

Gestão de Activos

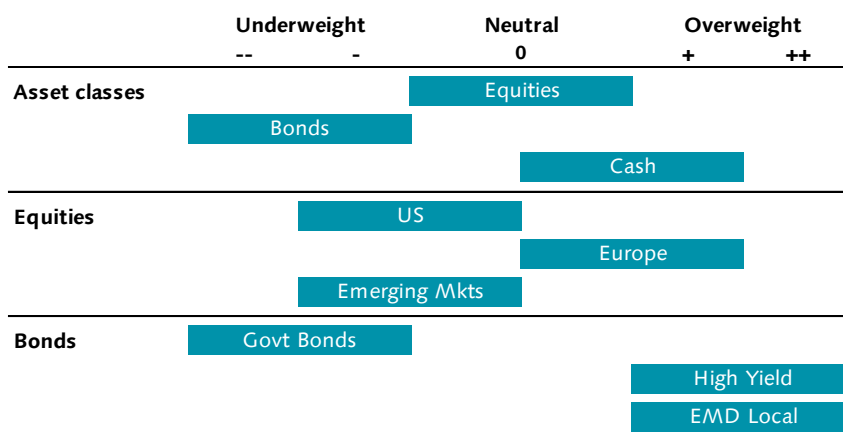
Paulo Monteiro
paulo.monteiro@bancoinvest.pt
 Telf.: 21 382 17 48

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

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

- O crescimento mundial melhorou na segunda metade do ano passado e ter-se-á mantido estável no início de 2017, embora a um ritmo moderado de uma perspectiva histórica. A economia mundial é esperada crescer 3,4% em 2017, mais 0,3 pontos percentuais (pp) que em 2016. Os receios de deflação têm diminuído, em particular, na Zona Euro, mas as pressões inflacionistas, mesmo nos Estados-Unidos, ainda são suficientemente reduzidas para manter as políticas monetárias acomodáticas. Desta forma, apesar de todas as incertezas políticas e avaliações historicamente elevadas, o enquadramento macroeconómico mantém-se benigno para as classes de activos com risco.
- A perspectiva da reflução da economia norte-americana, através do corte de impostos e aumento do investimento público, e da recuperação dos resultados das empresas, nomeadamente, europeias, impulsionaram os ganhos nos mercados accionistas, no primeiro trimestre. O optimismo estendeu-se às obrigações High Yield e Emergentes, onde igualmente se registaram ganhos relevantes.

Outlook



Banco Invest, SA
www.bancoinvest.pt

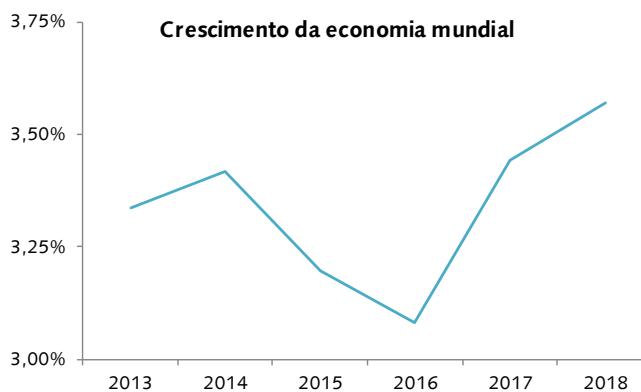
Av. Eng. Duarte Pacheco
 Torre 1, 11º andar
 1070-101 Lisboa
 Portugal

Índice:

Evolução dos indicadores macroeconómicos	Pág. 2
Evolução dos mercados financeiros	Pág. 9
Alocação de Activos	Pág. 17

Evolução dos indicadores macroeconómicos

O crescimento mundial melhorou na segunda metade do ano passado e ter-se-á mantido estável no início de 2017, embora a um ritmo moderado de uma perspectiva histórica. A economia mundial é esperada crescer 3,4% em 2017, mais 0,3 pontos percentuais (pp) que em 2016. Os receios de deflação têm diminuído, em particular, na Zona Euro, mas as pressões inflacionistas, mesmo nos Estados- Unidos, ainda são suficientemente reduzidas para manter as políticas monetárias acomodáticas. Desta forma, apesar de todas as incertezas políticas e avaliações historicamente elevadas, o enquadramento macroeconómico mantém-se benigno para as classes de activos com risco.



Fonte: FMI, Jan-17

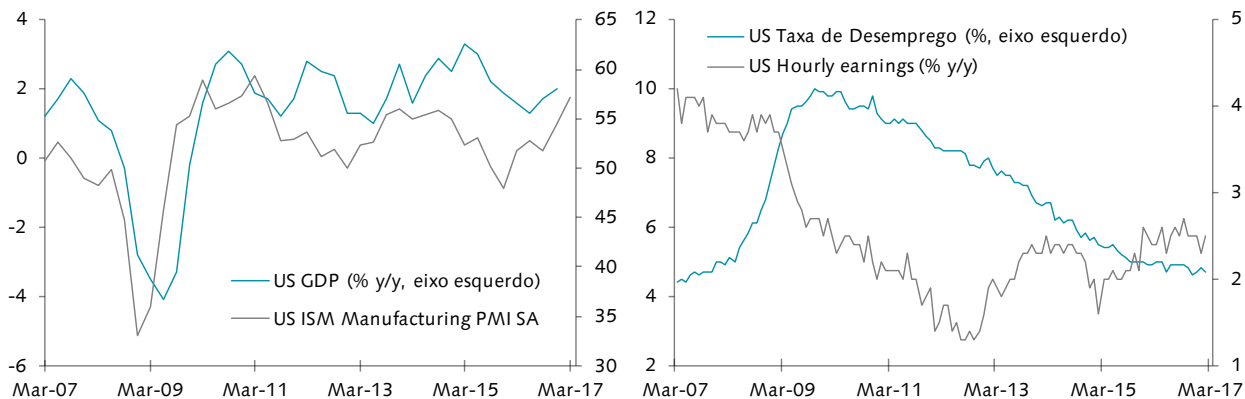
Estados Unidos

Segundo as últimas previsões do FMI, a economia norte-americana deverá crescer 2,2% e 2,1%, em 2017 e 2018, respectivamente.

A economia norte-americana cresceu 1,9% (anualizado) no quarto trimestre de 2016, em cadeia, bem abaixo dos 3,5% registados no trimestre anterior. Em termos homólogos, o Produto Interno Bruto (PIB) cresceu 1,9%, acelerando face ao valor registado no terceiro trimestre de 2016 (1,7%). O bom momento da economia é esperado manter-se nos primeiros meses deste ano, considerando a evolução dos principais índices de confiança, com destaque para o ISM Manufacturing PMI, que em Fevereiro subiu para os 57,7 pontos, face aos 54,5 do final de 2016. Este valor é o mais elevado desde Agosto de 2014, com a maioria do painel de empresários a esperar um aumento da procura e das vendas.

Igualmente positiva manteve-se a evolução do mercado de trabalho. Em Fevereiro a taxa de desemprego fixou-se nos 4,7%, menos 0,1 pp que no mês anterior, e criaram-se 235 mil novos postos de trabalho não agrícola (Non Farm Payrolls). Os principais sectores a criar emprego foram a construção, a indústria, saúde e serviços de educação.

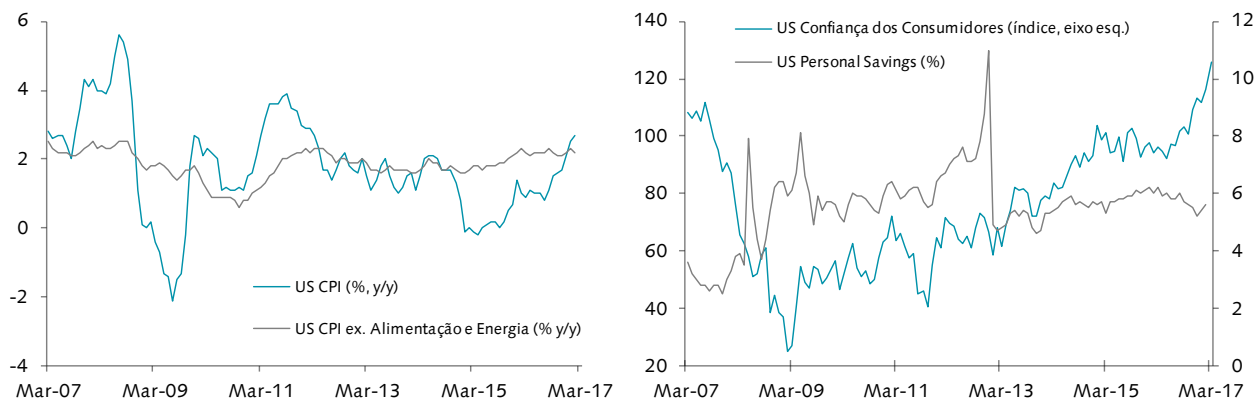
Crescimento do PIB, ISM e Taxa de Desemprego



Fonte: Bloomberg.

Uma das consequências do bom momento da economia, tem sido a subida consistente da taxa de inflação. Em Fevereiro, os preços subiram 2,7%, em termos homólogos, o valor mais alto desde Março de 2012, impulsionados pela subida do preço da gasolina. Excluindo os custos com energia e alimentação, a taxa de inflação situa-se, contudo, estável nos 2,2%.

Confiança dos Consumidores e Taxa de Inflação



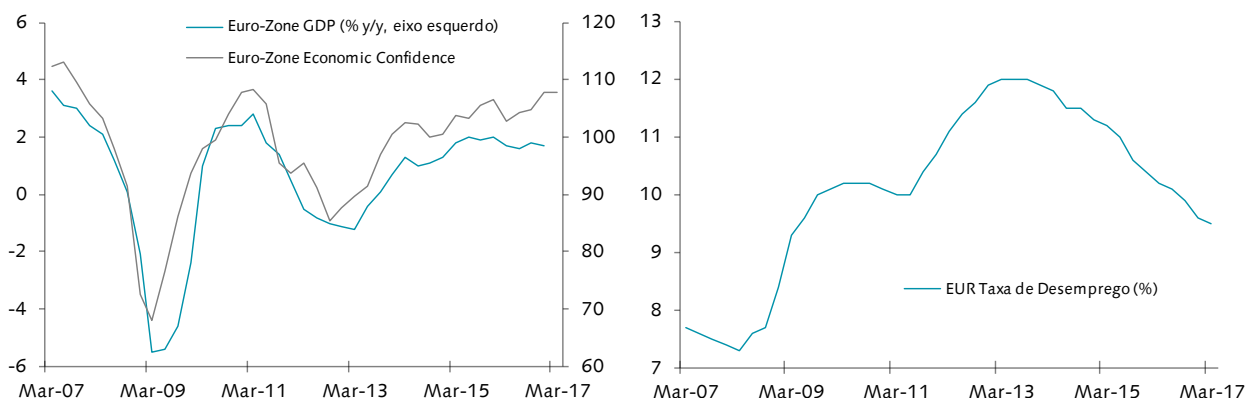
Fonte: Bloomberg.

Zona Euro

Para a Zona Euro, o FMI espera um crescimento do PIB de 1,5% e 1,6%, em 2017 e 2018, respectivamente.

Na Zona Euro, o PIB registou um crescimento de 0,4%, em cadeia, no último trimestre de 2016. Em termos homólogos, o crescimento fixou-se nos 1,7%, menos 0,1 pp que no trimestre anterior. Tal como nos Estados- Unidos, os índices de confiança económica registam uma tendência positiva. Em Fevereiro, o índice Manufacturing PMI subiu para os 55,4 pontos, o valor mais alto desde Abril de 2011; por sua vez, o índice Services PMI subiu para dos 53,7 para 55,5 pontos. Ambos indiciam uma aceleração da actividade e do investimento nos próximos meses, com impacto esperado na taxa de desemprego. Esta manteve-se nos 9,6% em Janeiro, sem alteração relativamente ao mês anterior, sendo o melhor registo desde Maio de 2009. O desemprego jovem caiu para os 20%, face aos 20,9% registados em Dezembro de 2016. Em Fevereiro de 2013 o desemprego entre os mais jovens atingiu um máximo de 24,7%.

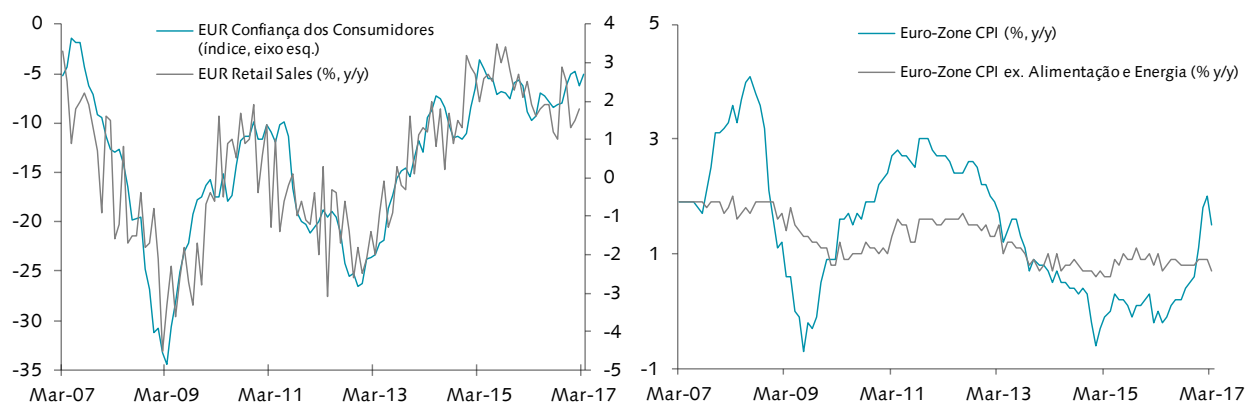
Crescimento do PIB e Taxa de Desemprego



Fonte: Bloomberg.

Um dos principais desenvolvimentos do primeiro trimestre foi a progressiva subida da taxa de inflação, que em Março atingiu os 1,5%. Embora positiva, por diminuir os receios de deflação, esta evolução deve-se, em larga medida, à recuperação do preço do petróleo durante o ano passado. Excluindo os custos com alimentação e energia, a taxa de inflação (core) permanece muito baixa e inalterada nos 0,7%, ainda longe do objectivo dos 2% do Banco Central Europeu (BCE).

Euro: Confiança dos Consumidores e Taxa de Inflação



Fonte: Bloomberg

Portugal

Segundo as últimas previsões do Banco de Portugal, a economia nacional deverá crescer 1,8% e 1,7% em 2017 e 2018, respectivamente.

A economia nacional cresceu 0,6% em cadeia, no último trimestre de 2016, elevando a variação homóloga para os 2%, mais 0,3 pp que no trimestre anterior. Este foi o registo mais elevado desde o segundo trimestre de 2010, impulsionado, sobretudo, pela recuperação do investimento e do consumo privado. Desta forma, de acordo com o Instituto Nacional de Estatística (INE), o PIB nacional cresceu 1,4% em 2016, em termos reais, para os 185 mil milhões de euros. A contribuição da procura interna caiu dos 2,6% em 2015, para os 1,5%, reflectindo a diminuição do investimento e uma ligeira desaceleração do consumo privado. Por sua vez, a contribuição da procura externa passou de -1,0%, em 2015, para os -0,1%, na medida em que as importações de produtos e serviços abrandaram mais que as exportações. Em termos nominais, o saldo da Balança de Mercadorias e Serviços aumentou para 1,2% do PIB (0,7% em 2015).

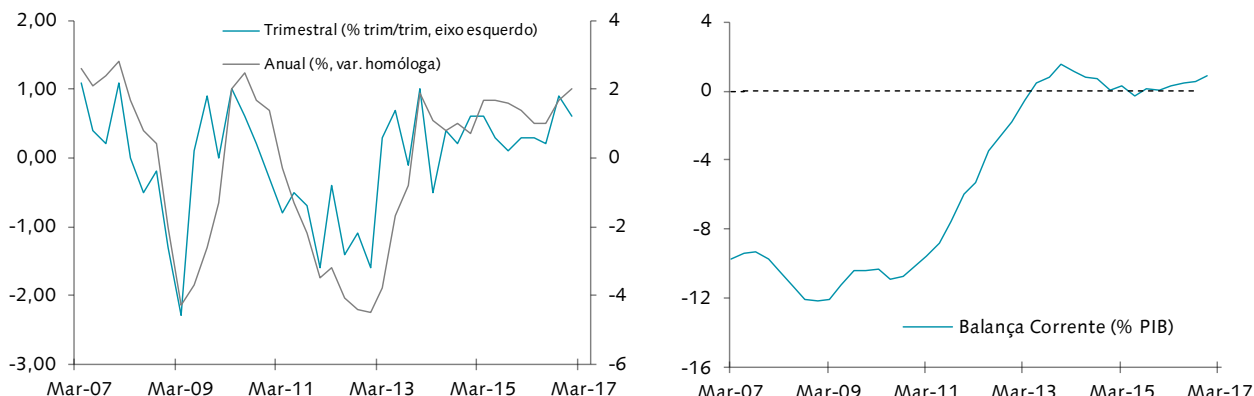
Economia nacional

	Variação Anual (%)				
	2012	2013	2014	2015	2016
Procura interna	-7,3	-2,0	2,2	2,5	1,5
Exportações	3,4	7,0	4,3	6,1	4,4
Importações	-6,3	4,7	7,8	8,2	4,4
PIB	-4,0	-1,1	0,9	1,6	1,4

	Contribuição para o crescimento (pp)				
	2012	2013	2014	2015	2016
Procura interna	-7,6	-2,0	2,2	2,6	1,5
Procura externa	3,6	0,8	-1,4	-1,0	-0,1
PIB	-4,0	-1,1	0,9	1,6	1,4

Fonte: INE

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

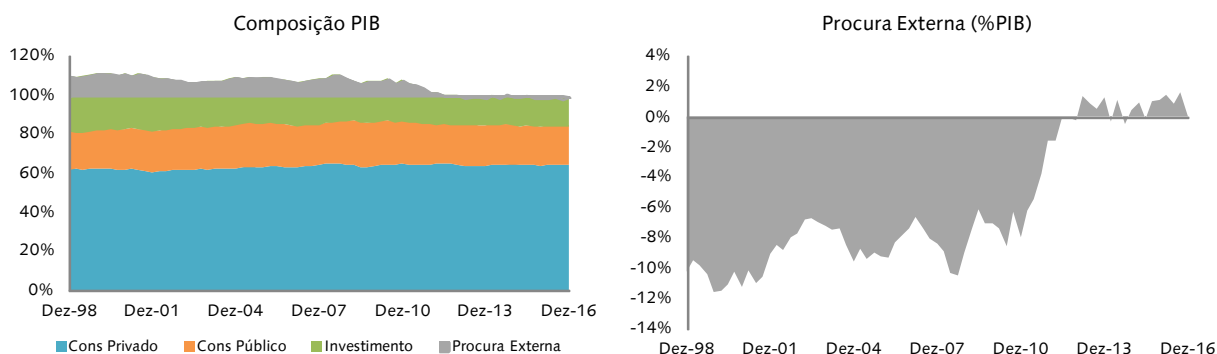


Fonte: Bloomberg e INE.

Para 2017, segundo as últimas estimativas do Banco de Portugal, a economia nacional deverá crescer 1,8% (+0,4 pp que a anterior previsão) e a taxa de desemprego é esperada cair para os 9,9%. Face a 2016, a grande alteração é a recomposição da procura interna no sentido de um maior dinamismo do investimento, com uma subida de 6,8% (-0,3% no ano passado).

De acordo com a Direcção Geral do Orçamento (DGO), a execução orçamental das Administrações Públicas registou, até Fevereiro de 2017, um défice de 19 milhões de euros, o que se traduz num agravamento de 151 milhões de euros face ao excedente de 132 milhões de euros registados em igual período de 2016. O saldo primário foi excedentário em 1.471 milhões de euros.

Contas Nacionais – óptica da despesa

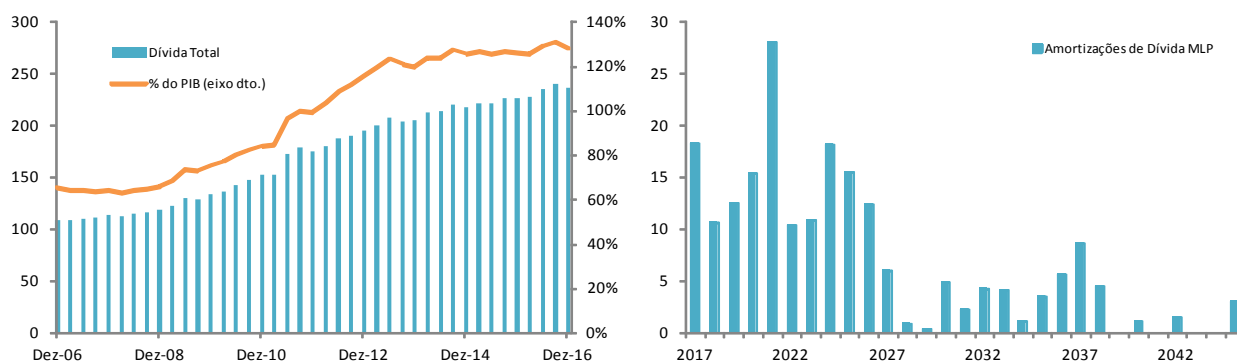


Fonte: INE.

Por sua vez, o saldo global da Administração Central e da Segurança Social, até Fevereiro de 2017, situou-se em -232 milhões de euros (10 milhões de euros em 2016). O saldo primário situou-se em 1.240 milhões de euros (1.494 milhões de euros em 2016). A receita contraiu-se 2,3%, enquanto a despesa cresceu 0,2%.

No final de 2016, a dívida directa do Estado ascendia a cerca de 236 mil milhões de euros, o equivalente a 128% do PIB nacional. Este elevado fardo, conjugado com a igualmente elevada alavancagem privada e o ainda frágil sector bancário, deverão manter contido o investimento (público e privado), razões que levam a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) a estimar um crescimento anual médio de 1,25% em 2017 e 2018.

Portugal: Dívida Directa do Estado



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

Países Emergentes

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

Tal como referido atrás, a economia mundial é esperada acelerar em 2017, relativamente ao ano anterior. Na base desta melhoria do crescimento global, para além dos Estados- Unidos, voltam a estar as economias emergentes e em desenvolvimento, com uma subida média de 4,5% (4,1% em 2016).

Na China, a economia cresceu 1,7% em cadeia no último trimestre do ano passado, menos 0,1 pp que no trimestre anterior. Em termos homólogos, a variação foi de 6,8%. A taxa de inflação caiu dos 2,5%, em Janeiro, para os 0,8%, em Fevereiro, o valor mais baixo desde Janeiro de 2015. Contudo, excluindo os custos com alimentação e energia, a taxa de inflação (core) situa-se nos 1,8%, praticamente inalterada face ao final do ano passado. A taxa de desemprego manteve-se igualmente estável, nos 4%.

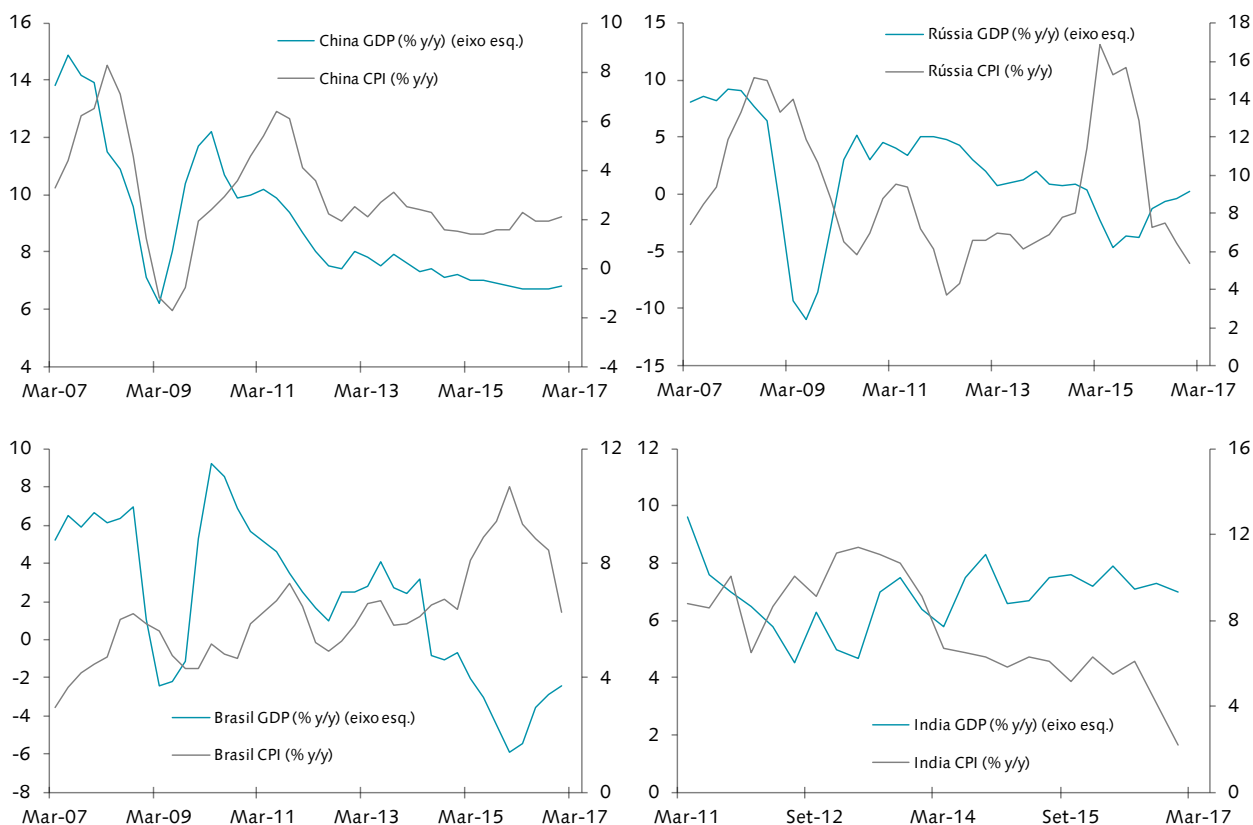
Na Índia, o PIB aumentou 1,6% em cadeia no quarto trimestre de 2016, e 7,0%, em termos homólogos. A expansão derivou essencialmente do aumento do

consumo público e do sector agrícola. A taxa de inflação e de desemprego situam-se nos 3,65% e 4,9%, respectivamente.

Na Rússia, o cenário é diferente. Apesar da melhoria, a economia continua em terreno negativo, tendo registado uma contracção de 0,57% no último trimestre, em cadeia (-1,31% no trimestre anterior). Em termos homólogos, a variação foi de -0,4%. Desta forma, após uma contracção de 2,8% em 2015, a economia russa terá caído 0,8% no ano passado, segundo o FMI. Para 2017, contudo, é esperado o fim da recessão, com um crescimento de 1,1%.

Também no Brasil o ano 2017 deverá significar o regresso ao crescimento económico. Após uma queda forte de 3,3% em 2016, a economia brasileira deverá registar uma subida de 0,5%, de acordo com o FMI. A taxa de inflação voltou a cair em Fevereiro, pelo sexto mês consecutivo, para os 4,8% (o valor mais baixo desde Setembro de 2010), levando o Banco Central a cortar a taxa de juro Selic em 0,75%, para os 12,25%.

Economias BRIC



Fonte: Bloomberg.

Paulo Monteiro

Redigido em 31 de Março de 2017

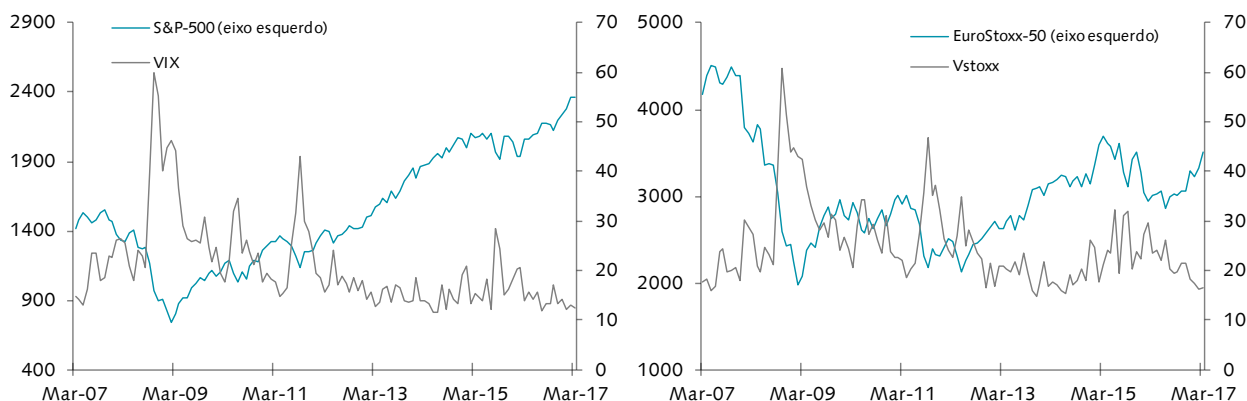
Evolução dos mercados financeiros

A perspectiva da reflução da economia norte-americana, através do corte de impostos e aumento do investimento público, e da recuperação dos resultados das empresas, nomeadamente, europeias, impulsionaram os ganhos nos mercados accionistas, no primeiro trimestre. O optimismo estendeu-se às obrigações High Yield e Emergentes, onde igualmente se registaram ganhos relevantes.

Mercados Accionistas

Nos Estados-Unidos, os principais índices accionistas fizeram novos máximos no primeiro trimestre de 2017. O índice de referência S&P-500 fechou o trimestre nos 2.362,72 pontos, valorizando 5,5%, após um novo máximo nos 2.400,98 pontos. O índice tecnológico Nasdaq-100 valorizou 11,8% no trimestre, terminando nos 5.436,23 pontos, tendo atingido os 5,451.50 pontos. Por fim, o índice Industrial Dow-Jones ultrapassou a barreira dos 20.000 pontos, tendo terminado o mês de Março nos 20.663,22 pontos. Em contrapartida, o índice de volatilidade VIX terminou o mês de Março nos 12,65 pontos, menos 1,67 pontos que no trimestre passado. Todavia, após a não aprovação por parte do partido republicano do novo plano de saúde da administração Trump, que substituiria o Obamacare, o índice subiu até aos 15,11 pontos. Esta rejeição levantou questões acerca da capacidade da nova administração pôr em prática as suas promessas eleitorais, mais concretamente a reforma tributária, de onde se espera que venha um corte de impostos.

Mercados Accionistas versus Volatilidade

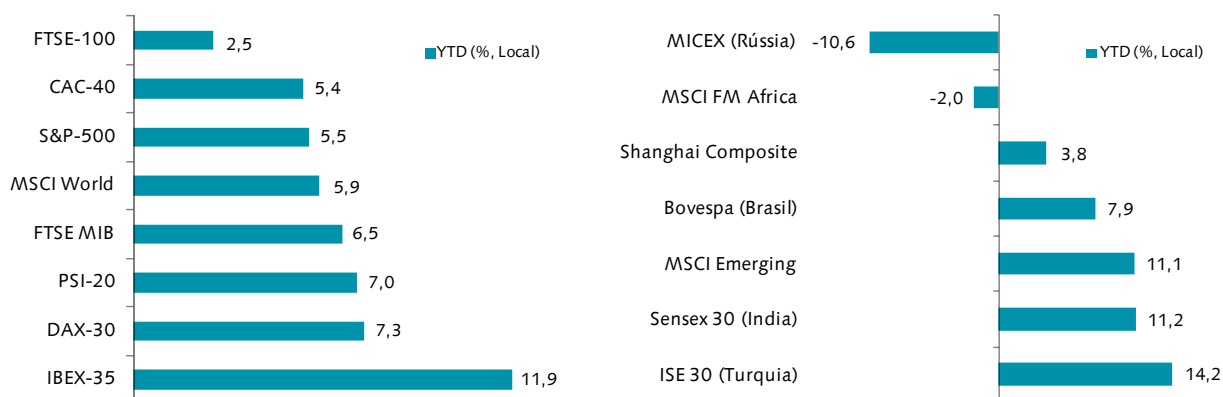


Fonte: Bloomberg.

Este trimestre foi igualmente positivo nos mercados accionistas europeus. Pela positiva destacaram-se os mercados espanhol (IBEX-35 +11,9%) e alemão (DAX-30 +7,3%). Entre os índices analisados, no extremo oposto encontram-se os mercados inglês (FTSE-100, +2,5% em moeda local, +2,7% em euros) e francês (CAC-40, +5,4%).

Nos mercados emergentes, o índice MSCI Emerging Markets terminou o trimestre a valorizar 11,1%. Destaque para os mercados turco e indiano, que subiram 14,2% e 11,2%, respectivamente. No extremo oposto, o mercado russo, MICEX, perdeu 10,6%.

Evolução dos Mercados Accionistas Mundiais



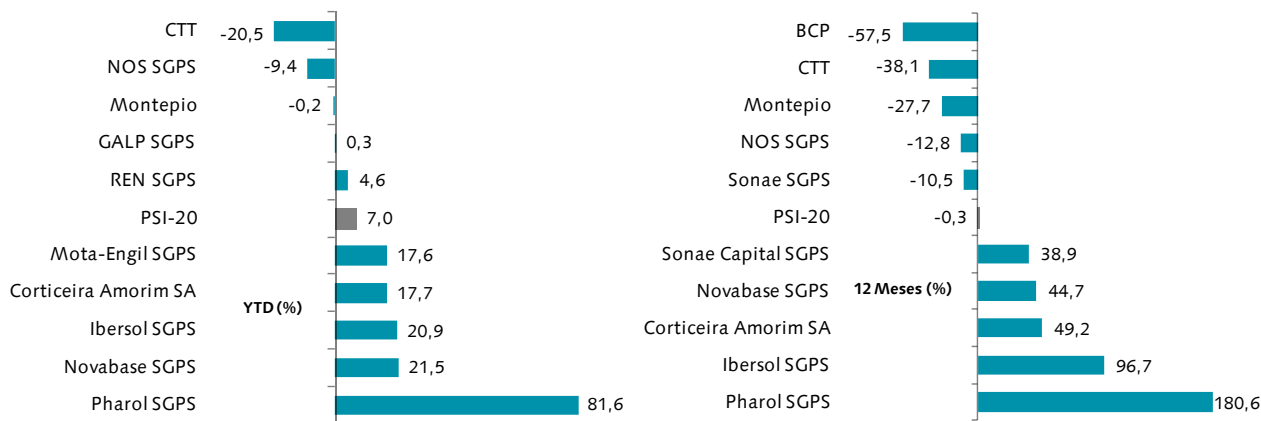
Fonte: Bloomberg.

No mercado nacional, o índice PSI20 subiu 7,02%, fechando o trimestre nos 5.007,85 pontos, quebrando assim a barreira dos 5.000 pontos que já não era ultrapassada desde Maio de 2016. Pela positiva destacaram-se a Pharol SGPS (+81,6%), as recém-entradas no índice Novabase SGPS (+21,5%) e Ibersol SGPS (+20,9%), logo seguidas da Corticeira Amorim (+17,7%). Pelo contrário, os CTT (-20,5%), NOS SGPS (-9,4%), Caixa Económica Montepio (-0,2%) e a Galp SGPS (+0,3%) registaram as piores performances. O trimestre ficou marcado pelas entradas da Ibersol SGPS e Novabase SGPS no índice PSI-20 e pela saída do BPI, devido ao sucesso da OPA do Caixabank ao banco português, controlando agora 84,52% do capital.

Na banca, o trimestre ficou marcado pela realização com sucesso do aumento de capital do BCP, no valor de 1,3 mil milhões de euros. Com parte desta verba o banco reembolsou os 700 milhões de euros que faltavam dos instrumentos híbridos ("CoCos") detidos pelo Estado português. O restante foi utilizado para reforçar o balanço do banco. Desde a entrada das novas acções, resultantes do aumento de capital, o BCP já valorizou mais de 30%.

No sector da utilities, no final de Março, a EDP lançou uma OPA à EDP Renováveis, ao preço de 6,8 euros por acção. A EDP possui 77,53% da EDPR e pretende comprar os remanescentes 22,47% do capital da subsidiária, por 1,3 mil milhões de euros. Esta notícia surgiu após a venda com sucesso de 100% da empresa espanhola Naturgas por 2,6 mil milhões de euros. O encaixe financeiro resultante desta alienação será parcialmente aplicado na aquisição de ações da EDP Renováveis, enquanto o valor remanescente se destinará à redução da dívida da EDP.

Maiores e menores subidas do PSI-20.

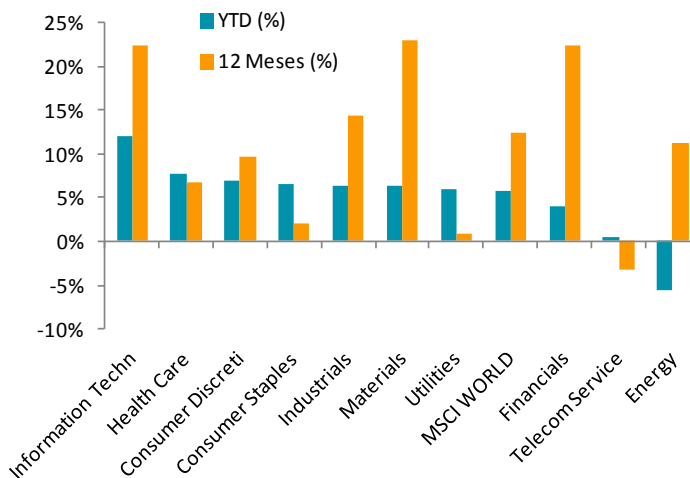


Fonte: Bloomberg.

O índice MSCI World encerrou o trimestre com uma valorização de 5,9%.

Sectorialmente, a nível global, com excepção do sector da Energia, todos os sectores tiveram uma performance positiva no primeiro trimestre do ano, com destaque para os sectores de Tecnologias de Informação e de Cuidados de Saúde, que subiram 12,0% e 7,8%, respectivamente (em USD). Quanto à variação homóloga, o destaque vai para os sectores Materiais e Tecnologias de Informação que registaram subidas na ordem dos 23% e 22,5%, respectivamente. No extremo oposto encontram-se os sectores das Telecomunicações e Utilities, sectores muito sensíveis às perspectivas de subidas de taxas de juro.

Evolução Sectorial (Global)



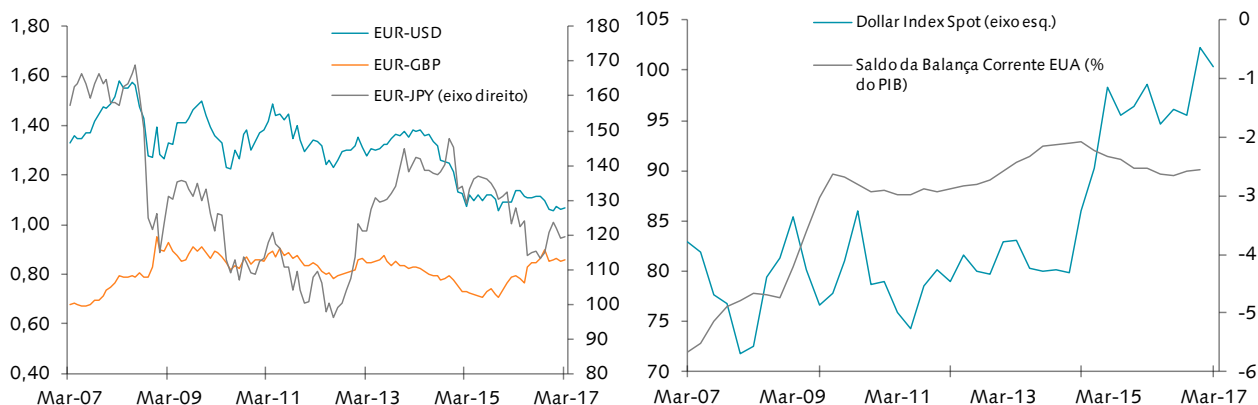
Fonte: Bloomberg, Índices MSCI World. Moeda: USD

Mercados Cambiais

Em 2017, o euro já apreciou 1,3% face ao USD.

No último trimestre, o EUR apreciou 1,3% face ao USD, fechando nos 1,0652. Nos últimos doze meses, o EUR/USD desvalorizou 6,4%, caindo dos 1,1381. Para o movimento ascendente do final do trimestre, contribuiu a não aprovação por parte do partido republicano do novo plano de saúde da administração Trump, que substituiria o Obamacare. Esta acção levantou dúvidas em relação à capacidade da nova administração implementar as medidas que propôs. Em relação à Libra Esterlina (GBP), o EUR/GBP fechou o trimestre com uma depreciação de 0,59%, nos 0,84852. No final de Março, a primeira-ministra britânica Theresa May accionou o artigo 50.º do Tratado de Lisboa, que lança formalmente o processo de saída do Reino Unido da União Europeia. Assim, nos próximos dois anos irão decorrer as negociações para a saída do Reino Unido, facto que deverá levar a um aumento da volatilidade deste par de moedas. Por fim, face à moeda nipónica (JPY), o euro depreciou 3,5% para os 122,97.

Evolução do Euro e do Dollar Index Spot



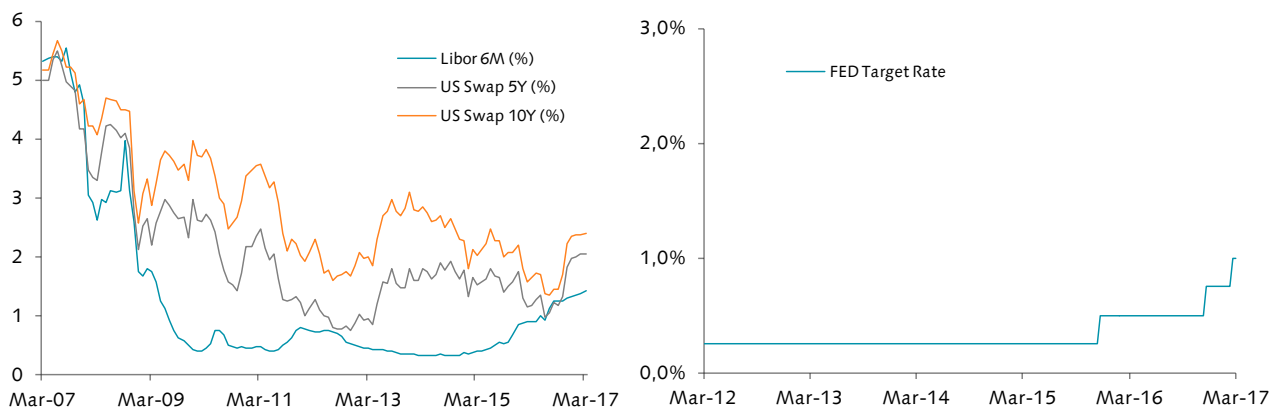
Fonte: Bloomberg.

Taxas de Juro

Nos Estados-Unidos, a Reserva Federal subiu a taxa de juro em 25 bps para os 1%.

Nos Estados-Unidos, a taxa de juro a 6 meses encerrou o trimestre nos 1,42%, subindo 11 bps face ao final de 2016. Em relação às taxas de juro para swaps a 5 e 10 anos, estas subiram 10 e 7 bps, para os 2,06% e 2,39%, respectivamente. A possível política fiscal expansionista da nova administração, aliada à aceleração da actividade económica, deverá levar a Reserva Federal a subir 2-3 vezes a taxa de juro em 2017, sendo que a primeira já ocorreu em Março com uma subida de 25 bps da taxa de referência.

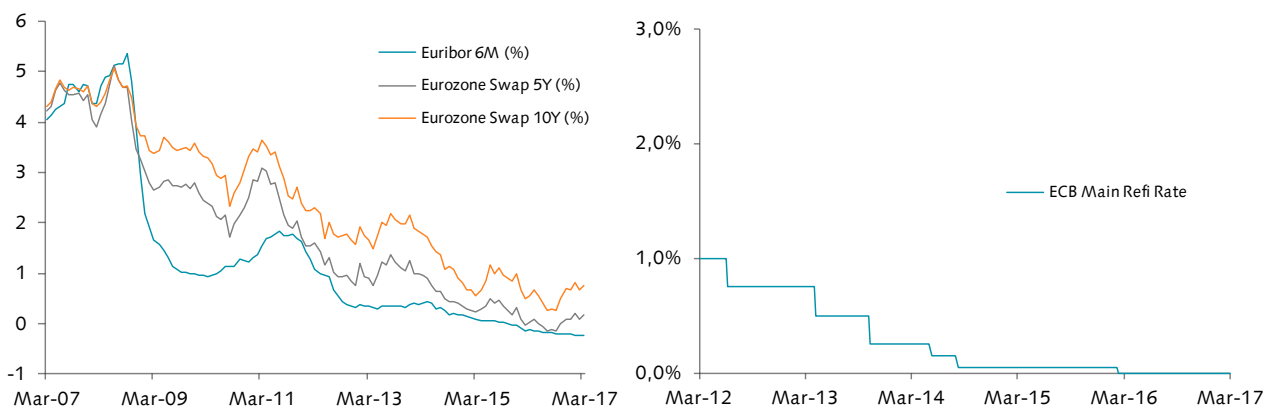
Evolução das Taxas de Juro - USD



Fonte: Bloomberg.

Na Zona Euro, o programa de compra de activos, iniciado no primeiro semestre de 2016 (targeted longer-term refinancing operations: TLTRO II), teve a sua última operação em Março. O facto de não haver um prolongamento do programa aliado à aceleração da actividade económica na Zona Euro, contribuíram para a subida das taxas swap a 5 e 10 anos em 11bps e 10bps, face a 2016, para os 0,18% e 0,76%, respectivamente. Em relação às taxas mais curtas, a Euribor a 6 meses fechou o trimestre nos -0,24% caindo assim 2 bps face a 2016.

Evolução das Taxas de Juro - EUR



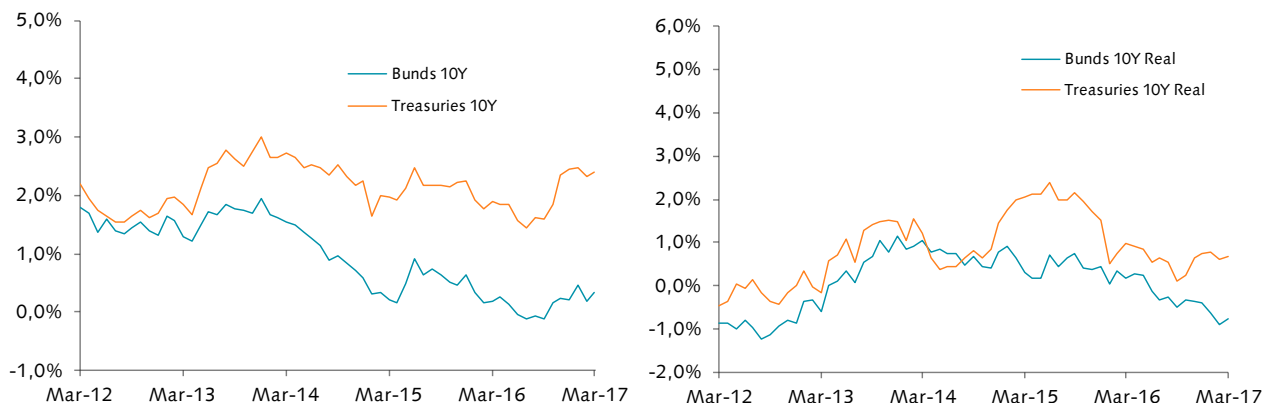
Fonte: Bloomberg.

Dívida Pública

Nos últimos 12 meses, os Treasuries a 10 anos subiram 62 bps, para os 2,39%.

Nos Estados Unidos, os Treasuries a 10 anos terminaram o trimestre nos 2,39%, mais 6 bps face ao final de 2016. Por sua vez, na Zona Euro, os Bunds a 10 anos subiram 12 bps face ao trimestre anterior, terminando o mês de Março nos 0,33%. As políticas acomodáticas do Banco Central Europeu deverão manter as yields alemãs a níveis historicamente baixos, enquanto que nos Estados Unidos o aumento da taxa de inflação deverá conduzir à subida progressiva das yields dos Treasuries.

Dívida Pública core – yields a 10 anos

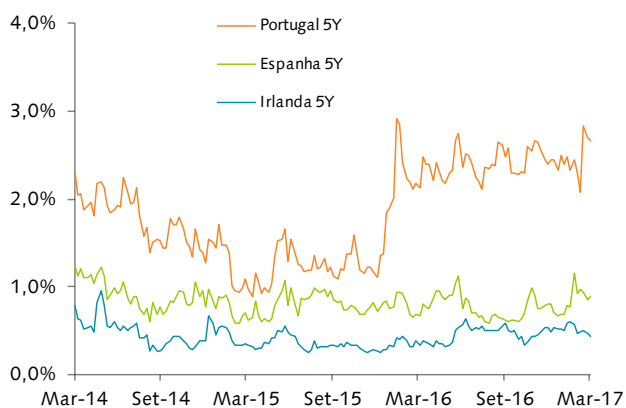


Fonte: Bloomberg.

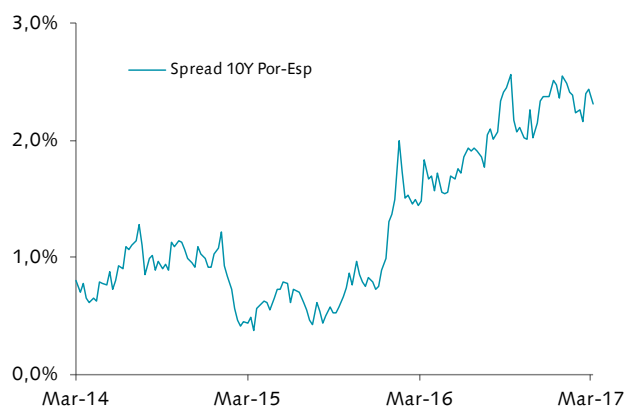
Entre os países europeus periféricos, destaque, pela negativa, para a continuação do alargamento do prémio de risco de Portugal (face à Alemanha), em mais 9 bps, face ao final de 2016, para os 3,65%, no prazo dos 10 anos. Nos 5 anos, o spread terminou o trimestre nos 2,66%, um aumento de 26 bps face ao final do trimestre passado. Face a Espanha, o spread dos 10 anos diminuiu 7 bps para os 2,31%. Deste modo, as yields portuguesas acabaram o trimestre nos 3,98%, mais 21 bps que no trimestre passado, após o máximo de 4,24%.

Zona Euro

Spreads relativamente à Alemanha



Spread a 10 anos entre Portugal e Espanha



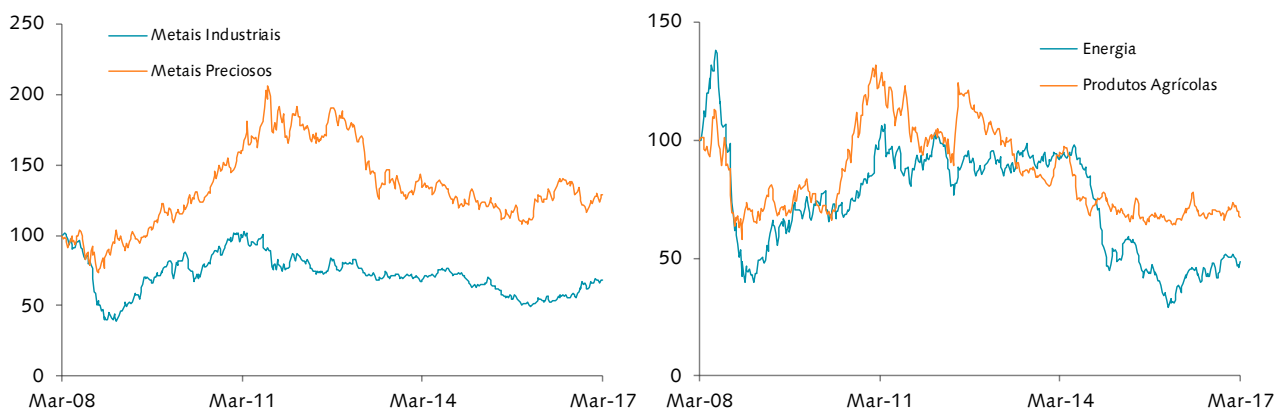
Fonte: Bloomberg.

Matérias-Primas

Apesar da correção do último trimestre, nos últimos 12 meses o barril de petróleo subiu 32%, em USD.

As matérias-primas registaram, em média, uma perda de 5,1%, no primeiro trimestre de 2017, medido pelo índice S&P GSCI (em USD). Na origem desta descida esteve, sobretudo, a queda do preço do barril de Petróleo, cuja cotação caiu 5,8% no último trimestre (Crude Oil WTI). Igualmente negativa foi a performance dos produtos agrícolas, que registaram, em média, quedas na ordem dos 0,6%. Pelo contrário, os metais industriais e preciosos subiram em média 9,5% e 9,3%, respectivamente.

Evolução das Commodities



Fonte: Bloomberg.

José Pedroso

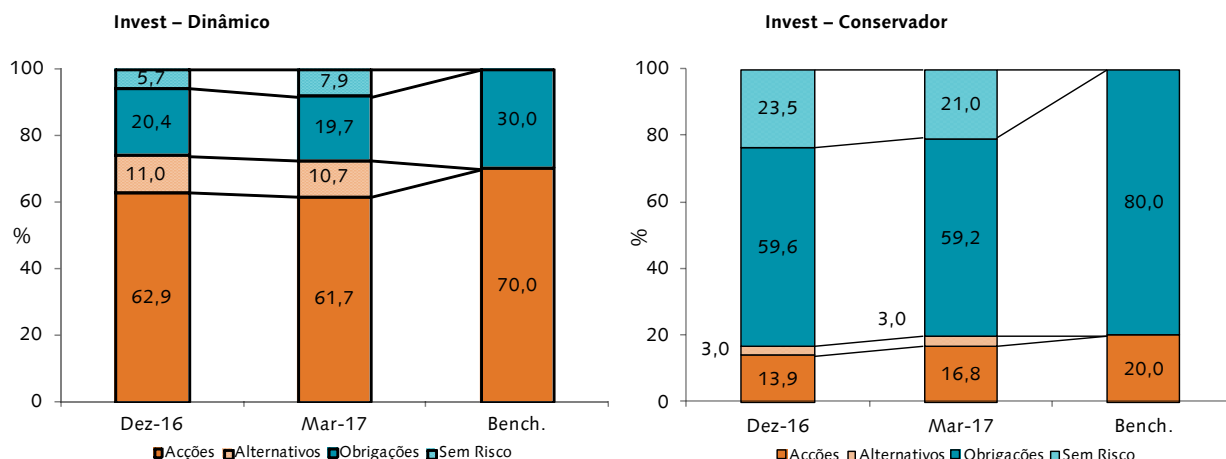
Redigido em 4 de Março de 2017

Alocação de Activos

As carteiras encerraram o primeiro trimestre de 2017 com uma valorização compreendida entre os 1,2% (Perfil Conservador) e os 3,8% (Perfil Dinâmico), desde o início do ano. Os respectivos benchmarks, valorizaram 0,9% e 4,1%, respectivamente.

Para o bom desempenho contribuíram, sobretudo, na componente accionista, a sobreexposição ao mercado espanhol e aos sectores da Água (infraestruturas), da Segurança e da Biotecnologia. Em Portugal, destaque para a valorização das acções da Navigator, bem acima da registada pelo índice PSI-20. Por sua vez, na componente obrigacionista, os principais contribuidores foram a Dívida Emergente (em moeda local) e o High Yield, com desempenhos muito superiores à do índice de referência, no primeiro trimestre.

Alocação de Activos



Fonte: Banco Invest, Gestão de Activos.

No decorrer do trimestre, aproveitando o bom comportamento dos mercados accionistas, foi ligeiramente reduzida a exposição a Acções, com a tomada de mais-valias no sector biotecnológico e nos mercados nacional e alemão. Na componente Obrigacionista não foram realizadas alterações na carteira, pelo que a Liquidez foi aumentada. Em termos cambiais, destaque para a reentrada nas Coroas Norueguesas (NOK), como alternativa a Euros e visando beneficiar de uma recuperação da cotação do barril de petróleo, após a queda registada nos últimos meses, e para a redução da exposição a dólares norte-americanos (USD).

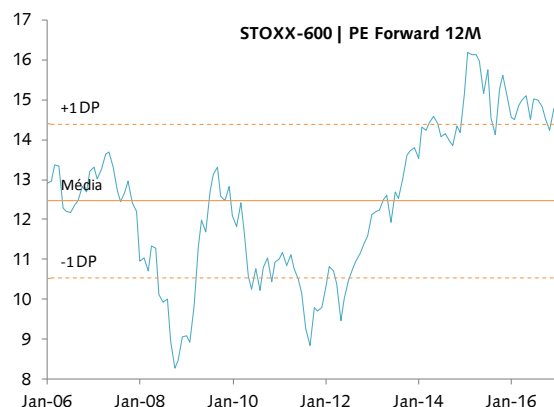
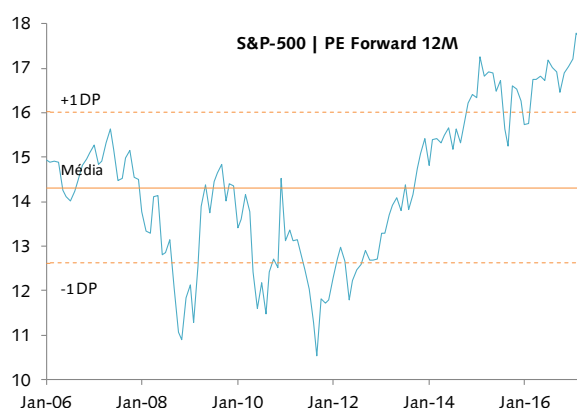
Desta forma, as carteiras iniciam o segundo trimestre subexpostas a Acções, uma posição que, na nossa opinião, se justifica considerando as avaliações historicamente elevadas e complacência reinante entre os investidores. A economia

mundial é esperada acelerar em 2017, com um crescimento de 3,4%, e os índices de confiança encontram-se em alta nas principais economias; mas, os mercados poderão ter-se adiantado em demasia aos resultados das empresas, sendo de esperar uma consolidação dos actuais níveis, enquanto se avaliam os reais impactos das políticas económicas de Donald Trump, nos Estados-Unidos, e das eleições em França e Alemanha, na Zona Euro.

Na base deste optimismo estão, na nossa opinião, duas principais razões. Em primeiro lugar, a expectativa de que os Bancos Centrais deixarão as taxas de juro reais, descontadas pela taxa de inflação, em níveis historicamente muito baixos por um período prolongado de tempo. Nos Estados-Unidos, a yield real a 10 anos situa-se nos -0,1%, bem abaixo dos 1,7% de média nos últimos 20 anos. Na Zona Euro, o cenário é ainda mais extremo, com a yield real dos Bunds a 10 anos nos -1,8% (média de 1,6%, nos últimos 20 anos). Ou seja, mesmo num cenário de subida das taxas de juro de curto prazo pelos Bancos Centrais, os mercados parecem descontar que as yields reais nos prazos mais longos irão permanecer em valores baixos, impulsionando o investimento e o crescimento económico, num contexto de inflação sob controlo. Em segundo lugar, na base do actual optimismo dos investidores estará a expectativa de recuperação dos resultados das empresas. Após quase dois anos, os resultados das empresas norte-americanas voltaram a registar um crescimento homólogo positivo (0,1%, no final de Fevereiro último), tendência que se espera vir a acelerar, considerando os cortes de impostos e aumento do investimento em infraestruturas, prometidos pela nova Administração norte-americana. Ambas as premissas requerem evidência nos próximos trimestres. Mas, para já, os mercados continuam a pagar para ver.

O índice S&P-500 transaciona com um rácio de 18,4x os resultados esperados para as respectivas empresas, nos próximos doze meses. Este valor situa-se mais de dois desvios-padrão acima da média dos últimos onze anos, o que, na nossa opinião, é demasiado optimista quanto à designada reflexão da economia norte-americana, por efeito das políticas prometidas pelo novo presidente. Acresce o facto da taxa de inflação core, excluindo os custos com alimentação e energia, se situar bem acima dos 2%, o que poderá obrigar a FED a uma actuação menos dovish que a actualmente descontada pelos mercados. Nesse cenário (de subida das taxas de juro e das yields) o mercado parece-nos vulnerável a uma correcção técnica, sobretudo se os resultados do primeiro trimestre desiludirem.

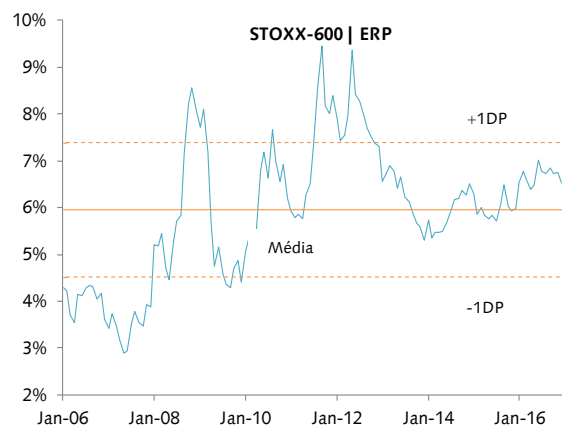
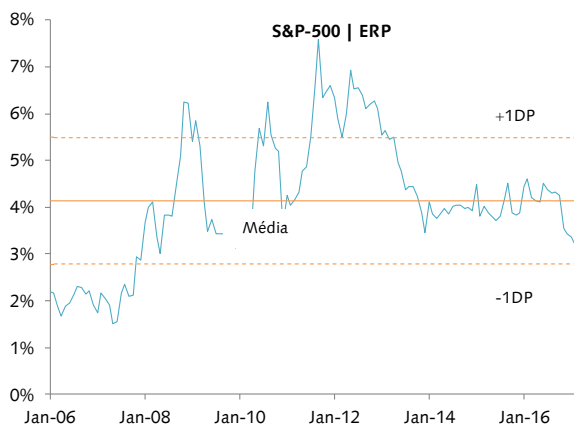
Price-to-Earnings Ratio



Fonte: Bloomberg. Banco Invest.

Na Europa, pelo contrário, as avaliações parecem-nos menos elevadas, sobretudo quando comparadas com as yields das obrigações soberanas. Com efeito, o prémio de risco (Equity Risk Premiums) do índice Stoxx-600 situa-se nos 6,2%, acima da média dos últimos onze anos e bem acima do prémio do congénere S&P-500 (3,3%). É certo que na Zona Euro as yields permanecem demasiado baixas, por acção do BCE, e que existem muitas incógnitas políticas (Brexit, eleições em França...), mas ainda assim este diferencial parece-nos demasiado penalizador para as acções europeias. Neste sentido, mantemos a preferência pelos mercados accionistas europeus, em particular o espanhol e alemão, que transacionam com um Price/Earnings de 14,9x e 14,1x, respectivamente.

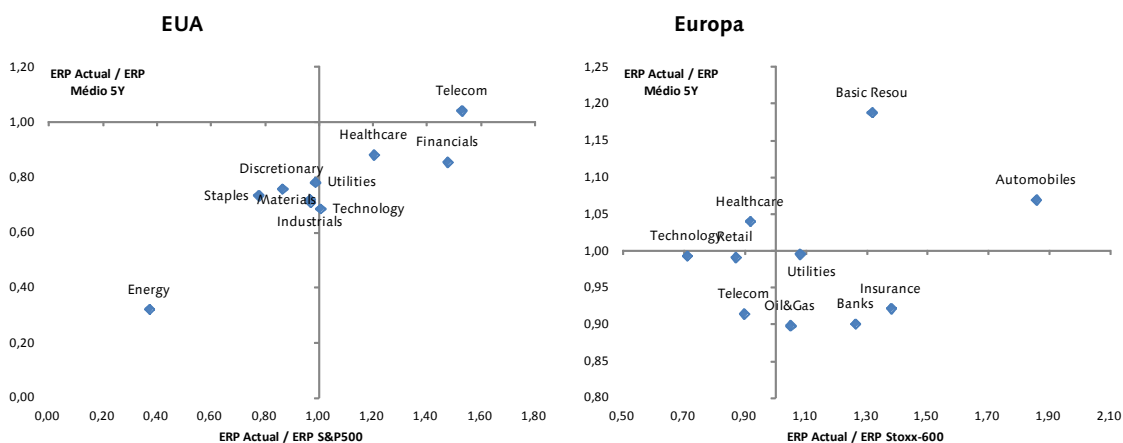
Prémios de Risco (ERP)



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

Sectorialmente, tal como referido atrás, a rentabilidade do primeiro trimestre foi positivamente influenciada pelos bons desempenhos relativos dos sectores da Água, Segurança e Biotecnologia. Na Europa, mantemos igualmente a sobreponderação ao sector Financeiro, assente em fundamentais relativamente interessantes (face a outros sectores), num cenário expectável de melhoria da rentabilidade do sector, por via, entre outros, da recuperação da economia e da subida das taxas de juro.

Radar sectorial

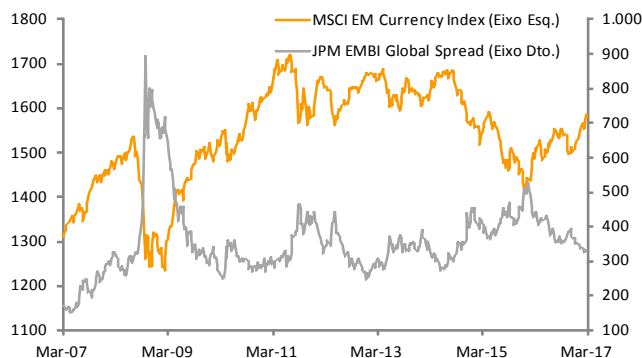


Fonte: Bloomberg. Banco Invest. ERP – Equity Risk Premium (prémios de risco).

Na componente de obrigações, o cenário é igualmente desafiante. Na nossa opinião, a dívida soberana core mantém um potencial de valorização muito limitado, considerando o crescimento económico nominal esperado para os próximos anos. Com efeito, para um crescimento nominal na ordem dos 4,7% nos Estados- Unidos, uma yield a 10 anos de apenas 2,4% não nos parece muito interessante, a não ser como refúgio num cenário de maior turbulência nos mercados. Na Zona Euro, o panorama é ainda mais aberrante, com a yield dos Bunds a 10 anos nos 0,26% e um crescimento nominal da economia em torno dos 3,7%.

Desta forma, mantemos a preferência pelos segmentos de high yield (global) e dívida emergente (moeda local). Nestas classes de activos continua a ser possível identificar yields e spreads relativamente mais atractivos, ajustados pelo risco.

Dívida Emergente



Fonte: Bloomberg. Banco Invest.

Por fim, uma nota à exposição cambial das carteiras. Conforme já referido, no primeiro trimestre foi reduzida a exposição ao USD, através da venda de algumas posições accionistas. Se por um lado, considerando o diferencial de taxas de juro face ao Euro se justificaria um USD mais forte, por outro, a expectativa de recuperação da económica na Zona Euro e consequente (progressiva) normalização das taxas de juro pelo BCE, limitam novos ganhos. Desta forma, mantemos exposição ao USD, ainda que inferior à registada em trimestres anteriores.

A novidade do primeiro trimestre foi a reentrada nas Coroas Norueguesas (NOK), após a correcção sofrida devido, sobretudo, à queda da cotação do barril de petróleo, com a qual esta moeda é muito correlacionada. Na nossa opinião, esta é uma forma indirecta de beneficiar da esperada recuperação da matéria-prima, com um risco bastante inferior.

USD e NOK



Fonte: Bloomberg. Banco Invest.

Paulo Monteiro

Redigido em 3 de Abril 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.