

Outlook para 2018

Gestão de Activos

Paulo Monteiro

paulo.monteiro@bancoinvest.pt

Telf.: 21 382 17 48

Raúl Póvoa

raul.povoa@bancoinvest.pt

Telf.: 21 383 56 18

José Pedroso

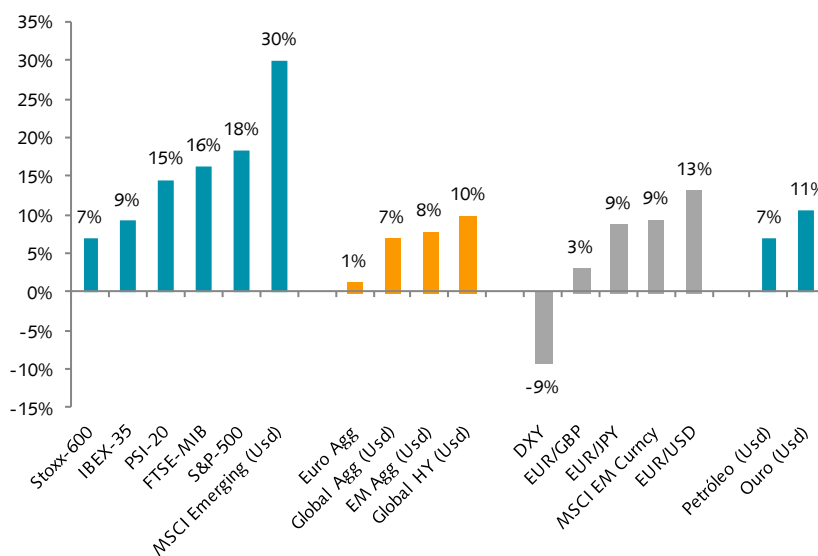
jose.pedroso@bancoinvest.pt

Telf.: 21 381 13 18

Chegados a 2018, e após um longo período dominado pela **política**, com o referendo do Brexit e eleições presidenciais nos Estados- Unidos e França e legislativas na Alemanha, entre outras, os investidores terão (finalmente) a oportunidade de focar-se nos **fundamentais**.

Com efeito, o novo ano começa com a economia mundial a crescer a um ritmo decente (acima da média) e os mercados financeiros em alta. Contudo, persiste um desconforto generalizado com as avaliações, tanto das acções como das obrigações, num cenário de taxas de juro artificialmente muito baixas ou negativas, políticas monetárias progressivamente menos expansionistas, endividamento ainda muito elevado nas principais economias mundiais, aumento da desigualdade na distribuição da riqueza, e crescentes responsabilidades futuras com pensões, derivadas do envelhecimento da população em vários países. Embora se perspetive mais um ano positivo para os activos com maior risco, em particular para as Acções, os **riscos são assimétricos**, aconselhando, na nossa opinião, prudência e diversificação.

Rendibilidades em 2017



Fonte: Bloomberg. Rendibilidades até 30-Nov-17

Índice:

Outlook para 2018

Pág. 3

Revisão do "Outlook para 2017"

Pág. 13

Banco Invest, SA

www.bancoinvest.pt

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

Outlook para 2018

"(...) over a period of apparently stable behavior the underlying financial conditions evolve so that the likelihood of instability increases."

Hyman P. Minsky, in "Stabilizing an Unstable Economy" (1986)

Os últimos quase nove anos, desde os mínimos de Março de 2009, foram de ganhos assinaláveis: o índice S&P-500 valorizou 287% (16,8% p.a.) e o MSCI World ex-US subiu 117% (9,3% p.a.), ambos em USD, sem considerar os respectivos dividendos; nas obrigações, os índices Barclays Global Aggregate e o Barclays Global High Yield registaram rendibilidades anuais (*total return*) de 3,6% e 13,4%, respectivamente, também em USD. A excepção foram as Commodities que, medidas pelo índice S&P GSCI TR, perderam cerca de 28%.

Chegados a 2018, e após um longo período dominado pela **política**, com o referendo do Brexit e eleições presidenciais nos Estados- Unidos e França e legislativas na Alemanha, entre outras, os investidores terão (finalmente) a oportunidade de focar-se nos **fundamentais**.

Com efeito, o novo ano começa com a economia mundial a crescer a um ritmo decente (acima da média) e os mercados financeiros em alta. Contudo, persiste um desconforto generalizado com as avaliações, tanto das acções como das obrigações, num cenário de taxas de juro artificialmente muito baixas ou negativas, políticas monetárias progressivamente menos expansionistas, endividamento ainda muito elevado nas principais economias mundiais, aumento da desigualdade na distribuição da riqueza, e crescentes responsabilidades futuras com pensões, derivadas do envelhecimento da população em vários países. Embora se perspetive mais um ano positivo para os activos com maior risco, em particular para as Acções, **os riscos são assimétricos**, aconselhando, na nossa opinião, prudência e diversificação.

Neste contexto, a nossa estratégia de investimento para 2018 assenta nas seguintes premissas:

Crescimento económico e taxa de inflação moderados

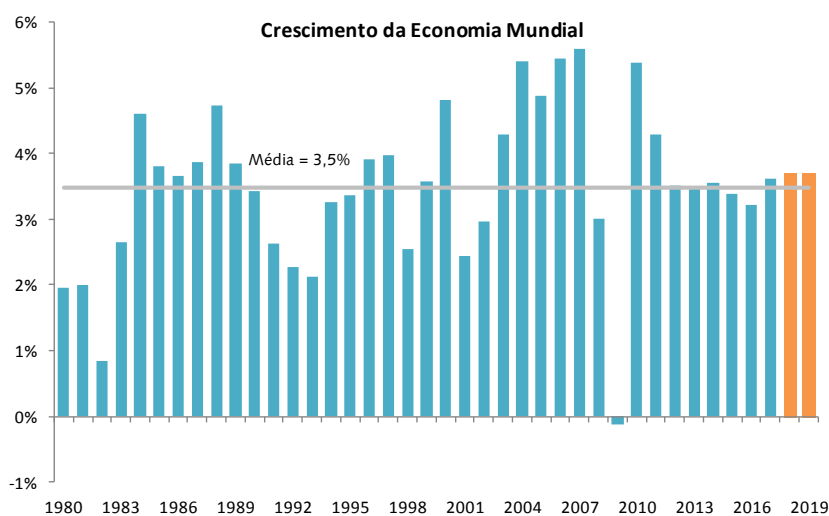
A economia mundial é esperada crescer 3,7% em 2018, ligeiramente acima da média dos últimos seis anos (3,5%). A confirmar-se este desempenho, será o nono ano consecutivo de crescimento acima da média, num período caracterizado por uma reduzida volatilidade. Ou seja, a recuperação da crise de 2009 é uma das mais prolongadas nos últimos trinta anos e pautada por uma considerável **estabilidade**.

Os Estados- Unidos e a Zona Euro deverão crescer 2,3% e 2,0%, respectivamente, e o Japão é esperado desacelerar dos 1,6%, de 2017, para os 1,0%, no próximo ano. Pelo contrário, as economias emergentes continuarão a liderar o crescimento

global, com uma variação de 4,9%, em 2018. Entre estas, destaque para a recuperação da economia brasileira, com um crescimento de 1,7%, a recessão dos últimos anos.

Previsões de crescimento do PIB

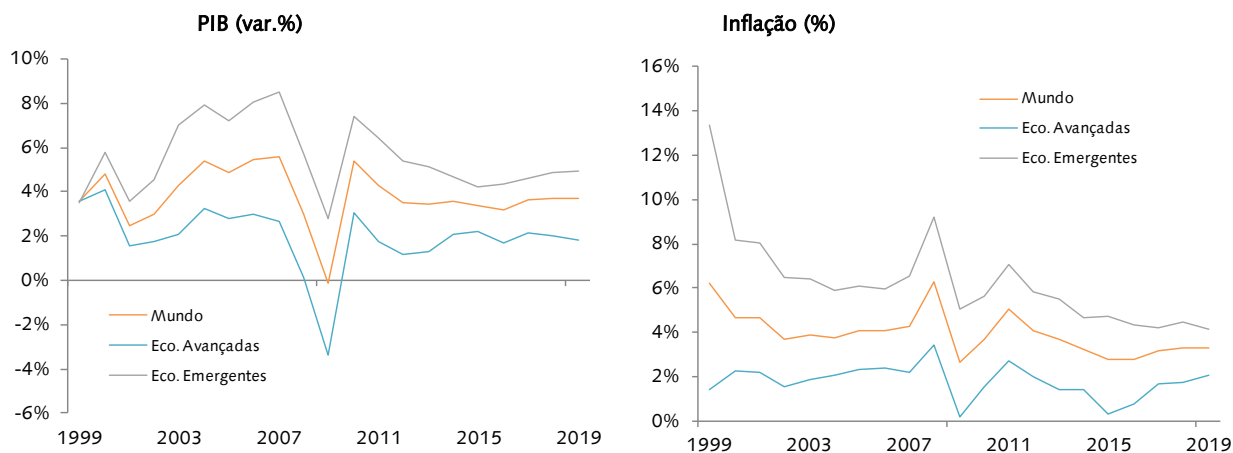
	FMI		OCDE		CE		Média	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
Estados-Unidos	2,2%	2,0%	2,2%	2,5%	2,2%	2,3%	2,2%	2,3%
Zona Euro	2,1%	1,9%	2,4%	2,1%	2,2%	2,1%	2,2%	2,0%
Alemanha	2,0%	1,8%	2,5%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%
Espanha	3,1%	2,5%	3,1%	2,3%	3,1%	2,5%	3,1%	2,4%
Portugal	2,5%	2,0%	2,6%	2,3%	2,6%	2,1%	2,6%	2,1%
Japão	1,5%	0,7%	1,5%	1,2%	1,6%	1,2%	1,5%	1,0%
Reino-Unido	1,7%	1,5%	1,5%	1,2%	1,5%	1,3%	1,6%	1,3%
Economias Emergentes	4,6%	4,9%			4,5%	4,8%	4,6%	4,9%
Brasil	0,7%	1,5%	0,7%	1,9%	0,7%	1,8%	0,7%	1,7%
Rússia	1,8%	1,6%	1,9%	1,9%	1,7%	1,6%	1,8%	1,7%
India	6,7%	7,4%	6,7%	7,0%	6,6%	7,5%	6,7%	7,3%
China	6,8%	6,5%	6,8%	6,6%	6,8%	6,5%	6,8%	6,5%
Mundo	3,6%	3,7%	3,6%	3,7%	3,5%	3,7%	3,6%	3,7%



Fonte: FMI (Outubro 2017), OCDE (Novembro 2017) e Comissão Europeia (Novembro 2017)

O crescimento da economia mundial continuará, pois, a ser impulsionado pelas economias emergentes e em desenvolvimento e, mais uma vez, num **contexto de estabilidade de preços**: a taxa de inflação é esperada permanecer em torno dos 2% nas economias avançadas e dos 4% nas economias emergentes e em desenvolvimento. Apesar dos esforços dos bancos centrais, em particular no âmbito das primeiras, em induzir crescimento dos salários e consequentemente inflação, forças como o elevado endividamento e a fraco crescimento demográfico, aliadas à inovação tecnológica, parecem estar a conter tanto o crescimento como a taxa de inflação.

Economias Avançadas vs Emergentes



Fonte: Bloomberg, FMI.

Ou seja, mesmo sendo expectável que a inflação suba ligeiramente em 2018, devido ao actual bom momento económico e recuperação, por exemplo, do petróleo e dos salários, essa eventual subida deverá ser **moderada e contida no tempo**, considerando as actuais **dinâmicas demográficas**, os **elevados stocks de dívida** ainda existentes e a crescente **desigualdade na distribuição da riqueza**.

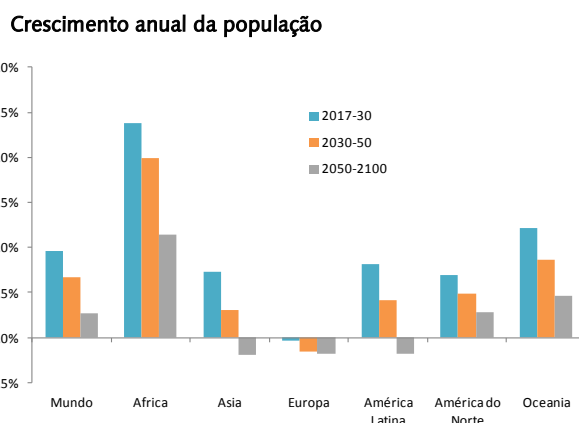
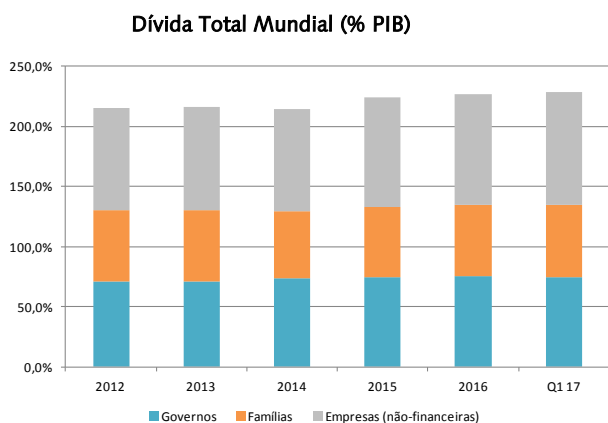
De facto, de acordo com o Bank for International Settlements (BIS), o total de crédito ao sector não-financeiro na Zona Euro ascende a cerca de 265% do PIB, mais 2 pp que em 2012. Por sua vez, nos Estados-Unidos, este rácio situa-se nos 251%, menos 1,5 pp que há cinco anos atrás. No conjunto das economias avançadas, o *stock* de dívida apenas baixou dos 271% para os 268% do PIB. Ou seja, a desalavancagem tem ocorrido a um ritmo muito lento, sendo a dívida um obstáculo ao crescimento e, por conseguinte, à inflação.

Por sua vez, em termos demográficos, a população mundial é esperada crescer apenas 1% ao ano até 2030. Na Europa este crescimento será nulo, e nos Estados-Unidos apenas de 0,7%. Baixas taxas de crescimento demográfico dificilmente permitirão ritmos de crescimento muito superiores ao actual.

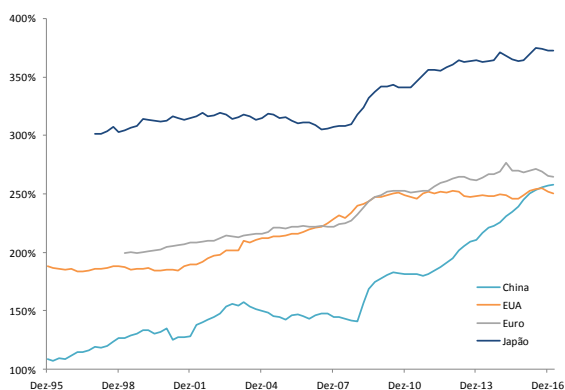
Por último, a desigualdade. Nos Estados-Unidos, a riqueza líquida (de dívida) das famílias no "Top 10 Percent" aumentou 153% entre 1989 e 2013. No mesmo período, a riqueza das famílias no "Bottom 50 Percent" diminuiu 19%. Se considerarmos ser a classe média a grande impulsionadora do consumo, poderemos igualmente admitir não existirem grandes pressões sobre os preços, pelo menos de forma sustentada e com a actual distribuição da riqueza.

Concluindo, o crescimento económico mundial é esperado manter-se moderado no próximo ano, assim como a taxa de inflação. Se por um lado, no curto-prazo a inflação pode subir devido ao bom momento da economia e confiança dos consumidores, no longo-prazo, contudo, é expectável manter-se relativamente baixa, considerando factores estruturais como a elevada dívida, a desigualdade da riqueza e o fraco crescimento demográfico.

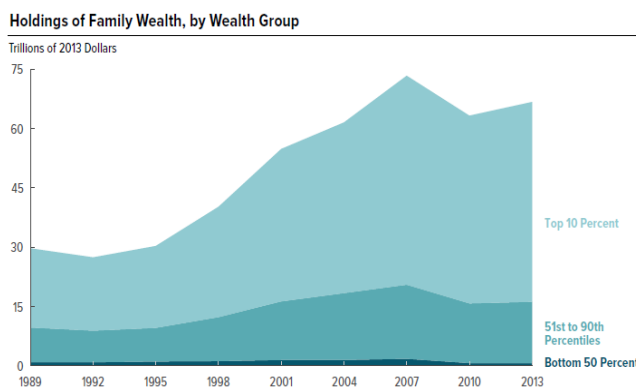
Dívida, Desigualdade e Demografia: os 3 D's do "lower for longer"



Crédito total ao sector não-financeiro (% PIB)



Distribuição da riqueza nos EUA



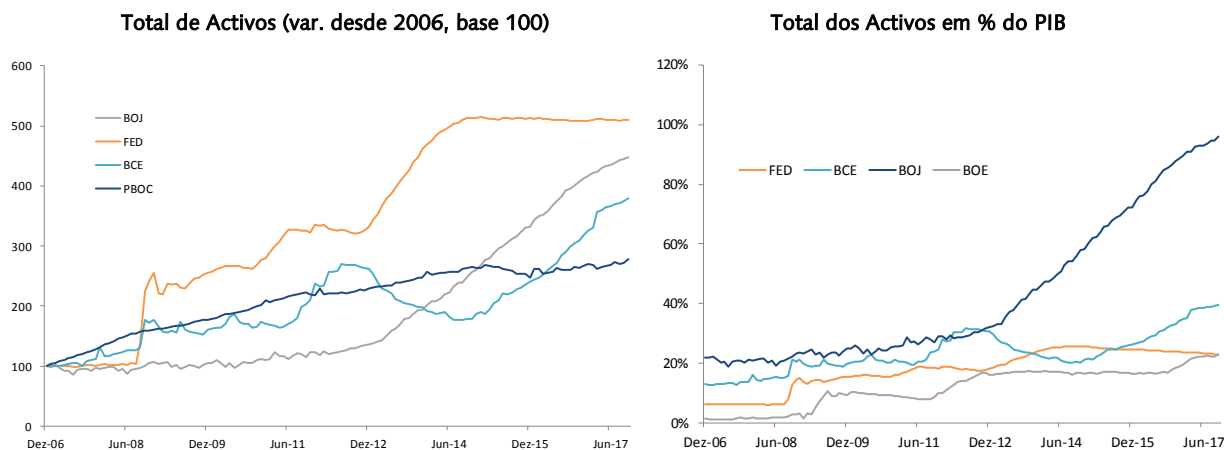
Fonte: Bank of International Settlements, Nações Unidas e Congresso dos Estados-Unidos

As taxas de juro deverão subir, mas pouco e devagar

Crescimento económico moderado e taxa de inflação contida, ambos em torno dos 2%, permitirão aos bancos centrais reverter de forma **muito gradual** as políticas monetárias expansionistas dos últimos anos. De facto, os discursos dos responsáveis dos bancos centrais têm-se pautado pela prudência quanto ao ritmo de diminuição dos seus balanços, reconhecendo que a subida da inflação permanece lenta e a dívida muito elevada. Pelo contrário, com excepção da FED, os bancos centrais

continuam a aumentar os seus activos, o que nos leva a concluir pela manutenção de condições monetárias razoavelmente favoráveis e expansionistas em 2018.

Bancos Centrais



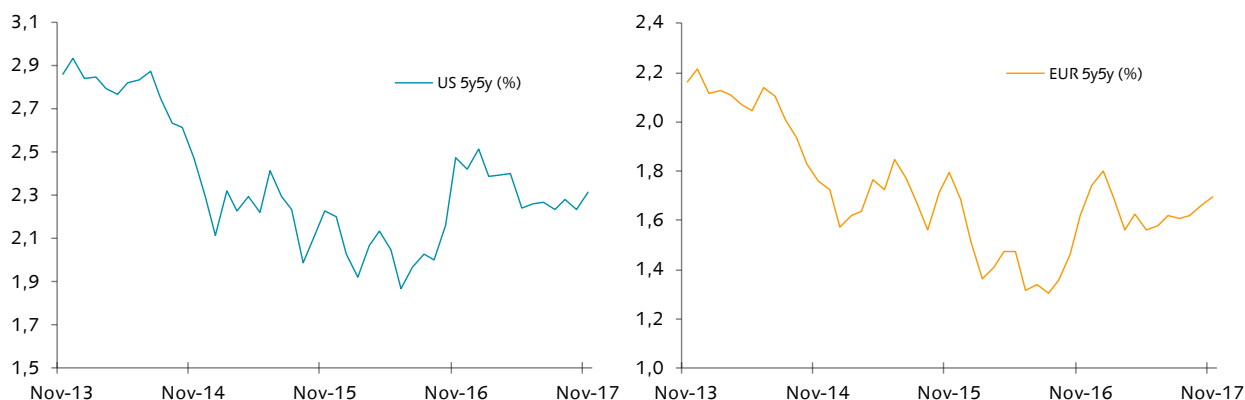
Fonte: Bloomberg. Moeda local.

Por outro lado, apenas a FED é esperada aumentar as taxas de juro durante o próximo ano, pelo menos mais duas vezes. A Zona Euro encontra-se atrasada no ciclo económico pelo que não deverá alterar as taxas de juro a curto prazo, actualmente nos 0% (Deposit Rate -0,4%). Embora fossem justificáveis taxas de juro mais altas, considerando o actual momento da economia, o referido elevado endividamento dos agentes económicos faz que com essa subida de realize sempre de forma muito gradual.

Do mesmo modo antecipamos a manutenção das taxas de juros dos prazos mais longos em níveis historicamente baixos. Se por um lado se justificariam *yields* mais altas, tendo em conta o crescimento nominal da economia, por outro lado, o elevado *stock* de dívida detido pelos bancos centrais e as dinâmicas demográficas (procura por *yields* mais altas) tenderão a limitar essa subida.

Ou seja, num cenário de inflação moderada, **as taxas de juro permanecerão historicamente baixas, ainda que tendencialmente mais altas face aos actuais níveis**, limitadas pela elevada dívida ainda existente e procura por *yield* para fazer face a responsabilidades futuras.

Expectativa para a Taxa de Inflação



Fonte: Bloomberg. Taxas de juro para Swaps 5y5y (medida habitual para as expectativas do mercado para a taxa de inflação).

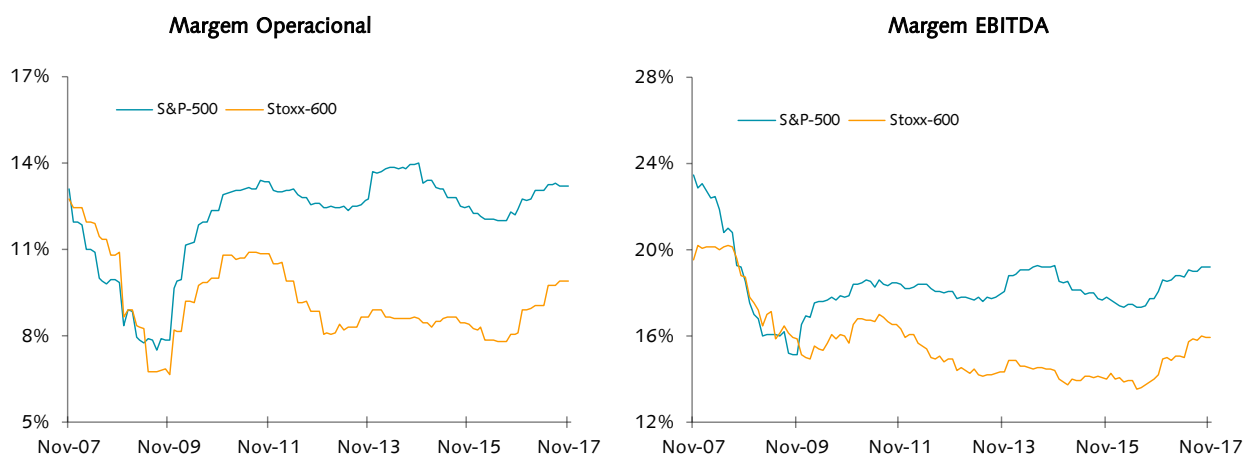
Alocação de Activos: *Neutral* em Acções e *Overweight* em Liquidez

O próximo ano inicia-se num contexto de crescimento económico favorável para os activos com risco. A economia mundial está a crescer de forma sincronizada entre as várias regiões, as taxas de juro permanecem baixas e eventuais subidas deverão ser limitadas. Em termos históricos, as condições monetárias deverão permanecer acomodáticas, mesmo que as *yields* nos prazos mais longos subam para níveis mais justificáveis, considerando o crescimento nominal das economias.

Assim, na nossa opinião, apesar das avaliações historicamente elevadas, em particular nos Estados-Unidos, as 'Acções' continuam como a classe de activos com melhores perspectivas de valorização no médio-longo prazo, sobretudo quando comparadas com as 'Obrigações'. Com efeito, estas últimas oferecem *yields* extremamente baixas que não compensam, na nossa opinião, os riscos (de taxa de juro e de crédito) assumidos. **Mesmo não se perspectivando uma subida abrupta das taxas de juro e das *yields*, o potencial de rentabilidade das 'Obrigações' é cada vez menor, tornando o seu binómio risco-retorno pouco interessante.**

Por seu turno, as 'Acções', nomeadamente as europeias, oferecem um maior potencial de subida, suportadas pela recuperação dos resultados e vendas das empresas, num contexto de aceleração da actividade económica mundial e baixas taxas de juro. Na nossa opinião, mesmo uma eventual subida das *yields* soberanas da Zona Euro, para os 1%-1,5%, não comprometeria este cenário favorável para as acções europeias, dadas as perspectivas de subida de resultados e dividendos para 2018.

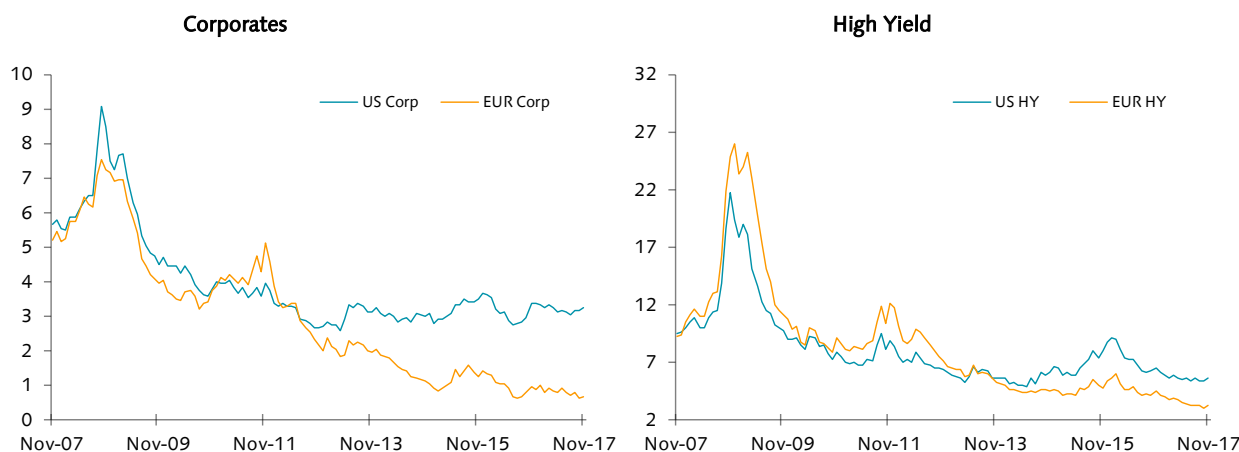
Recuperação dos Resultados na Europa



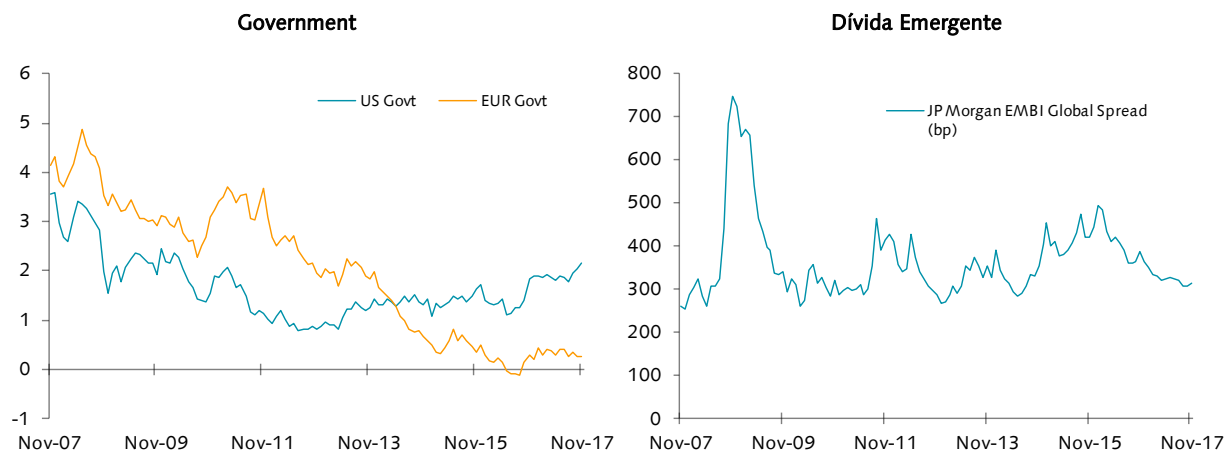
Fonte: Bloomberg.

Contudo, a **volatilidade** dos mercados accionistas deverá aumentar no curto-prazo, como aliás como acontece quando as *yields* reais (descontando a inflação) das obrigações soberanas invertem a tendência predominante (neste caso, começarem a subir)¹. Como tal, em carteiras de investimento diversificadas deverá igualmente ser mantida uma parcela importante em '**Liquidez**', como forma de suavizar a volatilidade da componente accionista e como **alternativa às 'Obrigações'**, onde os riscos nos parecem assimétricos. Nestas últimas, para os investidores dispostos a assumir mais de risco, os segmentos High Yield e Dívida Emergente poderão ser uma alternativa, num contexto de crescimento económico global robusto, subida gradual das taxas de juro e manutenção de baixas taxas de default.

Yields das Obrigações (%)



¹ Ver Invest Outlook – 4º Trimestre 2017 ("Volatilidade e *yields* reais")



Fonte: Bloomberg. Índices Barclays Aggregate.

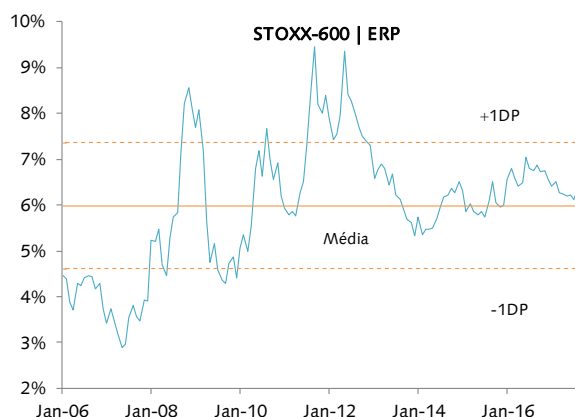
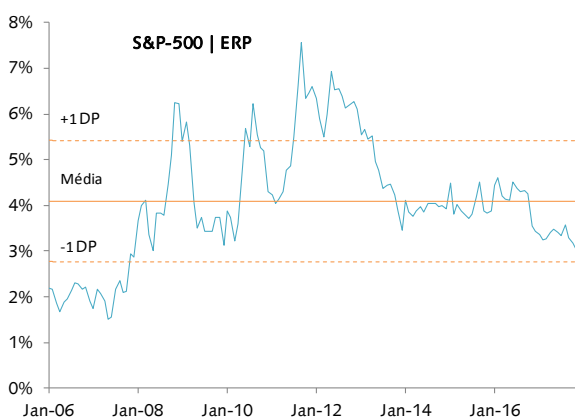
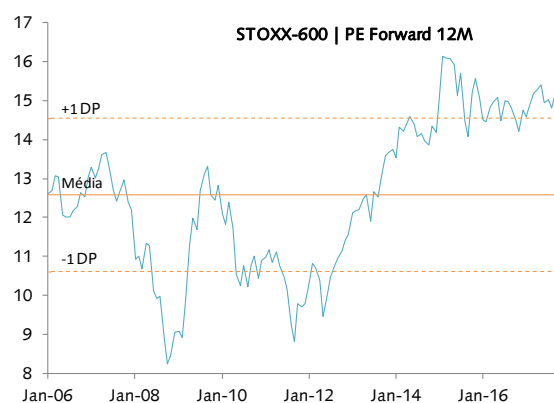
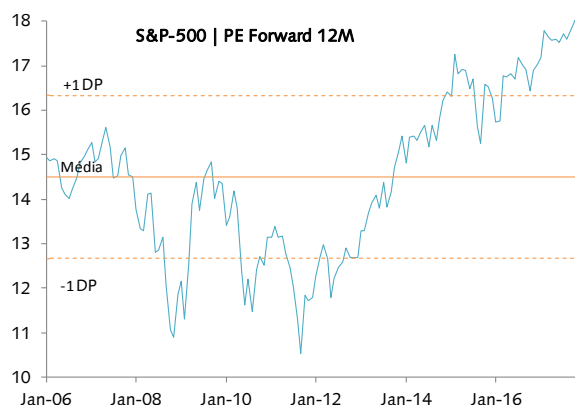
Zona Euro, o "sweet spot" para as Acções

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 15,0x os resultados esperados para 2018, que compara com o rácio de 18,3x do índice S&P-500.

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 (ERP) de 6,3%, mais 3,3 pp que o congénere norte-americano.

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 total, excluindo o sector financeiro, ultrapassou os 250% do PIB, um valor muito superior ao verificado nos Estados-Unidos em 2008 (ver gráfico anterior "Crédito total ao sector não-financeiro (% PIB)").

Price-to-Earnings Ratio e Prémios de Risco (ERP)



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

Exposição a acções norte-americanas obtida através de fundos temáticos e sectoriais

Sectorialmente, mantemos as apostas dos últimos meses:

- **Água:** a água é um recurso essencial à vida, mas limitado. Os desafios globais, como a urbanização, o crescimento da população e as alterações climáticas, estão a colocar os recursos hídricos existentes sob uma pressão cada vez maior. O sector inclui áreas como o abastecimento de água, tecnologias da água e serviços ambientais. As restrições orçamentais de vários países ocidentais e o desenvolvimento das cidades nas economias emergentes abrem oportunidades importantes para as empresas privadas a actuar no sector.

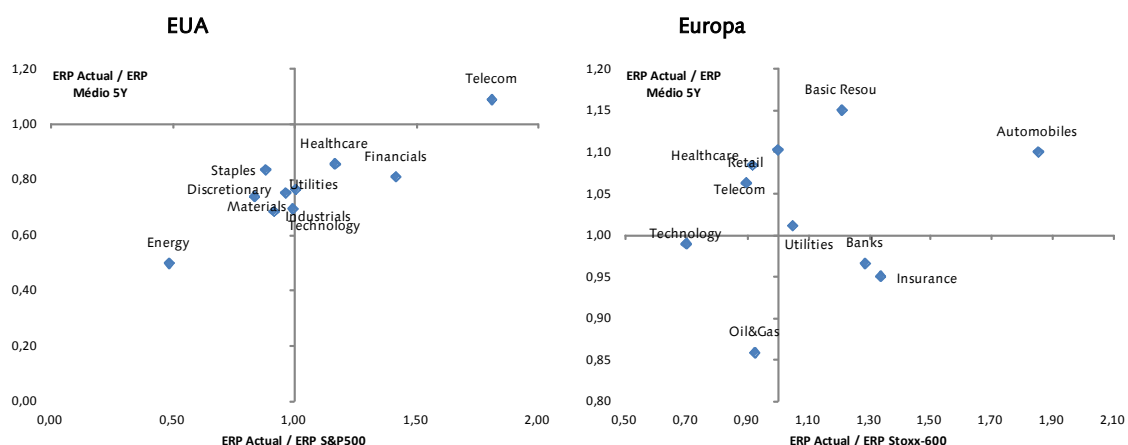
- **Segurança:** os fornecedores de produtos e serviços de segurança física e de tecnologias de informação (Tis) ajudam a manter a integridade, saúde e segurança dos indivíduos, empresas e governos. A inovação constante da tecnologia móvel e do comércio eletrónico significa que a segurança informática terá que ser constantemente atualizada, enquanto a urbanização está a levar à necessidade de

mais investimento para proteger as infraestruturas e o bem-estar dos habitantes das cidades.

- **Biotecnologia:** a biotecnologia fornece cada vez mais soluções terapêuticas inovadoras, sendo responsável por cerca de 50% das aprovações de novos medicamentos. Factores como o aumento da esperança média de vida e das necessidades relacionadas com a saúde, nas economias avançadas, e o crescimento da classe média nas economias emergentes, sustentam a procura (e o investimento) por novos medicamentos e soluções terapêuticas.

- **Financeiro,** em particular, na Europa. Apesar da recuperação registada em 2017, o sector encontra-se ainda muito longe do máximo histórico e, mais importante, transaciona com múltiplos ainda interessantes (*Price-to-Earnings* de 11,3x e *Price-to-Book* de 0,85x para 2018). Por outro lado, a qualidade dos activos deverá continuar a melhorar, acompanhando a economia, e a normalização das taxas de juro terá um impacto positivo nos resultados da maioria dos bancos.

Radar sectorial

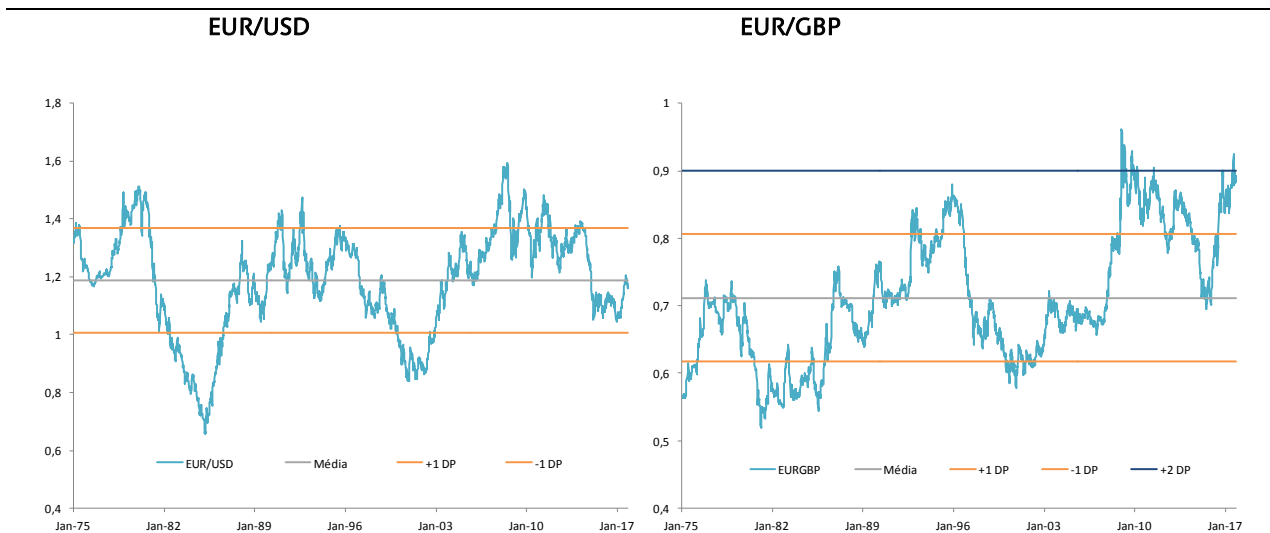


Fonte: Bloomberg. Banco Invest. ERP – Equity Risk Premium (prémios de risco).

Em termos cambiais, mantemos os USD e aumentamos as GBP

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.

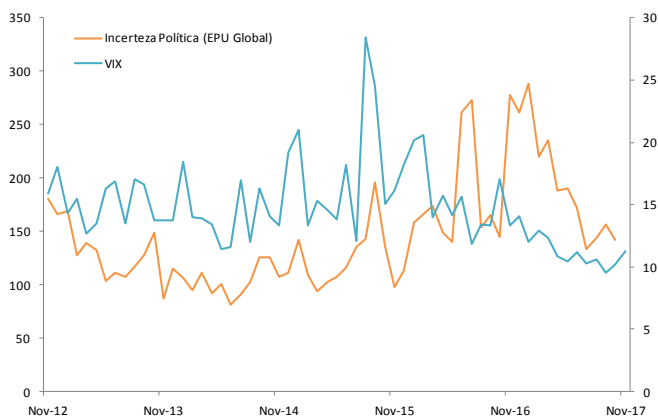
Adicionalmente, aumentamos a exposição a GBP que, dada a incerteza sobre o desfecho e impacto das negociações do Brexit com a União Europeia, caiu 3,2% face ao EUR, situando-se cerca de 2 desvios-padrão fora da cotação média desde 1975.



Fonte: Bloomberg.

Concluindo, as 'Acções' continuam como a classe de activos com melhores perspectivas de valorização, no médio prazo. Tal não significa que estejam particularmente baratas, mas apenas que num cenário de estabilidade económica e taxas de juro baixas, são a alternativa mais interessante. A confiança dos investidores está em alta, mas, como Hyman P. Minsky observou, a "estabilidade gera instabilidade" e os mercados poderão estar demasiado complacentes perante os riscos que persistem.

Volatilidade e Incerteza Política



Fonte: Bloomberg. EPU – Economic Policy Uncertainty Index

Revisão das "Convicções para 2017"

O que dissemos 1 ano atrás...

"(...) a economia mundial é esperada crescer 3,4% no próximo ano. A economia americana é esperada acelerar dos 1,6% registados este ano, para os 2,2%, em 2017. (...) Por sua vez, para a Zona Euro é prevista a manutenção de um crescimento do produto em torno dos 1,5%, valor que poderá igualmente ser revisto em alta (...)"

"Outra consequência do novo regime nos Estados Unidos poderá ser uma subida da taxa de inflação"

"Num cenário de melhoria e aceleração das condições económicas é expectável uma intervenção dos Bancos Centrais progressivamente menos expansionista"

"(...) considerando que nos últimos anos assistiu-se a uma acentuada expansão dos múltiplos de resultados (...), novos ganhos sustentáveis exigem a inversão da estagnação dos resultados e

... e o que aconteceu.

De acordo com o FMI (Outubro de 2017), a economia mundial deverá crescer 3,6% este ano, após os 3,2% registados em 2016. Nos Estados Unidos a economia é esperada terminar o ano com um crescimento de 2,2%, mais 0,7 pontos percentuais face ao ano anterior. Por sua vez, a Zona Euro, que em 2016 cresceu 1,8%, terá acelerado para os 2,2%, segundo as últimas estimativas da Comissão Europeia (Novembro de 2017).

A taxa de inflação subiu, mas muito ligeiramente e menos do que o esperado. Nos Estados Unidos, a taxa de inflação subiu dos 1,7%, no final de 2016, para os 2% em Outubro último e, na Zona Euro a taxa de inflação subiu 30 bp, para os 1,4%, no mesmo período. Descontando os preços da energia e alimentação, a taxa de inflação *core* desacelerou 40 bp, para os 1,8%, nos Estados Unidos, e permaneceu inalterada na Zona Euro, nos 0,9%.

Nos Estados Unidos, a FED, que já tinha terminado o *quantitative easing* em Outubro de 2014, subiu a taxa directora por duas vezes este ano, para os actuais 1,25%. Na Zona Euro, o BCE anunciou a extensão do programa de compra de activos até Setembro de 2018, embora reduzindo o montante mensal de 80 para 60 mil milhões de euros. A excepção continua a ser o Japão, onde o banco central manteve a expansão da base monetária ao ritmo de cerca 700 mil milhões de USD por ano.

Após um 2016 com crescimentos praticamente nulos, em 2017 os EPS do Stoxx-600 deverão crescer 9,8%, e os do norte-americano S&P-500 12,6%. Para 2018, os resultados destes índices deverão registar crescimentos de cerca de 9% e 10%, respectivamente.

vendas das empresas”.

“(…) as acções são a classe de activos com maior potencial de valorização, mas o panorama é bastante incerto tendo em conta os riscos políticos, a normalização da política monetária nos Estados Unidos e a ameaça do proteccionismo económico”.

“Em alternativa (à dívida pública e obrigações Investment Grade), persistem ainda oportunidades interessantes, ajustadas pelo risco, no segmento de High Yield (Estados Unidos) e Corporate Hybrids (Europa)”.

“Geograficamente, aumentamos a exposição aos mercados accionistas norte-americanos”.

“(…) em termos de alocação de activos, mantemos a preferência pelas obrigações emergentes (em moeda local), em detrimento das acções emergentes”.

“O diferencial entre as taxas de juro norte-americanas e da Zona Euro, mantém o suporte para o USD”.

Desde o início do ano, o índice accionista MSCI World regista uma valorização de 21,4% (incluindo dividendos), em USD (cerca de 8,4% em EUR). No mesmo período, o índice global de obrigações Barclays Global Aggregate TR subiu 7,0%, em USD (cerca de -5,5% em EUR). Por sua vez, as matérias-primas, medidas pelo índice global S&P GSCI TR, ganharam apenas 1,4%, em USD (cerca de -11,0% em EUR).

Nos Estados Unidos, a dívida pública (Barclays US Treasuries) valorizou 2,0%, o que compara com os 7,2% registados pelas obrigações corporate high yield (Barclays US Corp High Yield). No mesmo sentido, na Zona Euro a dívida pública, em média, ganhou 1,3% (Barclays Euro Aggregate Government TR), contra os 6,4% alcançados pelas obrigações High Yield (Barclays Pan-European High Yield TR).

Tal como referido na edição do ano passado, este aumento de exposição ao mercado norte-americano foi realizado de forma indirecta, através de fundos temáticos e sectoriais. Por exemplo, ao nível dos primeiros, as apostas nos temas da Água e da Segurança voltaram a revelar-se compensadores, com uma *outperformance* (em euros) de 5,7% e 6,4% em relação ao índice S&P-500. Em termos sectoriais, destaque para o sector biotecnológico com uma valorização de 17,3%, em linha com a registada pelo referido índice de referência, em USD.

Ao contrário do esperado, a *outperformance* das acções relativamente à dívida emergente foi significativa. Com efeito, a dívida emergente soberana, em moeda local (Barclays Emerging Markets Sovereign TR Unhedged USD), valorizou cerca de 8,8%, contra os 30% obtidos pelo índice MSCI Emerging Markets Index, ambos em USD.

O diferencial das *yields* a 2 anos entre os Estados Unidos e a Zona Euro aumentou 51 bp, durante 2017. Entretanto, o ritmo de crescimento de ambas as economias foi bastante similar (na ordem dos 2,2%) e a FED aumentou por duas vezes as taxas de juro. Contudo, o mercado parece ter descontado um cenário de forte aceleração da Zona Euro e, conseqüentemente, das

respectivas taxas de juro, impulsionando a cotação do Euro em 13,1% contra o USD.

Paulo Monteiro

Redigido em 4 de Dezembro de 2017
Cotações em 30 de Novembro 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.