

Gestão de Activos

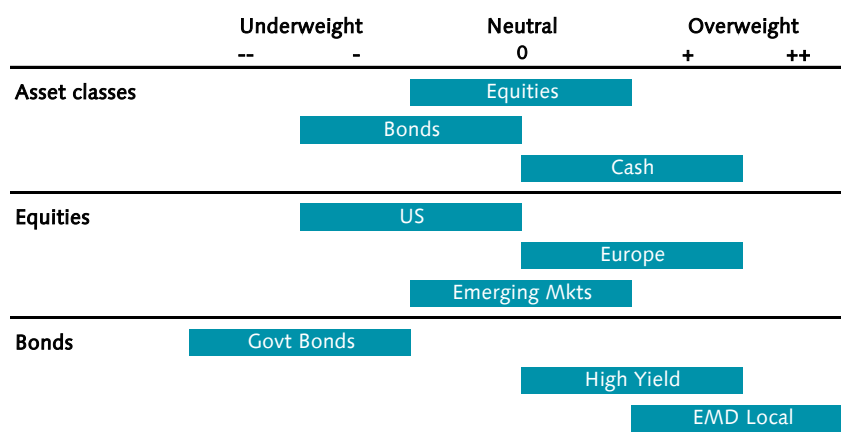
Paulo Monteiro
paulo.monteiro@bancoinvest.pt
 Telf.: 21 382 17 48

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

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

- Apesar das incertezas em torno do comércio internacional e do novo governo italiano, as estimativas para o crescimento económico global mantêm-se positivas. Nos Estados-Unidos, a aceleração da actividade económica e o baixo desemprego deverão conduzir a Reserva Federal (FED) a subir novamente as taxas de juro no segundo semestre e, na Zona Euro, a diminuição dos riscos deflacionistas permitem ao Banco Central Europeu (BCE) terminar o programa de compra de títulos no final deste ano. Por sua vez, nos mercados emergentes, a recente turbulência é esperada manter-se limitada aos países com os maiores desequilíbrios externos, como a Argentina e a Turquia, por exemplo.
- Apesar de volátil, o semestre agora findo foi positivo para os principais índices norte-americanos, em especial, para os índices S&P-500 e Nasdaq-100 que alcançaram novos máximos históricos durante o período, à boleia das empresas tecnológicas FAANG (Facebook, Apple, Amazon, Netflix e Google). Pelo contrário, na Europa os índices alemão, DAX-30, e espanhol, IBEX-35, desvalorizaram 4,7% e 4,2%, respectivamente. Por sua vez, o índice MSCI Emerging Markets perdeu 7,7% no semestre.

Outlook



Banco Invest, SA
www.bancoinvest.pt

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

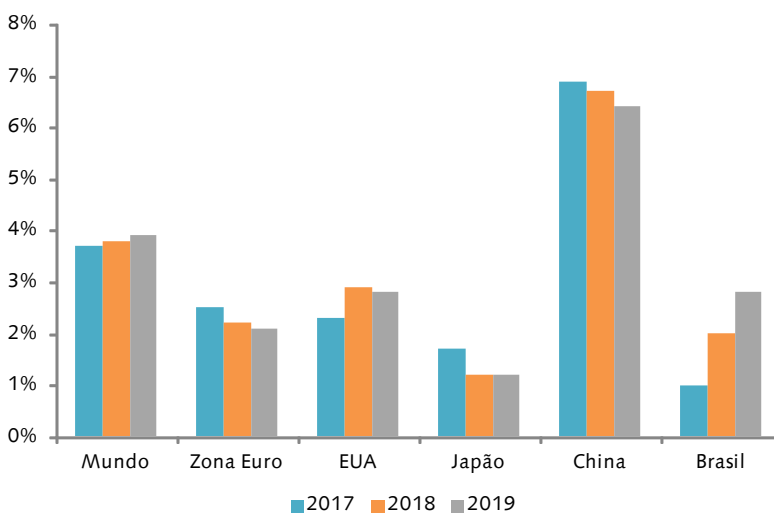
Índice:

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

Evolução dos indicadores macroeconómicos

Apesar das incertezas em torno do comércio internacional e do novo governo italiano, as estimativas para o crescimento económico global mantêm-se positivas. Nos Estados- Unidos, a aceleração da actividade económica e o baixo desemprego deverão conduzir a Reserva Federal (FED) a subir novamente as taxas de juro no segundo semestre e, na Zona Euro, a diminuição dos riscos deflacionistas permitem ao Banco Central Europeu (BCE) terminar o programa de compra de títulos no final deste ano. Por sua vez, nos mercados emergentes, a recente turbulência é esperada manter-se limitada aos países com os maiores desequilíbrios externos, como a Argentina e a Turquia, por exemplo.

Crescimento da Economia Mundial



Fonte: OCDE, Junho-18

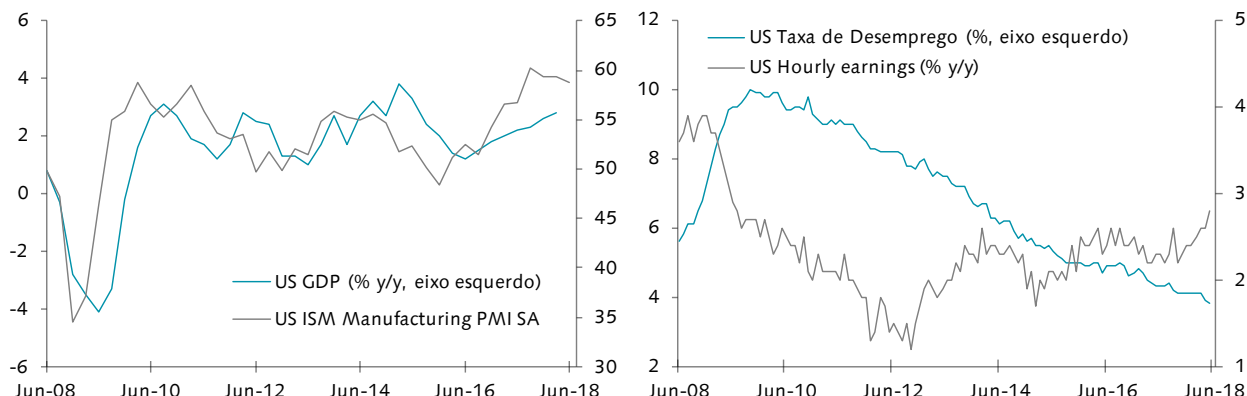
Estados Unidos

O PIB norte-americano cresceu 2,8% no primeiro trimestre de 2018, em termos homólogos.

A economia norte-americana cresceu 2,0% (taxa anualizada) no primeiro trimestre deste ano, ligeiramente abaixo do esperado pelo mercado e dos 2,9% registados no último trimestre de 2017. Em termos homólogos, a economia acelerou para os 2,8%, mais 0,2 pontos percentuais (pp) do que no trimestre anterior. A desaceleração do primeiro trimestre deverá, contudo, ser invertida ao longo deste ano, com o impacto positivo do estímulo fiscal aprovado pela Administração Trump.

Por sua vez, a taxa de desemprego caiu para os 3,8%, em Maio, o nível mais baixo desde Abril de 2000. A título de referência, a taxa de desemprego média nos últimos 70 anos situa-se nos 5,8%. Consequentemente, os salários têm recuperado, subindo, em termos homólogos, 4,6%, em Abril.

Crescimento do PIB, ISM e Taxa de Desemprego

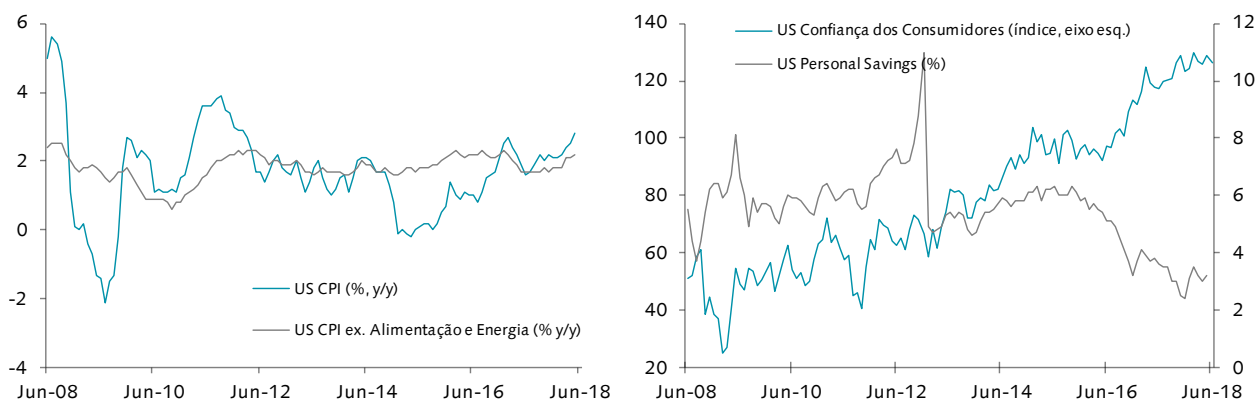


Fonte: Bloomberg.

Igualmente em alta continuou a taxa de inflação anual, que em Maio subiu para os 2,8%, mais 0,3 pp que no mês anterior. Este valor é o mais alto desde Fevereiro de 2012, tendo sido impulsionado, sobretudo, pela subida dos preços dos combustíveis. Excluindo os custos com energia e alimentação, a taxa de inflação (core) subiu 0,1 pp, para os 2,2%, o que deverá conduzir a FED a aumentar novamente as taxas de juro, ainda este ano.

Reflexo da melhoria do mercado de trabalho e do esperado aumento do rendimento disponível, por via da redução de impostos, o índice de confiança dos consumidores, um importante motor da economia norte-americana, mantém-se perto do máximo do ano, sustentando o bom momento da economia pelo menos até a subida das taxas de juro não se fizer sentir.

Confiança dos Consumidores e Taxa de Inflação



Fonte: Bloomberg.

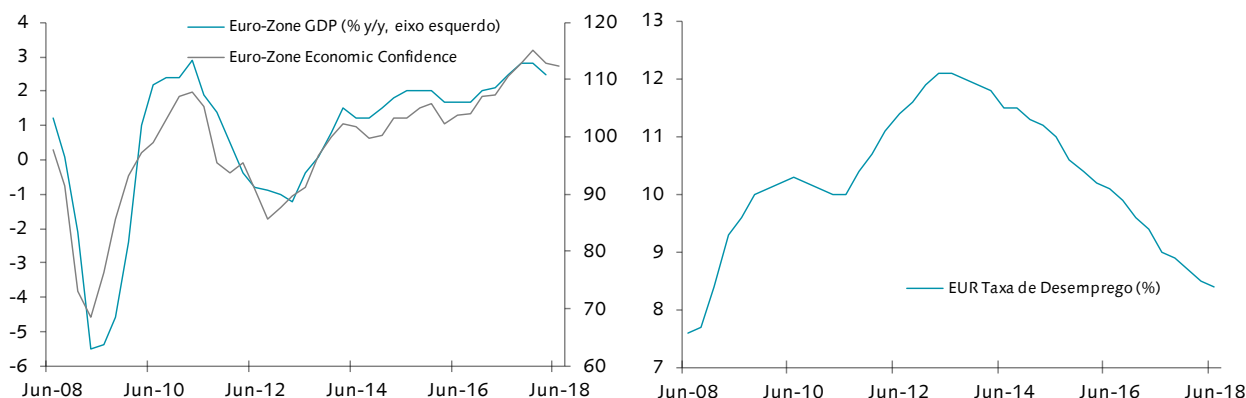
Zona Euro

Na Zona Euro, o PIB cresceu 0,4% no primeiro trimestre de 2018. Em termos homólogos, o crescimento foi de 2,5%.

A economia da Zona Euro expandiu 0,4% no primeiro trimestre de 2018, abaixo dos 0,7% dos cinco trimestres anteriores. Em termos anuais, o crescimento caiu dos 2,8%, no quarto trimestre de 2017, para os 2,5%, até Março. Contudo, considerando a recente desaceleração dos índices de confiança PMI, a actividade económica na Zona Euro poderá registar um abrandamento nos próximos meses, reflectindo os receios quanto ao aumento do protecionismo e da situação política em Itália. Para o total do ano de 2018, as últimas estimativas da OCDE apontam para um crescimento de 2,2% (2,5%, em 2017).

A taxa de desemprego fixou-se nos 8,4%, em Maio, sem alteração face ao mês anterior e bem abaixo dos 9,2% registados no mês homólogo. A recuperação deste indicador tem sido significativa, tendo o desemprego caído para o nível mais baixo desde Dezembro de 2008.

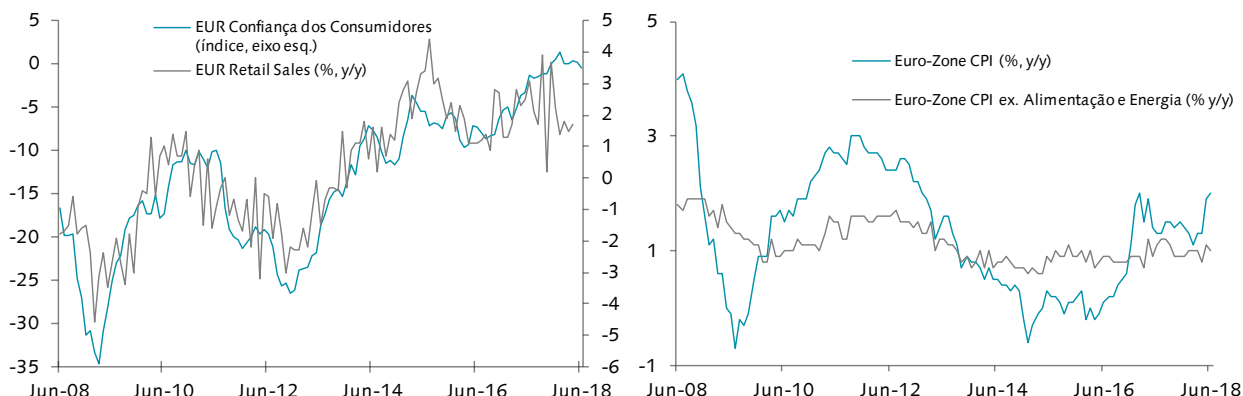
Crescimento do PIB e Taxa de Desemprego



Fonte: Bloomberg.

Em linha com a recuperação da economia e do emprego, também a taxa de inflação demonstra uma tendência positiva. Em Junho, os preços subiram em média 2,0%, em termos homólogos, sendo este o valor mais alto desde Fevereiro de 2017. Porém, grande parte desta subida deve-se ao aumento do preço dos combustíveis, pelo que descontando os custos com energia e alimentação, a taxa de inflação situa-se em apenas 1,0%, tendo caído 0,1 pp face ao mês de Maio. Este valor permanece, pois, muito abaixo do nível de referência do Banco Central Europeu que, contudo, deverá terminar no final deste ano o programa de compra de títulos, sinalizando percecionar agora um menor risco deflacionista no bloco do Euro.

Euro: Confiança dos Consumidores e Taxa de Inflação



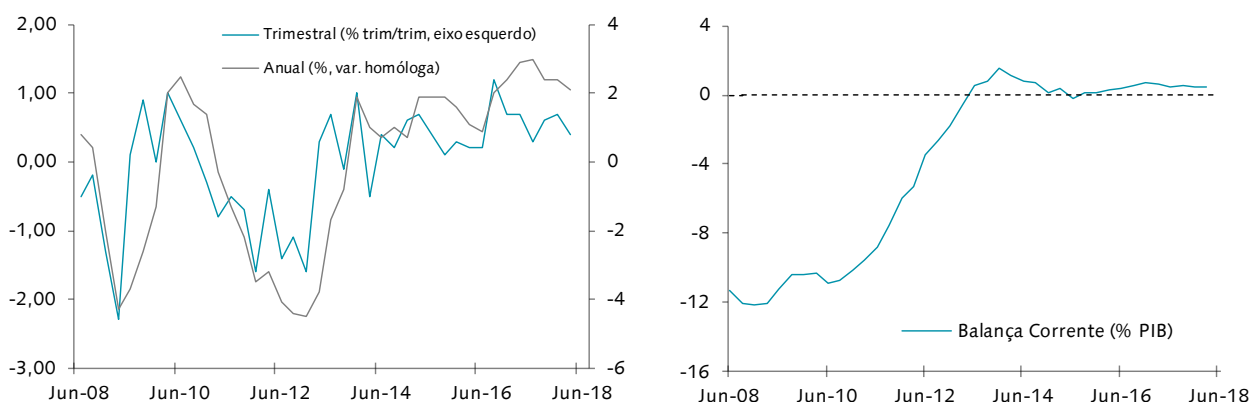
Fonte: Bloomberg

Portugal

O crescimento da economia nacional abrandou para os 2,1%, no primeiro trimestre deste ano.

A economia nacional cresceu 0,4% nos primeiros três meses deste ano. Em termos homólogos, a actividade expandiu 2,1%, menos 0,3 pp relativamente ao trimestre anterior. A procura doméstica cresceu 2,5%, as exportações subiram 4,6% e as importações aumentaram 5,4%. Em termos de contribuição para o crescimento total (2,1%), a procura interna foi responsável por 2,6%, reflectindo uma ligeira aceleração do consumo privado e do investimento, e a procura externa líquida contribuiu negativamente com -0,4%.

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

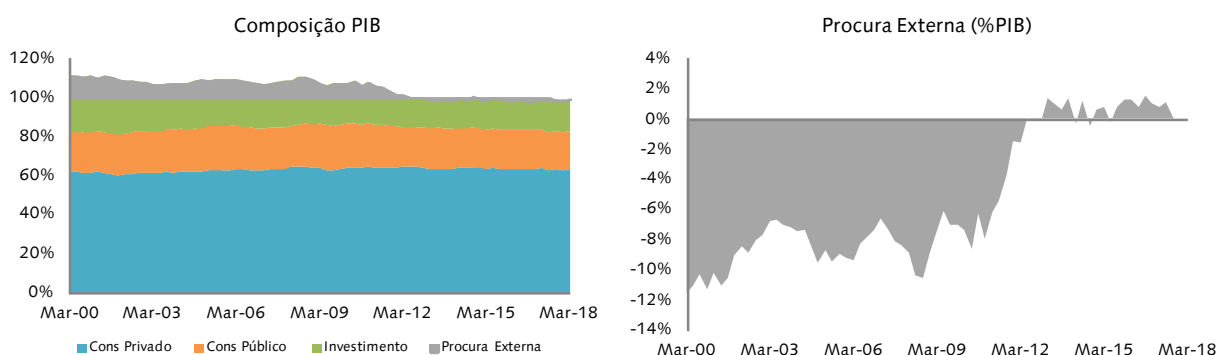


Fonte: Bloomberg e INE.

Tal como verificado na média da Zona Euro, também em Portugal a taxa de desemprego mantém uma trajectória descendente. No final do primeiro trimestre, a taxa de desemprego caiu para os 7,9% (8,1% no final de 2017, e 10,1% em Março de 2017), o valor mais baixo desde o terceiro trimestre de 2008 (7,6%). A taxa de desemprego jovem continua elevada, tendo, porém, diminuído para os 20,8%, o valor mais baixo desde 2011.

A taxa de inflação subiu para os 1,6%, em Junho, mais 0,6 pp face ao mês anterior. Contudo, tal como verificado nas outras economias europeias, excluindo os custos com energia e alimentação, a inflação permanece bastante baixa, nos 0,64%.

Contas Nacionais – óptica da despesa

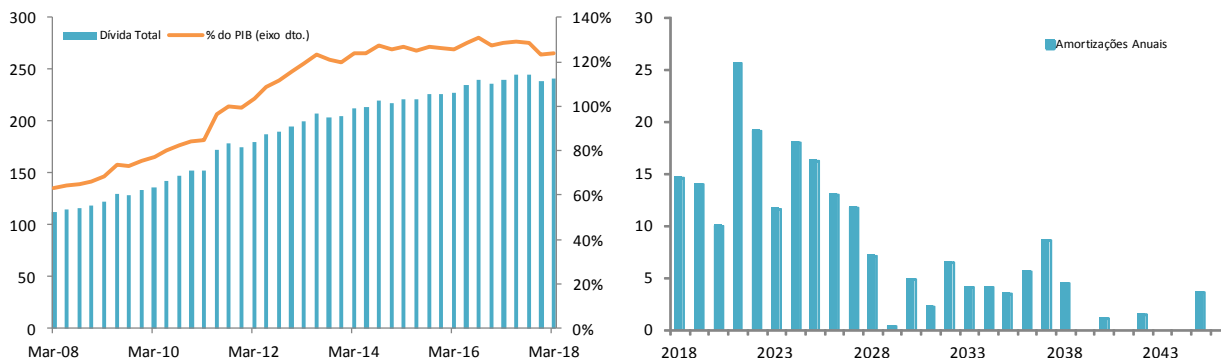


Fonte: INE.

De acordo com a Direcção Geral do Orçamento (DGO), a execução orçamental das Administrações Públicas registou, até Maio de 2018, um défice de 2,2 mil milhões de euros, o que se traduziu num agravamento de 1,6 mil milhões de euros face ao registado em igual período de 2017 (633 milhões de euros). Desta forma, o saldo primário piorou dos 2,8 mil milhões para os 1,5 mil milhões de euros. Para esta evolução contribuíram a diminuição da receita (quebra de 2,3%) e o aumento da despesa (crescimento de 2,9%), nesta última com destaque para o montante de juros pagos (+9,8%) associados, entre outros, ao pagamento dos cupões dos swaps contratados com o Banco Santander.

No final do mês de Maio, a dívida directa do Estado ascendia a 246,3 mil milhões de euros (+1,1% em termos homólogos), o equivalente a cerca de 126% do PIB.

Portugal: Dívida Directa do Estado



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

Países Emergentes

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

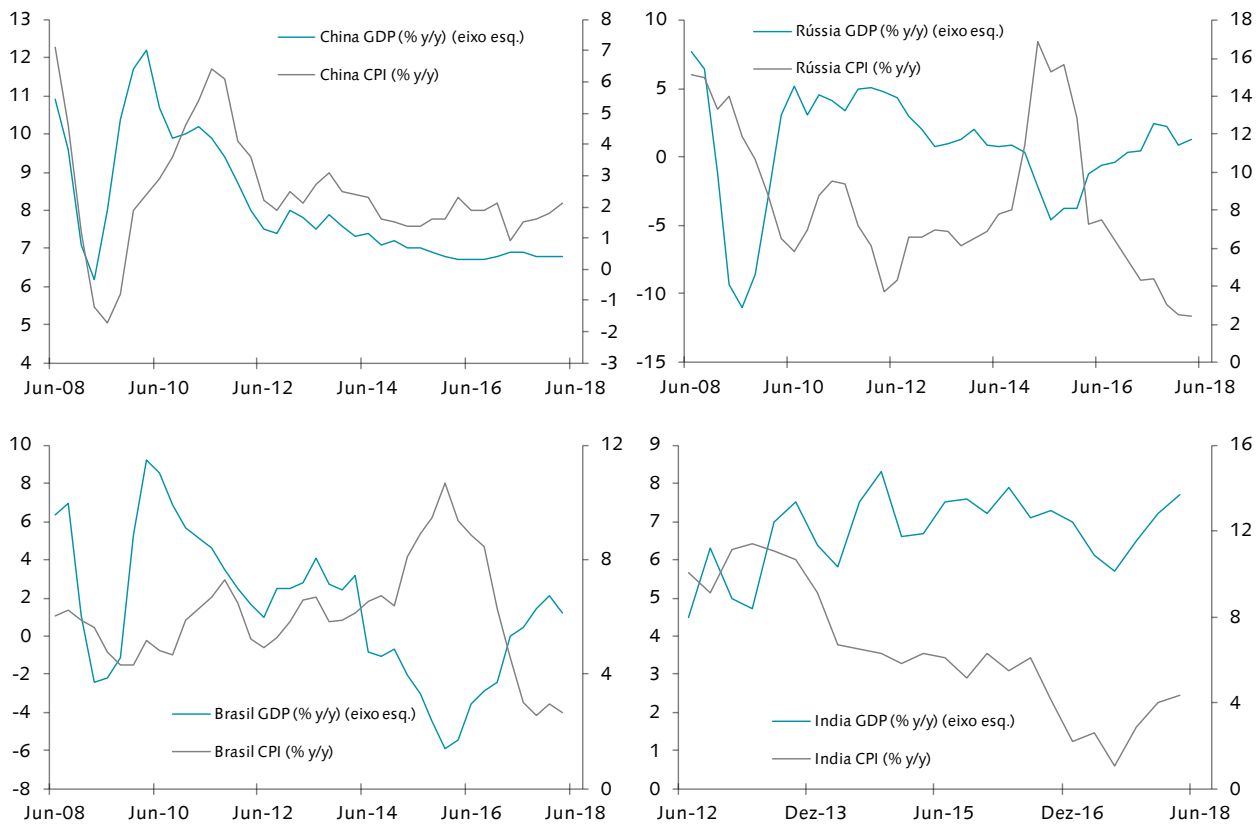
Na China, o PIB cresceu 1,4% no primeiro trimestre de 2018 (1,6% no trimestre anterior) e 6,8% em termos homólogos (sem alteração face aos dois trimestres anteriores). Estes valores saíram em linha com o esperado pelos analistas e continuam suportados por um consumo sólido, assim como pelo investimento imobiliário e pelas exportações. A taxa de desemprego manteve-se inalterada nos 3,9%, tal como a taxa de inflação anual se manteve nos 1,8%.

Na Índia, a actividade económica cresceu 1,9% nos primeiros três meses do ano (+0,1 pp relativamente ao trimestre anterior). Em termos homólogos o crescimento acelerou dos 7%, no final do ano anterior, para os 7,7%, no primeiro trimestre, o valor mais alto dos últimos sete trimestres. A taxa de desemprego mantém-se estável em torno dos 3,5% e a taxa de inflação subiu ligeiramente para os 4,87% (4,58%, em Abril).

Na Rússia, o PIB cresceu 1,3% no primeiro trimestre de 2018, em termos anuais, mais 0,3 pp relativamente ao trimestre anterior. A aceleração do crescimento foi sobretudo impulsionada pelo investimento em construção e imobiliário, pela despesa pública e pela recuperação da actividade industrial e mineira. A taxa de desemprego caiu em Maio para os 4,7%, o nível mais baixo desde Outubro de 1992. Por sua vez, a taxa de inflação manteve-se inalterada nos 2,4%.

Por fim, no Brasil a economia cresceu 0,4% no trimestre findo em Março (0,2%, no trimestre anterior) e 1,2%, em termos homólogos, bem abaixo dos 2,1% registados no último trimestre do ano passado. Esta desaceleração ficou a dever-se, sobretudo, ao menor crescimento do investimento e das exportações e à diminuição do consumo público.

Economias BRIC



Fonte: Bloomberg.

Paulo Monteiro

Redigido em 3 de Junho de 2018

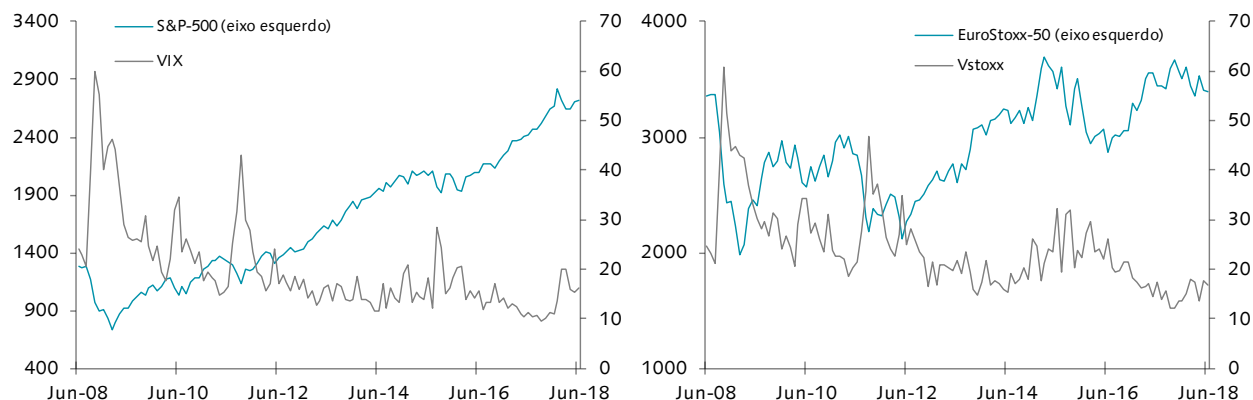
Evolução dos mercados financeiros

O primeiro semestre de 2018 ficou marcado pelo aumento da volatilidade nos mercados financeiros. Este aumento de incerteza teve três principais motivos. O primeiro prende-se com a escalada protecionista dos Estados Unidos da América, com a imposição de tarifas em diversos produtos aos seus parceiros comerciais, em especial à China. O segundo motivo é o aumento da instabilidade política na Europa. Em Itália, após meses de indecisão, a coligação formada pelos partidos anti-sistema, Liga do Norte e Movimento 5 Estrelas, obteve autorização do Presidente italiano para a formação governo. Apesar do programa de governo não incluir planos para uma saída do euro, o governo é composto por alguns membros eurocéticos. Os avanços e recuos na formação do governo levou a *yield* a 10 anos italiana a atingir os 3,44% em 29 de Maio (no final do mês de Abril a *yield* encontrava-se nos 1,79%). Por fim, mas não menos importante, as políticas monetárias dos Bancos Centrais. A Reserva Federal, na sua última reunião em Junho, subiu a taxa directora em 25 bp para o intervalo 1,75%-2%, e, sinalizou mais duas subidas em 2018 e mais três em 2019, todas de 25 bp. Na Europa, o Banco Central Europeu anunciou, na sua reunião de Junho, que ao nível do programa de activos o montante irá manter-se nos 30bn até ao final de Setembro, prevendo reduzi-lo posteriormente até à sua cessação no início de 2019.

Mercados Accionistas

Apesar de volátil, o semestre agora findo foi positivo para os principais índices norte-americanos, em especial, para os índices S&P-500 e Nasdaq-100 que alcançaram novos máximos históricos durante o período, à boleia das empresas tecnológicas FAANG (Facebook, Apple, Amazon, Netflix e Google). Assim, o índice S&P-500 fechou o período nos 2.718 pontos, valorizando 1,7% desde o início do ano, enquanto o índice Nasdaq-100 subiu 10,1%, terminando nos 7.041 pontos. O índice VIX encerrou o mês de Junho nos 16,1 pontos, o que representa uma subida de 45,7% no ano.

Mercados Accionistas *versus* Volatilidade

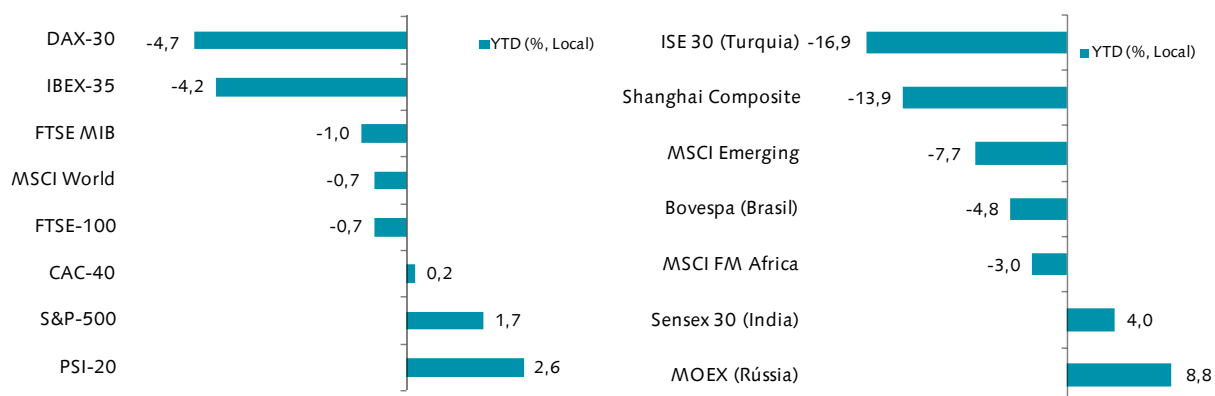


Fonte: Bloomberg.

Na Europa, o semestre foi negativo para a generalidade dos índices accionistas. Pela positiva destaca-se o índice PSI-20, que valorizou 2,6% no semestre. No extremo oposto, encontram-se os índices alemão, DAX-30, e espanhol, IBEX-35, que desvalorizaram 4,7% e 4,2%, respectivamente. A imposição de medidas protecionistas pelos diferentes blocos económicos tem um efeito nefasto no comércio internacional e em especial nas economias exportadoras, como é o caso da alemã. Todavia, a apreciação do dólar face ao euro atenua o efeito protecionista. No caso espanhol, a destituição do governo de Mariano Rajoy e a tomada de posse Pedro Sanchez do PSOE, apesar de este ser um partido pró-europa, contribuíram para o aumento da instabilidade política do país.

Em relação aos mercados emergentes, o índice MSCI Emerging Markets perdeu 7,7% no semestre. A instabilidade política e/ou social em alguns países emergentes, a subida de taxas de juro mais rápida do que esperado pela FED e a consequente apreciação do dólar, e a escalada proteccionista por parte da Administração Trump conduziram a uma queda de 8,7% no segundo trimestre do índice emergente. Pela positiva no semestre, destacam-se os índices russo, MOEX, e indiano, S&P BSE SENSEX, que subiram 8,8% e 4,0%, respectivamente. Pela negativa, destacam-se os índices Turco, BIST 30, e chinês Shanghai Composite que caíram 16,9% e 13,9%, respectivamente.

Evolução dos Mercados Accionistas Mundiais



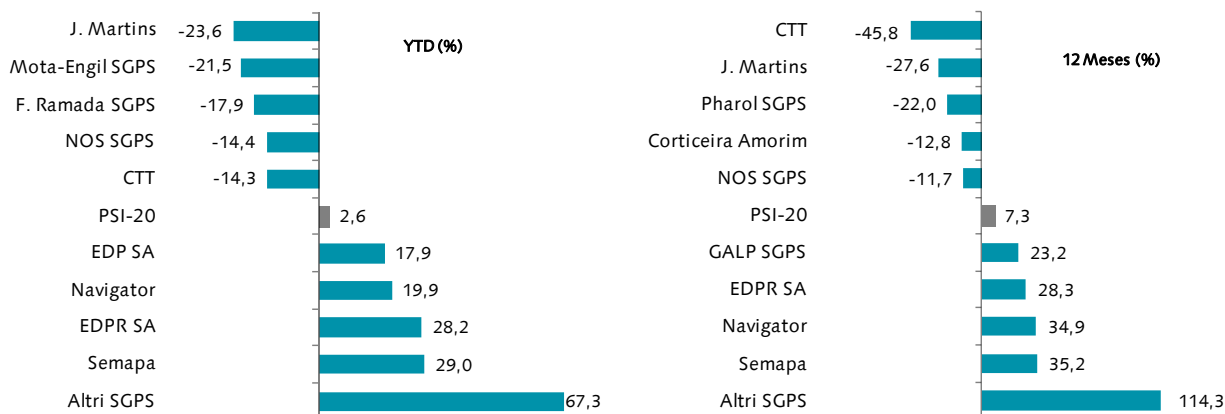
Fonte: Bloomberg.

No mercado nacional, o índice PSI-20 terminou o mês de Junho nos 5.528,50 pontos, com uma valorização de 2,6% em 2018. Pela positiva destacaram-se a Altri SGPS (+67,3%), logo seguida da Semapa SGPS (+29,0%), da EDP Renováveis (+28,2%), da Navigator (+19,9%) e da EDP (+17,9%). No extremo encontram-se a Jerónimo Martins SGPS (-23,6%), a Mota Engil SGPS (-21,5%) e a F. Ramada (-17,9%).

Em termos sectoriais, destaque para o sector do papel, impulsionado pela subida dos preços da pasta nos mercados internacionais, devido ao contínuo aumento de procura que não é acompanhado pela produção. A subida da matéria-prima em 7,2% e a apreciação do dólar face ao euro em 2,9% foram factores essenciais para a *performance* positiva das empresas papeleiras e suas dependentes.

No sector das *utilities*, destaque para a OPA lançada pela China Three Gorges (CTG) à EDP com um preço de 3,26€ por acção. O grupo chinês, que é o maior accionista da empresa da eléctrica nacional, lançou também uma OPA geral sobre a EDP Renováveis, que é detida em 82,6% pela EDP. O interesse nos activos da EDP não é novo, pois já em 2017 a imprensa falava no interesse da espanhola Gas Natural. O movimento da CTG tem o intuito de consolidar a sua posição de accionista maioritário e de acabar com os rumores que envolvem a EDP como "target" de M&A (recentemente falou-se da francesa Engie e da italiana Enel).

Maiores e menores subidas do PSI-20.

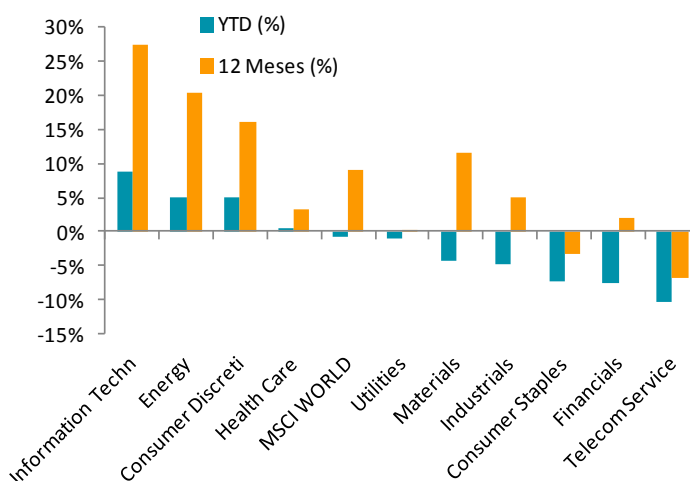


Fonte: Bloomberg.

Após o primeiro trimestre, onde o índice MSCI World caiu 1,7%, no segundo trimestre este índice recuperou 1,1%.

Sectorialmente, a nível global, com excepção dos sectores de Tecnologias de Informação, Consumo Discricionário, Energia e da Saúde, todos os sectores encerraram negativos o semestre. Em especial, os sectores de Telecomunicações e Financeiro que perderam mais de 7,5% face ao final de 2017. Em termos homólogos, os sectores da Telecomunicações e de Consumo Básico registam os piores desempenhos. No extremo oposto, encontram-se, de novo, os sectores de Tecnologias de Informação e de Consumo Discricionário, com subidas de 27,3% e 20,5%, respectivamente.

Evolução Sectorial (Global)



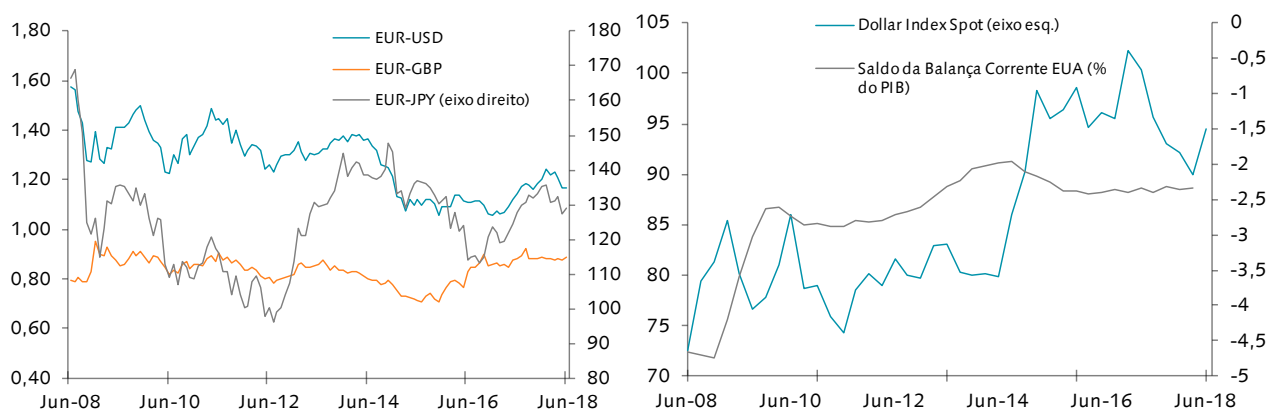
Fonte: Bloomberg, Índices MSCI World. Moeda: USD

Mercados Cambiais

No segundo trimestre de 2018, o dólar apreciou 5,7% contra o euro.

O EUR/USD terminou o semestre nos 1,1658, com o dólar a apreciar 2,9% face ao euro. Este foi o primeiro trimestre de apreciação do dólar face ao euro desde 2016. A postura mais *hawkish* da FED, aliada ao não comprometimento do Banco Central Europeu de subir taxas de juro antes de Setembro de 2019, levou à apreciação do dólar. Em relação à Libra Esterlina (GBP), o EUR/GBP terminou o mês de Junho nos 0,8861, com o euro a apreciar 0,1% face à libra. Este par continua a transacionar no intervalo entre os 0,8687 e os 0,9033, com a sua cotação muito influenciada pelas negociações do Brexit e não tanto pelos indicadores económicos dos dois blocos. Por fim, o iene apreciou 4,6% no semestre face ao euro, com o EUR/JPY a terminar o período nos 129,04.

Evolução do Euro e do Dollar Index Spot



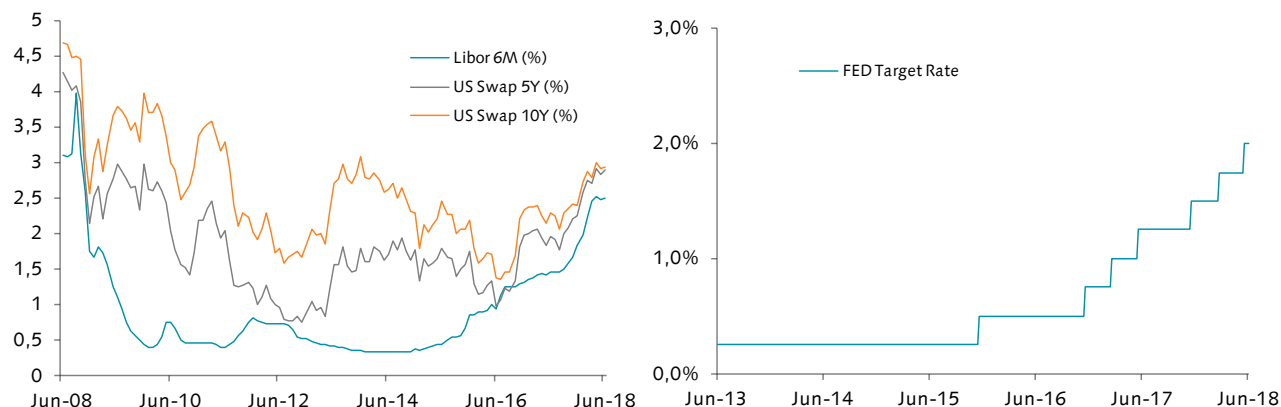
Fonte: Bloomberg.

Taxas de Juro

Nos Estados Unidos, a Reserva Federal subiu a taxa directora em 0,25% na sua reunião em Junho.

Nos Estados Unidos, após a subida de Junho, a taxa directora encontra-se no intervalo entre 1,75% e os 2,00%, com a FED a apontar para mais duas subidas em 2018 e mais três em 2019. Assim, as taxas Libor a 3 e a 6 meses subiram ambas cerca de 2 e 5 bp no trimestre terminando nos 2,34% e 2,50%, respectivamente. Em relação às taxas swap a 5 e 10 anos, estas subiram 18 e 14 bp no trimestre, terminando o mês de Junho nos 2,89% e nos 2,93%, respectivamente.

Evolução das Taxas de Juro - USD

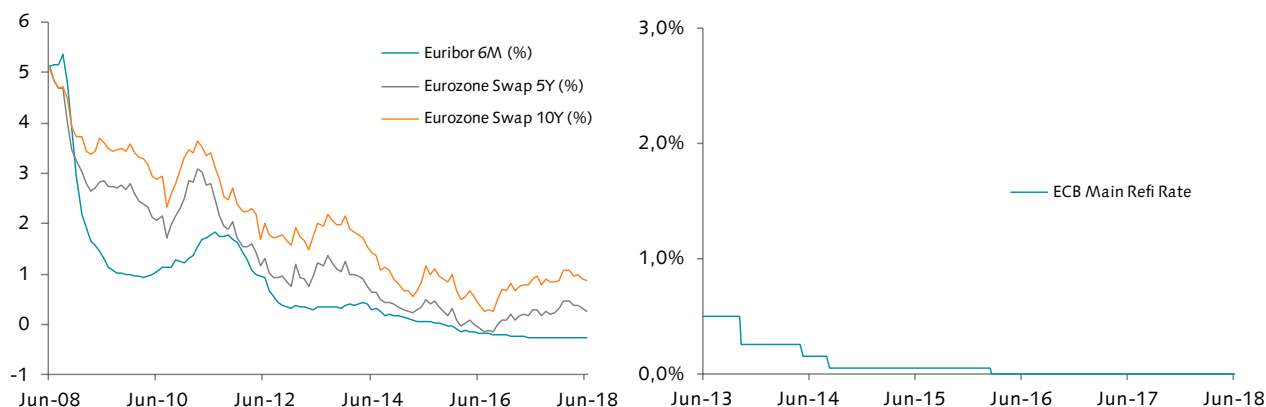


Fonte: Bloomberg.

Na última reunião de Junho, o BCE anunciou que no início de 2019 pretende dar por terminado o programa de compra de activos iniciado em 2015. Contudo, irá continuar a reinvestir os montantes vencidos e, caso seja necessário, voltará a comprar activos. Em relação à taxa de juro, o BCE garantiu que não existirão subidas até ao final do verão de 2019. Por fim, foi ainda divulgado um *update* das estimativas macroeconómicas para a Zona Euro relativas a 2018, 2019 e 2020. Assim, o BCE estima agora um crescimento do PIB de 2,1% no corrente ano, 0,3% abaixo das estimativas apresentadas em Março. Em relação a 2019 as estimativas do BCE para o crescimento do PIB na Zona Euro apontam para um crescimento de 1,9%, não registando qualquer alteração face às estimativas anteriores. Em relação a 2020, o BCE também manteve a estimativa de um crescimento do PIB de 1,7%.

No que toca ao mercado de taxa de juro, a taxa Euribor a 6 meses fixou-se nos -0,270%, subindo 0,001% no semestre. Nas taxas mais longas, a taxa swap a 5 anos caiu 10 bp no segundo trimestre, tal como a taxa swap a 10 anos que registou uma queda de 9 bp no mesmo período.

Evolução das Taxas de Juro - EUR



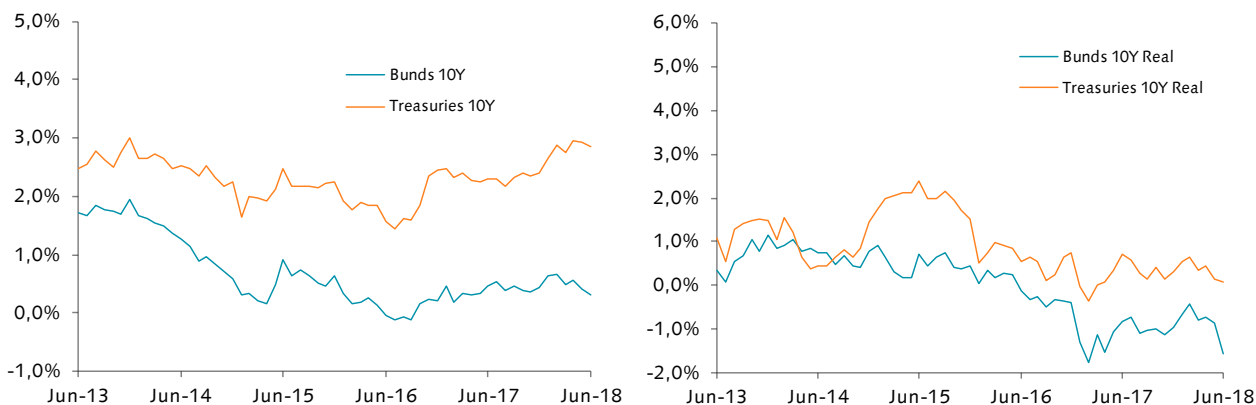
Fonte: Bloomberg.

Dívida Pública

Nos primeiros seis meses do ano, a yield dos Bunds a 10 anos variou entre os 0,77% e os 0,26%.

Nos Estados- Unidos, as yields a 10 anos terminaram o trimestre nos 2,86%, mais 12 bp do que o registado no final de Março. No prazo dos 2 anos a yield também subiu, passando de 2,27% para 2,53% no final de Junho. Destaque para o *flattening* da curva americana em 14 bp, no trimestre, medido pelo diferencial entre a *yield* dos 10 e dos 2 anos, para menos de 35 bp. O *flattening* da curva é um sinal importante a ter em conta pois, historicamente, a inversão da curva (diferencial negativo) costuma ser seguida de uma recessão económica. Na Europa, a *yield* dos Bunds alemães a 10 anos caiu no período em análise, passando de 0,50% para 0,30%.

Dívida Pública core – yields a 10 anos

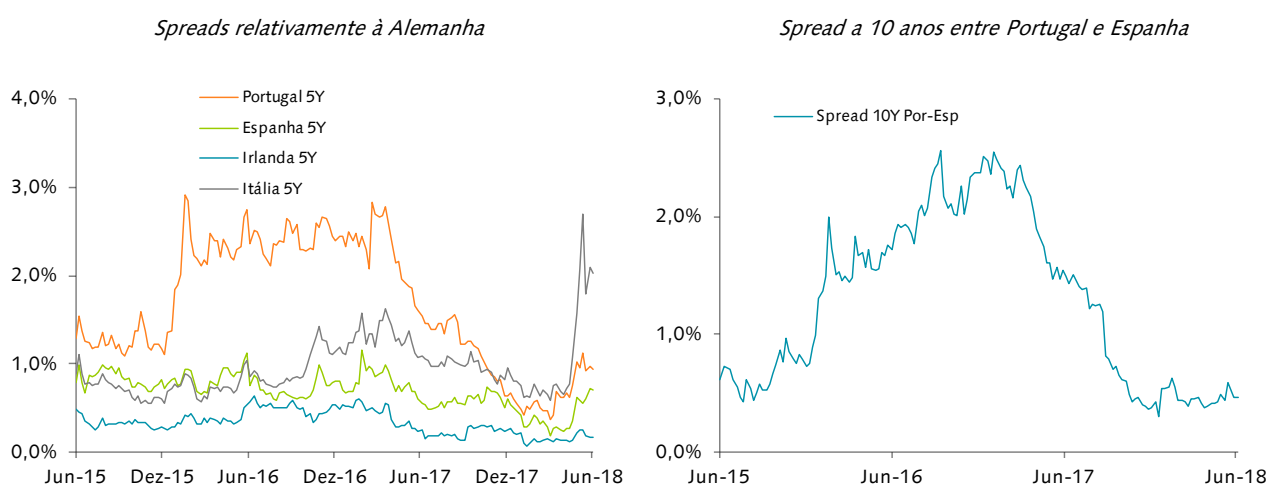


Fonte: Bloomberg.

Em relação à periferia europeia, destaque para o alargamento de *spreads* da Itália face à Alemanha. Durante o processo de formação do novo governo italiano, este diferencial, no prazo dos 5 anos, subiu até aos 2,7%, valor mais elevado desde 2013. Este movimento de alargamento de *spreads* foi sentido por toda a periferia europeia.

No prazo dos 10 anos, o *spread* de Itália aumentou, no trimestre, 109 bp face à Alemanha, terminando o mês de Junho nos 2,38%. Em relação ao *spread* de Portugal face a Espanha, este subiu 2 bp no trimestre, terminado o mesmo nos 0,47%.

Zona Euro



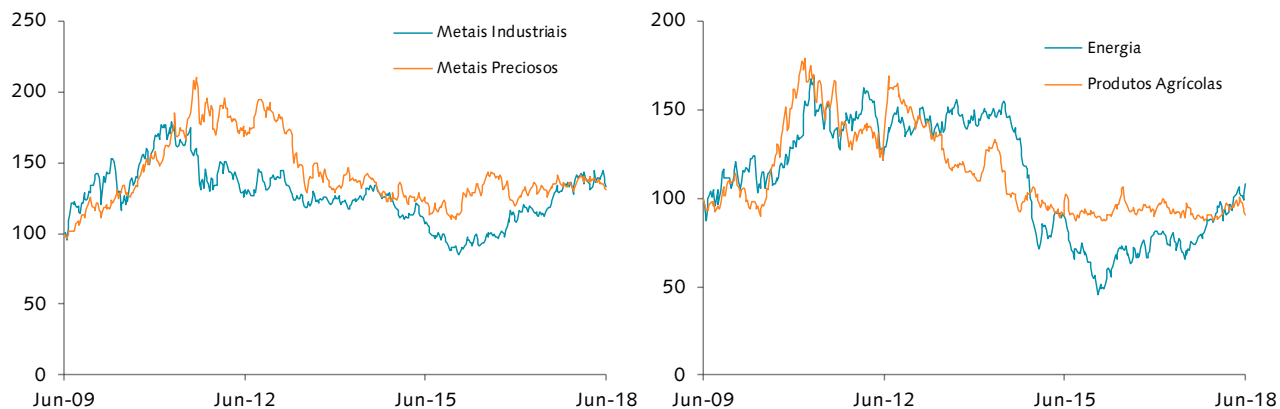
Fonte: Bloomberg.

Matérias-Primas

As matérias-primas registaram, em média, uma valorização de 7,6%, no segundo trimestre de 2018, medido pelo índice S&P GSCI (em USD). Esta boa performance deve-se em grande parte ao continuar do *rally* do preço do barril de Petróleo (Crude Oil WTI), que valorizou 14,2% no trimestre (22,7% no semestre).

O trimestre foi igualmente positivo para os metais industriais, que valorizaram 0,9%. No extremo oposto, encontram-se os metais preciosos e os bens agrícolas que caíram 5% e 3,2%, respectivamente.

Evolução das *Commodities*



Fonte: Bloomberg.

José Pedroso

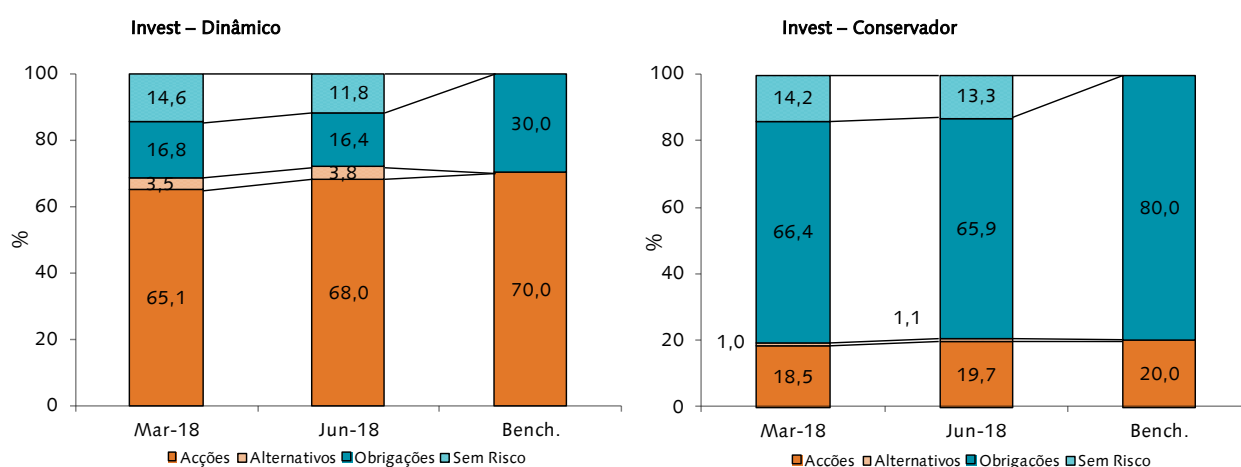
Redigido em 3 de Julho de 2018

Alocação de Activos

O primeiro semestre do ano terminou, no que aos mercados financeiros diz respeito, envolto em alguns factores de incerteza, com destaque para a situação política em Itália, a ameaça de uma guerra comercial entre os Estados Unidos e a China, os indícios de desaceleração económica na Zona Euro e a perspectiva de políticas monetárias mais restritivas, tanto nos Estados Unidos como na Zona Euro. Em consequência, a volatilidade dos mercados accionistas aumentou significativamente face à média dos últimos anos, assim como os spreads de crédito das obrigações.

Porém, o risco de recessão nas principais economias mundiais permanece baixo no curto prazo e os resultados das empresas são esperados continuar a crescer este ano. Como tal, tendo em conta as correções registadas no primeiro trimestre, as avaliações dos mercados accionistas estão agora mais interessantes, assim como as yields das obrigações de dívida privada.

Alocação de Activos

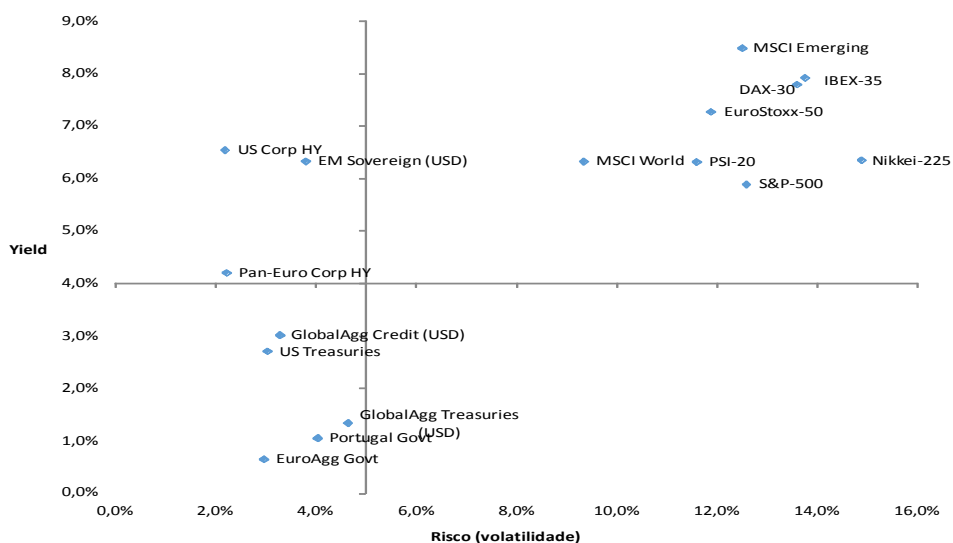


Fonte: Banco Invest, Gestão de Activos.

Neste contexto, durante o semestre agora findo, aumentou-se ligeiramente a exposição a Acções, aproveitando a volatilidade recente e as avaliações mais atractivas, em especial nos mercados emergentes. Na componente de Obrigações, não foram realizadas alterações significativas, continuando a privilegiar os segmentos de High Yield e Dívida Emergente (em moeda local). A par dos mercados accionistas europeus, as referidas classes de activos, são as que, na nossa opinião, oferecem as melhores perspectivas de rentabilidade futura, em especial após as recentes correções de preços e melhoria das respectivas yields, numa perspectiva de

risco-retorno. Com efeito, para uma volatilidade semelhante, as earning yields das acções europeias e emergentes são agora significativamente superiores às das acções norte-americanas, assim como o high yield, em particular nos Estados Unidos, e a dívida emergente, permitem rendibilidades esperadas bem acima da dívida pública core.

Yields e Volatilidade

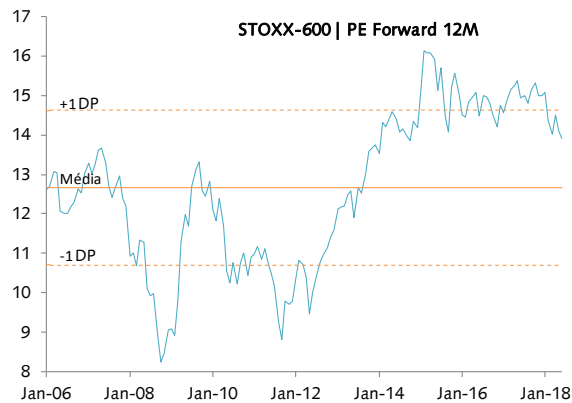
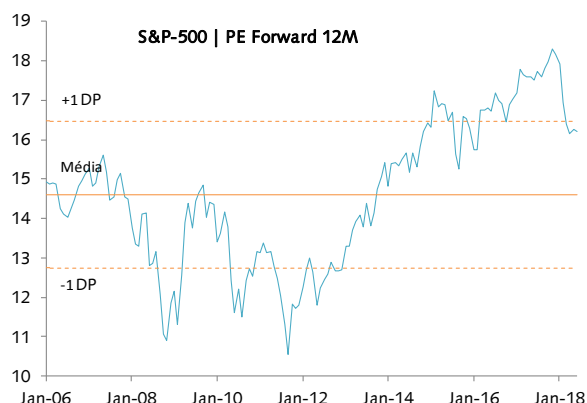


Fonte: Bloomberg. Banco Invest.

Entre os mercados accionistas, mantemos a preferência pelos mercados europeus e, tal como referido atrás, aumentámos a exposição aos congéneres emergentes, com base nas avaliações relativas.

Nos Estados-Unidos, os resultados das empresas constituintes do índice S&P-500 saíram cerca de 7% acima do esperado dos analistas, revelando um crescimento homólogo de 24%. Tanto ou mais importante, as vendas cresceram ao ritmo mais elevado em vários trimestres, e quase 1% acima do esperado. Sem dúvida foi um bom trimestre de resultados, que colocou os resultados anuais a crescer 22%, em termos homólogos. Confirmando-se os resultados esperados para o total de 2018, o mercado, medido pelo índice S&P-500, transaciona com um múltiplo de 17,1x.

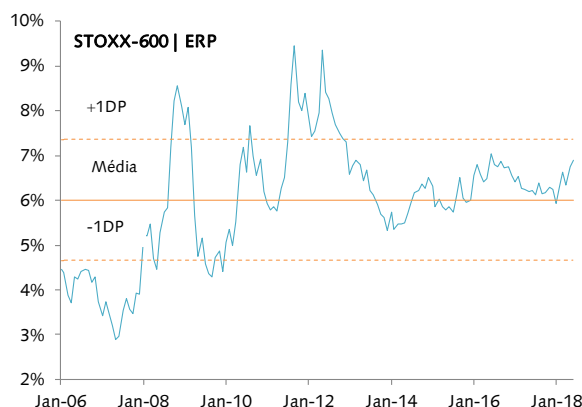
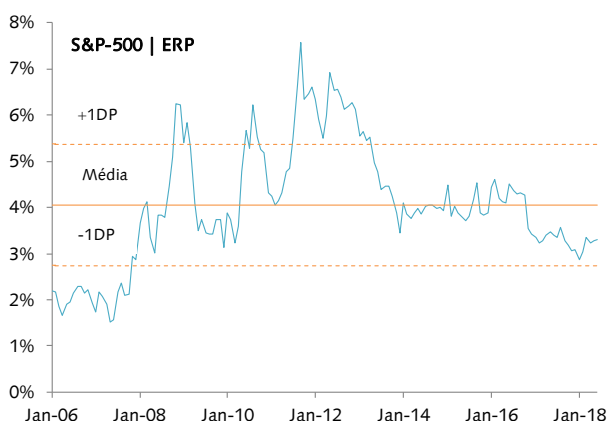
Price-to-Earnings Ratio



Fonte: Bloomberg. Banco Invest.

Na Europa o crescimento dos resultados foi menos expressivo, mas igualmente positivo. Considerando as empresas do índice Stoxx-600, os resultados e as vendas trimestrais subiram cerca de 3% e 2%, respectivamente, ambos acima do esperado pelos analistas. Em termos anuais, os números são mais entusiasmantes, com um crescimento de 10% e um múltiplo de 14,5x os resultados esperados no final deste ano. Desta forma, o prémio de risco (ERP) continua mais elevado na Europa do que nos Estados-Unidos o que, combinado com a forte underperformance dos últimos anos, nos leva a manter a preferência pelos mercados accionistas europeus.

Prémios de Risco (ERP)



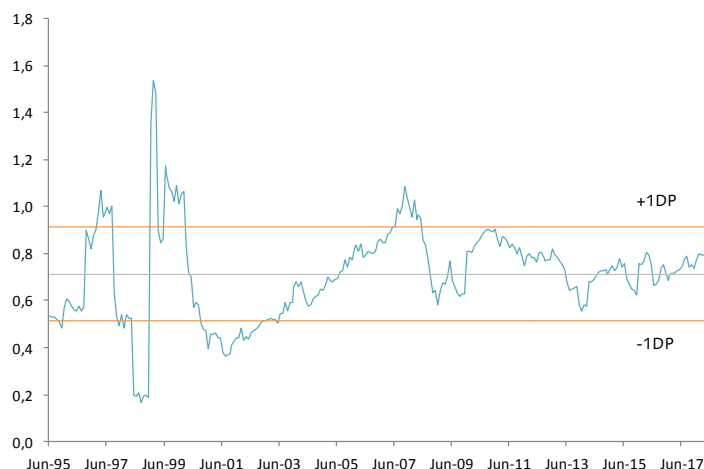
Fonte: Bloomberg. Banco Invest. ERP's calculados com base nos 12 months forwards earnings.

Por sua vez, nos mercados emergentes identificamos vários suportes positivos. Em primeiro lugar, a demografia, considerando que os países emergentes representam cerca de 80% da população mundial e, igualmente importante, que estão a passar por um rápido processo de urbanização e aumento da classe média. Estes factores

estão levar a um rápido crescimento do consumo nestes países e, dessa forma, a contribuir para diminuir a histórica dependência dos mesmos pelo preço das matérias-primas. Em segundo lugar, de acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), as economias emergentes são esperadas representar 60% da economia mundial, em 2020. Em 1980, pesavam apenas 36,5%, o que evidencia bem os diferentes (e elevados) ritmos de crescimento que estas economias têm registado. Ainda segundo o FMI, as economias emergentes e em desenvolvimento deverão crescer 4,9% e 5,1% em 2018 e 2019, respectivamente, bem acima dos 2,5% e 2,2% esperados para as economias avançadas. Ainda que, segundo vários estudos, não exista uma correlação evidente entre o crescimento do PIB e o desempenho dos mercados accionistas, países como o Brasil e a Rússia estão a sair de recessões severas, o que deverá atrair os investidores. Por último, apesar da importância relativa em termos demográficos e de crescimento económico, a capitalização bolsista destes mercados representa apenas 12% do índice MSCI World e transacionam, em média, com um desconto de 22,5% face aos congéneres desenvolvidos, considerando os resultados esperados para 2018.

Acções Emergentes vs Desenvolvidas

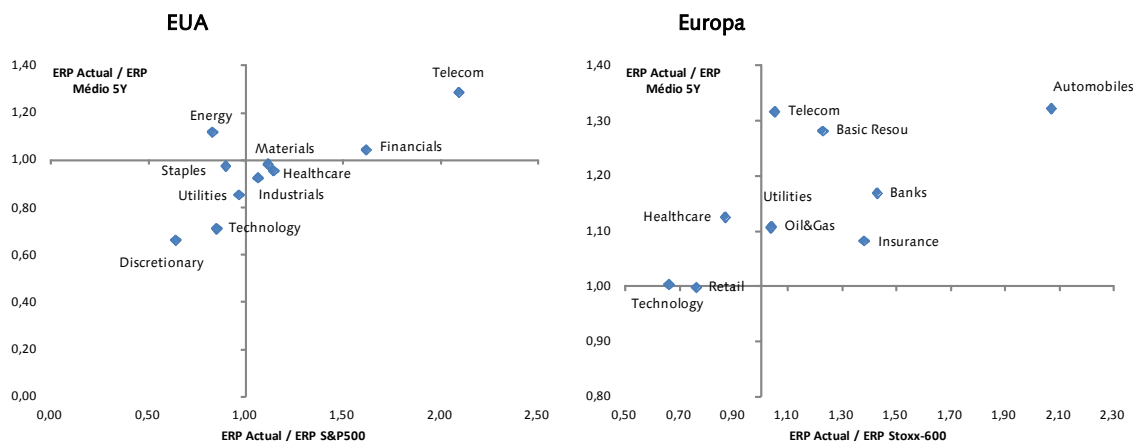
Rácio entre o Price-Earnings dos índices MSCI Emerging e MSCI World



Fonte: Bloomberg. Banco Invest.

Sectorialmente, mantemos a preferência pelos sectores (1) Financeiro, em particular na Europa, com base nas avaliações atractivas, (2) Tecnológico, com um foco no sector da Segurança, Saúde e Biotecnologia, (3) Telecomunicações e (4) Infraestruturas, através de empresas relacionadas com o sector da Água. Estes dois últimos sectores têm sido penalizados este ano devido à perspectiva de subida das taxas de juro, mas mantemos as posições considerando as respectivas avaliações e o carácter mais defensivo, num possível cenário de maior volatilidade nos mercados.

Radar sectorial

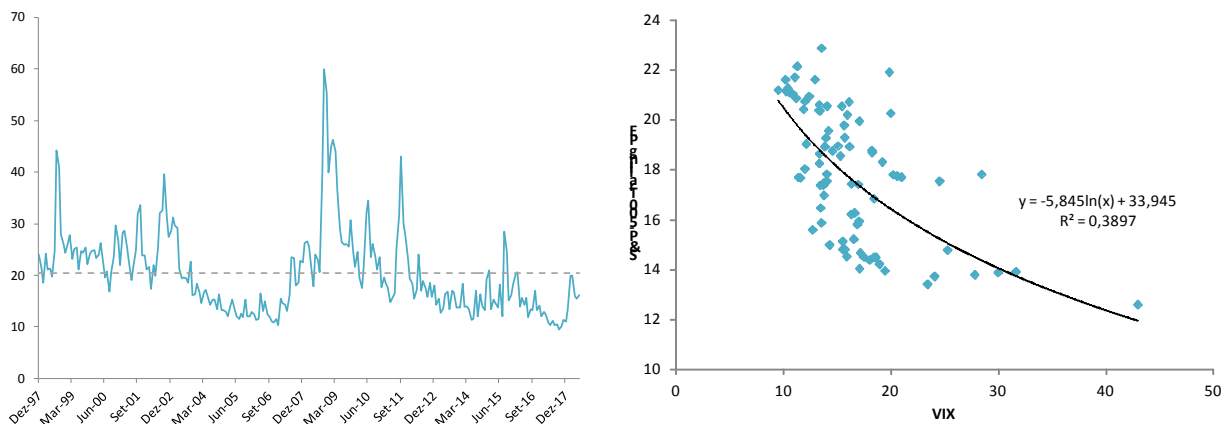


Fonte: Bloomberg. Banco Invest. ERP – Equity Risk Premium (prémios de risco).

Com efeito, considerando os riscos que persistem, a volatilidade deverá manter-se elevada nos próximos meses. Em termos políticos, para além da instabilidade provocada pelo novo governo italiano, na segunda metade do ano irão ocorrer eleições presidenciais no Brasil, onde as sondagens indicam o crescimento do candidato populista da direita (Jair Bolsonaro), e eleições intercalares nos Estados Unidos, que poderão alterar o jogo de forças no Congresso, diminuindo a força dos Republicanos. Por outro lado, a possibilidade de uma guerra comercial global, desencadeada pelos Estados Unidos, após a subida das tarifas comerciais sobre vários produtos importados, constitui uma ameaça real ao crescimento económico, por via da redução do comércio internacional.

Volatilidade e Price-to-Earnings

Historicamente, a subida da volatilidade dos mercados accionistas implica avaliações (price-to-earnings) mais baixas.



Fonte: Bloomberg. Banco Invest.

Concluindo, apesar da fase adiantada do ciclo económico e dos riscos enumerados, na nossa opinião e de acordo com as previsões de vários organismos oficiais, o risco de recessão económica permanece baixo, no curto prazo. Desta forma, as Acções e, nas obrigações, o High Yield e a Dívida Emergente, permanecem as classes de activos com melhores perspectivas de rentabilidade, ainda que num cenário de maior volatilidade. Como tal, a diversificação e uma perspectiva de médio-longo prazo são fundamentais na obtenção de rentabilidades superiores, ajustadas pelo risco.

Paulo Monteiro

Redigido em 3 de Julho de 2018

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.