

### Gestão de Activos

#### Paulo Monteiro

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

#### José Pedroso

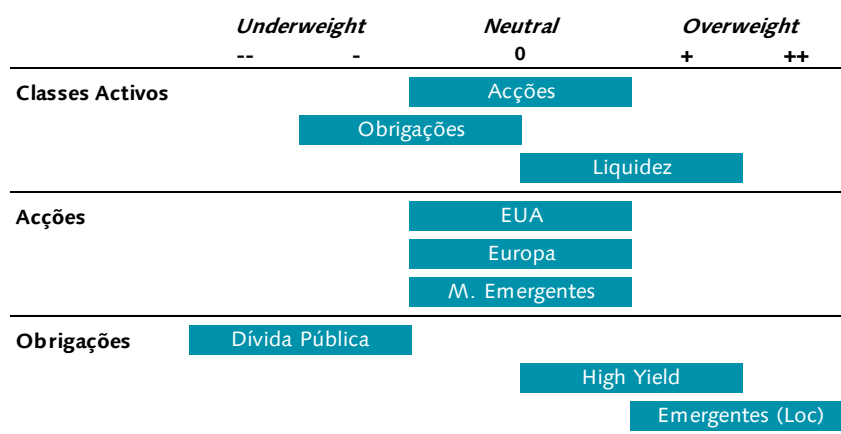
[jose.pedroso@bancoinvest.pt](mailto:jose.pedroso@bancoinvest.pt)  
Telf.: 21 381 13 18

#### Raúl Póvoa

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

- Após um final de 2018 bastante negativo, o primeiro trimestre deste ano foi de forte recuperação, tanto das Acções como das Obrigações, apesar do abrandamento económico visível nas principais economias mundiais, nomeadamente nos sectores industriais e mais expostos à incerteza provocada pelas tensões comerciais. Nos mercados accionistas, nos Estados-Unidos o índice S&P-500 valorizou cerca de 15% e o índice Nasdaq-100 subiu quase 20%. Na Europa, os ganhos foram igualmente fortes, com o índices alemão e francês a subirem 9% e 13%, respectivamente. Entre os mercados emergentes, a China subiu cerca de 15% e o Brasil quase 9%. Por sua vez, entre as Obrigações, a combinação da descida das *yields* dos activos com menor risco e a queda dos *spreads* de crédito nos segmentos mais arriscados, resultou na recuperação de grande parte das perdas registadas no ano passado. Com efeito, o High Yield global valorizou cerca de 6% e a Dívida Subordinada europeia cerca de 4,5%. Entretanto, face às menores perspectivas de crescimento económico e à postura mais flexível dos bancos centrais, também a dívida pública *core* registou ganhos importantes, na ordem dos 3%, tanto nos Estados-Unidos como na Zona Euro.

### Outlook



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

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

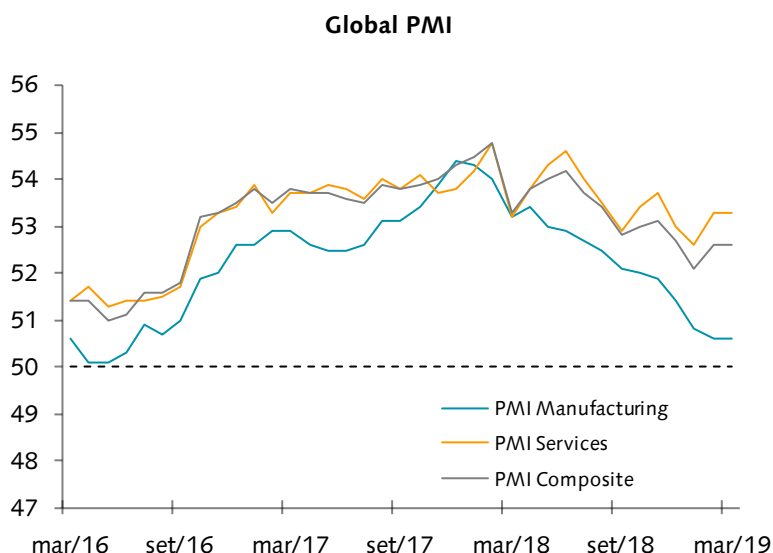
### Índice:

Evolução dos indicadores macroeconómicos	Pág. 2
Evolução dos mercados financeiros	Pág. 9
Alocação de Activos	Pág. 18

**Evolução dos indicadores macroeconómicos**

O ritmo de crescimento da economia mundial está a abrandar. As últimas estimativas oficiais têm sido revistas em baixa e corroboradas pela diminuição da confiança empresarial, medida pelos índices PMI (Purchasing Managers Index), calculados pela Markit. Na Zona Euro e na China a actividade industrial está já a diminuir, penalizada, sobretudo, pela indústria automóvel alemã e o aumento das tarifas comerciais sobre as exportações chinesas, enquanto nos Estados-Unidos o crescimento diminuiu para o valor mais baixo dos últimos dois anos. Por sua vez, o sector dos serviços mantém-se mais resiliente e ainda em território positivo.

A nível global, os riscos para a economia mundial parecem enviesados para terreno negativo. Entre os principais riscos, permanecem a possível escalada das guerras comerciais, o Brexit sem-acordo entre o Reino Unido e a União Europeia e o abrandamento da economia chinesa acima do esperado.



Fonte: Bloomberg

**Estados Unidos**

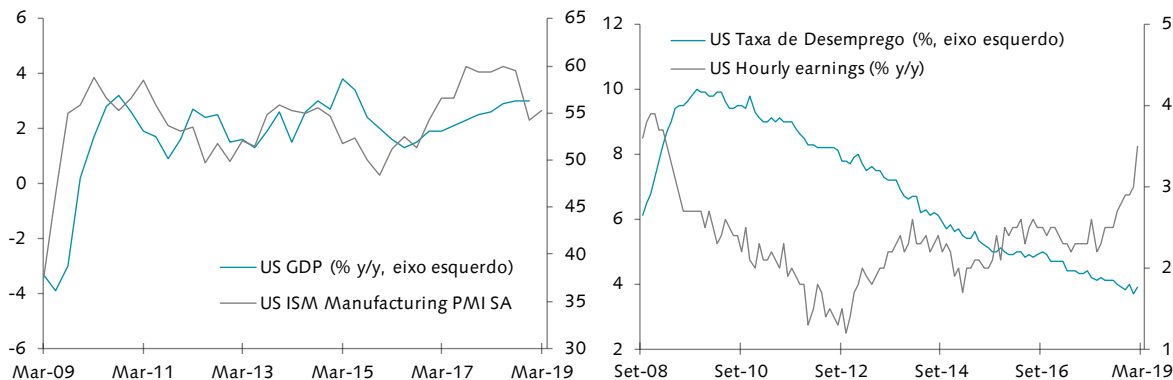
*O PIB norte-americano cresceu 2,2% no quarto trimestre de 2018, em termos homólogos.*

A economia norte-americana cresceu 2,2% no quarto trimestre, em cadeia (taxa anualizada). Este valor foi significativamente inferior ao dos trimestres anteriores, reflectindo o menor impacto dos cortes fiscais do início do ano. Em termos homólogos, o Produto Interno Bruto (PIB) cresceu 3,0%, um valor muito próximo da média desde 1948 (3,2%).

A taxa de desemprego situou-se nos 3,8% em Fevereiro, menos 0,1 pontos percentuais (pp) que no final do ano passado. O número de pessoas desempregadas diminuiu em 300 mil, para os 6,2 milhões. A participação no mercado de trabalho

permanece estável nos 63,2%, assim como o salário horário, que em Fevereiro aumentou, face ao mês anterior, 11 cêntimos (0,4%), para os USD 27,66.

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

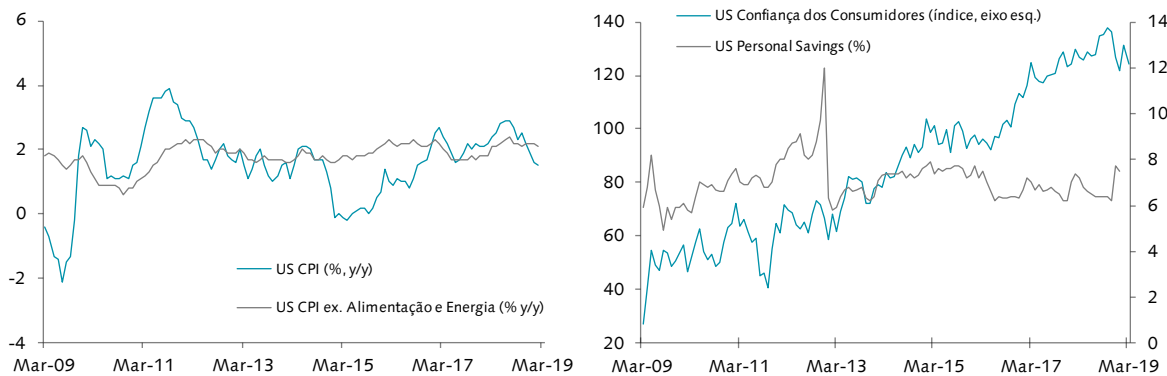


Fonte: Bloomberg.

A taxa de inflação fixou-se nos 1,5%, em Fevereiro. Este é o valor mais baixo desde Setembro de 2016, reflectindo a diminuição dos preços da gasolina e do vestuário. Excluindo os custos com alimentação e energia, a taxa de inflação (core) situa-se nos 2,1%, praticamente sem alteração desde meados do ano passado.

Suportada pelo baixo desemprego, ligeiros ganhos salariais e baixa taxa de inflação, a confiança dos consumidores permanece relativamente robusta, ainda que tenha caído para os 124,1 pontos, em Março e se situe abaixo do máximo do ano passado.

**Confiança dos Consumidores e Taxa de Inflação**



Fonte: Bloomberg.

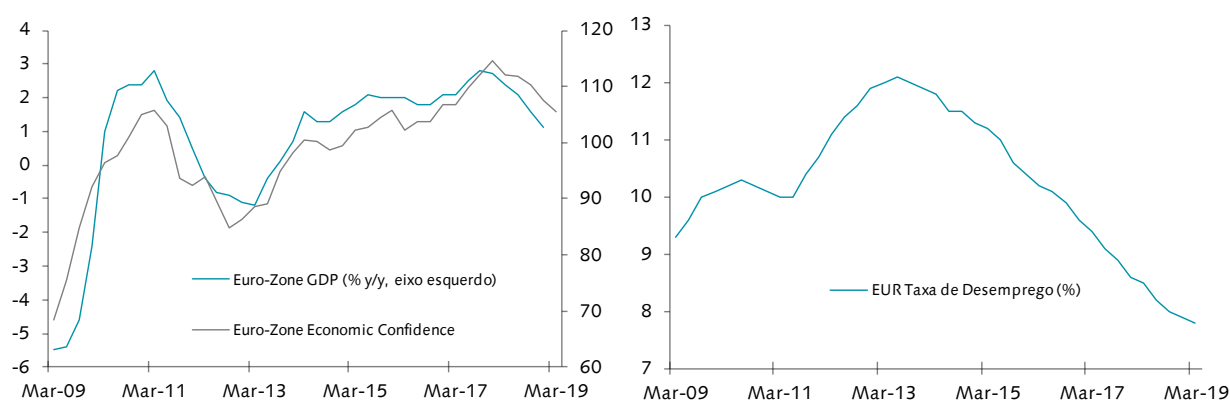
### Zona Euro

Na Zona Euro, o PIB cresceu 0,2% no quarto trimestre de 2018. Em termos homólogos, o crescimento foi de 1,1%.

A economia da Zona Euro registou um crescimento, em cadeia, de 0,2% no quarto trimestre de 2018. A expansão foi impulsionada pelas exportações líquidas, consumo das famílias e investimento e consumo públicos, que contrabalançaram a queda dos inventários. Em termos homólogos, o crescimento ficou-se pelos 1,1%, abaixo dos 1,6% registados no trimestre anterior e o valor mais baixo desde o final de 2013.

A taxa de desemprego fixou-se nos 7,8%, em Janeiro, sem alteração face ao mês anterior, sendo este o valor mais baixo desde Outubro de 2008. Há um ano atrás, no início de 2018, a taxa de desemprego situava-se nos 8,6%.

#### Crescimento do PIB e Taxa de Desemprego



Fonte: Bloomberg.

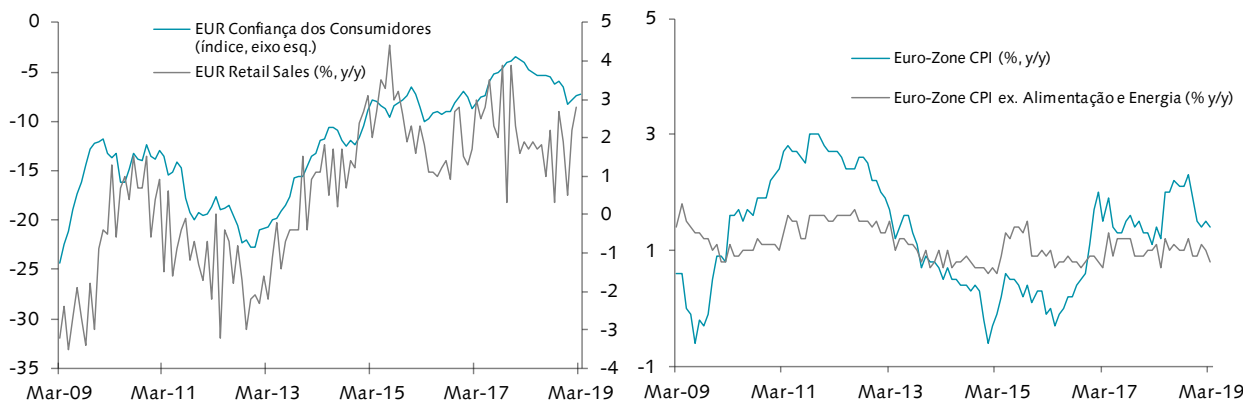
A taxa anual de inflação subiu para os 1,5%, em Fevereiro (1,4% em Janeiro), permanecendo abaixo do valor médio de 2018. Excluindo os custos com alimentação e energia, a variação anual dos preços ficou-se pelos 1%, um valor muito abaixo do objectivo dos 2%, estabelecido pelo Banco Central Europeu (BCE).

Apesar da recuperação do emprego e dos salários, que cresceram 2,3% no quarto trimestre, em termos homólogos, a confiança dos consumidores (-7,2 pontos) permanece abaixo do valor máximo do ano passado (-3,7), mas acima da média de longo prazo (-11,3). Factores de incerteza como o Brexit e focos de instabilidade política, como por exemplo em França e Itália, poderão estar na base da recente diminuição da confiança dos consumidores.

Ao nível empresarial, o índice PMI Manufacturing caiu para os 47,6 pontos, em Março, face aos 49,3 no mês anterior. Desta forma, a indústria da Zona Euro regista a maior contracção desde Abril de 2013. O abrandamento foi particularmente

acentuado na Alemanha (44,7 pontos), penalizado pela menor procura no sector automóvel e queda das exportações.

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



Fonte: Bloomberg

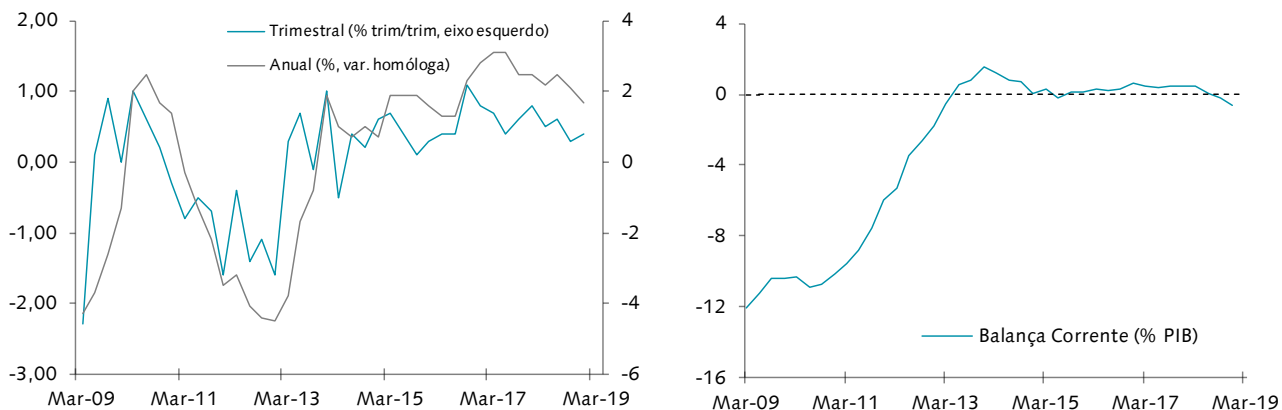
### Portugal

*A economia nacional cresceu 2,1%, em 2018.*

A economia portuguesa expandiu 1,7%, em cadeia, no quarto trimestre de 2018, o valor trimestral mais baixo do ano. Em termos homólogos, o crescimento foi de 1,7%, menos 0,4 pp relativamente ao terceiro trimestre. No conjunto do ano, o PIB aumentou 2,1% em volume (em termos reais) e 3,6% em valor (nominal), atingindo os 201,5 mil milhões de euros. A procura externa líquida registou um contributo de -0,7 pp para a variação em volume do PIB (-0,3 pp em 2017), verificando-se uma desaceleração das exportações de bens e serviços mais acentuada que a das importações de bens e serviços. O contributo positivo da procura interna diminuiu para 2,8 pp (3,1 em 2017), reflectindo o crescimento menos intenso do investimento. Em termos nominais, o saldo externo de bens e serviços representou 0,1% do PIB (0,8% em 2017), de acordo com o Instituto Nacional de Estatística (INE).

As exportações de bens e serviços em volume registaram, em 2018, uma taxa de crescimento de 3,7% (7,8% em 2017), reflectindo a desaceleração de ambas as componentes. As exportações de bens passaram de uma taxa de variação de 6,7%, em 2017, para 3,6%, e as exportações de serviços de 11,0% para 3,8%, em 2018.

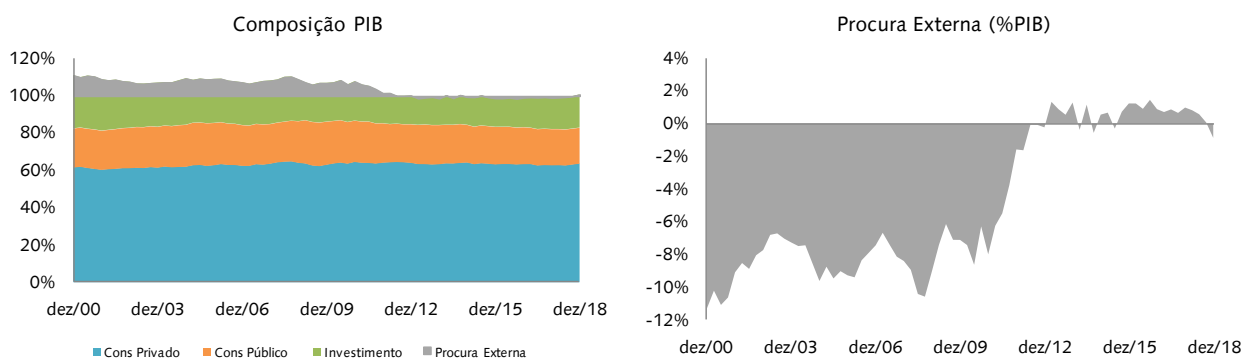
**Portugal: Crescimento do PIB e Saldo Externo de Bens e Serviços**



Fonte: Bloomberg e INE.

Em Dezembro de 2018, a taxa de desemprego situou-se em 6,6%, menos 0,1 pp que o valor do mês anterior, igual ao valor de três meses antes e menos 1,3 pp que no mesmo mês de 2017. Comparando com o mês precedente, a população desempregada diminuiu 0,4% (1,5 mil pessoas) e a população empregada aumentou 0,4% (18,4 mil). De acordo com o INE, a estimativa provisória da taxa de desemprego de Janeiro é 6,7%, tendo aumentado 0,1 pp em relação ao mês anterior.

**Contas Nacionais – óptica da despesa**

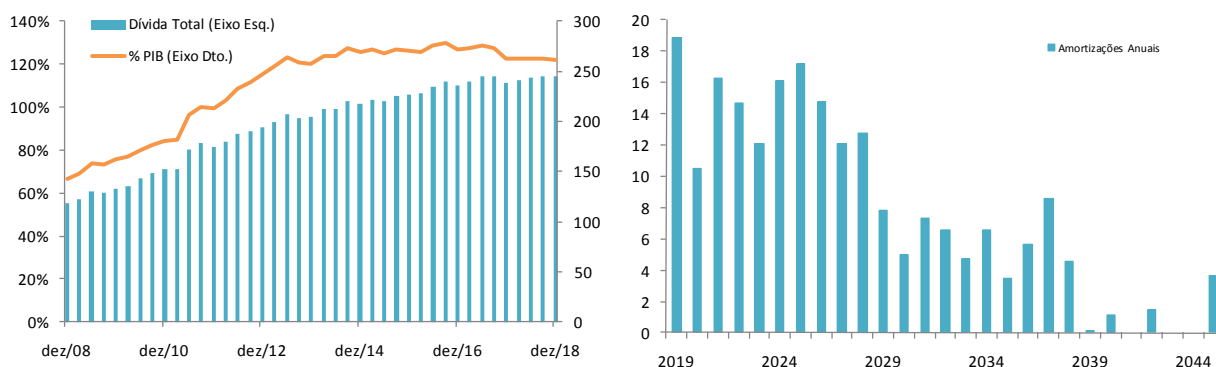


Fonte: INE.

De acordo, com a Direcção Geral do Orçamento (DGO), as Administrações Públicas registaram um saldo orçamental excedentário de 1.301,1 milhões de euros no final do mês de Fevereiro de 2019, o que reflecte uma melhoria de 1.032,2 milhões de euros face ao mesmo período do ano anterior (268,9 milhões de euros).

O saldo primário situou-se em 2.817,5 milhões de euros, mais 808,6 milhões de euros do que em Fevereiro de 2018. Por sua vez, segundo a Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública (IGCP), a Dívida Directa do Estado ascendia a 245.558 milhões de euros, cerca de 121,8% do PIB, no final de 2018.

### Portugal: Dívida Directa do Estado



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

### Países Emergentes

*A China e a Índia continuam a crescer muito acima da média mundial. A Rússia e o Brasil mantêm a recuperação, apesar do abrandamento registado durante 2018.*

O PIB chinês cresceu 1,5% no quarto trimestre de 2018, em cadeia. Em termos homólogos, a actividade económica aumentou 6,4%, o valor mais baixo desde a crise financeira global, penalizado pelas tensões comerciais com os Estados Unidos, diminuição da procura interna e aumento da dívida. No total de 2018, o PIB expandiu 6,6%, o nível mais baixo desde 1990. A taxa de desemprego situa-se nos 3,8% e a taxa de inflação anual caiu para os 1,5%, em Fevereiro. Após um início de ano particularmente fraco, a actividade industrial evidencia alguma recuperação, considerando a subida do índice PMI Manufacturing, para os 49,9 em Fevereiro.

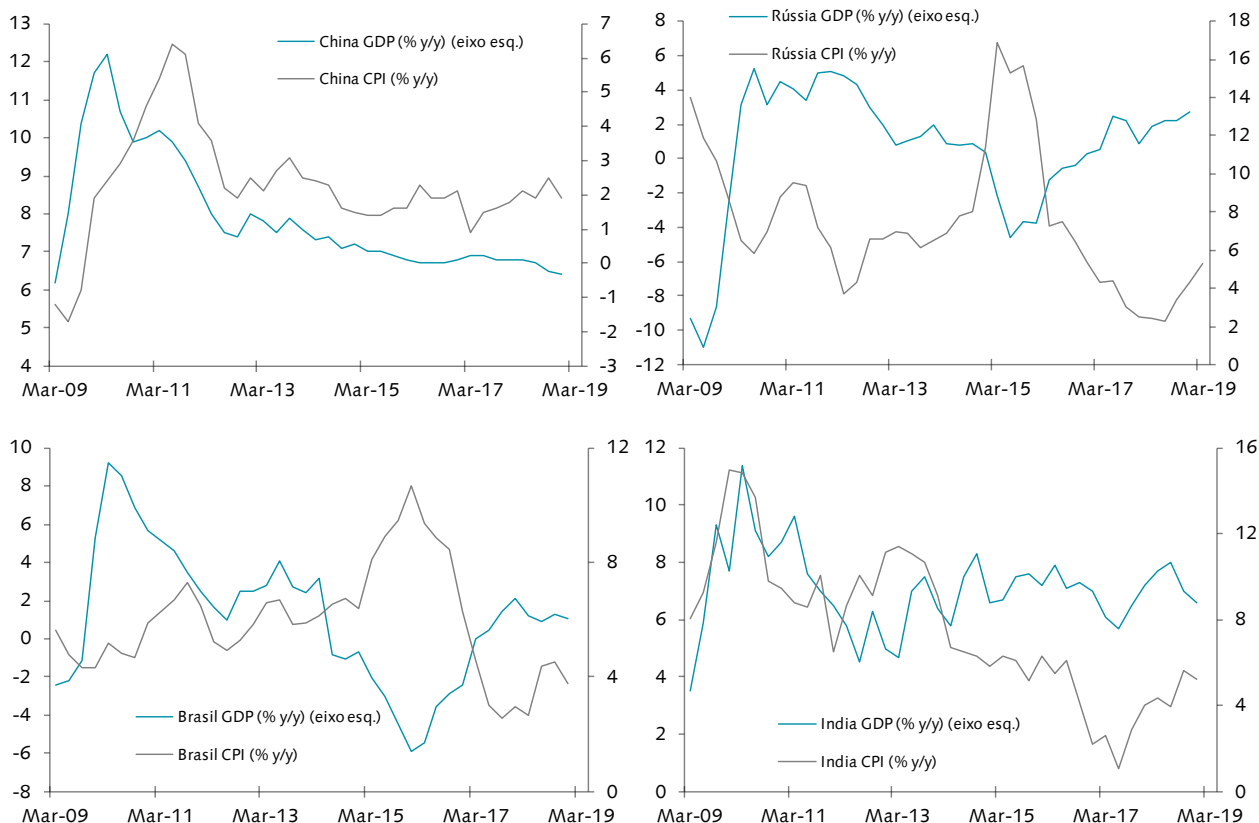
Na Índia, a economia registou um crescimento de 6,6% no último trimestre do ano passado, em termos homólogos. Este valor foi o mais baixo dos últimos cinco trimestres, explicável pelo abrandamento do consumo privado e público. A taxa de inflação subiu para os 2,57%, em Fevereiro, o que compara com 2,11% no início deste ano. O índice PMI Manufacturing aumentou dos 53,9, em Janeiro, para os 54,3, em Fevereiro, superando as expectativas dos analistas.

No Brasil, a economia cresceu apenas 0,1% no quarto trimestre do ano passado, em cadeia. Em termos homólogos, o PIB expandiu 1,1%, menos 0,2 pp relativamente ao trimestre anterior. O consumo das famílias e as exportações foram os principais contribuidores, enquanto o abrandamento do investimento e do consumo público impediram uma subida maior. A taxa de desemprego inverteu a tendência de queda dos últimos meses, com uma subida para os 12,4%, em Fevereiro. Por sua vez, a

taxa de inflação subiu para os 3,89%, em Fevereiro, mais 0,11 pp relativamente ao mês anterior e o valor mais alto dos últimos três meses. O índice PMI Manufacturing aumentou para os 53,4 pontos, em Fevereiro, face aos 52,7 do mês anterior. Este valor é o mais alto desde Março de 2018, impulsionado pelas vendas no mercado doméstico e aumento dos inventários. O mercado externo permanece mais difícil, num cenário de negociações de tarifas comerciais e recessão da vizinha Argentina.

Na Rússia, o PIB expandiu 2,7% no quarto trimestre, em termos homólogos. A taxa de desemprego situa-se nos 4,9% (Fevereiro), um valor ligeiramente superior à média do último ano. A taxa de inflação manteve a trajectória de subida, iniciada em meados do ano passado, para os actuais 5,2%, o valor mais alto desde o final de 2016. Para esta subida está a contribuir, entre outros, a recente subida do IVA, dos 18% para os 20%. A nível industrial, apesar do abrandamento dos últimos meses, o índice PMI Manufacturing mantém-se positivo, nos 50,1 pontos.

**Economias BRIC**



Fonte: Bloomberg.

Paulo Monteiro  
Redigido em 5 de Abril de 2019



## Evolução dos mercados financeiros

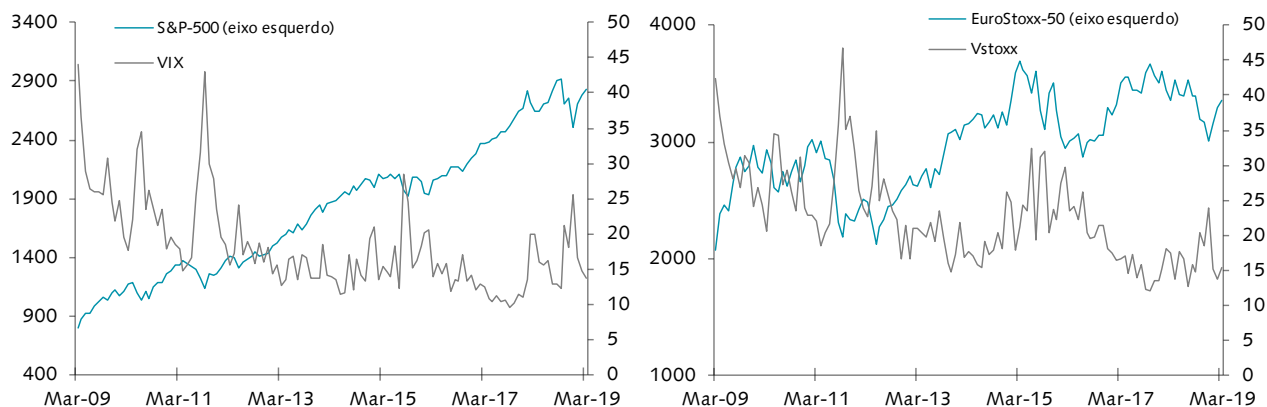
Após um quarto trimestre de 2018 muito negativo para os mercados accionistas, o primeiro trimestre de 2019 foi, pelo contrário, muito positivo, com subidas na ordem dos 10%. Contudo, apesar do optimismo vivido nos mercados, o trimestre continuou marcado pelas incertezas políticas na Europa, com os casos do Brexit, do governo italiano e das manifestações em França, e pelo continuar da guerra comercial entre os Estados Unidos da América (EUA) e a China. A estes, juntam-se a redução das perspectivas de crescimento e a queda da confiança empresarial, medida pelos índices PMI (Purchasing Managers Index), na Europa e na China. Como consequência, assistiu-se a uma mudança de discurso dos principais bancos centrais. No caso da Reserva Federal (FED), em vez, de uma subida da taxa de juro em 2019, o mercado desconta, agora, um corte da taxa em 2020. No caso do Banco Central Europeu (BCE), o presidente Mario Draghi referiu que a primeira subida da taxa directora, a acontecer em 2019, só ocorrerá no final do ano e não após o Verão, conforme tinha sido dito na reunião do BCE de Janeiro. Além disso, o BCE anunciou que irá renovar a linha de liquidez aos bancos, de forma a minimizar o efeito das taxas de juro negativas nos balanços dos mesmos.

### *Mercados Accionistas*

O primeiro trimestre foi positivo para os índices norte-americanos, com o índice S&P-500 a registar uma subida de 13,1%, a mais elevada desde 2009. O índice tecnológico Nasdaq-100 valorizou 16,6%, no período em análise, sendo esta a maior subida desde o primeiro trimestre de 2012. Por sua vez, o índice VIX, geralmente utilizado para medir a aversão ao risco dos investidores, terminou o mês de Março nos 13,71 pontos, com uma queda de cerca de 46% no período acima referido, voltando para baixo dos 15 pontos.

*O índice S&P-500 valorizou 13,1% no trimestre. Na Europa, destaque para a Itália e para a França, com os seus índices a registarem ganhos de 16,2% e 13,1, respectivamente.*

### Mercados Accionistas *versus* Volatilidade

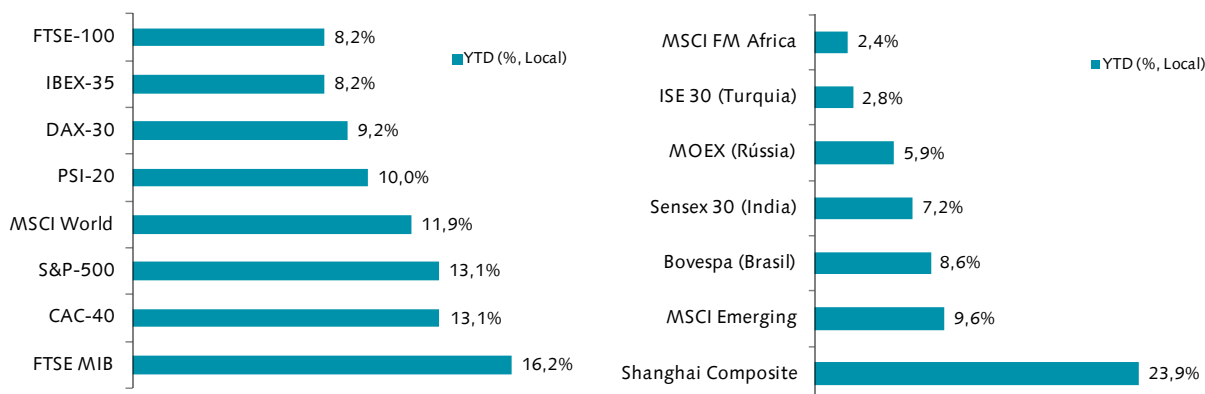


Fonte: Bloomberg.

Na Zona Euro, continua o impasse em relação ao processo de saída do Reino Unido da União Europeia, com a extensão do prazo de saída até 12 de Abril, caso não haja acordo, ou até 22 de Maio, com acordo entre ambas as partes. Todavia, o acordo não se avizinha fácil dado que existe uma grande divisão dentro do parlamento britânico, órgão agora responsável pela decisão britânica. Após três recusas do parlamento britânico ao acordo proposto pela primeira-ministra Theresa May, agora é esta instituição a liderar qual a data de saída e, conseqüentemente, qual o tipo de acordo. Em Itália, o ministro das finanças Giovanni Tria anunciou que a economia italiana deverá crescer ligeiramente acima de 0%, abaixo das estimativas do Banco de Itália que previa um crescimento de 0,6% para 2019. Por fim, em França as manifestações dos coletes amarelos mantêm-se pela vigésima semana consecutiva, apesar de menos frequentadas e violentas, com os protestantes a reclamar melhores condições de vida. Apesar desta instabilidade, os mercados europeus tiveram uma performance positiva, recuperando parte das perdas do último trimestre de 2018. Os índices que obtiveram uma melhor performance foram o italiano FTSE-MIB, que valorizou 16,2%, e o índice francês CAC-40, que valorizou 13,1%.

Os mercados emergentes também registaram uma performance positiva no trimestre, com o índice MSCI Emerging Markets a valorizar 9,6% em dólares. O índice chinês Shanghai Composite foi o que obteve a melhor performance, com uma valorização de 23,9%, em moeda local. Após 5 trimestres consecutivos de perda, o índice Chinês deu um sinal de força devido às políticas acomodáticas do Banco Central Chinês, bem como ao decorrer positivo das negociações entre os EUA e China de forma a terminar a guerra comercial entre estes dois países. Por último, destaque para os índices brasileiro, Ibovespa, e indiano, Sensex, que valorizaram 8,6% e 7,2%, respectivamente, em moeda local.

**Evolução dos Mercados Accionistas Mundiais**

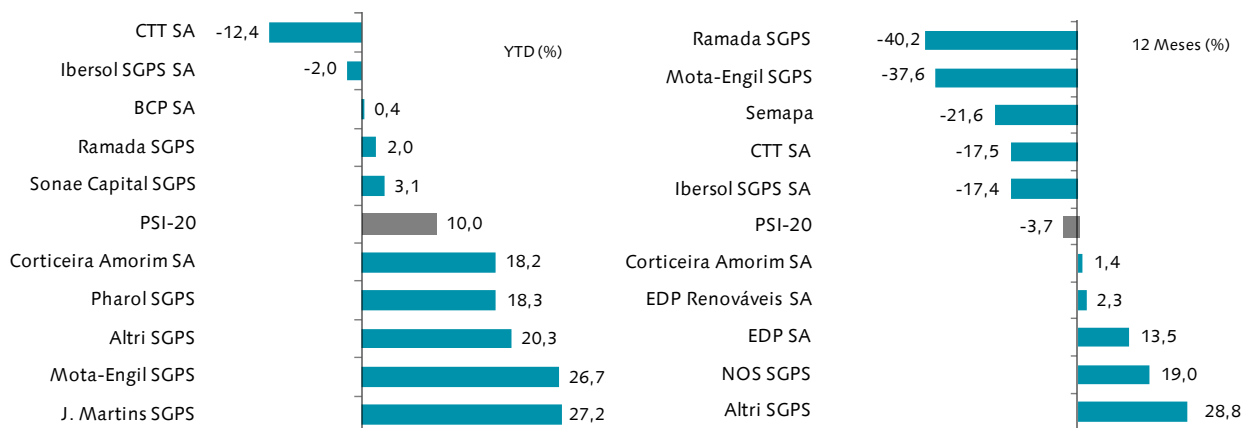


Fonte: Bloomberg.

No mercado nacional, o índice PSI-20 subiu 10% no primeiro trimestre de 2019 para os 5.206,6 pontos. No período em análise, destacaram-se pela positiva os títulos da Jerónimo Martins SGPS (+27,2%), da Mota-Engil SGPS (+26,7%) e da Altri SGPS (+20,3%). No extremo oposto, encontram-se os títulos dos CTT SA que caíram 12,4%, logo seguidos da Ibersol SGPS SA (-2,0%) e do BCP SA (+0,4%).

O trimestre ficou marcado pela apresentação dos resultados, referentes a 2018, da maioria das empresas que compõem o índice português. Estes foram na sua generalidade positivos, apresentando crescimento. Uma nota ainda para o processo da OPA da China Three Gorges (CTG) à EDP, que parece cada vez mais longe de um final positivo, dado que o limite de votos de 25% não deve ser aprovado na Assembleia Geral de 24 de Abril. De referir, que o desbloqueio do estatuto dos limites de voto foi uma das condições que a própria CTG impôs para formalizar o lançamento da operação. Além disso, fontes da Administração norte-americana já disseram publicamente que a OPA não deverá ser aprovada pelo regulador norte-americano.

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

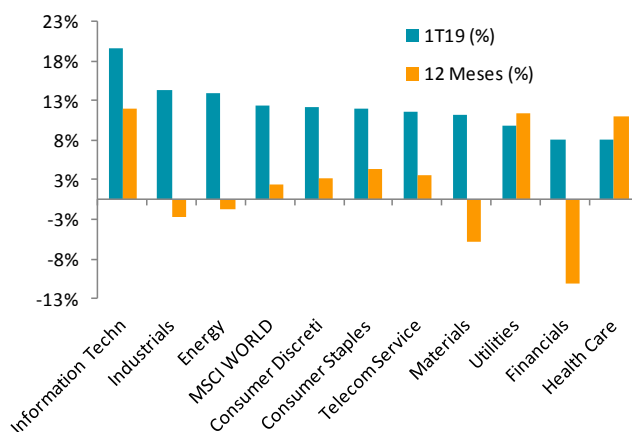


Fonte: Bloomberg.

Desde o início de 2019, o índice MSCI World já ganhou 11,9%.

A nível global, o sector de Tecnologias de Informação foi o que registou uma maior subida no primeiro trimestre de 2019 (+19,2%), logo seguido dos sectores Industrial e Energético com subidas na ordem dos 13,9% e 13,5%, respectivamente. Nos últimos doze meses, foi também o sector de Tecnologias de Informação que registou a melhor performance com uma valorização de 11,5%. No extremo oposto, encontram-se os sectores Financeiro e de Materiais, que caíram 10,6% e 5,3%, respectivamente.

**Evolução Sectorial (Global)**



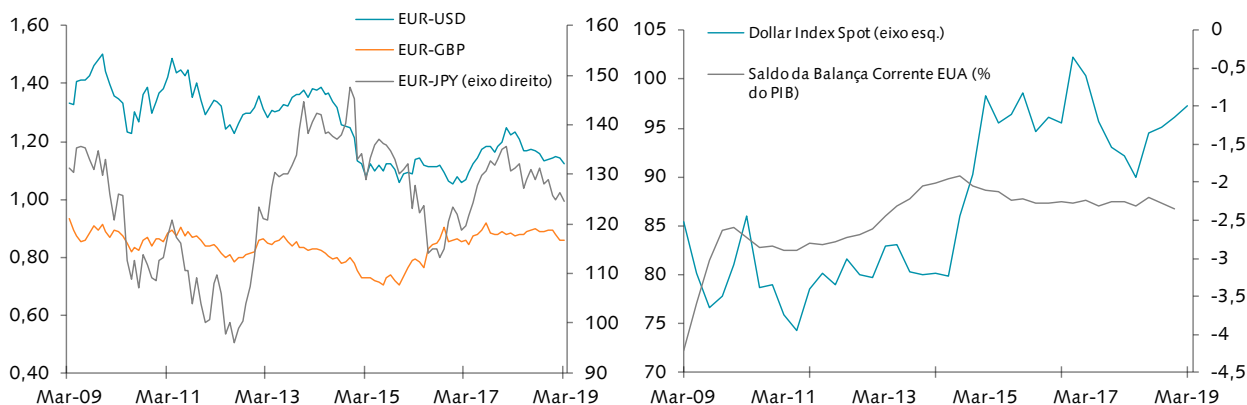
Fonte: Bloomberg, Índices MSCI World. Moeda: USD

**Mercados Cambiais**

*Desde o início do ano, o dólar apreciou 1,9% face o euro.*

O EUR/USD terminou o trimestre nos 1,1235, com o dólar a apreciar 1,9% face ao euro. Este foi o quarto trimestre consecutivo de apreciação do dólar face ao euro, algo que não acontecia desde o primeiro trimestre de 2015. Após a subida da taxa directora em Dezembro passado, a FED, durante o trimestre, passou a defender uma postura mais paciente em relação a futuras subidas de taxa. Apesar desta decisão, o dólar apreciou face ao euro devido não só à manutenção de sinais positivos do mercado laboral norte-americano, mas também à incerteza em relação à data da futura subida de taxas de juro na Europa. Em relação à Libra Esterlina (GBP), o EUR/GBP terminou o mês de Março nos 0,8583, com o euro a depreciar 4,1% face à libra. Este par continua muito influenciado pelas negociações do Brexit e não tanto pelos indicadores económicos dos dois blocos. Por fim, o euro depreciou 1,1% face ao iene, com o EUR/JPY a terminar nos 124,45, no trimestre.

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



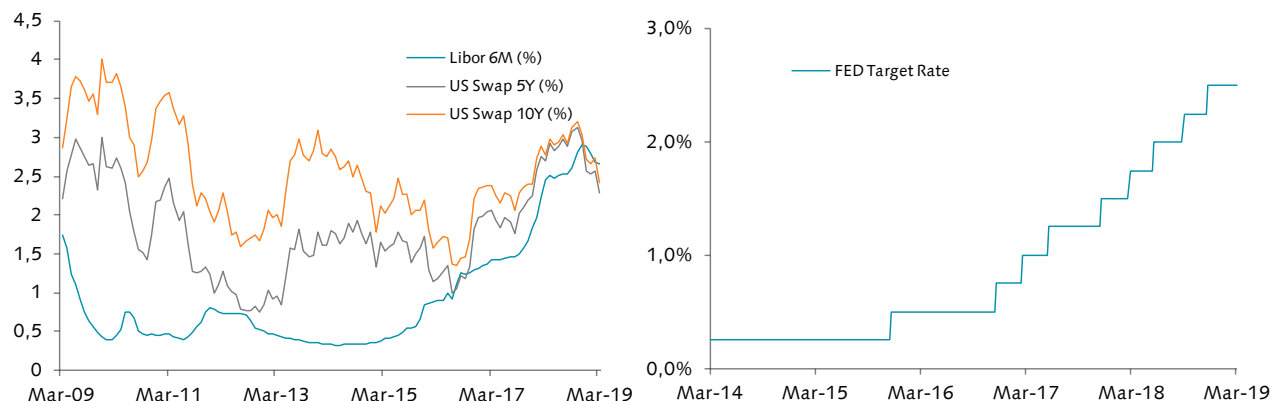
Fonte: Bloomberg.

**Taxas de Juro**

*Nos Estados-Unidos, a Reserva Federal deverá manter a taxa directora no intervalo 2,25%-2,50% em 2019.*

Nos Estados Unidos, a taxa directora mantém-se no intervalo entre 2,25% e os 2,50%, com o mercado a descontar um corte desta taxa em 0,25% em 2020. Assim, as taxas Libor a 3 e a 6 meses caíram 21 e 22 basis points (bp) no primeiro trimestre, terminando o mesmo nos 2,60% e 2,66%, respectivamente. Em relação às taxas swap a 5 e 10 anos, estas caíram 29 e 30 bp durante o período, terminando o mês de Março nos 2,28% e nos 2,41%, respectivamente.

**Evolução das Taxas de Juro - USD**

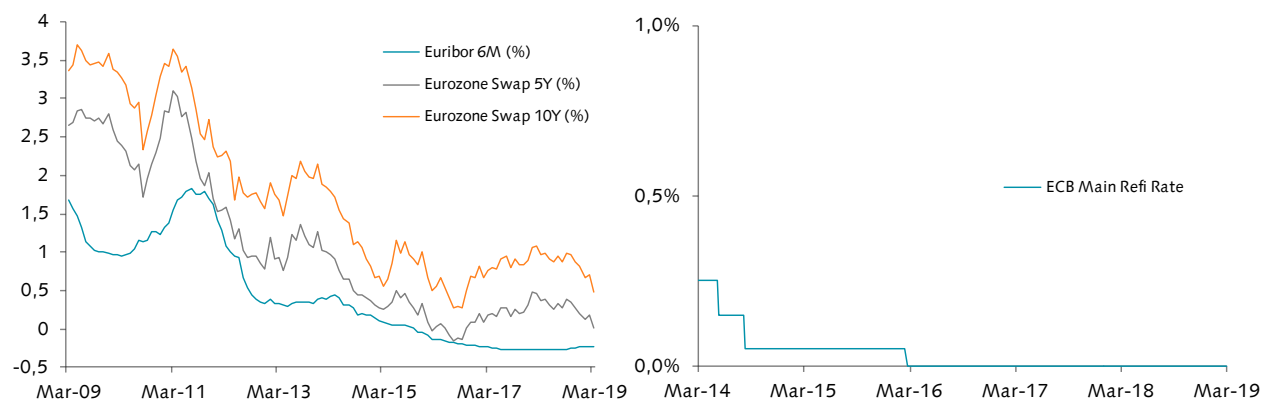


Fonte: Bloomberg.

Na reunião de Março, o BCE manteve a política de taxas de juro inalterada e anunciou que iria renovar a linha de liquidez para os bancos, de forma a estes terem acesso a dinheiro barato para financiarem a economia. Com esta medida, o BCE tenta minimizar o efeito das taxas de juro negativas nos balanços e rentabilidade dos bancos europeus. Em relação a uma futura subida da taxa de juro directora, esta só deverá acontecer no final de 2019 e não após o Verão conforme, previamente, indicado pelo Banco Central.

No que toca ao mercado monetário, a taxa Euribor a 6 meses fixou-se nos -0,228%, subindo 1 bp no trimestre. Nos prazos mais longos, as taxas swap a 5 anos e a 10 anos caíram 18 e 34 bp durante o período, terminando o mês de Março nos 0,01% e nos 0,47%, respectivamente.

**Evolução das Taxas de Juro - EUR**



Fonte: Bloomberg.

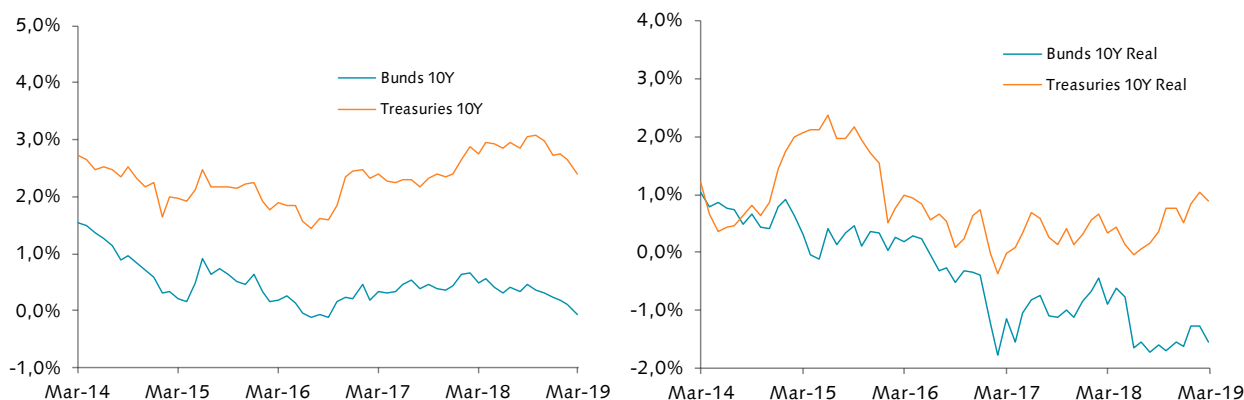
### Dívida Pública

A *yield* dos Bunds a 10 anos voltou a ficar negativa, tal como em 2016.

Nos Estados- Unidos, as *yields* dos Treasuries a 10 anos terminaram o mês de Março nos 2,41%, menos 28 bp do que no final de 2018. No prazo dos 2 anos, a *yield* também caiu face a 31 de Dezembro, passando dos 2,49% para os 2,26%. Assim, a inclinação da curva, medida pela diferença entre as *yields* dos 10 e 2 anos, caiu 5 bp no trimestre, para os 0,15%. A mudança de discurso por parte da FED levou os investidores a ficarem mais desconfiados em relação a uma possível recessão, fazendo com que estes comprassem dívida pública americana para protecção.

Na Europa, a *yield* dos Bunds alemães a 10 anos terminou o trimestre nos -0,07%, menos 31 bp do que no final de 2018. Assim, a *yield* alemã a 10 anos volta a entrar em terreno negativo quase dois anos depois. Os dados económicos pouco encorajadores, sobretudo, da economia alemã, aliada ao adiamento de uma possível subida de taxa por parte do BCE conduziu os investidores para os activos de refúgio como é o caso da dívida pública alemã.

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

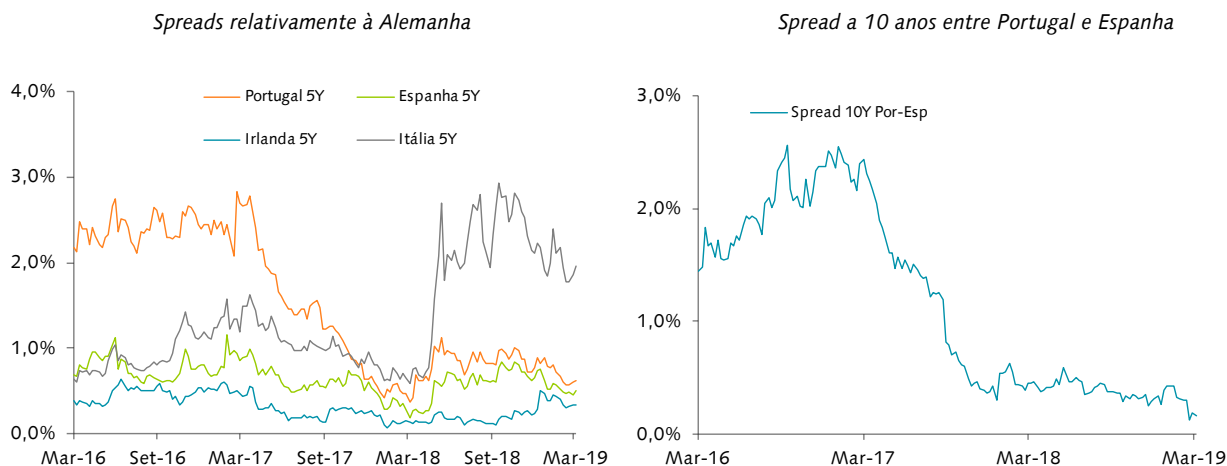


Fonte: Bloomberg.

A queda da dívida pública core conduziu também a uma queda, generalizada, das *yields* das economias europeias periféricas. As *yields* gregas, espanholas e portuguesas a 10 anos viram os seus *spreads* serem reduzidos face à *yield* alemã em 35, 1 e 16 bp, respectivamente. Somente a dívida italiana a 10 anos alargou o seu *spread* face à Alemanha em 6 bp. A baixa das expectativas de crescimento da economia italiana e a presença de um governo apoiado por partidos populistas levou à ligeira subida do *spread* face à Alemanha.

Em relação a Portugal, as *yields* a 10 anos terminaram o trimestre nos 1,25%, menos 47 bp do que no final de 2018. Em termos relativos, a dívida portuguesa também teve uma performance positiva no arranque de 2019, com o *spread* a 10 anos face a Espanha a cair 15 bp, para os 15 bp. A revisão em alta, pela agência de notação financeira S&P, da classificação da dívida soberana de longo prazo de BBB- para BBB contribuiu para a boa performance durante o trimestre.

## Zona Euro



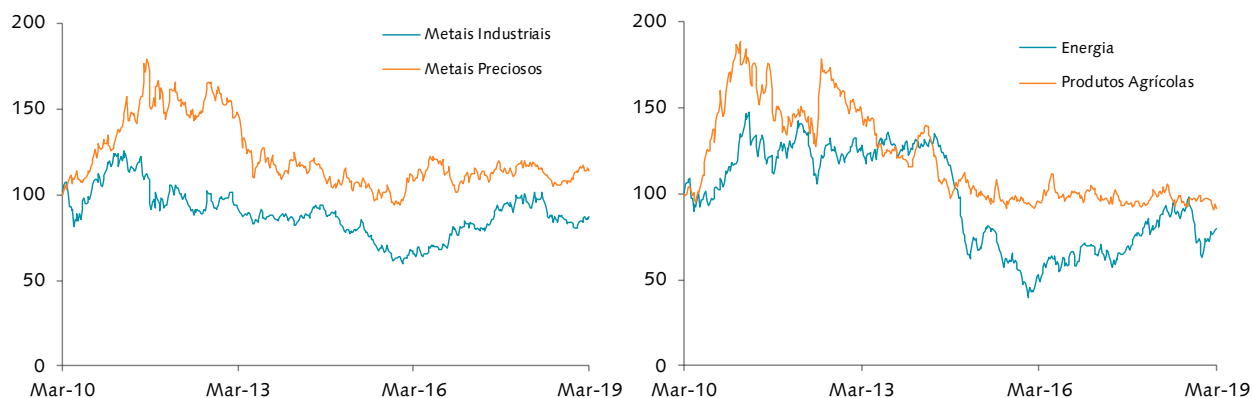
Fonte: Bloomberg.

## Matérias-Primas

As matérias-primas registaram, em média, uma valorização de 16% no primeiro trimestre de 2019, medido pelo índice S&P GSCI (em USD). O grande contribuidor para esta performance positiva foi a valorização do barril de Petróleo (Crude Oil WTI), que subiu 32,4% no trimestre. A manutenção dos cortes de produção, acordados em Dezembro, pelos países que compõem a OPEP (Organização dos Países Exportadores de Petróleo) levou à boa performance do preço do petróleo. Assim, as matérias-primas energéticas subiram 26% no período em análise. Por fim, tanto os metais industriais como os preciosos registaram subidas até Março, na ordem dos 8% e 1%, respectivamente. No que toca aos produtos agrícolas, estes caíram 5,0% no trimestre.



**Evolução das *Commodities***



Fonte: Bloomberg. Base 100, em USD.

José Pedroso  
Redigido em 5 de Abril de 2019

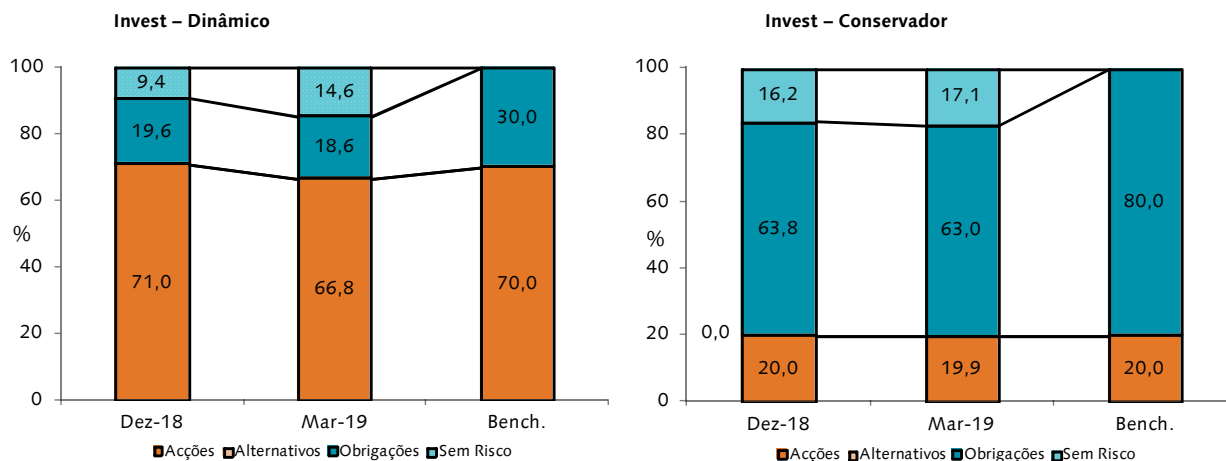
### Alocação de Activos

O ano passado ficará na memória de muitos investidores como um exemplo, felizmente raro, de como por vezes a diversificação não funciona. Com efeito, a grande maioria das classes de activos registaram rendibilidades negativas, não deixando muitas alternativas de refúgio, à medida que as correlações aumentavam significativamente.

No início de 2019, as correlações mantêm-se positivas mas, para alívio e surpresa de muitos investidores, os mercados encetaram uma significativa recuperação. No primeiro trimestre, os principais mercados accionistas registaram ganhos expressivos, superiores aos 10% e, nos mercados de obrigações, a descida das *yields* dos activos com menor risco foi amplificada pela diminuição dos *spreads* de crédito, permitindo recuperar grande parte das perdas do ano passado.

Neste cenário, as carteiras sob gestão registaram valorizações muito positivas, tanto em termos absolutos como em termos relativos face aos respectivos *benchmarks*. A alocação de activos permaneceu grande parte do trimestre inalterada, apesar dos ajustamentos entretanto realizados. Durante o mês de Março, realizaram-se algumas mais-valias no mercado accionista, com a consequente diminuição da exposição.

#### Alocação de Activos

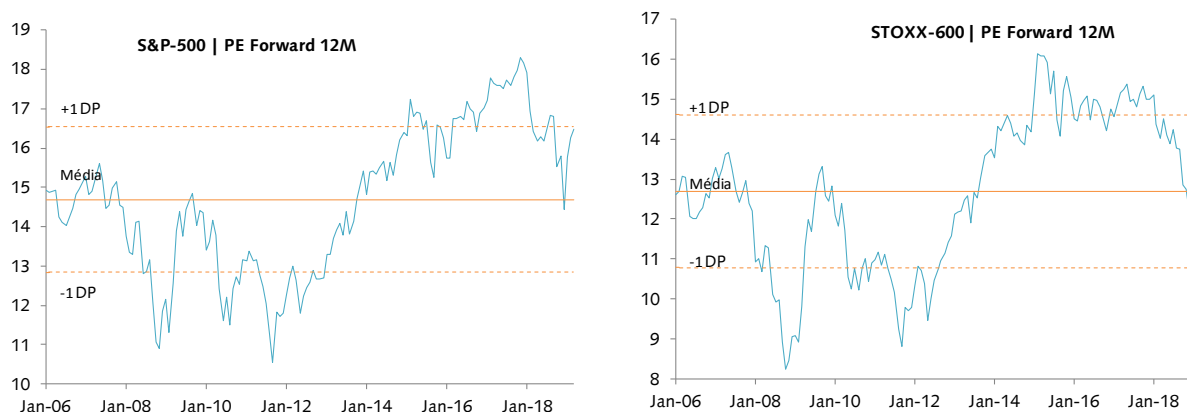


Fonte: Banco Invest, Gestão de Activos.

Com efeito, após as fortes quedas ocorridas em Dezembro passado, as carteiras iniciaram o trimestre *overweight* em Acções, o que permitiu beneficiar da recuperação dos mercados em Janeiro e Fevereiro. Face aos bons resultados, foram entretanto realizados alguns ajustamentos, visando reduzir um pouco o *beta* da carteira e proteger os ganhos: realizaram-se mais-valias no sector biotecnológico e no mercado brasileiro, e reforçou-se a exposição no sector farmacêutico e nos mercados indiano e chinês. Já perto do final do trimestre, reduziu-se a exposição aos mercados europeus, incluindo o sector financeiro. Com estas operações, aumentou-se a posição em Liquidez.

Por sua vez, na componente Obrigacionista, diminuiu-se o peso ao segmento High Yield, sobretudo nos perfis mais conservadores, realizando mais-valias e diminuindo o risco global das carteiras, considerando a correlação que estas obrigações historicamente apresentam com as Acções, em especial em períodos de correcção das últimas. Com o produto desta venda, adicionou-se exposição a obrigações norueguesas, com idêntico objectivo de descorrelacionar as carteiras e adicionar activos que possam beneficiar com uma eventual turbulência nos mercados. Por outro lado, a moeda norueguesa (NOK) evidencia potencial de recuperação face ao EUR, após as quedas dos últimos anos.

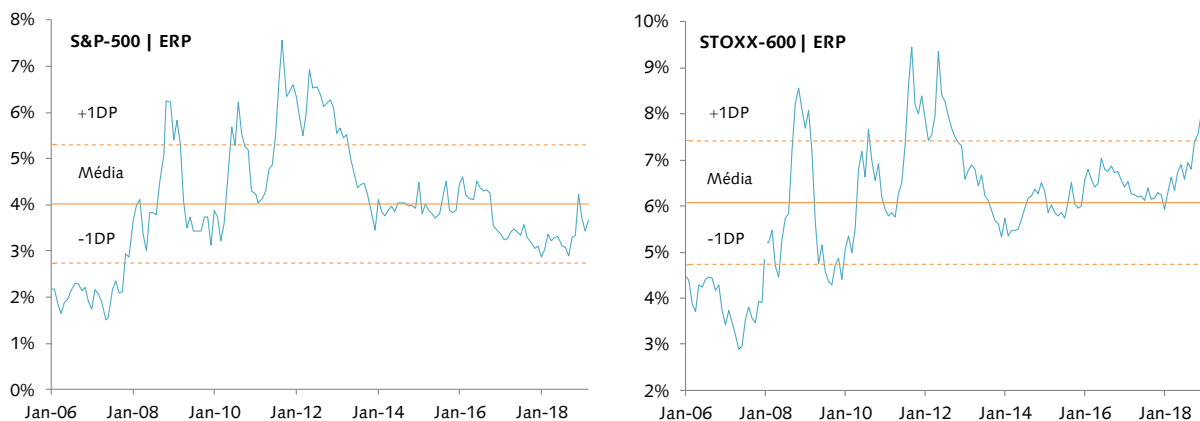
### Price-to-Earnings Ratio



Fonte: Bloomberg. Banco Invest.

Deste modo, as carteiras iniciam o segundo trimestre com mais Liquidez e ligeiramente *underweight* em **Acções**, nomeadamente europeias. As avaliações dos principais mercados accionistas europeus permanecem histórica e relativamente interessantes, sobretudo quando comparadas com as dos congéneres norte-americanos, mas o seu carácter mais cíclico aconselham, na nossa opinião, alguma prudência. Em alternativa, permanecemos *neutrais* em acções americanas, cujas avaliações melhoraram nos últimos trimestres, e emergentes, em particular na Ásia.

**Prémios de Risco (Equity Risk Premium, ERP)**

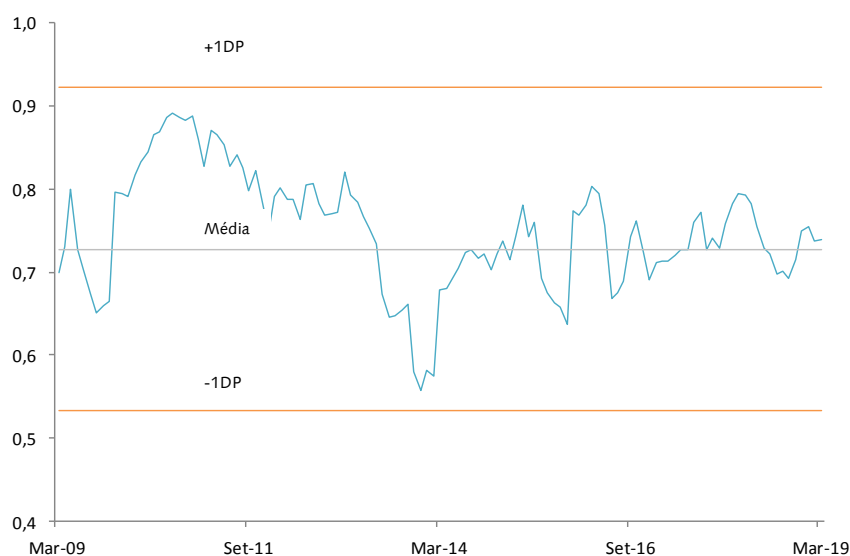


Fonte: Bloomberg. Banco Invest. ERP's calculados com base nos 12 months forwards earnings.

Os mercados accionistas emergentes transaccionam, em média, com um *price-to-earnings (forward 12 meses)* de 12,7x, o que compara com o rácio de 15,9x do índice MSCI World. Para além da avaliação mais atractiva, estes mercados deverão beneficiar do crescimento económico dos respectivos países, alicerçado em populações mais jovens e em crescimento, e no aumento da classe média. Por outro lado, na generalidade destes países, os menores níveis de endividamento continuam a permitir políticas fiscais e monetárias mais favoráveis ao investimento. Deste modo, num cenário de desanuviamento das tensões comerciais entre os Estados-Unidos e a China, é nossa opinião que estes mercados poderão registar um desempenho superior ao dos congéneres desenvolvidos.

**Acções Emergentes vs Desenvolvidas**

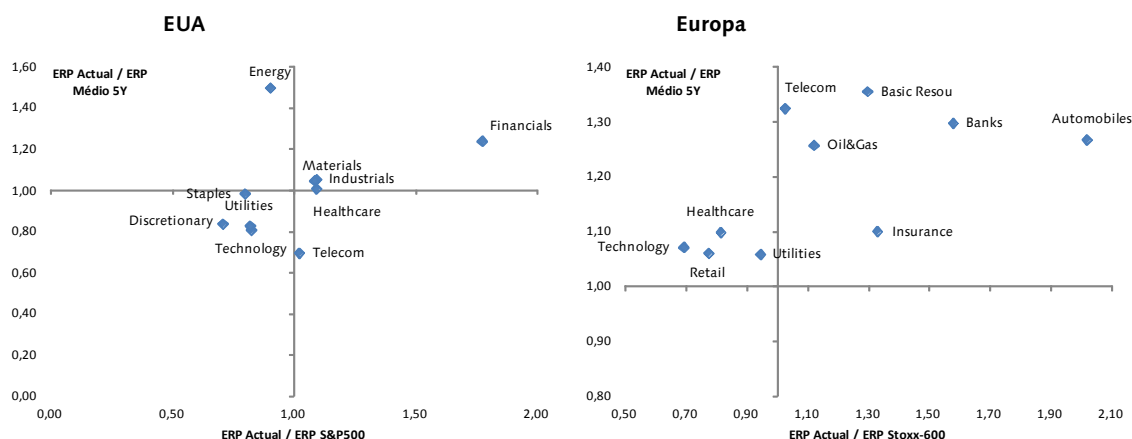
Rácio entre o *Price-Earnings* dos índices MSCI Emerging e MSCI World



Fonte: Bloomberg. Banco Invest.

Sectorialmente, tal como referido atrás, mantemos a exposição ao sector farmacêutico, a nível global, com base em avaliações históricas e relativas interessantes e no seu carácter menos cíclico, num contexto de possível abrandamento económico maior do que o esperado. Mantemos igualmente a posição no sector da Segurança, incluindo tecnológica, o qual está a tornar-se cada vez mais importante para governos, pessoas e empresas em todo o mundo. No sector financeiro europeu, apesar das avaliações interessantes, foi reduzida taticamente a exposição, com a realização de mais-valias, após o bom início de ano.

### Radar sectorial



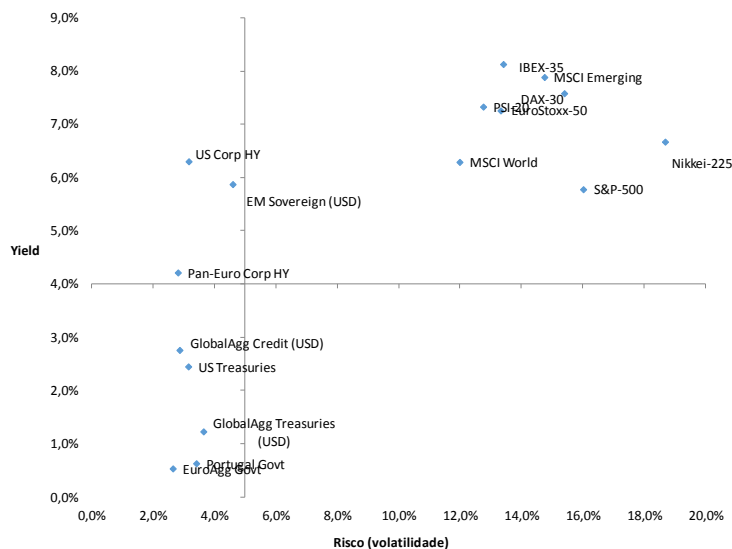
Fonte: Bloomberg. Banco Invest. ERP – Equity Risk Premium (prémios de risco).

Na componente de **Obrigações**, mantemos a exposição a dívida High Yield global e Híbrida europeia.

Relativamente à primeira, o actual contexto de (1) crescimento económico baixo mas positivo, (2) taxas de juro muito baixas, (3) liquidez robusta e (4) bons fundamentais das empresas, com níveis confortáveis de alavancagem e cobertura dos juros pagos, continua favorável para a classe de activos. Quanto à dívida Híbrida europeia, excluindo o sector financeiro, esta permite uma *yield* superior para idêntico risco de crédito (Investment Grade).

Foram ainda adicionadas, durante o primeiro trimestre, tal como referido atrás, obrigações norueguesas. O Banco Central subiu recentemente a taxa de juro de 0,25% para 1,0% e indicou que mais subidas poderão ocorrer nos próximos seis meses. Por outro lado, a forte recuperação do barril de petróleo nos últimos meses deu um impulso à economia norueguesa, o que poderá despoletar a recuperação da moeda NOK face ao EUR. Desta forma, em termos relativos, quando comparada com a dívida europeia *core*, este mercado é uma opção interessante.

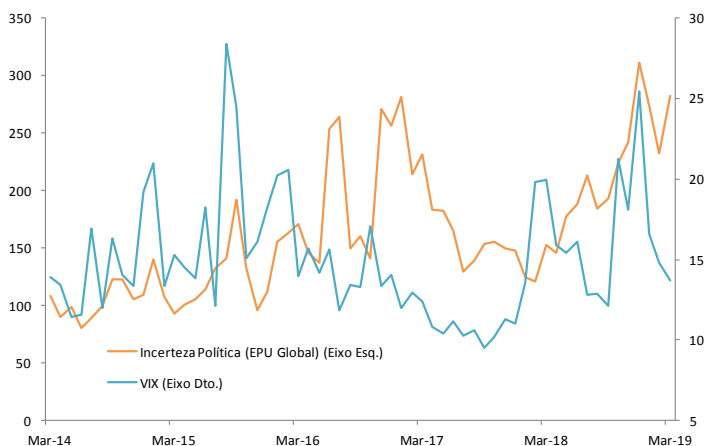
**Yields e Volatilidade**



Fonte: Bloomberg. Banco Invest.

Concluindo, durante o primeiro trimestre, num contexto de abrandamento económico e forte recuperação dos mercados, as operações realizadas visaram, essencialmente, diminuir o *beta* das carteiras face ao aumento esperado da volatilidade nos próximos meses, considerando os vários factores de incerteza que ainda persistem, desde as tensões comerciais, que afectam o comércio internacional, ao Brexit, que deprime a confiança dos investidores na Europa, passando pelo risco de abrandamento maior que o esperado da economia chinesa. Como tal, a diversificação mantém-se fundamental para enfrentar as incertezas existentes e o ruído provocado nos mercados financeiros.

**Volatilidade e Incerteza Política**



Fonte: Bloomberg. Banco Invest.

Paulo Monteiro  
Redigido em 5 de Abril de 2019

**Disclaimer**

A informação contida neste documento foi elaborada pelo Departamento de Gestão de Activos 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 dos presentes relatórios.

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 presente documento e as eventuais recomendações de investimento aqui contempladas não podem em nenhuma circunstância ser consideradas como consultoria para investimento. 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 do Banco Invest. 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.