos três primeiros meses do ano). Este foi o sexto trimestre consecutivo em queda, apesar da recuperação do investimento, a primeira em quase três anos. A taxa de desemprego continua a subir (11,6% em Julho, face aos 9,5% em Janeiro passado) e a inflação aumentou ligeiramente em Agosto, para os 8,97% (10,71% no início do ano).

Por fim, também a Rússia permanece ainda em recessão, apesar da melhoria do último trimestre. Em termos homólogos, o PIB contraiu 0,6%, metade da queda registada no primeiro trimestre deste ano, e bem acima dos -3,8% do final de 2015. Para esta melhoria contribuiu a recuperação da produção industrial (+0,7%, variação homóloga) e o menor ritmo de queda das vendas a retalho. A taxa de desemprego manteve a trajectória de queda dos últimos meses (5,2% em Agosto, menos 0,8 pp do que em Março desde ano), e a taxa de inflação diminuiu ligeiramente, para os 6,9%.

Paulo Monteiro

Redigido em 30 de Setembro de 2016



### Evolução dos mercados financeiros

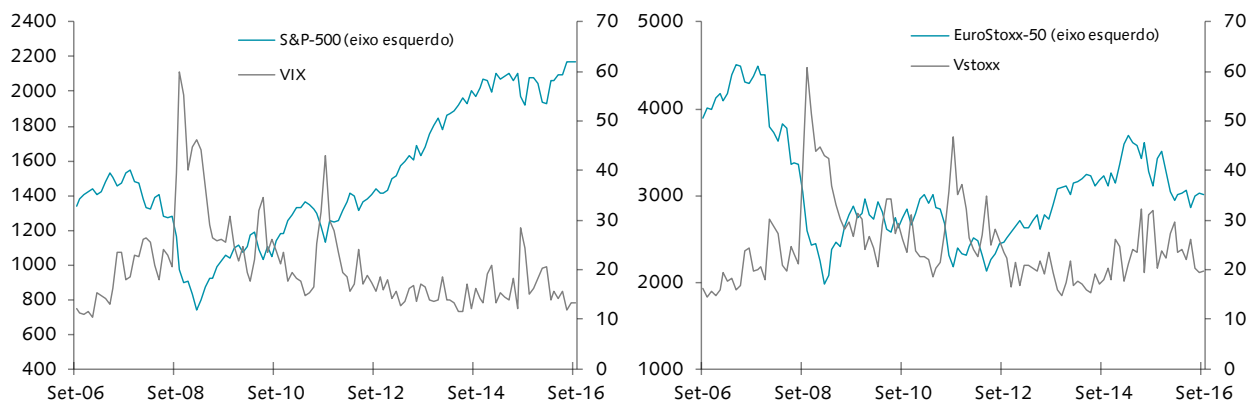
O terceiro trimestre ficou marcado pela expectativa em relação ao *timing* de uma possível subida da taxa de juro directora por parte da Reserva Federal (FED). Nas duas reuniões realizadas durante este período, a FED adiou, em ambas, uma possível subida para o final de 2016. Porém, a presidente Janet Yellen nos seus discursos sinalizou pelo menos uma subida ainda este ano. Assim, o mercado está a descontar uma probabilidade de 61% da subida da taxa directora ocorrer em Dezembro.

Destaque ainda para a desvalorização da banca europeia, devido maioritariamente às dúvidas sobre a estabilidade dos bancos Italianos e Alemães, nomeadamente do Deutsche Bank. Este poderá ter de pagar uma multa nos Estados-Unidos de cerca de USD 15Bn, referente à crise de 2007-2008, valor bem acima dos EUR 2,4Bn inicialmente esperados. Contudo, de acordo com a agência noticiosa francesa AFP, o acordo entre o tribunal Norte-Americano e o Deutsche Bank poderá fixar-se nos USD 5,4Bn.

### Mercados Accionistas

Nos Estados-Unidos, o índice de referência S&P-500 fechou o terceiro trimestre de 2016 nos 2.168,27 pontos, valorizando 3,3%. Esta foi a primeira vez que o índice fechou um trimestre acima dos 2.100 pontos, tendo mesmo feito um novo máximo nos 2.193,81 pontos. O índice de volatilidade VIX terminou o mês de Setembro nos 13,58 pontos, após o máximo de 20,51 pontos no início desse mesmo mês, devido a uma possível subida da taxa de juro já em Setembro por parte da FED, a qual não se verificou.

### Mercados Accionistas versus Volatilidade

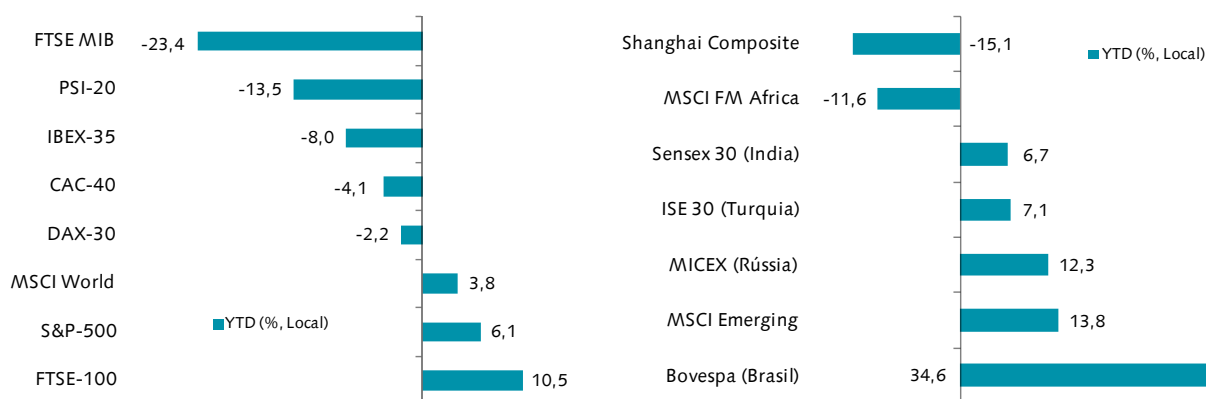


Fonte: Bloomberg.

Este trimestre também foi de recuperação nos mercados accionistas europeus. Pela positiva destacam-se os mercados alemão (DAX-30 +8,6%) e espanhol (IBEX-35 +7,6%). Em relação à performance anual, todos os mercados europeus, em euros, encontram-se negativos. Mesmo o índice Inglês, que em moeda local está positivo (+10,5%), em euros encontra-se a perder 5,8%.

Por sua vez, os mercados emergentes terminaram o trimestre a valorizar 8,3%, destacando-se pela positiva os mercados brasileiro e russo, com uma rentabilidade 13,3% e 4,6%, respectivamente. Em relação ao mercado chinês, Shanghai Composite, este valorizou 2,6%, estando, porém, a desvalorizar 15,1% no ano.

#### Evolução dos Mercados Accionistas Mundiais



Fonte: Bloomberg.

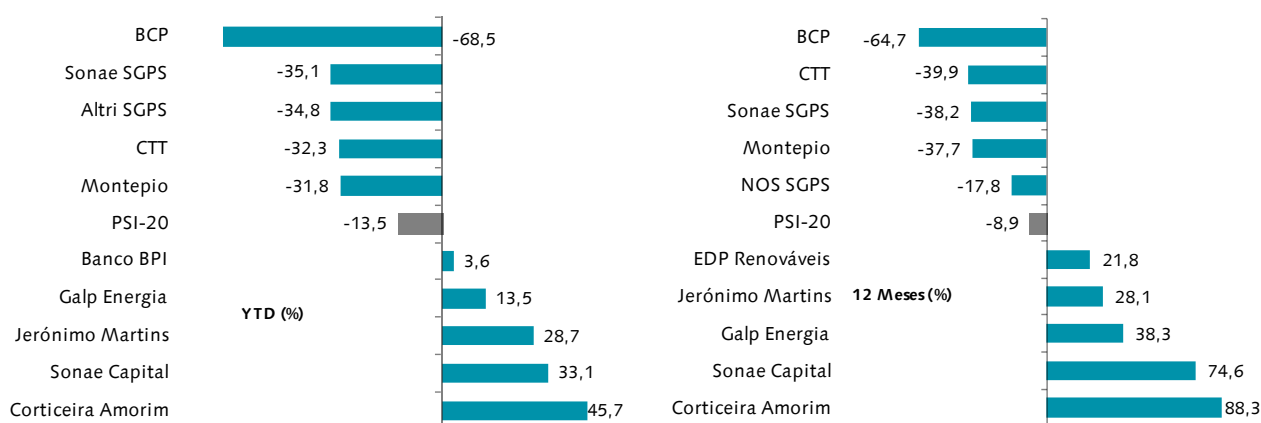
No mercado nacional, o índice PSI-20 subiu 3,2% no trimestre, estando a desvalorizar 13,5% no ano. Pela positiva, no trimestre, destacaram-se as acções da Pharol SGPS (+130,8%), Sonae Capital (+24,8%), Corticeira Amorim (+20,2%) e da Semapa (+15,0%). Pelo contrário, os CTT (-15,7%), BCP (-15,5%), Caixa Económica Montepio (-11,7%) e a Sonae SGPS (-3,6%) registaram as maiores perdas.

A brasileira Oi, após o pedido de recuperação judicial em Junho, apresentou em Setembro o plano de reestruturação da empresa que inclui a venda de activos de modo a poder reestruturar a dívida. Além disso, este plano feito pela consultora EY, prevê que a empresa brasileira em 2020 apresente um resultado líquido de BRL 1.044Mn. Outra notícia relevante para a cotação da Pharol SGPS foi o acordo entre esta empresa e a Société Mondiale para a extinção dos processos contra ex-gestores da empresa.

Na banca também ocorreram eventos importantes no trimestre. No BPI, a OPA do Caixabank deverá ter sucesso após a desblindagem dos estatutos da instituição, que permitem o desbloqueamento do limite máximo de 20% dos direitos de voto.

Relativamente ao BCP, foi anunciado em Julho o interesse da Chinesa Fosun na compra de 16,7% do banco através de um aumento de capital reservado unicamente a si e a um preço não superior a €0,02 por acção, podendo depois subir a posição até aos 30%. Uma das condições para este interesse ter sucesso é o banco português fazer um reverse stock split das suas acções, operação que deverá ocorrer brevemente, visto que o governo português já aprovou tal medida.

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

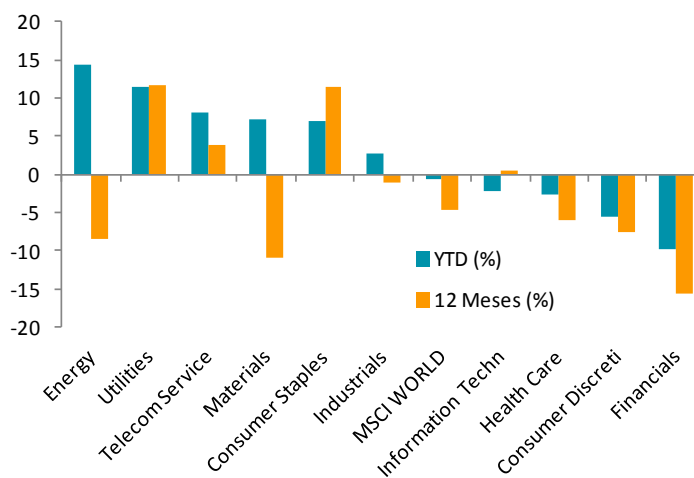


Fonte: Bloomberg.

O índice MSCI World encerrou o trimestre com uma valorização de 4,4%.

Globalmente, os sectores que registaram as melhores performances nestes nove meses foram o de Materiais (+17,0%), o Energético (+15,1%) e o das Tecnologias de Informação (+10,2%), considerando os índices da MSCI World, em USD. Pelo contrário, os sectores de Healthcare e Financeiro foram os mais penalizados, com desvalorizações de -2,8% e -4,1%, respetivamente, este último penalizado pelo impacto negativo da queda das taxas de juro nas margens dos bancos, em especial na Europa e Japão.

### Evolução Sectorial (Global)



Fonte: Bloomberg, Índices MSCI World. Moeda: USD

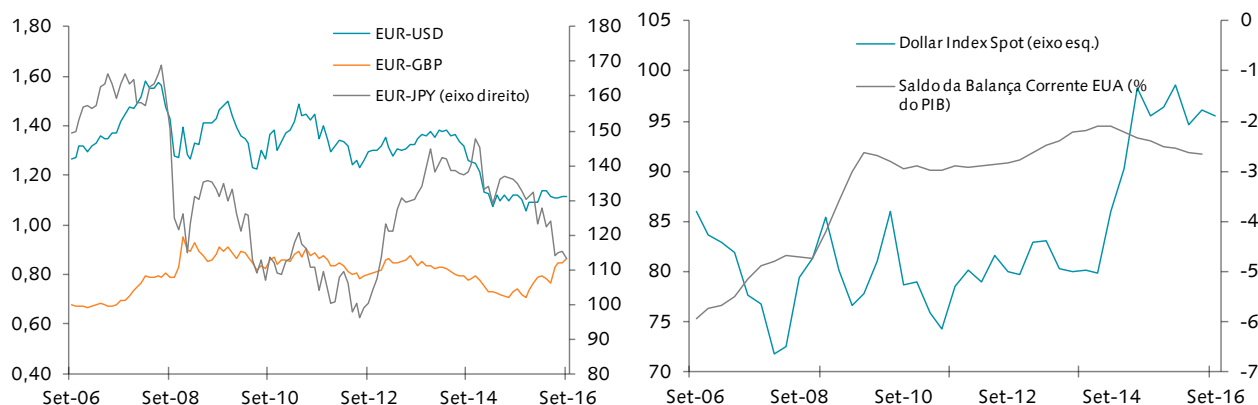
### Mercados Cambiais

No ano, o euro já apreciou 2,5% face ao USD.

No último trimestre, verificou-se uma apreciação de 1,2% do EUR face ao USD, com o EUR/USD a fechar o mês de Setembro nos 1,1235. Para este movimento, muito contribuiu o discurso mais *dovish* da Sra. Janet Yellen, presidente da Reserva Federal norte-americana, assumindo somente uma subida da taxa directora, após alguns membros da FED defenderem publicamente duas subidas.

Por sua vez, a Libra Esterlina (GBP), perdeu 4,0% face ao EUR, ainda pressionada pelo desfecho do referendo de Junho, e consequente decisão do Banco de Inglaterra de aumento de estímulos à economia. Face à moeda nipónica, o euro perdeu cerca de 0,6%, para os JPY 113,92. No ano, o euro está a depreciar cerca de 13% face a esta moeda, que tem sido vista como refúgio para os investidores.

### Evolução do Euro e do Dollar Index Spot



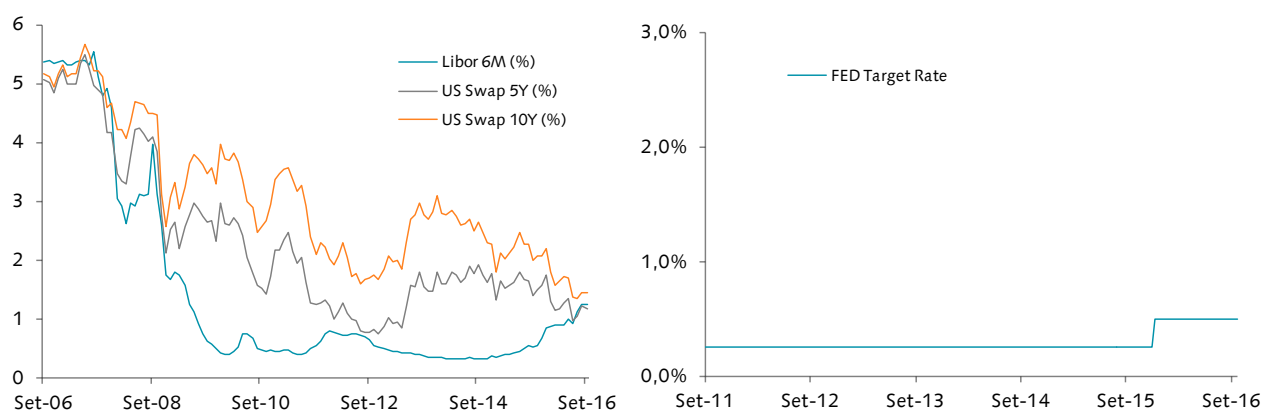
Fonte: Bloomberg.

### 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 1,24%, com uma subida de 32 bps face ao trimestre passado. Em relação às taxas de juro para swaps a 5 e 10 anos, estas subiram 20 e 9 bps, para os 1,18% e 1,46%, respectivamente, no mesmo período

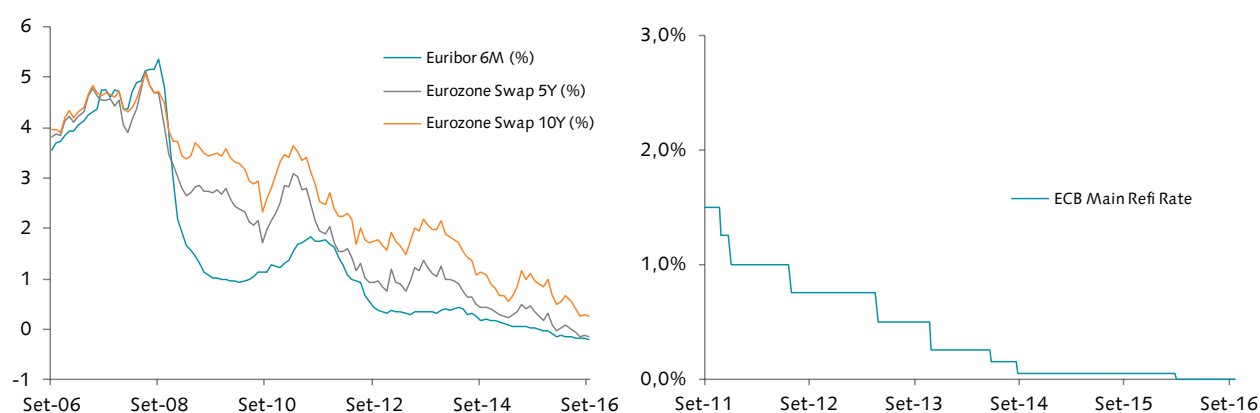
### Evolução das Taxas de Juro - USD



Fonte: Bloomberg.

Na Zona Euro, o programa de compra de activos, iniciado no trimestre passado (targeted longer-term refinancing operations: TLTRO II), continua a operar. 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 9bps e 15bps, face ao trimestre passado, para os -0,15% e 0,27%, respectivamente. Em relação às taxas mais curtas, a Euribor a 6 meses fechou o trimestre nos -0,20% caindo assim 2 bps face ao segundo trimestre

### Evolução das Taxas de Juro - EUR

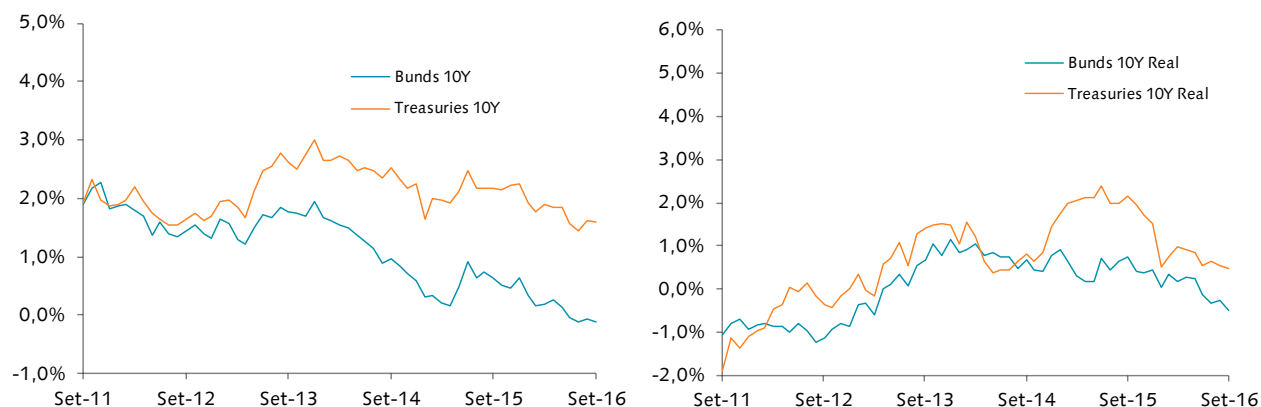


Fonte: Bloomberg.

### Dívida Pública

*Em 2016, os Treasuries a 10 anos já perderam 68 bps face ao final de 2015.*

Nos Estados Unidos, os fecharam o trimestre nos 1,59%, subindo 12 bps face ao trimestre anterior, estando a cair 68 bps desde o início do ano. Por sua vez, na Zona Euro, os Bunds alemães a 10 anos subiram 1 bp no trimestre, para os -0,12%. Contudo, face ao final de 2015, a yield a 10 anos caiu 75 bp. Mais uma vez, com a volatilidade dos mercados acionistas, estes activos voltaram a servir de refúgio para muitos investidores.

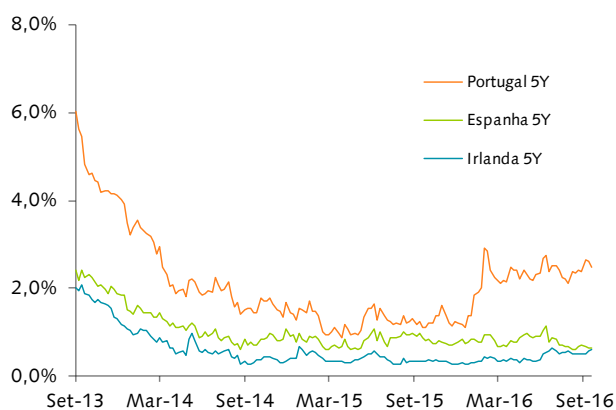
**Dívida Pública *core* – yields a 10 anos**

Fonte: Bloomberg.

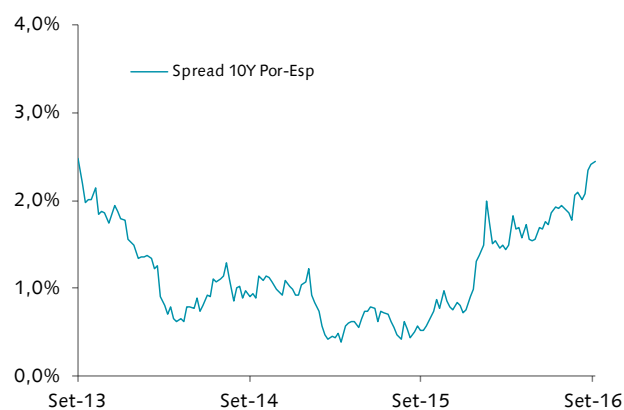
Entre os países europeus periféricos, destaque, pela negativa, para o continuar do alargamento do prémio de risco de Portugal (face à Alemanha), em mais de 30 bps, para os 3,45%, no prazo dos 10 anos. Na base deste movimento continuam as reservas levantadas pelas autoridades europeias e internacionais e pelas agências de rating quanto à execução das medidas do Orçamento de Estado para 2016. 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**

*Spreads relativamente à Alemanha*



*Spread a 10 anos entre Portugal e Espanha*

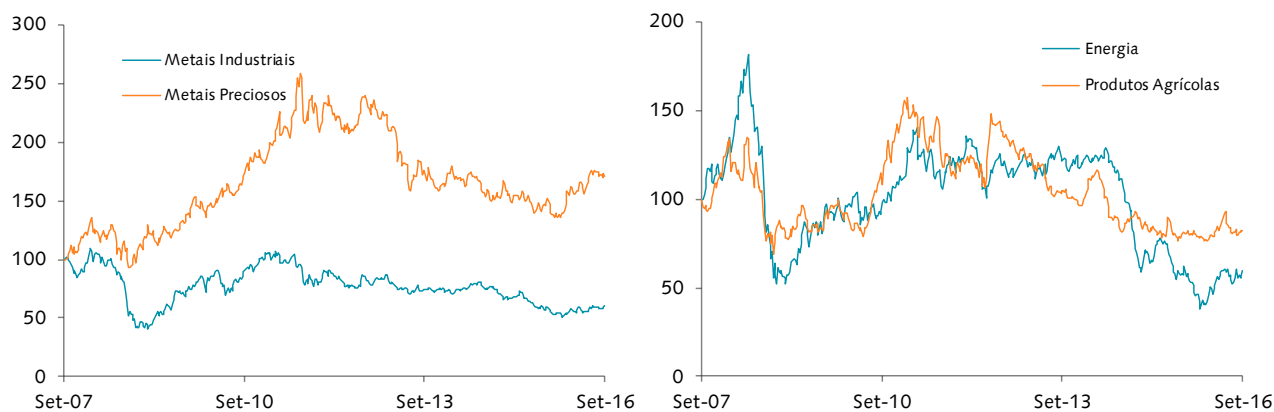


Fonte: Bloomberg.

**Matérias-Primas**

Desde o final de Julho, o petróleo apreciou 16%, fechando o trimestre nos USD 48,24.

O índice S&P GSCI (em USD) terminou o segundo trimestre com uma desvalorização de 2,6%, face ao trimestre anterior. Desde o início do ano, este índice sobe 17%. Na origem desta performance está, essencialmente, o preço do Petróleo, cuja cotação subiu 30,2% desde o início do ano. Por sua vez, no trimestre, os metais preciosos desvalorizaram cerca de 0,4%, enquanto os metais industriais subiram 3,7%, estes últimos ainda muito pressionados pelo abrandamento das economias emergentes, em particular da China. Por fim, os preços dos produtos agrícolas caíram, em média, 10,7% no trimestre.

**Evolução das Commodities**

Fonte: Bloomberg.

José Pedroso

Redigido em 05 de Outubro de 2016

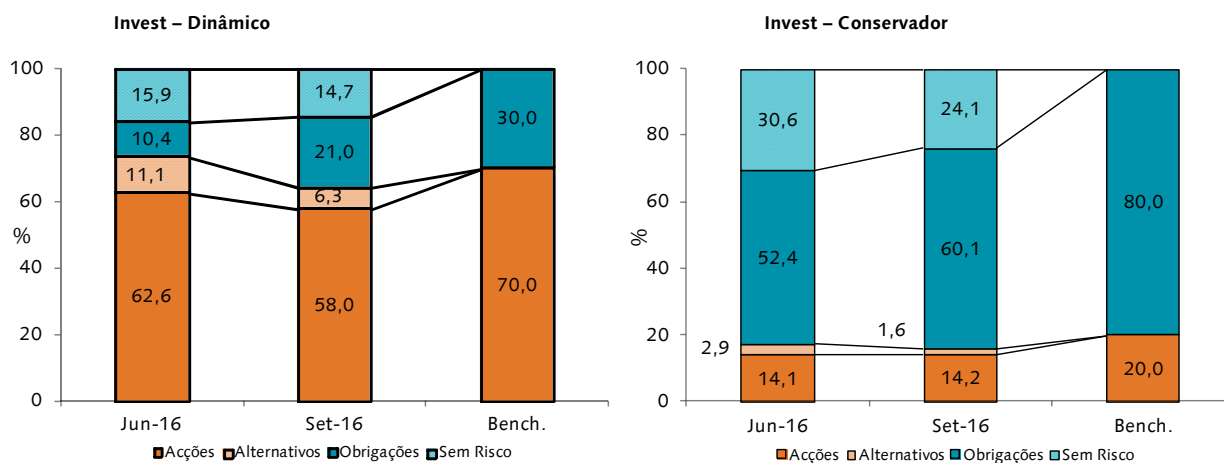


## Alocação de Activos

O terceiro trimestre foi de recuperação nos mercados financeiros, após a turbulência provocada pelo resultado do referendo no Reino Unido, em Junho. Nos Estados-Unidos, o índice S&P-500 registou um novo máximo histórico, e na Europa os índice DAX-30 e EuroStoxx-50 subiram 8,6% e 4,8%, respectivamente, embora ainda permaneçam em terreno negativo desde o início do ano. Por sua vez, os spreads de crédito recuaram para valores bem abaixo dos verificados antes do Brexit.

E, apesar desta recuperação, persiste um certo desconforto entre os investidores: as yields das obrigações *investment grade* situam-se em níveis muito baixos, assim como os spreads de crédito *high yield*, as avaliações das acções não são exactamente as mais apelativas, pelo menos em termos históricos, e, segundo as últimas previsões da OCDE, o crescimento económico global encontra-se em desaceleração. Acresce, ainda, a incerteza política provocada pelas eleições presidenciais nos Estados-Unidos e pelo referendo na Itália, e a perspectiva de novas subidas de taxas de juro pela FED.

### Alocação de Activos



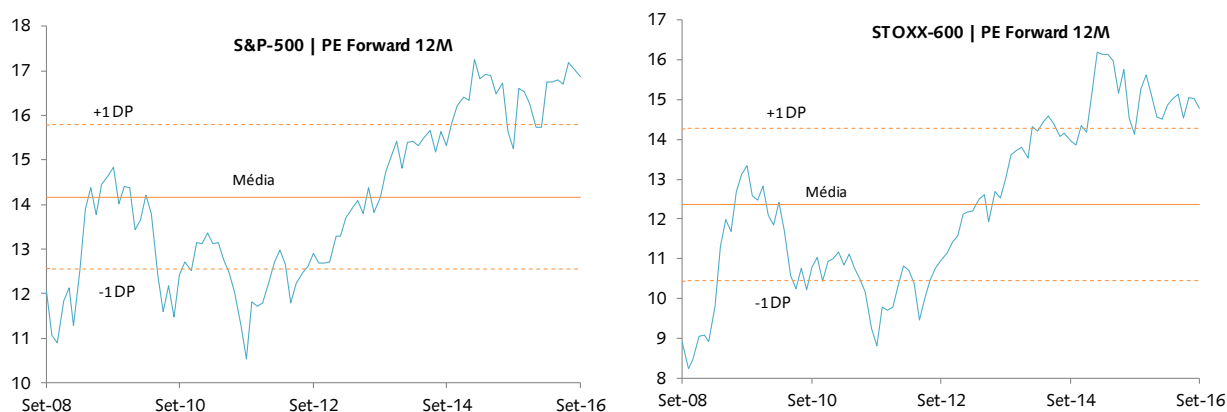
Fonte: Banco Invest, Gestão de Activos.

Neste contexto, mantemos a **abordagem defensiva** dos últimos meses, reforçada com a recente redução do peso em Acções, após as vendas realizadas em Setembro.

Na nossa opinião, os mercados accionistas encontram-se numa fase de transição. Nos últimos anos, as políticas monetárias acomodáticas dos principais bancos centrais impulsionaram as cotações ao mesmo tempo que o crescimento dos

resultados das empresas foi diminuindo. Para este abrandamento no crescimento de resultados contribuíram, em larga medida, o excesso de capacidade industrial instalada, a queda dos preços das matérias-primas (penalizando os respectivos produtores) e o *flattening* das *yield curves* (penalizado o sector financeiro). A excepção, têm sido os sectores tecnológico e de consumo, cujos resultados têm evoluído acima da média, mas o insuficiente para contrabalançar os anteriores. Consequentemente, assistiu-se uma significativa expansão dos múltiplos a que os principais índices mundiais transacionam, situação que levanta dúvidas quanto à sustentabilidade das actuais cotações.

### Price-to-Earnings Ratio



Fonte: Bloomberg. Banco Invest.

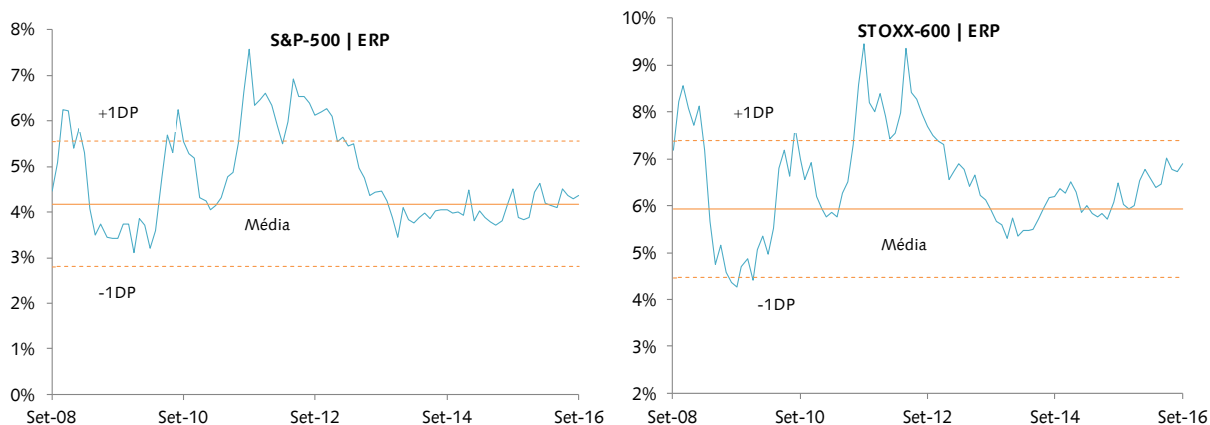
Pela positiva, porém, importa ter presente que, apesar das acções transacionarem com prémios de risco historicamente elevados, o risco de uma recessão económica global não é óbvio. Daí, a referida actual fase de transição nos mercados accionistas: no curto prazo, o potencial para novos ganhos não parece ser significativo, sendo antes expectável um período de (1) normalização das avaliações para níveis mais confortáveis, por via do crescimento de resultados e taxas de juro (ligeiramente) mais altas, nomeadamente nos Estados-Unidos, e de (2) maior volatilidade nos mercados, antes de novas subidas sustentáveis.

Deste modo, sumarizando, a alocação de activos recomendada assenta nas seguintes premissas:

- Nos próximos trimestres, o crescimento de resultados das empresas será fundamental para novos ganhos sustentáveis das acções. Em 2017, os resultados são esperados crescer 13% e 12%, nos Estados-Unidos e Europa, respectivamente. A realização destes valores e, mais importante, o regresso às variações trimestrais positivas, é fundamental para novos ganhos sustentáveis, no curto prazo.

- A incerteza quanto ao crescimento económico e de resultados das empresas, assim como os eventos políticos que se avizinham, deverão conduzir a um **aumento da volatilidade**. Como tal, a diversificação é fundamental.
- Em termos relativos, as avaliações dos **mercados accionistas europeus** permanecem mais interessantes do que nos Estados-Unidos. O BCE deverá estender a actual política monetária acomodatória para além do próximo ano, mantendo, desse modo, a cotação do Euro relativamente baixa, favorecendo os sectores industriais e exportadores. Uma perspectiva de médio prazo é fundamental para capturar os actuais prémios de risco.

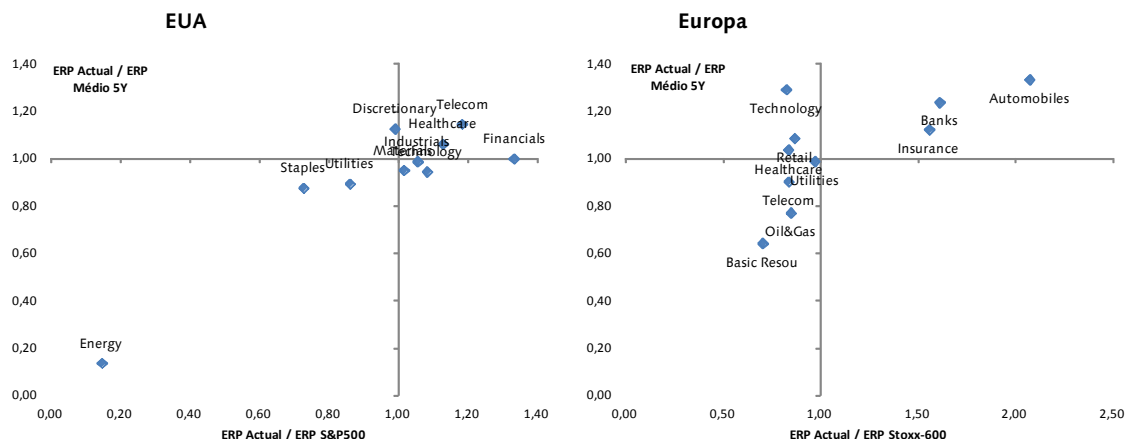
### Prémios de Risco (ERP)



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

- A recente decisão do Banco do Japão de manter as *yields* a 10 anos em terreno positivo e, desse modo, uma inclinação positiva da *yield curve*, poderá influenciar o BCE no mesmo sentido, factor que será benéfico para a recuperação da rendibilidade do **sector financeiro**.
- O sector tecnológico, em particular os segmentos da **segurança** e **biotecnologia**, deverão manter taxas de crescimento de resultados acima da média do mercado. Igualmente estratégica, consideramos ser a exposição actual ao sector da **água**.

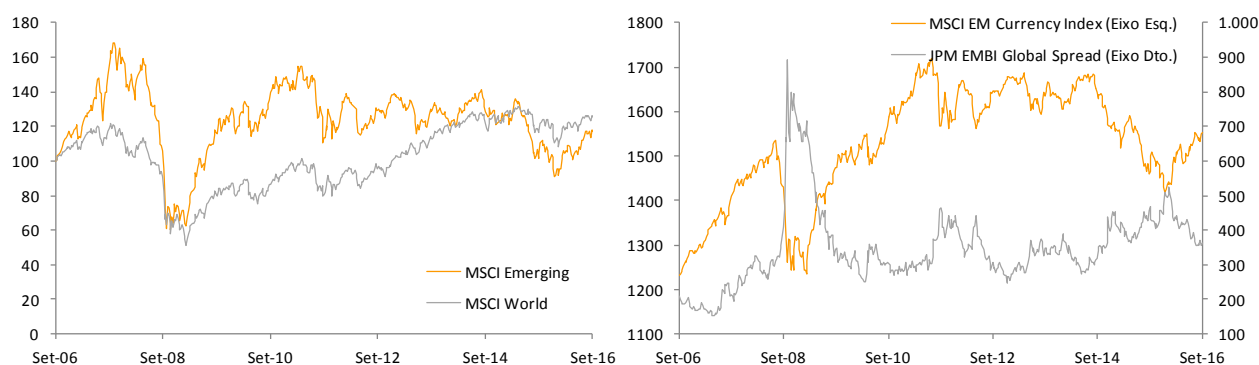
### Radar sectorial



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

- Na componente obrigacionista, o potencial para a diminuição de *spreads* de crédito é, na nossa opinião, reduzido. Contudo, num contexto de taxas de juro tão baixas, crescimento económico mundial moderado, baixos índices de *default* e procura elevada por *yield*, as **obrigações high yield** deverão manter-se suportadas pelo *accrual* que proporcionam. Mais uma vez, é crucial a diversificação e a opção por fundos de investimento com abordagens flexíveis.
- Nos **mercados emergentes**, mantemos a preferência pelos mercados de dívida em moeda local, assente na expectativa de estabilização destas economias e potencial de recuperação dos respectivos *spreads* e moedas.

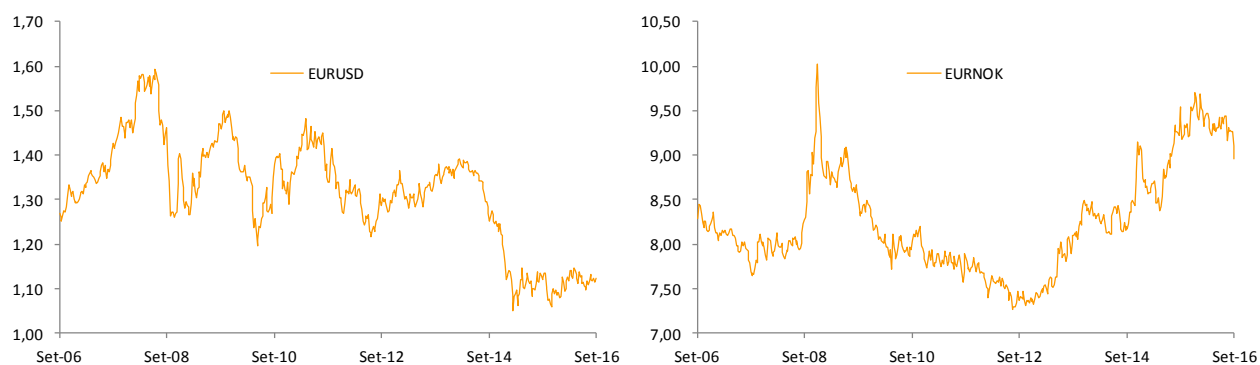
### Mercados emergentes



Fonte: Bloomberg. Banco Invest.

- Por fim, nos mercados cambiais, mantemos a exposição ao **USD**. Apesar da recente desaceleração da economia norte-americana, o diferencial de taxas de juro e a procura de refúgio em caso de crise política na Zona Euro, deverão limitar os ganhos do Euro, pelo menos no curto prazo. No final do terceiro trimestre, realizámos a mais-valia nas Coroas Norueguesas (**NOK**), após a forte apreciação registada após a manutenção das taxas de juro pelo banco central da Noruega e a recuperação da cotação do petróleo.

---

**USD e NOK**

---

Fonte: Bloomberg. Banco Invest.

Paulo Monteiro

Redigido em 3 de Outubro 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.