

Gestão de Activos

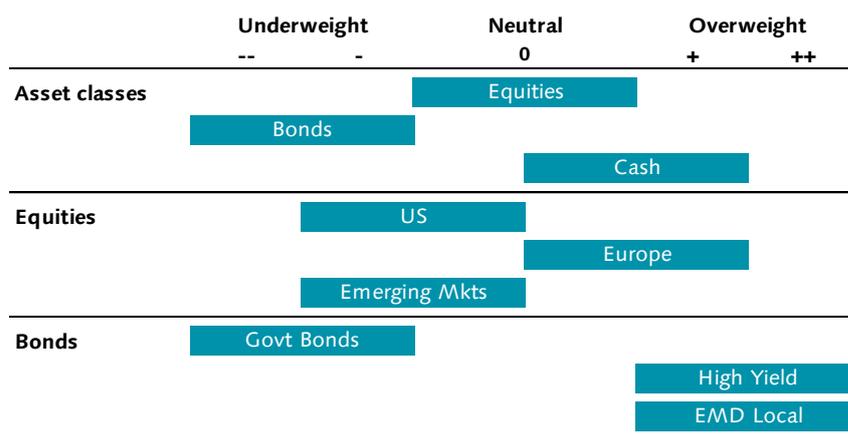
Paulo Monteiro
paulo.monteiro@bancoinvest.pt
 Telf.: 21 382 17 48

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

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

- A recuperação da economia mundial prossegue, assente numa crescente sincronização entre regiões e expansão do investimento. Nos Estados-Unidos, o crescimento, apesar de inferior ao antecipado no início deste ano, mantém-se estável, enquanto na Europa e no Japão assiste-se a uma aceleração, assim como nas economias emergentes. A taxa de inflação, a nível global, permanece baixa, apesar da diminuição do desemprego, levando os bancos centrais a manter a cautela quanto à normalização das respectivas políticas monetárias expansionistas dos últimos anos.
- O terceiro trimestre ficou marcado pela tensão geopolítica entre o ocidente, em especial os Estados Unidos, e a Coreia do Norte, devido aos ensaios de mísseis balísticos por parte do segundo. As acções do regime Norte-Coreano foram condenadas por parte da Organização das Nações Unidas (ONU), que procedeu à imposição de sanções económicas, de forma a demover a realização de novos testes. Contudo, estas medidas foram insuficientes, com sucessivas provocações por parte de Kim Jong-Un.

Outlook



Banco Invest, SA
www.bancoinvest.pt

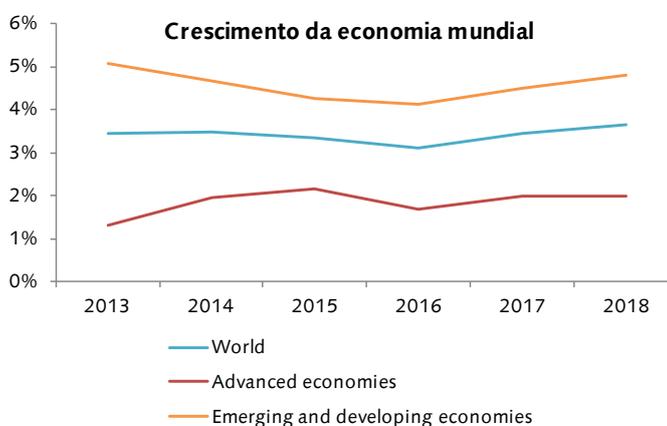
Av. Eng. Duarte Pacheco
 Torre 1, 11º andar
 1070-101 Lisboa
 Portugal

Índice:

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

Evolução dos indicadores macroeconómicos

A recuperação da economia mundial prossegue, assente numa crescente sincronização entre regiões e expansão do investimento. Nos Estados-Unidos, o crescimento, apesar de inferior ao antecipado no início deste ano, mantém-se estável, enquanto na Europa e no Japão assiste-se a uma aceleração, assim como nas economias emergentes. A taxa de inflação, a nível global, permanece baixa, apesar da diminuição do desemprego, levando os bancos centrais a manter a cautela quanto à normalização das respectivas políticas monetárias expansionistas dos últimos anos.



Fonte: FMI, Abril-17

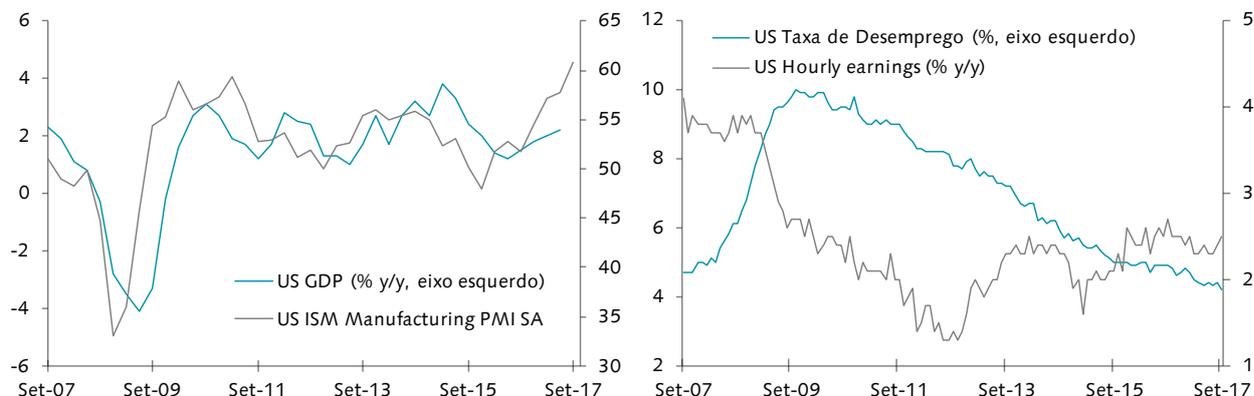
Estados Unidos

A economia norte-americana cresceu 3,1%, no segundo trimestre.

A economia norte-americana cresceu 3,1% (taxa anualizada) no segundo trimestre deste ano, bem acima dos 2,7% inicialmente esperados pelos analistas. Este valor trimestral é o mais elevado desde o primeiro trimestre de 2015, tendo sido impulsionado pelo consumo privado e pelo investimento não-residencial. Em termos homólogos, o crescimento situou-se nos 2,2%, 0,2 pontos percentuais (pp) acima do registado no trimestre anterior.

A taxa de desemprego aumentou ligeiramente em Agosto, para os 4,4% (4,3% no mês anterior), mas ainda muito abaixo dos níveis do início do ano (4,8%). O número de pessoas desempregadas aumentou para os 7,1 milhões (mais 151 mil, em Agosto), enquanto a taxa de participação no mercado de trabalho permaneceu inalterada nos 62,9%. A taxa de desemprego de longa duração situa-se nos 1,08%, abaixo dos 1,67% de média desde 2013.

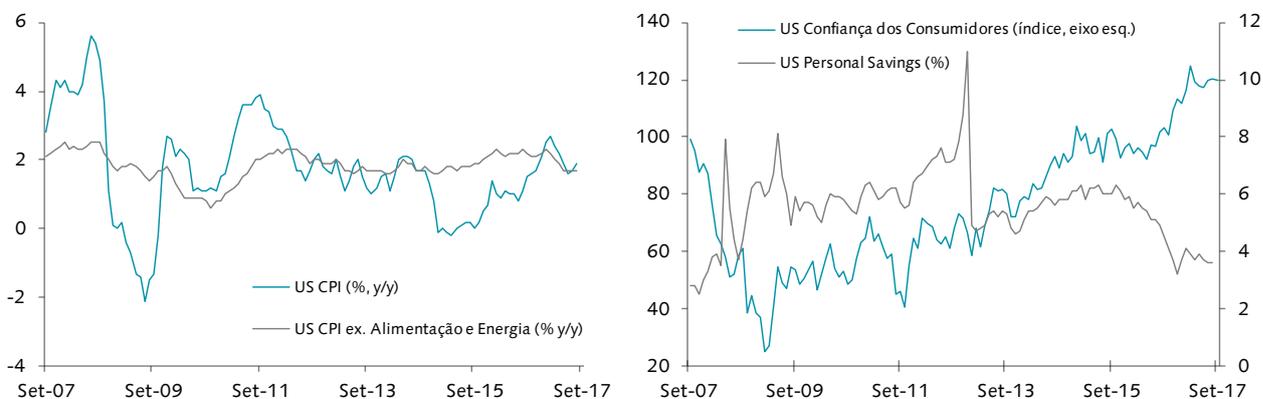
Crescimento do PIB, ISM e Taxa de Desemprego



Fonte: Bloomberg.

Consequência da subida dos preços dos combustíveis após o furacão Harvey, a taxa de inflação (anual) subiu para os 1,9% em Agosto, mais 0,2 pp relativamente ao mês anterior e o valor mais elevado dos últimos três meses. Contudo, excluindo os custos com alimentação e energia, a taxa de inflação (core) manteve-se inalterada, pelo quarto mês consecutivo, nos 1,7%, o valor mais baixo dos últimos dois anos. Já durante o mês de Setembro, a confiança dos consumidores, medida pelo índice da Universidade de Michigan, caiu para os 95,3 pontos, o valor mais baixo dos últimos três meses, reflectindo a alguma apreensão quanto à evolução da economia após os dois furacões que atingiram os Estados- Unidos.

Confiança dos Consumidores e Taxa de Inflação



Fonte: Bloomberg.

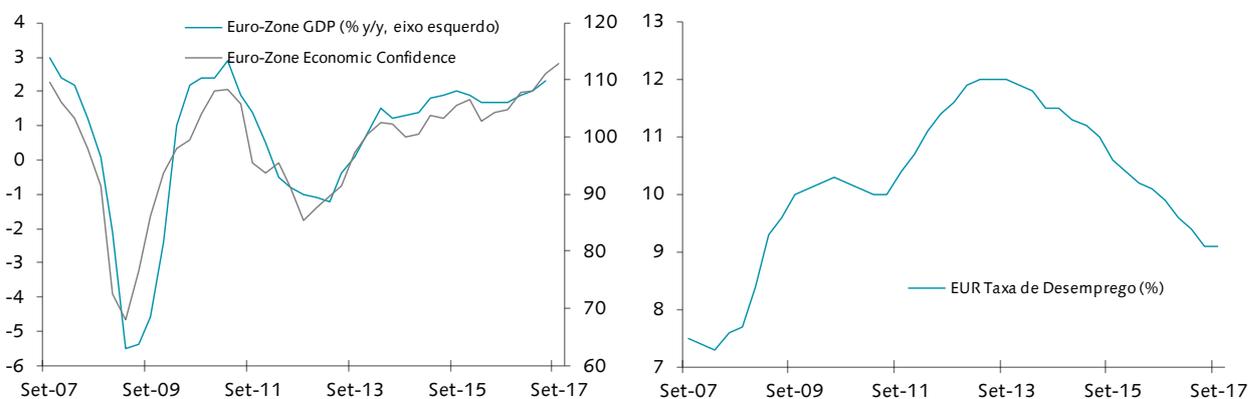
Zona Euro

O crescimento homólogo do PIB da Zona Euro atingiu os 2,3%, no segundo trimestre.

A economia da Zona Euro expandiu 0,6% em cadeia, no segundo trimestre, em linha com o esperado e acima dos 0,5% registados no trimestre anterior. O crescimento foi, sobretudo, impulsionado pelo consumo das famílias, pelo investimento e pelas exportações. Entre as maiores economias, o crescimento acelerou em Espanha, manteve-se em França e diminuiu ligeiramente na Alemanha. Em termos anuais, comparando com igual trimestre do ano passado, o crescimento económico atingiu os 2,3%, mais 0,3 pp face ao trimestre anterior.

A taxa de desemprego situou-se nos 9,1%, em Julho passado, sem variação relativamente ao mês anterior. Este é o valor mais baixo desde Fevereiro de 2009 e revela uma clara melhoria nos últimos doze meses (-0,9 pp), suportada pelo aumento dos índices de confiança empresarial. O índice Manufacturing PMI subiu para os 58,2 pontos em Setembro (57,4 em Agosto), apontando para o maior crescimento da actividade industrial desde 2011. Nos serviços, o índice PMI subiu para os 55,6 pontos, acima dos esperados 54,7.

Crescimento do PIB e Taxa de Desemprego

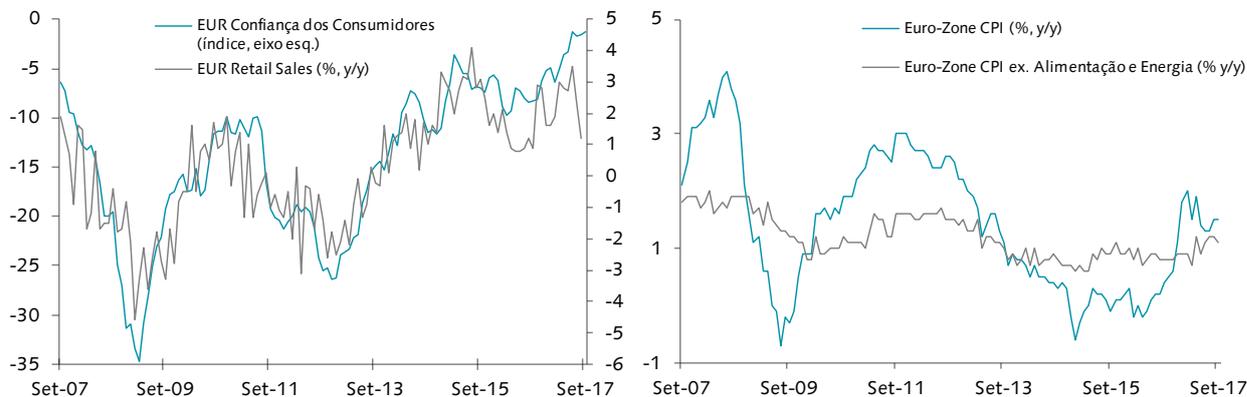


Fonte: Bloomberg.

Igualmente positiva tem sido a evolução da confiança dos consumidores na Zona Euro. O índice Consumer Confidence subiu em Setembro, para os -1,2 pontos, o valor mais alto desde Abril de 2001 e acima dos -1,5 esperados pelos analistas.

Ainda assim, a taxa de inflação, apesar da ligeira subida registada em Agosto, permanece muito baixa, nos 1,5%. Descontando os custos com energia e alimentação, o aumento anual dos preços fica-se pelos 1,2%, bem abaixo do *target* do Banco Central Europeu (BCE).

Euro: Confiança dos Consumidores e Taxa de Inflação



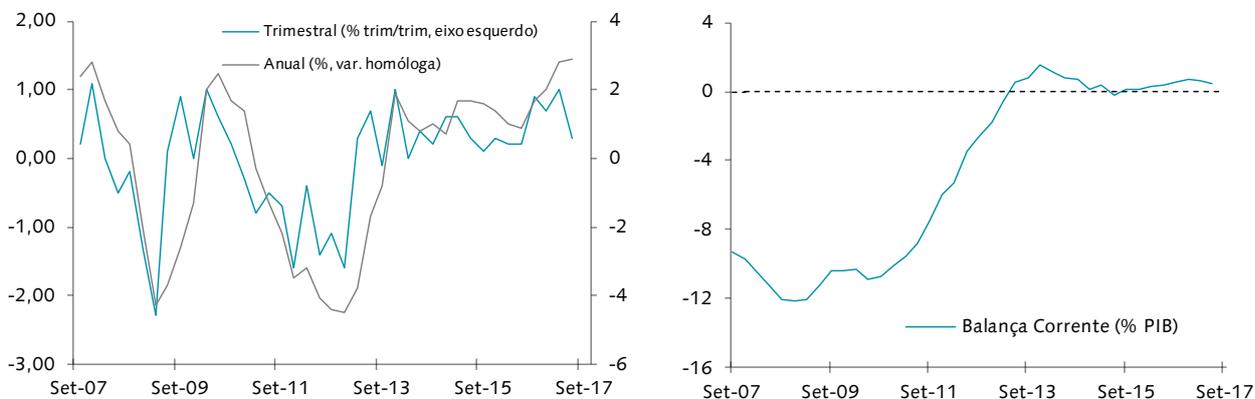
Fonte: Bloomberg

Portugal

A economia nacional continua a mostrar um forte dinamismo, com um crescimento anual de 2,9%, no segundo trimestre. Em consequência, a agência S&P subiu o rating de crédito da República para investment grade (BBB-).

De acordo com o Instituto Nacional de Estatística (INE), a economia nacional cresceu 2,9% no segundo trimestre de 2017, relativamente ao mesmo trimestre de 2016. Apesar da ligeira contribuição negativa da procura externa, a procura interna permaneceu forte, em especial, devido à aceleração do investimento (com um crescimento de 9,3% no segundo trimestre, face aos 7,7% verificados no trimestre anterior). O consumo privado registou uma variação homóloga de 2,1% (2,3% no primeiro trimestre). Por sua vez, o consumo público apresentou uma variação homóloga de -0,9% (-0,4% no trimestre anterior).

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



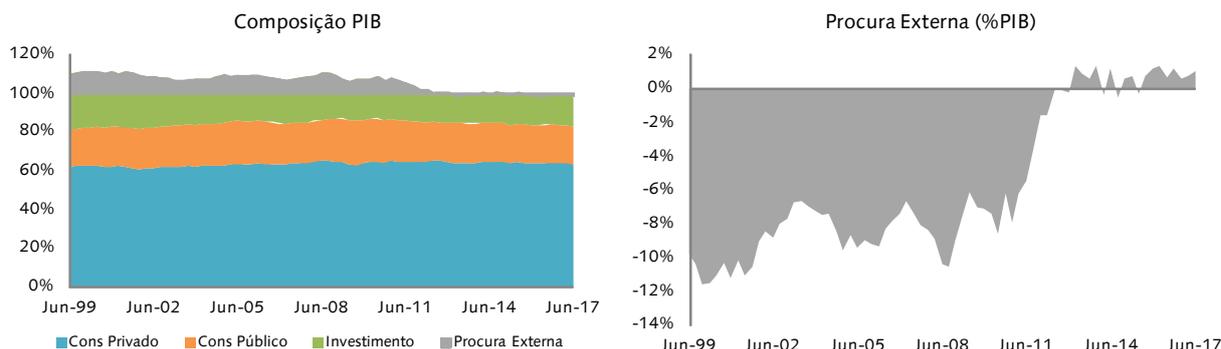
Fonte: Bloomberg e INE.

Ao longo do trimestre, os índices de confiança dos empresários e dos consumidores mantiveram-se perto dos máximos recentes, e a taxa de desemprego caiu para os 8,8% (10,8% no mesmo trimestre de 2016), espelhando o bom *momentum* que a economia atravessa.

Por seu turno, a taxa de inflação aumentou ligeiramente em Agosto, para os 1,1% (0,9%, em Julho), devido essencialmente à aceleração dos preços da classe *Transportes*. Não considerando os custos com alimentação e energia, a taxa de inflação fixou-se nos 1,3%.

Confirmando o desempenho positivo da economia portuguesa, a agência S&P aumentou a notação de crédito de Portugal, para BBB-, com perspectiva estável, voltando assim à condição de *investment grade*. Como justificação desta melhoria de *rating*, a agência referiu a revisão em alta das estimativas para o crescimento económico até 2020, a confiança no cumprimento das metas para o défice público e, conseqüentemente, a menor pressão das condições de financiamento externo.

Contas Nacionais – óptica da despesa

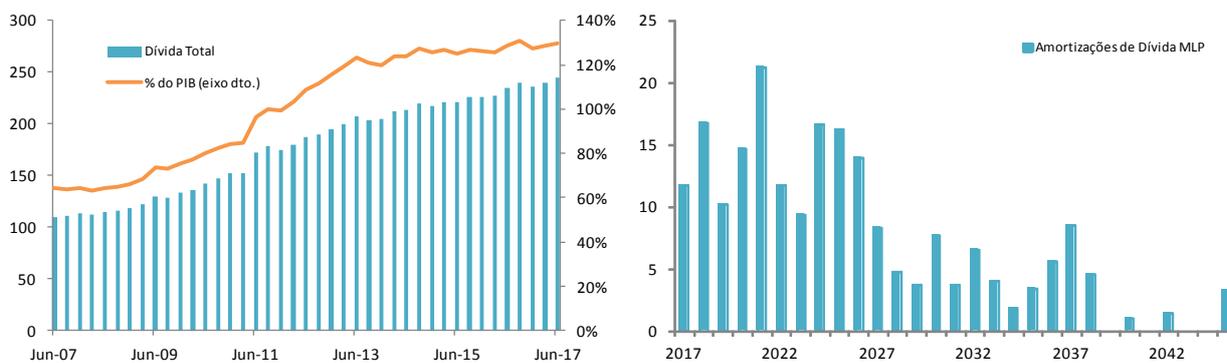


Fonte: INE.

Segundo a Direcção Geral do Orçamento (DGO), a execução orçamental das Administrações Públicas registou, até Agosto de 2017, um défice de 2,03 mil milhões de euros, o que se traduziu numa melhoria de 1,9 mil milhões de euros face ao registado em igual período de 2016. Parte desta melhoria é explicada pelo impacto em despesa com salários e pensões associado ao diferente perfil de pagamento do duodécimo do subsídio de Natal, sendo expectável que esta melhoria do saldo seja atenuada a partir de Novembro. Por outro lado, a evolução da regista resulta igualmente do aumento da receita, que aumentou 4,3%. Esta subida (2,14 mil milhões de euros, face ao período homólogo) reflecte, essencialmente, a evolução positiva da receita fiscal, com um crescimento de 4,9%. O saldo primário das Administrações Públicas, em Agosto, situava-se nos 3,73 mil milhões de euros, o que compara com 1,65 milhões milhões de euros, em igual período do ano passado.

A dívida directa do Estado, no final de Agosto, situava-se, segundo a Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública, nos 245,6 mil milhões, mais 992 milhões de euros que no final do segundo trimestre, o equivalente a cerca 130% do PIB nacional.

Portugal: Dívida Directa do Estado



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

Países Emergentes

A Rússia e o Brasil regressaram ao crescimento económico (2,5% e 0,3%, em termos homólogos respectivamente).

A economia chinesa acelerou no segundo trimestre deste ano, ao registar um crescimento em cadeia de 1,7%, mais 0,4 pp do que no trimestre anterior. Em termos homólogos, contudo, o crescimento anual permaneceu inalterado, nos 6,9%, um valor não verificado desde o terceiro trimestre de 2015. Na base desta aceleração trimestral estiveram a recuperação da actividade industrial e das vendas no retalho, enquanto o investimento se manteve elevado. Para o total do ano de 2017, o governo chinês espera um crescimento de 6,5%, ligeiramente inferior ao registado em 2016. A taxa de desemprego situa-se nos 3,95% e a taxa de inflação subiu para os 1,8%, em Agosto.

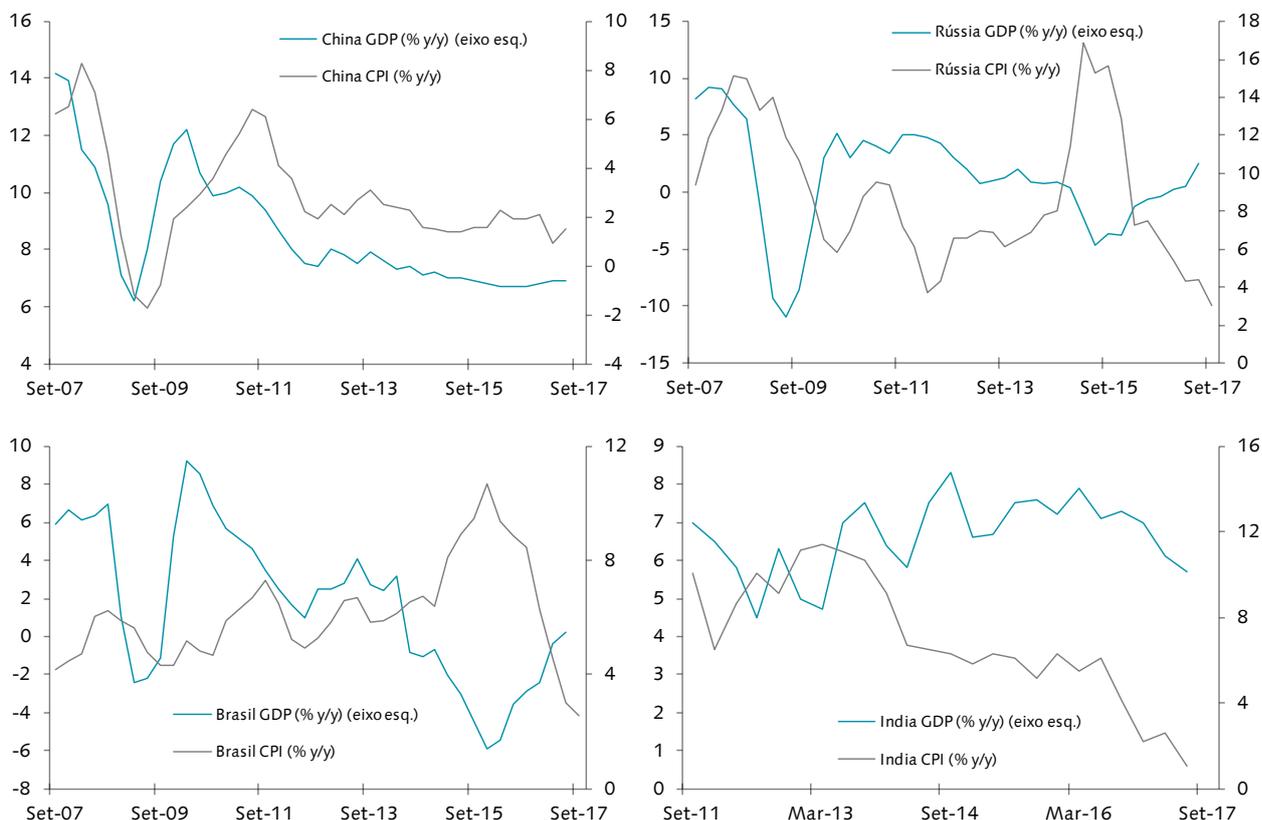
Na Índia, o crescimento homólogo do Produto Interno Bruto (PIB) abrandou para os 5,7%, no segundo trimestre (6,1% no trimestre anterior). Este valor saiu muito abaixo do esperado pelos analistas, sendo igualmente o mais baixo desde o primeiro trimestre de 2014 e o terceiro trimestre consecutivo de abrandamento, após o programa de desmonetização iniciado em Novembro de 2016 e que retirou cerca de 86% do dinheiro de circulação. Por sua vez, a taxa de inflação subiu dos 2,36%, em Julho, para os 3,36%, em Agosto.

No Brasil, o crescimento do PIB retornou finalmente a território positivo. No segundo trimestre deste ano, a economia brasileira expandiu 0,3%, em termos homólogos, o primeiro valor positivo desde o primeiro trimestre de 2014, impulsionada, sobretudo, pelo aumento do consumo dos particulares. A taxa de

inflação manteve a trajetória descendente, caindo para os 12,8% em Julho, abaixo dos 13,7% registados no final do primeiro trimestre. Igualmente em queda, continuou a taxa de inflação, que em Agosto se fixou em apenas 2,46%. Esta foi a décima segunda queda consecutiva e o valor mais baixo desde Fevereiro de 1999.

Por fim, na Rússia o PIB cresceu 2,5%, em termos homólogos, no segundo trimestre, o registo mais alto desde o terceiro trimestre de 2012. Para esta recuperação contribuíram, em especial, os sectores mineiro, industrial e da construção, assim como o consumo privado. Reflexo desta recuperação, a taxa de desemprego caiu para os 4,9%, em Agosto, e os salários registam uma subida homóloga de 3,7%. A taxa de inflação, contudo, diminuiu em Agosto, para o valor mais baixo desde 1991 (3,3%).

Economias BRIC



Fonte: Bloomberg.

Paulo Monteiro

Redigido em 6 de Setembro de 2017

Evolução dos mercados financeiros

O terceiro trimestre ficou marcado pela tensão geopolítica entre o ocidente, em especial os Estados Unidos, e a Coreia do Norte, devido aos ensaios de mísseis balísticos por parte do segundo. As acções do regime Norte-Coreano foram condenadas por parte da Organização das Nações Unidas (ONU), que procedeu à imposição de sanções económicas, de forma a demover a realização de novos testes. Contudo, estas medidas foram insuficientes, com sucessivas provocações por parte de Kim Jong-Un.

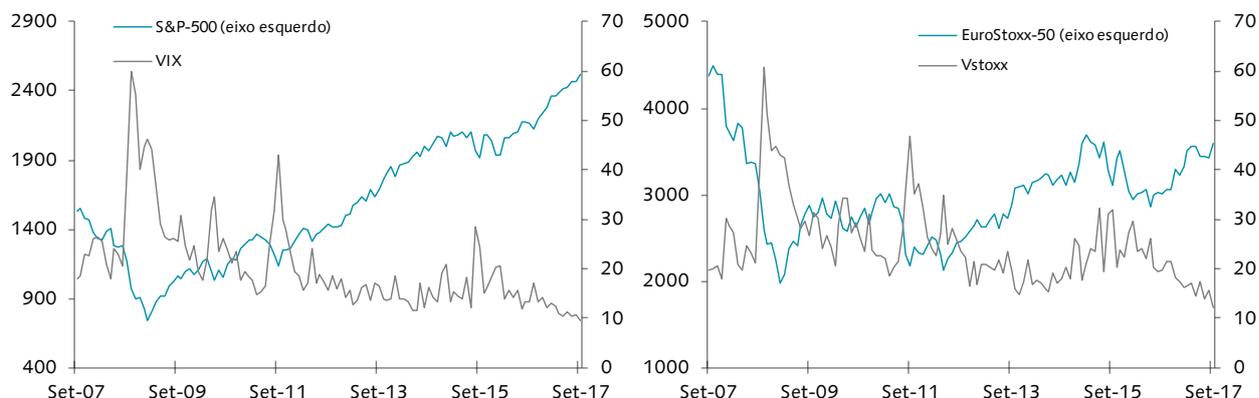
Em termos de política monetária, destaque para a reunião da Reserva Federal (FED) realizada em Setembro, onde a presidente Janet Yellen sinalizou mais uma subida de taxa de juro de referência ainda em 2017. Além disso, a FED anunciou o plano de redução do seu balanço, após o grande aumento durante o período do "Quantitative Easing".

Mercados Accionistas

Nos Estados-Unidos, os principais índices accionistas voltaram a registar mais um trimestre positivo. O índice S&P-500 registou o oitavo trimestre consecutivo de ganhos, fechando o período nos 2.519,36 pontos, valorizando 4%, após ter registado novo máximo nos 2.519,44 pontos. Também o índice Dow Jones Industrial registou mais um trimestre positivo, após a valorização de 4,9% para os 22.405,09 pontos. Por fim, o índice tecnológico Nasdaq-100 valorizou 5,9% no trimestre, terminado nos 5.979,30 pontos. Para esta boa performance dos índices accionistas norte-americanos contribuíram os bons resultados empresariais apresentados durante o terceiro trimestre, que não só bateram as expectativas dos analistas, como apresentaram crescimento em termos homólogos.

Por sua vez, o índice de volatilidade VIX teve mais um trimestre negativo, (o terceiro consecutivo), fechando nos 9,51 pontos. Contudo, o índice do "medo" atingiu os 17,28 pontos quando o presidente Donald Trump prometeu "fogo e fúria" caso o regime Norte-Coreano continuasse os ensaios de testes balísticos que visam atingir os Estados Unidos.

Mercados Accionistas *versus* Volatilidade

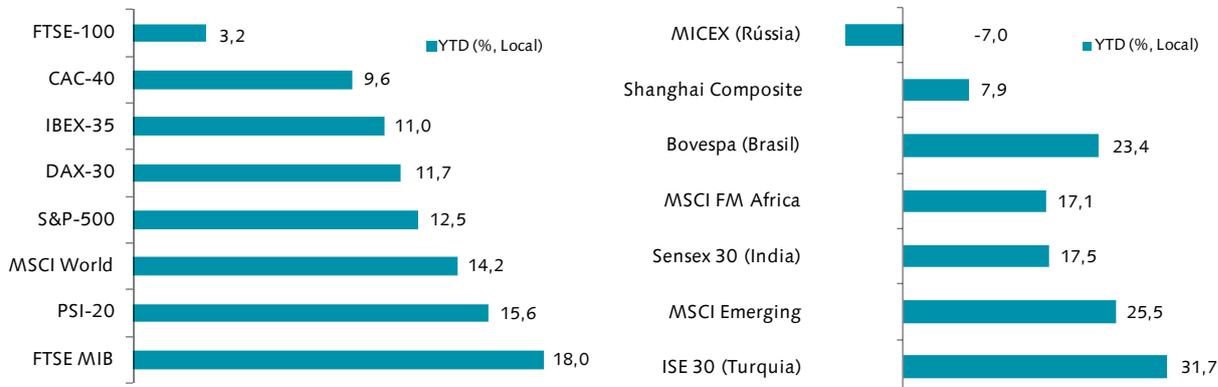


Fonte: Bloomberg.

O trimestre foi igualmente positivo para a generalidade dos índices accionistas europeus. Pela positiva, destacaram-se o mercado accionista português (PSI-20) que valorizou 5%, e os índices alemão (DAX-30) e francês (CAC-40) que valorizaram ambos 4,1%. No extremo oposto ficou o mercado espanhol (IBEX-35), que desvalorizou 0,6%. O aumento de tensão entre o governo espanhol e o governo regional da Catalunha, que culminou com a marcação do referendo a 1 de Outubro sobre a independência da região, conduziu à saída dos investidores do mercado espanhol, devido, principalmente, à ameaça da declaração de independência unilateral por parte do governo catalão.

Nos mercados emergentes, o índice MSCI Emerging Markets valorizou 7% no terceiro trimestre. Pela positiva, destaque para os índices brasileiro (IBOV) e russo (MICEX) que valorizaram 18,1% e 10,5%, respectivamente. A valorização de 12,2% do barril de petróleo (WTI Crude), *commodity* que tem grande influência nas economias brasileira e russa, contribuiu para a *outperformance* destes mercados accionistas. No extremo oposto, os índices que menos valorizaram foram o indiano (SENSEX) e o turco (Borsa Istanbul 100) que subiram 1,2% e 2,5%, respectivamente.

Evolução dos Mercados Accionistas Mundiais



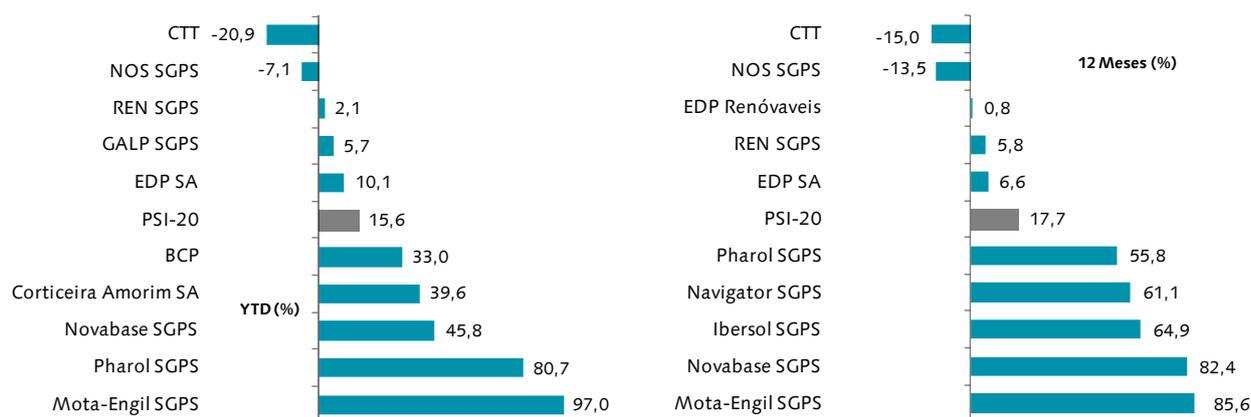
Fonte: Bloomberg.

No mercado nacional, o índice PSI-20 subiu 15,6% nos primeiros nove meses do ano, terminando o mês de Setembro nos 5.409,58 pontos. Confirmando o desempenho positivo da economia portuguesa, a agência S&P aumentou a notação de crédito de Portugal, para BBB-, com perspectiva estável, voltando assim à condição de *investment grade*. Como justificação desta melhoria de *rating*, a agência referiu a revisão em alta das estimativas para o crescimento económico até 2020, a confiança no cumprimento das metas para o défice público e, conseqüentemente, a menor pressão das condições de financiamento externo.

Em termos empresariais, destaque para as performances no ano da Mota-Engil SGPS (+97%), da Pharol SGPS (+80,7%) e da Novabase SGPS (+45,8%). No extremo oposto encontram-se os CTT (-20,9%), a NOS SGPS (-7,1%) e a REN SGPS (2,1%). Este trimestre ficou marcado pela saída da Caixa Económica Montepio Geral de bolsa e, conseqüentemente, do índice PSI-20, após o sucesso da OPA no valor de EUR 1/acção, lançado pela Associação Mutualista Montepio Geral ao Banco Montepio. Ainda na banca, destaque para a criação de uma Plataforma de Gestão de Créditos Bancários pelo BCP, Caixa Geral de Depósitos e Novo Banco. Este instrumento autónomo irá permitir uma maior coordenação entre os credores dos vários bancos, com vista ao aumento da eficácia e da celeridade na resolução de processos de reestruturação dos créditos e das empresas

No sector das telecomunicações e media foi anunciado que o Grupo Altice chegou a acordo com a Prisa para a compra da participação do grupo espanhol na Media Capital por 440 milhões de euros, faltando agora a aprovação do negócio por parte da Autoridade da Concorrência. Passando para o sector da construção, a Mota-Engil anunciou, em Setembro, novos contratos na Costa do Marfim, Angola e Moçambique num valor total de cerca de 763 milhões de euros, facto que contribuiu para a boa performance no trimestre da empresa (+30,5%).

Maiores e menores subidas do PSI-20.

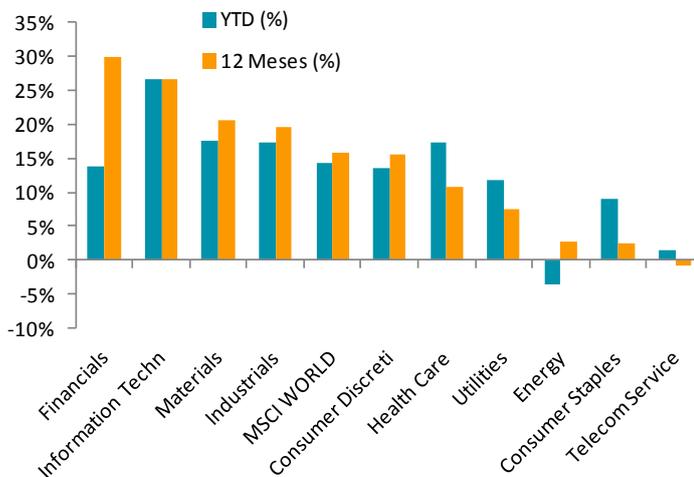


Fonte: Bloomberg.

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

Sectorialmente, a nível global, com excepção dos sectores da Energia, todos os sectores tiveram uma performance positiva no acumulado do ano. Em especial, os sectores de Tecnologias de Informação e de Materiais subiram 26,6% e 17,5%, respectivamente. Em termos homólogos, destaque para o sector financeiro que valorizou 29,9%, logo seguido do sector de Tecnologias de Informação, que volta a destacar-se, com uma subida de 26,5%. No extremo oposto encontram-se os sectores Energético (-3,7%) e das Telecomunicações (1,4%). No caso do primeiro, apesar da subida de 8,2% no trimestre, este sector continua a ser afectado pelo excesso de oferta, o que faz com que esta *commodity* não consiga passar a barreira dos 60 dólares/barril (Crude Oil WTI). No caso do sector das telecomunicações, o sector está a sofrer pelas perspectivas de uma possível retirada dos estímulos monetários por parte dos Bancos Centrais.

Evolução Sectorial (Global)



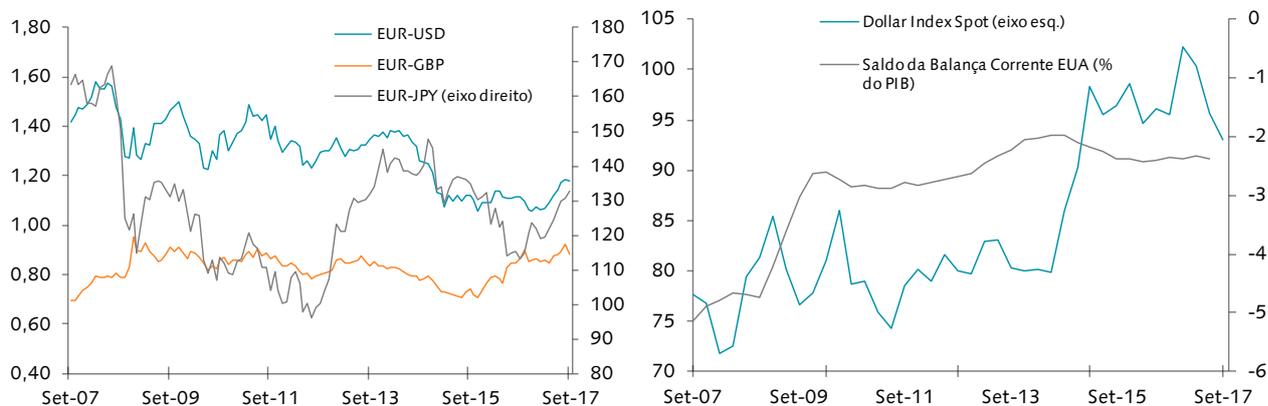
Fonte: Bloomberg, Índices MSCI World. Moeda: USD

Mercados Cambiais

Desde o início de 2017, o euro já apreciou 12 % face ao USD.

O EUR/USD fechou o trimestre nos 1,1806, com o EUR a apreciar 3,4%, sendo este o terceiro trimestre consecutivo de subida do EUR, após um máximo de 1,207 em Agosto. Para este movimento contribuíram (1) a cada vez maior desconfiança em torno da execução das prometidas medidas expansionistas da Administração Trump, e (2) a melhoria das condições económicas na Zona Euro. Em relação à Libra Esterlina (GBP), o EUR/GBP terminou o trimestre nos 0,8820, o que representa uma apreciação de 0,6% do EUR face ao GBP. Em Agosto, o EUR/GBP atingiu os 0,9307, o valor mais alto desde Outubro de 2016. Contudo este máximo foi revertido com a expectativa de diminuição de estímulos monetários pelo Banco de Inglaterra, nos próximos meses. Por fim, face à moeda nipónica (JPY), o euro apreciou 3,5% no trimestre para os 132,92.

Evolução do Euro e do Dollar Index Spot



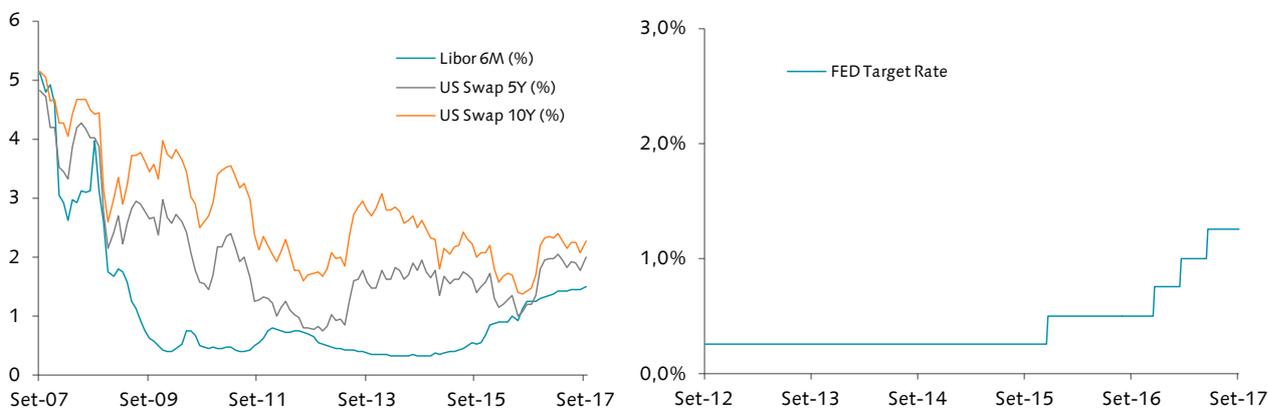
Fonte: Bloomberg.

Taxas de Juro

Nos Estados- Unidos, a Reserva Federal manteve a taxa de juro, no terceiro trimestre nos 1,25%.

Nos Estados Unidos, a taxa Libor a 6 meses fechou o trimestre nos 1,51%, mais 6 bp do que no trimestre passado. Em relação às taxas swap a 5 e 10 anos, estas subiram 6 e 2 bp, respectivamente, terminando o mês de Setembro nos 1,99% e 2,28%. Por sua vez, a taxa de juro directora manteve-se inalterada no intervalo entre 1% e 1,25%, tendo a presidente da FED, Janet Yellen, na reunião da instituição em Setembro, deixado em aberto mais uma subida da taxa de referência ainda em 2017. O *consensus* dos analistas espera uma subida de 25 bp, em Dezembro. Quanto a 2018, a presidente da FED espera que a instituição continue o processo gradual de subida da taxa de juro.

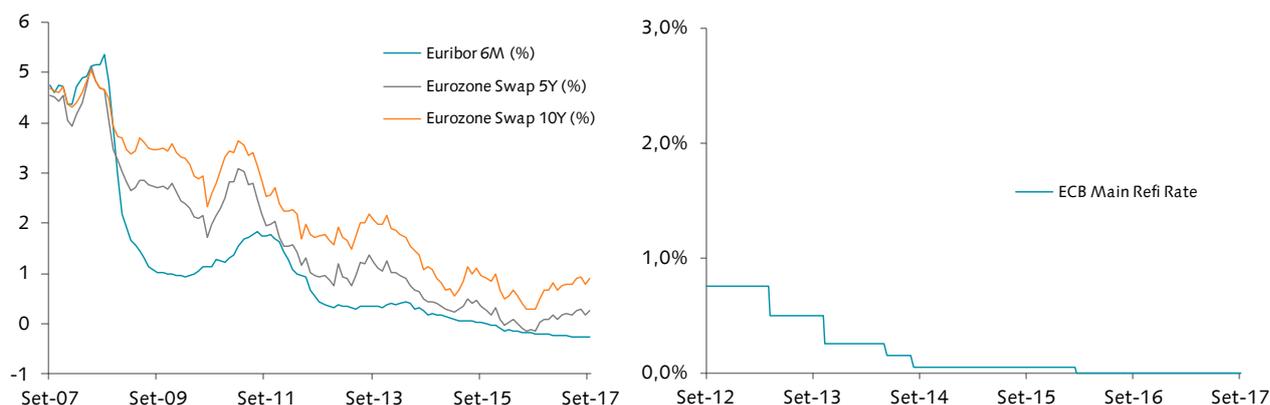
Evolução das Taxas de Juro - USD



Fonte: Bloomberg.

Na Europa, a Euribor a 6 meses fixou-se nos -0,273%, caindo, assim, 0,2 bp face a Junho. Nas taxas mais longas, a taxa swap a 5 anos caiu 1,6 bp no terceiro trimestre, enquanto a taxa swap a 10 anos registou uma ligeira subida de 0,9 bp no mesmo período.

Evolução das Taxas de Juro - EUR



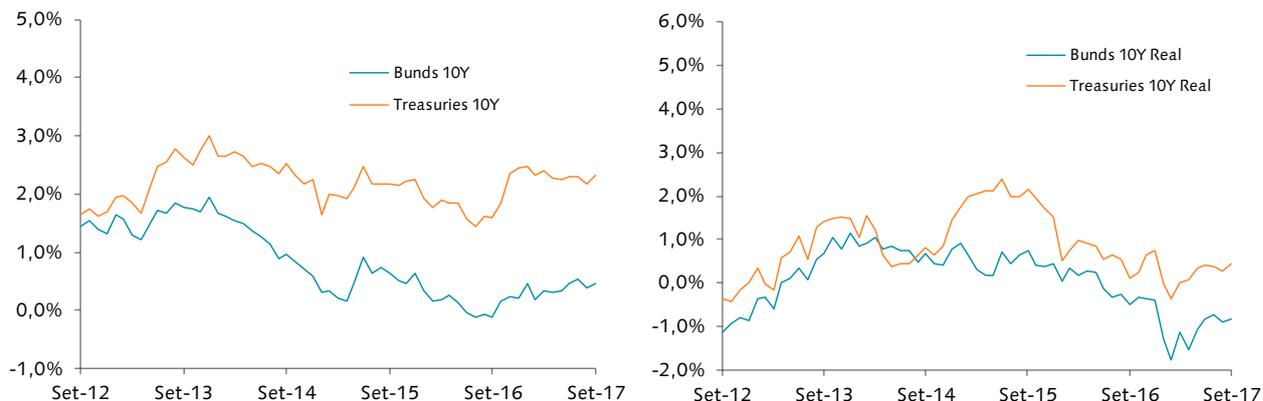
Fonte: Bloomberg.

Dívida Pública

Nos últimos 12 meses, as yields dos Treasuries e dos Bunds a 10 anos subiram 74 e 58 bp, respectivamente.

Nos Estados Unidos, a *yield* dos *Treasuries* a 10 terminaram o mês de Setembro nos 2,33%, subindo 3 bp no trimestre, estando, porém, 11 bp abaixo do nível do início do ano. Na Europa, a *yield* dos *Bunds* a 10 anos manteve-se praticamente inalterada, terminado o trimestre nos 0,46%, registando uma subida de 26 bp em 2017. Apesar dos bons dados económicos europeus, a *yield* das obrigações alemãs a 10 anos manteve-se inalterada, devido à continuação do programa de *Quantitative Easing* europeu e à percepção, por parte dos investidores, do seu "valor refúgio". Em relação à *yield* dos *Treasuries* a 10 anos, esta mantém-se longe dos máximos do ano (2,63%) devido às incertezas em relação às políticas da Administração liderada por Donald Trump, tanto em matéria de política fiscal como externa, aliadas à manutenção da taxa de inflação *core* nos 1,7%, distante dos 2,3% do início do ano.

Dívida Pública core – yields a 10 anos

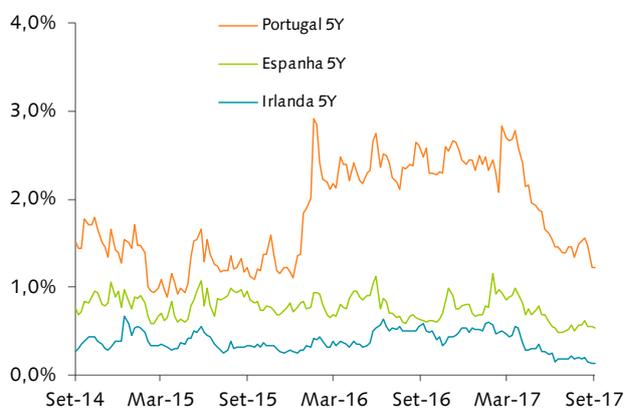


Fonte: Bloomberg.

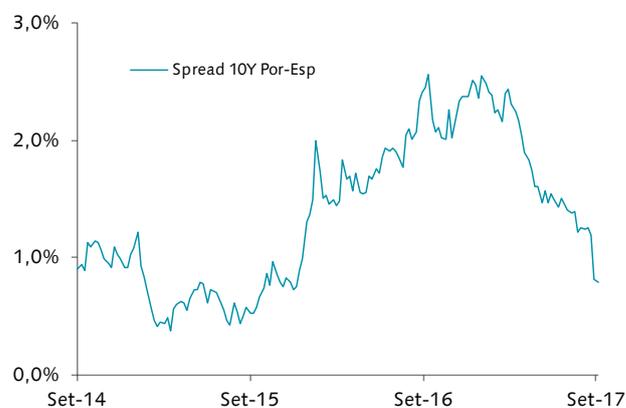
No que toca aos países da periferia da Europa, o destaque, pela positiva, vai para Portugal e a melhoria do seu *rating* de crédito, pela agência S&P que aumentou a notação de crédito do país, para BBB-, com perspectiva estável, voltando assim à condição de *investment grade*. Consequentemente, o prémio de risco a 10 anos, face à Alemanha, caiu 64 bp no trimestre, para os 1,92% em Setembro. Face a Espanha, o prémio de risco a 10 anos caiu 70 bp, fixando-se nos 0,78%, valor mais baixo desde o início de 2016. Esta redução do prémio de risco face a Espanha, deve-se, não só, à melhoria do *rating* da República Portuguesa, mas também à tensão entre o governo Espanhol e o governo regional da Catalunha, com o segundo a ameaçar proclamar a independência da região, facto que levou a uma subida de 7 bp da *yield* espanhola a 10 anos no terceiro trimestre.

Zona Euro

Spreads relativamente à Alemanha



Spread a 10 anos entre Portugal e Espanha



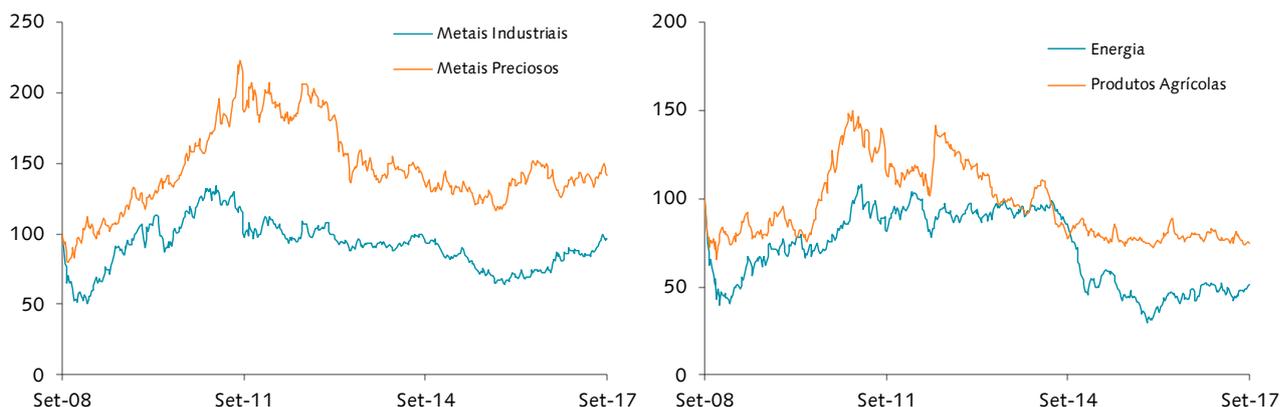
Fonte: Bloomberg.

Matérias-Primas

No último trimestre, o barril de petróleo valorizou mais de 12%, fechando o trimestre nos 51,67 USD/barril.

As matérias-primas registaram, em média, uma valorização de 7,2%, no terceiro trimestre de 2017, medido pelo índice S&P GSCI Total Return (em USD). Esta boa performance no trimestre deve-se, em grande parte, ao rally do preço do barril de Petróleo, que valorizou 12,2% no trimestre (Crude Oil WTI). Os furacões que afectaram as refinarias nos Estados Unidos, bem como, a manutenção do corte de produção dos países da OPEP, contribuíram para esta subida do ouro negro. Também positivo foi o trimestre dos metais industriais e preciosos que valorizaram 9,9% e 3,1%, respectivamente. No acumulado de 2017, os metais industriais estão a valorizar 19,6%, enquanto os metais preciosos estão a subir 10,7%. Por fim, os produtos agrícolas perderam 5,5% durante o terceiro trimestre, estando a desvalorizar 3,3% em 2017.

Evolução das Commodities



Fonte: Bloomberg.

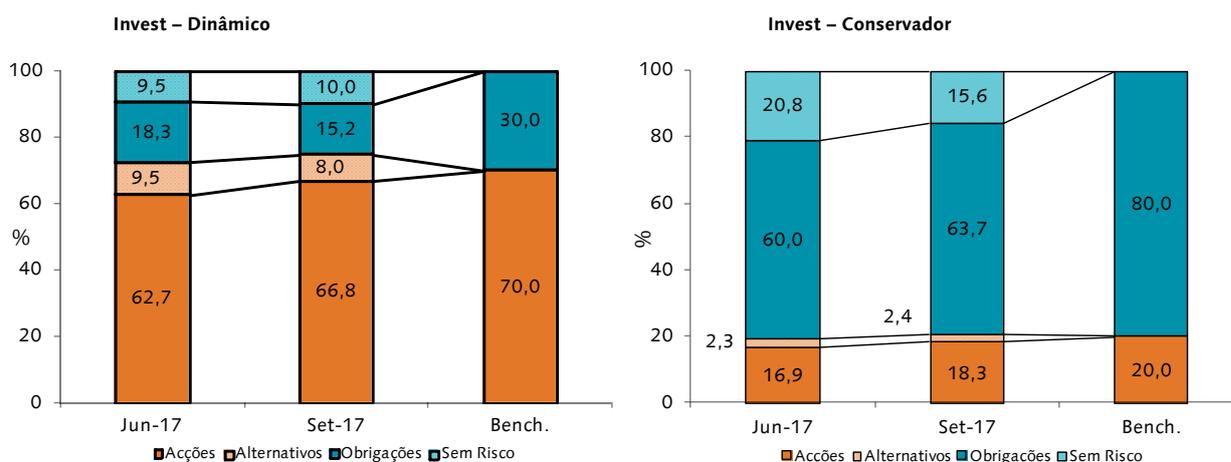
José Pedroso

Redigido em 06 de Outubro de 2017

Alocação de Activos

O terceiro trimestre pautou-se pela reduzida volatilidade nos mercados financeiros. Os principais mercados accionistas registaram pequenas variações, assim como as *yields* dos principais *benchmarks* obrigacionistas. Como tal, o *outlook* e a consequente Alocação de Activos recomendada permanece praticamente inalterada para o quarto trimestre.

Alocação de Activos



Fonte: Banco Invest, Gestão de Activos.

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

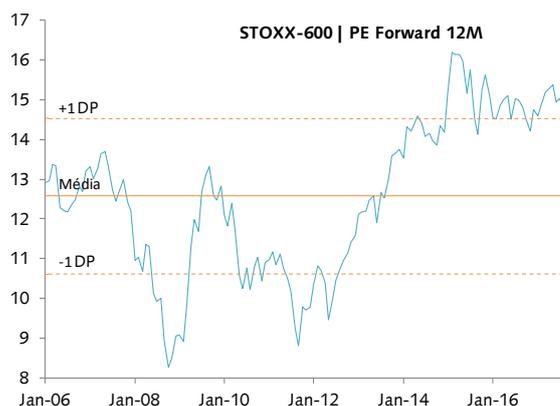
Contudo, as avaliações permanecem historicamente altas e reflectem uma elevada dose de optimismo sobre alguns factores de incerteza que, na nossa opinião, ainda persistem, desde a saúde da economia chinesa à execução do programa económico de Donald Trump, passando pela tensão política entre os Estados-Unidos e a Coreia do Norte e pela normalização das políticas monetárias nas principais economias mundiais.

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

Nas 'Acções', mantemos a preferência pelos mercados europeus e, em particular, pelos ibéricos. A economia europeia atravessa um bom momento, sendo um dos

últimos sinais a melhoria do *rating* de crédito da República Portuguesa para BBB- (*investment grade*), e as avaliações permanecem mais baixas quando comparadas com as do mercado norte-americano. Com efeito, o índice Stoxx-600 transacciona com um Price-to-Earnings (PE) de 15,1x os resultados esperados para 2017, que compara com o rácio de 17,8x do índice S&P-500.

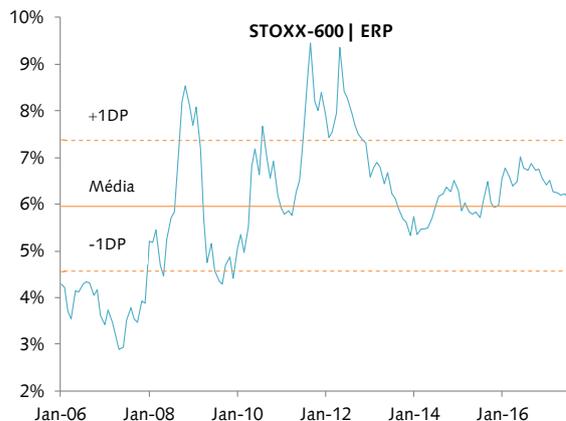
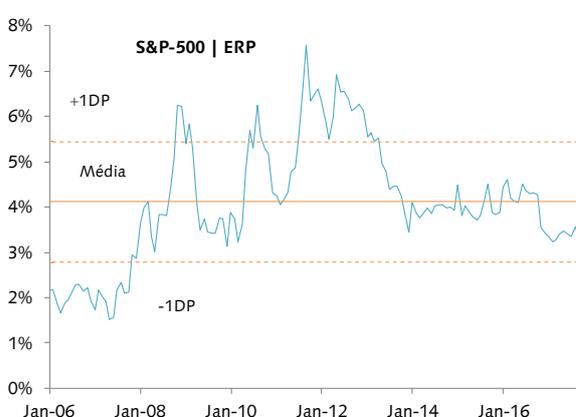
Price-to-Earnings Ratio



Fonte: Bloomberg. Banco Invest.

Em larga medida poderá ser argumentado que os múltiplos de resultados (price-to-earnings) se encontram historicamente altos devido à manutenção (artificial) das taxas de juro e yields em níveis extremamente baixos. Mas ainda assim, o mercado norte-americano sobressai como o mais sobreavaliado. Com base nas actuais *yields*, os mercados europeus transaccionam, em média, com um prémio de risco de 6,2%, mais 2,9 pp que o congénere norte-americano.

Prémios de Risco (ERP)

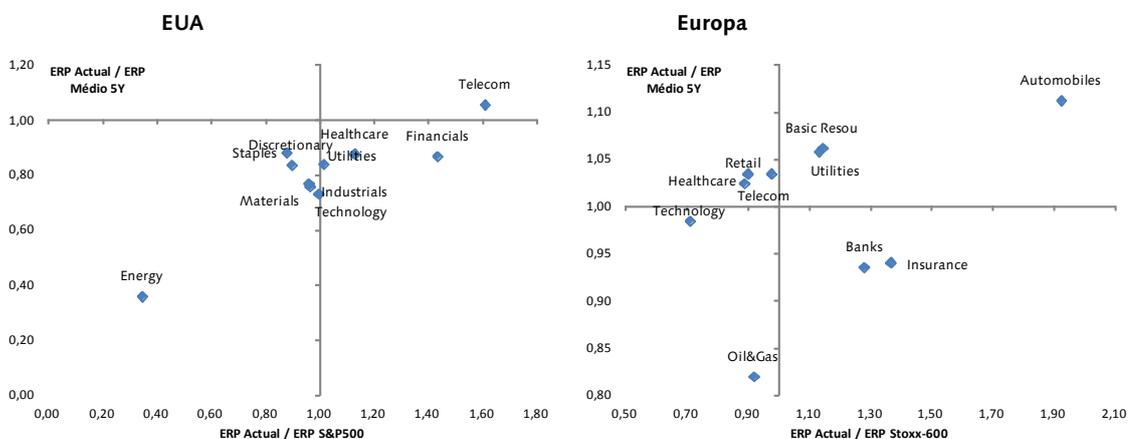


Fonte: Bloomberg. Banco Invest. ERP's calculados com base nos 12 months forwards earnings.

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

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

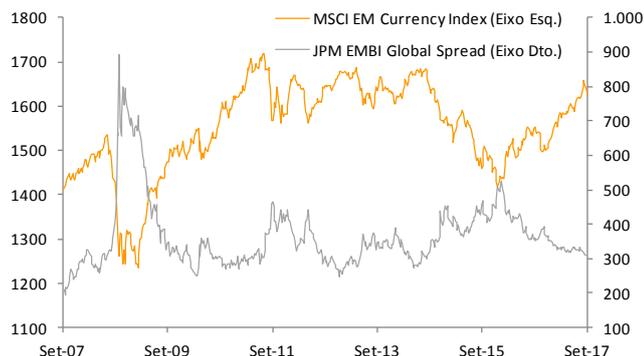
Radar sectorial



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

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

Dívida Emergente



Fonte: Bloomberg. Banco Invest.

Por fim, em termos cambiais conservamos as posições em USD e NOK, ambas pressionadas nos últimos meses, contra o EUR, com a diminuição da incerteza política na Zona Euro, após a eleição de Emmanuel Macron para presidente francês, a perspectiva de redução dos estímulos monetários do BCE e a queda da cotação do petróleo, respectivamente. Porém, o diferencial de taxas de juro e a expectativa em torno do plano fiscal de Donald Trump deverão limitar as perdas no USD, e a recuperação do petróleo registada no último trimestre deverá suportar as NOK.

USD e NOK

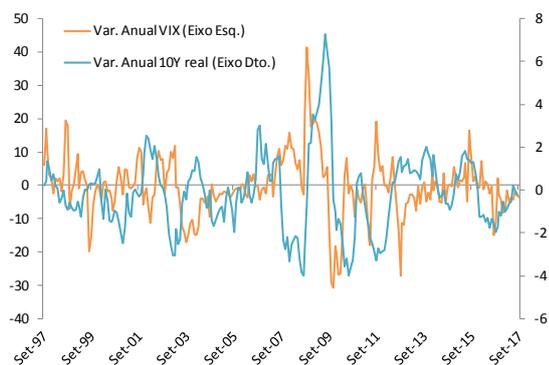


Fonte: Bloomberg. Banco Invest.

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

Volatilidade e Yields reais

Variação anual do índice VIX vs variação anual da yield real dos Treasuries a 10 anos



Fonte: Bloomberg. Banco Invest.

Paulo Monteiro

Redigido em 06 de Outubro 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 de investimento, caso existentes:

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 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.