

Gestão de Activos

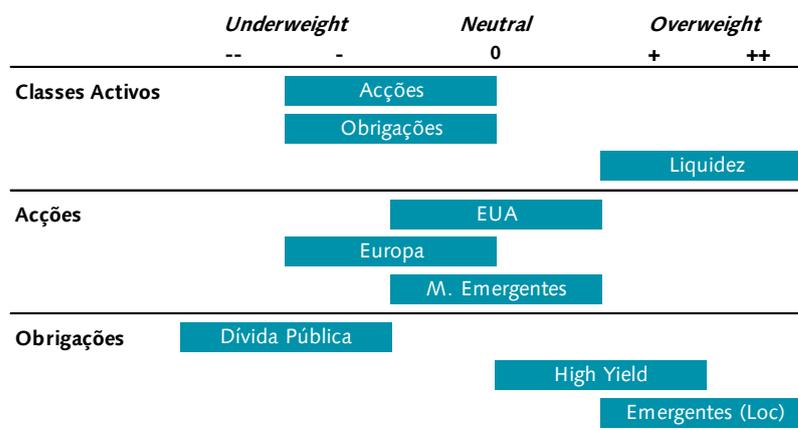
Paulo Monteiro
paulo.monteiro@bancoinvest.pt
 Telf.: 21 382 17 48

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

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

- O segundo trimestre foi globalmente positivo para os principais mercados accionistas, impulsionados pela perspectiva de cortes de taxas de juros nos Estados-Unidos e novos estímulos monetários na Zona Euro. Neste cenário, também as obrigações, tanto de dívida pública como de dívida privada, registaram um desempenho positivo no trimestre.
- Entretanto, a economia mundial continua a acumular sinais de algum abrandamento, ensombrada pela persistência de várias incertezas geopolíticas. A ameaça do aumento dos nacionalismos económicos compromete o crescimento económico mundial e poderá significar uma subida da volatilidade nos mercados financeiros, num cenário de *yields* muito baixas nos activos mais “defensivos” e avaliações historicamente elevadas nos activos com maior risco.

Outlook



Banco Invest, SA
www.bancoinvest.pt

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

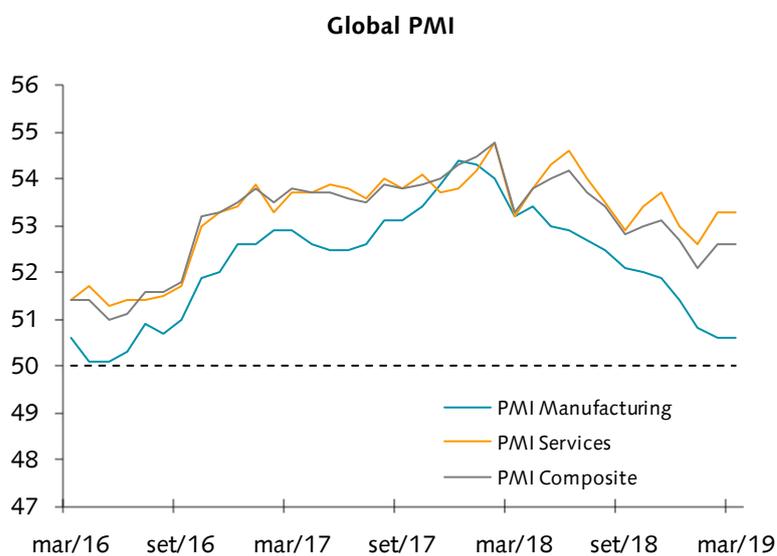
Índice:

Evolução dos indicadores macroeconómicos	Pág. 2
Evolução dos mercados financeiros	Pág. 10
Alocação de Activos	Pág. 19

Evolução dos indicadores macroeconómicos

Durante o segundo trimestre deste ano, a economia mundial continuou a acumular sinais de abrandamento. O comércio internacional e o investimento desaceleraram rapidamente, em especial na Europa e na China, a confiança dos consumidores e dos empresários diminuiu e a incerteza política mantém-se elevada. Neste contexto, os Bancos Centrais adaptaram os respectivos discursos, nomeadamente nos Estados Unidos e na Europa, com a possibilidade de cortes das taxas de juro ainda este ano, e as *yields* da dívida pública *core* recuaram para mínimos de vários anos (ou mesmo históricos, no caso da Zona Euro).

Assim, a diminuição da confiança e do comércio internacional deverão traduzir-se num abrandamento da economia mundial, ainda que parcialmente contido pela rápida reacção dos Bancos Centrais. De acordo com as últimas estimativas da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE, Maio-19), a economia mundial deverá crescer 3,2%, em 2019, menos 0,3 pontos percentuais (pp) do que em 2018. Em consequência da escalada da guerra comercial entre os Estados Unidos e a China, o comércio internacional é esperado crescer apenas 2,1% este ano, contra os 3,9% registados no ano passado. Por sua vez, a taxa de inflação média mundial deverá permanecer contida, em torno dos 2%.



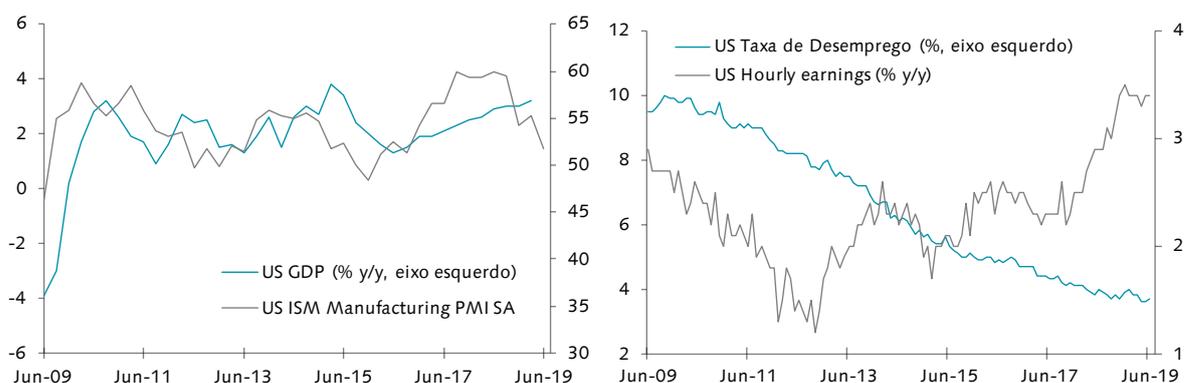
Fonte: Bloomberg

Estados Unidos

O PIB norte-americano cresceu 3,1% no primeiro trimestre de 2019, em termos homólogos.

Após a forte e, de certa forma, pouco esperada, recuperação do primeiro trimestre, com um crescimento de 3,1% (taxa anualizada), a economia norte-americana começa a evidenciar sinais de abrandamento. O mercado de trabalho permanece robusto, com uma taxa de desemprego de 3,6%, e as taxas de juro reais em níveis muito baixos; mas, à medida que o impulso fiscal do ano passado se vai dissipando, a confiança dos consumidores e, sobretudo, a dos empresários caiu durante o segundo trimestre, reflectindo a incerteza em torno das tarifas comerciais e potencial desaceleração da economia mundial. Com efeito, o índice PMI Manufacturing caiu para os 50,5 pontos em Maio, face aos 52,4 pontos em Março último, apontando para o ritmo mais baixo de expansão económica desde Setembro de 2009.

Crescimento do PIB, ISM e Taxa de Desemprego



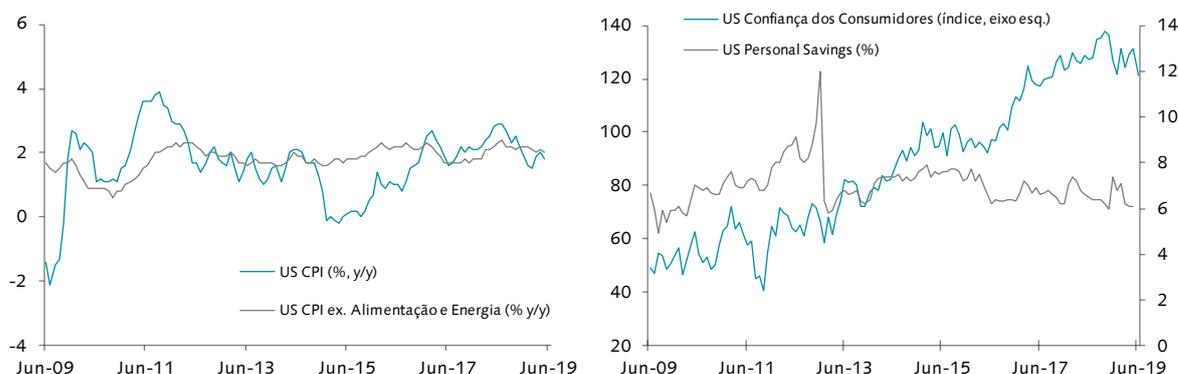
Fonte: Bloomberg.

Por sua vez, a confiança dos consumidores, medida pelo índice da Universidade de Michigan, caiu dos 98,4 pontos, em Março, para os 97,9 pontos em Maio, espelhando igualmente a deterioração das perspectivas de crescimento económico global e, sobretudo, a menor criação de postos de trabalho (*non-farm*), que em Maio se ficou pelos 75 mil, bem abaixo dos 185 mil esperados pelos analistas e dos 224 mil registados no mês anterior.

Também a taxa de inflação regista uma tendência descendente, tendo caído para os 1,8%, em Maio (2,0% em Abril último e 2,8% em Maio de 2018). Excluindo os custos com alimentação e energia, a taxa de inflação *core* situa-se agora nos 2,0%, o que compara com os 2,2% registados no mesmo mês do ano passado. Entretanto, esta evolução recente da inflação aumentou a perspectiva de corte das taxas de juro pela Reserva Federal (FED), no segundo semestre de 2019.

De acordo com as últimas estimativas da OCDE, a economia norte-americana é esperada crescer 2,8% e 2,3%, em 2019 e 2020, respectivamente. A taxa de inflação (Personal Consumption Expenditure) deverá situar-se nos 1,4% e 2,1%, no mesmo período, e a taxa de desemprego deverá permanecer em torno dos 3,7%.

Confiança dos Consumidores e Taxa de Inflação



Fonte: Bloomberg.

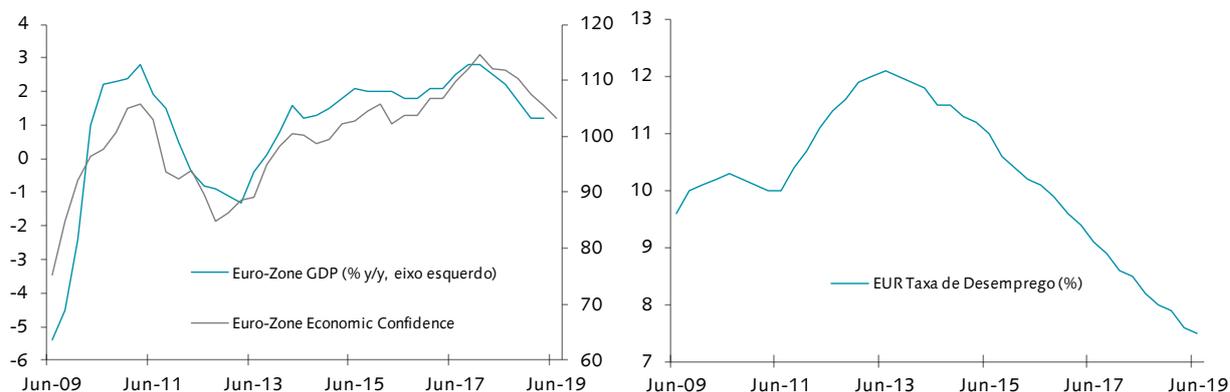
Zona Euro

Na Zona Euro, o PIB cresceu 0,4% no primeiro trimestre de 2019. Em termos homólogos, o crescimento foi de 1,2%.

A economia da Zona Euro cresceu 0,4% no primeiro trimestre do ano, em cadeia, e 1,2%, em termos homólogos. O crescimento mantém-se, pois, modesto, devido à fraca procura externa e diminuição da confiança empresarial, que se traduz num menor investimento. O índice PMI Manufacturing recuperou muito ligeiramente em Junho (47,8, mais 0,1 relativamente ao mês anterior), mas foi o quinto mês consecutivo de contracção na actividade industrial, em larga medida devido à deterioração das novas encomendas. Mais positiva tem sido a evolução do sector dos serviços, medida pelo índice PMI Services, com uma subida em Junho para os 53,4 pontos (52,9, em Maio).

Por sua vez, o consumo privado continua a ser o principal suporte da actividade económica, sustentado pelo mercado trabalho. Com efeito, a taxa de desemprego mantém uma trajectória descendente, fixando-se nos 7,6% em Abril último (7,9% no final de 2018), o valor mais baixo desde Agosto de 2008, e os salários registam um crescimento homólogo de 2,5%, no final do primeiro trimestre deste ano.

Crescimento do PIB e Taxa de Desemprego

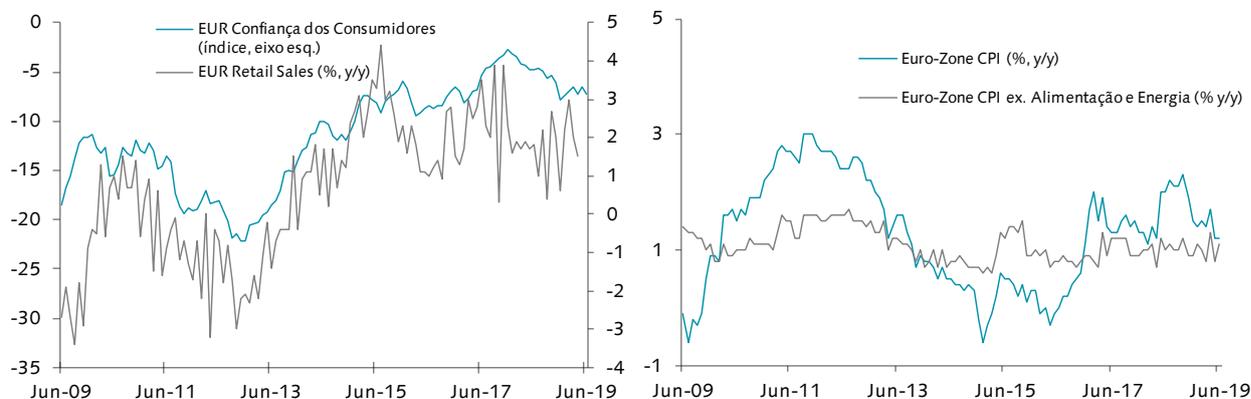


Fonte: Bloomberg.

Porém, apesar da recuperação do emprego e dos salários, a taxa de inflação continua muito abaixo do *target* do Banco Central Europeu (BCE). Após esboçar uma inversão de tendência em Abril, com uma subida para os 1,7%, a taxa de inflação voltou a cair em Maio, para os 1,2%, o valor mais baixo desde Abril do ano passado, reflectindo os menores custos com a energia e serviços. Excluindo os custos com a energia e a alimentação, a taxa de inflação *core* situa-se nos 0,8%, um valor muito inferior aos 2% desejados pelo BCE.

De acordo com as últimas previsões da OCDE, o ritmo de crescimento da economia da Zona Euro deverá abrandar este ano para os 1,2% (1,8%, em 2018) e manter-se relativamente modesto no próximo ano, nos 1,4%. A taxa de inflação média é esperada manter-se muito baixa, nos 1,2% e 1,5%, em 2019 e 2020, respectivamente, suportando a crescente perspectiva de manutenção de taxas de juro baixas por mais um longo período.

Euro: Confiança dos Consumidores e Taxa de Inflação



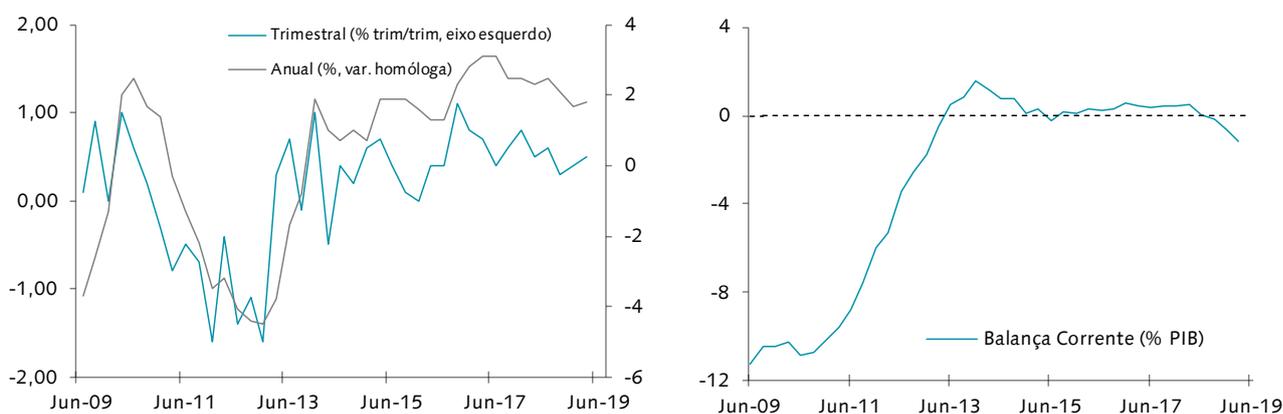
Fonte: Bloomberg

Portugal

A economia nacional cresceu 0,5% no primeiro trimestre deste ano, acelerando o ritmo da expansão face aos dois trimestres anteriores. Em termos homólogos, o PIB cresceu 1,8%.

A economia nacional cresceu 0,5% no primeiro trimestre deste ano, em cadeia, acelerando, assim, o ritmo da expansão face aos dois trimestres anteriores. Em termos homólogos, o crescimento fixou-se nos 1,8%, mais 0,1 pp do que no último trimestre do ano passado. A procura interna foi o principal *driver* do crescimento trimestral, enquanto as exportações contribuíram negativamente. Com efeito, o contributo da procura interna para a variação homóloga do PIB aumentou para 4,8 pp (3,3 pp no 4º trimestre de 2018), devido à forte aceleração do investimento (+17,8% em termos homólogos). Por sua vez, a procura externa líquida apresentou um contributo mais negativo, de -3,1 pp (-1,6 pp no trimestre precedente), em consequência da maior aceleração das importações relativamente à das exportações de bens e serviços.

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

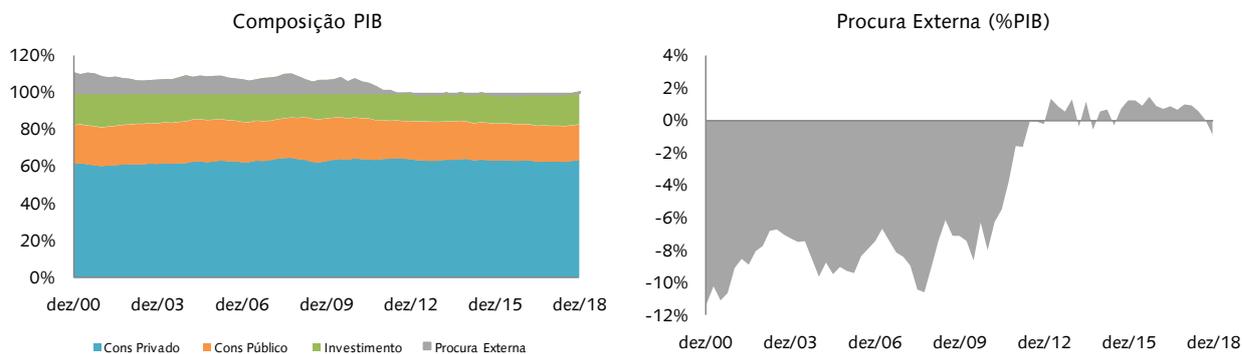


Fonte: Bloomberg e INE.

A taxa de inflação (variação homóloga do índice de preços no consumidor) foi 0,4% em Maio de 2019, um valor inferior em 0,4 pp à do mês anterior. A taxa de inflação *core* (excluindo os custos com alimentação e energia) situou-se nos 0,5%, taxa inferior em 0,3 pp à registada em Abril. O valor da taxa de inflação em Maio (0,4%) foi o mais baixo desde Abril do ano passado, sendo de destacar as diminuições das classes das Comunicações e dos Restaurantes e Hóteis. Em sentido oposto, assinalam-se os aumentos das classes de Acessórios e Equipamentos Domésticos e dos Produtos Alimentares e Bebidas não alcoólicas.

Por sua vez, a taxa de desemprego, em Março último, situou-se em 6,5%, valor igual ao do mês anterior, inferior em 0,1 pp ao de três meses antes e em 1,0 pp ao do mesmo mês de 2018.

Contas Nacionais – óptica da despesa

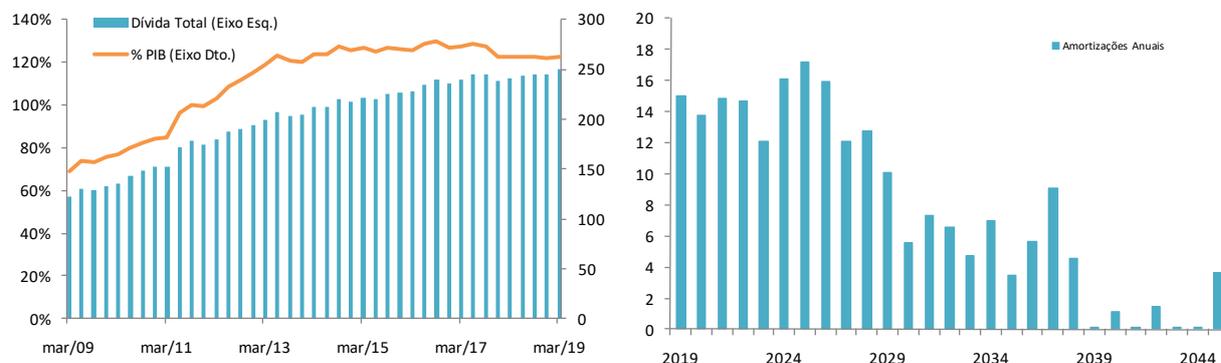


Fonte: INE.

De acordo com a Direcção Geral do Orçamento (DGO), as Administrações Públicas registaram um saldo orçamental de -1.259 milhões de euros no final de Abril de 2019, o que reflecte uma melhoria de 786 milhões de euros face ao mesmo período do ano anterior (-2.045 milhões de euros). O saldo primário situou-se em 2.130 milhões de euros, mais 683 milhões de euros do que em Abril de 2018. A evolução registada resultou do aumento da receita (+4,5%), superior ao verificado na despesa (+1,1%). A receita fiscal apresentou um crescimento de 7,1%, reflectindo, sobretudo, os aumentos do IVA e do ISP. Por seu turno, o aumento da despesa deveu-se, principalmente, ao crescimento das transferências correntes (+2,9%) e das despesas com o pessoal (+4,7%).

No final de Março, de acordo com o IGCP, a dívida directa do Estado ascendia a 249,8 mil milhões de euros, cerca de 122,7% do PIB.

Portugal: Dívida Directa do Estado



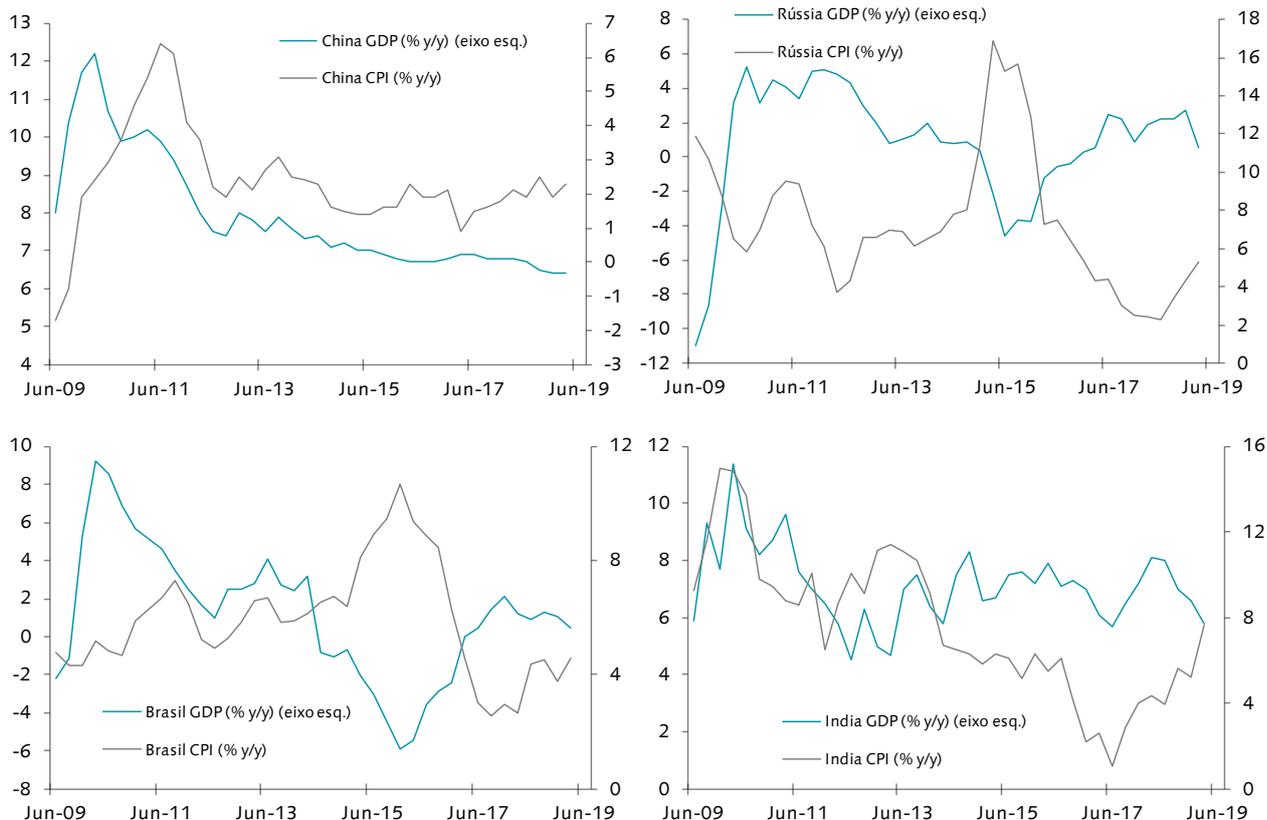
Fonte: INE, IGCP. Valores em milhares de milhão.

Países Emergentes

Os efeitos do abrandamento do comércio internacional e do investimento são igualmente visíveis nos países emergentes, em particular na China, a braços com um processo de rebalanceamento da sua economia.

O Produto Interno Bruto (PIB) da China cresceu 1,4%, no primeiro trimestre deste ano (1,5%, no último trimestre de 2018). Em termos homólogos, o crescimento permaneceu nos 6,4%, sem variação ao trimestre anterior. O *output* industrial acelerou de forma assinalável e a procura dos consumidores aumentou em consequência das medidas pró-crescimento que o governo central tem vindo a adoptar nos últimos meses e que, até certo ponto, têm permitido estabilizar a confiança num cenário de guerra comercial com os Estados- Unidos. A taxa de inflação subiu para os 2,7%, em Maio, recuperando para os níveis de meados do ano passado, e, após um início de ano particularmente fraco, o índice PMI Manufacturing recuperou para os 50,2 pontos, suportado pelo aumento das exportações e das encomendas, apesar das incertezas quanto à disputa comercial com os Estados- Unidos.

Economias BRIC



Fonte: Bloomberg.

Na Índia, a economia avançou 5,8% no primeiro trimestre de 2019, em termos homólogos, abrandando face aos 6,6% registados no último trimestre do ano passado. O actual ritmo de expansão é o mais baixo desde o primeiro trimestre de 2014, reflectindo o abrandamento do consumo privado e do investimento. De qualquer forma, de acordo com as últimas estimativas da OCDE, o PIB indiano deverá crescer 7,2% no total de 2019, e acelerar para 7,4% em 2020.

Na Rússia, a economia expandiu 0,8% em cadeia, no primeiro trimestre, e 0,5% em termos homólogos. A taxa de desemprego diminuiu para 4,5% em Maio, face aos 4,7% registados no mês anterior, e a taxa de inflação permaneceu relativamente estável, ligeiramente acima dos 5%. O índice PMI Manufacturing caiu para os 49,8 pontos em Maio, sinalizando o primeiro mês de contracção económica desde Agosto do ano passado.

No Brasil, a actividade económica contraiu 0,2% nos três primeiros meses deste ano, registando, desta forma, o primeiro trimestre negativo desde o final de 2016. Na base desta desaceleração esteve o menor crescimento do consumo das famílias e a diminuição do investimento. Assim, a recuperação da economia mantém-se em curso, ainda que a um ritmo lento, com os agentes a aguardarem pelas reformas económicas prometidas pelo novo governo para retomarem o investimento. A taxa de inflação baixou para os 4,66% em Maio (4,94% em Abril), e o desemprego manteve-se estável, em torno dos 12,5%. De acordo com a OCDE, o PIB brasileiro deverá crescer 1,4% este ano, acelerando para os 2,3% em 2020.

Paulo Monteiro

Redigido em 28 de Junho de 2019

Evolução dos mercados financeiros

O segundo trimestre de 2019 foi maioritariamente positivo para os mercados financeiros, com os índices accionistas Eurostoxx-50 e S&P-500 a valorizarem 3,6% e 3,8%, respectivamente, em moeda local. Nos mercados de obrigações, a *yield* da dívida pública alemã a 10 anos caiu 26 bp para os -0,327%, (mínimo histórico nos -0,335%). Por sua vez, nos Estados Unidos da América (EUA), a *yield* dos Treasuries a 10 anos terminou o semestre nos 2,005%, bem abaixo dos 2,405% registados no final do primeiro trimestre. A contribuir para esta *performance* positiva estiveram as acções dos bancos centrais em Junho. A Reserva Federal (FED) admitiu descer a taxa de juro directora caso a economia mostre sinais de abrandamento, levando o mercado a descontar um corte de taxa de juro já na reunião de Julho. Em relação ao Banco Central Europeu (BCE), na sua conferência anual em Sintra, o presidente Mario Draghi abriu a porta a novos estímulos, incluindo a diminuição da taxa para depósitos na instituição, caso a taxa de inflação se mantenha baixa e o *outlook* da Zona Euro piore.

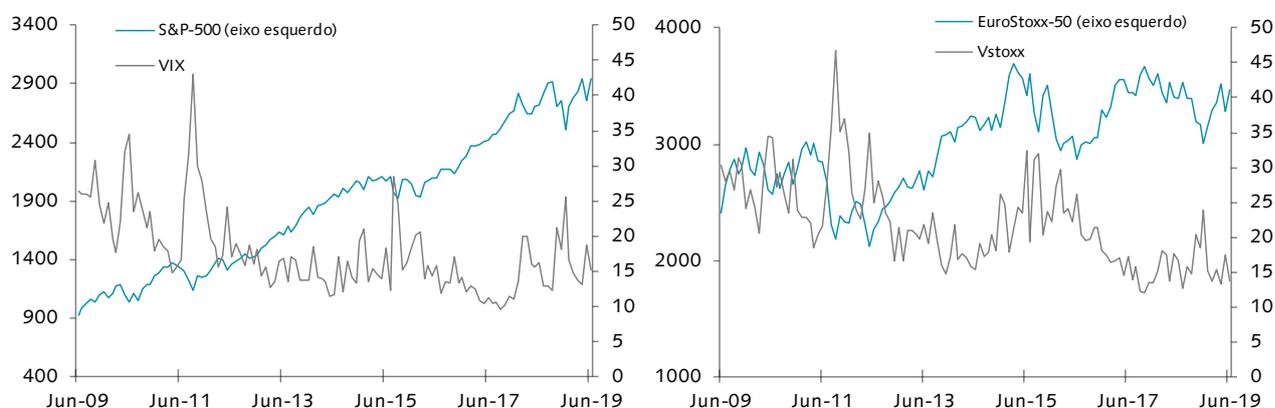
Na política internacional continua a existir muita indefinição, que pode condicionar a *performance* da economia e, conseqüentemente, a política dos bancos centrais. Na Europa, em Maio, as eleições para o Parlamento Europeu trouxeram uma nova distribuição ao Parlamento, com os partidos de extrema-direita, os verdes e os liberais a aumentarem o número de deputados por contrapartida dos partidos do centro. Contudo, os partidos pró-Europa (centro e liberais), em coligação, mantêm a maioria do Parlamento. No Reino Unido a primeira-ministra Theresa May apresentou a demissão, após ter falhado, mais uma vez, o apoio do Parlamento para o acordo de saída da União Europeia. Assim, estão a decorrer eleições no partido conservador para se eleger um novo líder e, conseqüentemente, um novo primeiro-ministro. Por fim, as negociações entre os EUA e a China continuam voláteis. Em Maio, o Presidente Donald Trump anunciou um aumento das tarifas sobre os bens chineses de 10% para os 25%, e a imposição de restrições à actuação da Huawei em solo americano. Estas decisões levaram à quebra das negociações entre as duas partes. Contudo, no final de Junho, durante o encontro dos G-20, a China e os EUA acordaram em recomeçar as negociações referentes às tarifas comerciais, com os EUA a confirmarem que não irão impor novas tarifas sobre 300 mil milhões de dólares de produtos chineses e que a irão levantar as restrições à Huawei.

Mercados Accionistas

O índice S&P-500 valorizou 17,3% no semestre. Na Europa, destaque para a Alemanha e para a França, com os seus índices a registarem ganhos de 17,4% e 17,1%, respectivamente, desde o início do ano.

O segundo trimestre foi positivo para os índices norte-americanos, com o índice S&P-500 a registar uma subida de 3,8%, valorizando 17,3% no semestre. O índice tecnológico Nasdaq-100 valorizou 4,0%, no período em análise, estando a valorizar 21,2% em 2019. Por sua vez, o índice VIX, geralmente utilizado para medir a aversão ao risco dos investidores, terminou o mês de Junho nos 15,08 pontos, subindo 10% no segundo trimestre, voltando a estar acima dos 15 pontos.

Mercados Accionistas versus Volatilidade

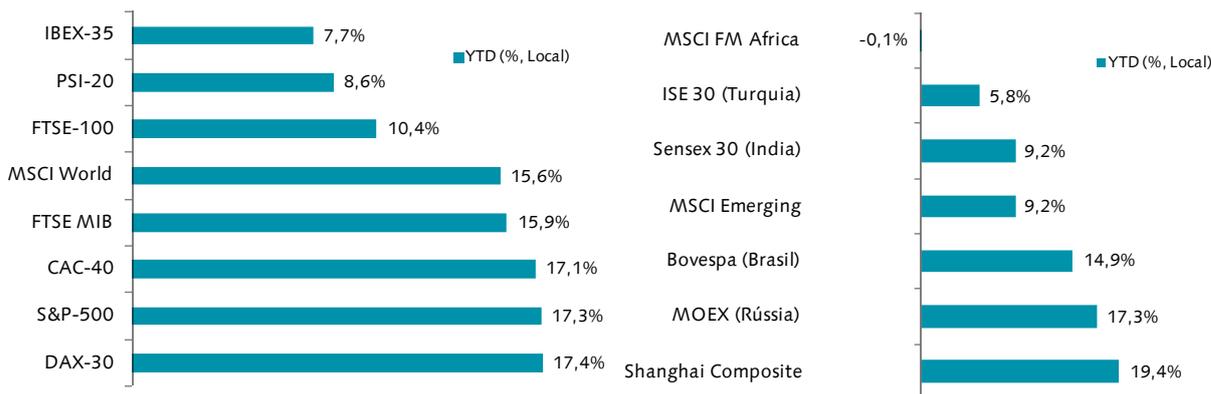


Fonte: Bloomberg.

Na Europa, o processo de saída do Reino Unido da União Europeia deverá ter um final a 31 de Outubro, nova data acordada após a extensão do prazo inicial (31 de Março de 2019). No lado do Reino Unido, Theresa May apresentou a demissão, após ter falhado, mais uma vez, o apoio do parlamento para o acordo de saída da União Europeia. Assim, será um dos dois candidatos à liderança do partido conservador, Boris Johnson ou Jeremy Hunt, a liderar o processo de saída. De notar que ambos os candidatos já defenderam a saída da União Europeia a 31 de Outubro, com ou sem acordo, dado que essa foi a vontade do povo britânico. Em Itália, o governo continuou a negociar com a Comissão Europeia de forma a evitar sanções pelo seu défice excessivo. Já em Julho, a Comissão Europeia confirmou, através do comissário europeu dos assuntos económicos, Pierre Moscovici, que não irá aplicar sanções por défice excessivo. Na base desta decisão estiveram os últimos acordos em matéria orçamental feitos pelo Governo italiano no início de Julho, que permitem a Itália respeitar a generalidade das normas europeias de disciplina fiscal.

O segundo trimestre foi positivo para os índices alemão DAX-30 e francês CAC-40 que valorizaram 7,6% e 3,5%, respectivamente. No extremo oposto encontram-se os índices ibéricos PSI-20 e IBEX-35, que perderam 0,4% e 1,3%, respectivamente, no período em análise.

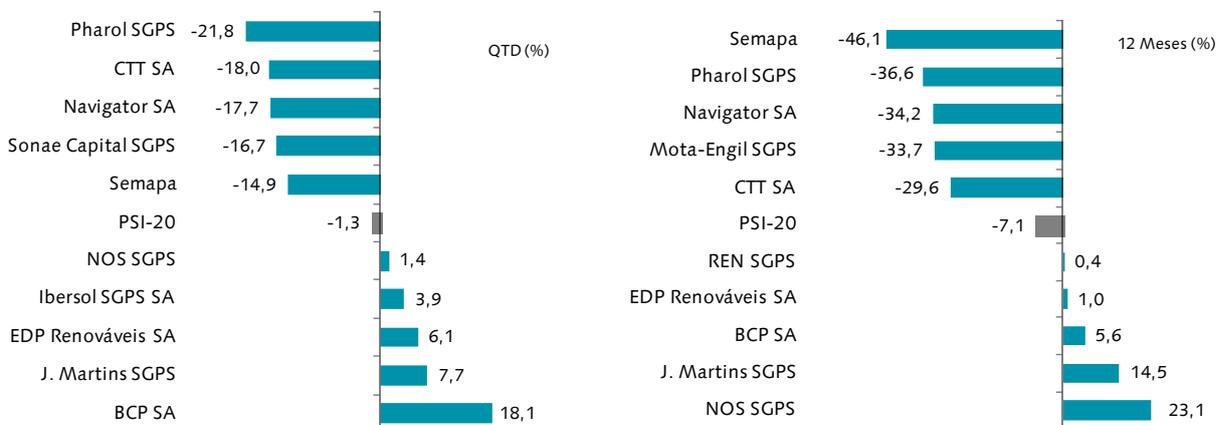
Evolução dos Mercados Accionistas Mundiais



Fonte: Bloomberg.

Nos mercados emergentes, o índice chinês Shanghai Composite caiu 3,6%, em moeda local, no segundo trimestre estando, contudo, a subir 19,4% no ano. Os avanços e recuos nas negociações entre a China e os EUA, bem como a possibilidade de novas sanções americanas aos produtos chineses, motivaram a queda do índice no trimestre. No extremo oposto encontram-se os índices brasileiro (IBOV) e turco (BIST-30) que valorizaram, em moeda local, 5,8% e 2,9%, respectivamente, no segundo trimestre.

Maiores e menores subidas do PSI-20.



Fonte: Bloomberg.

Desde o início de 2019, o índice MSCI World já ganhou 15,6%.

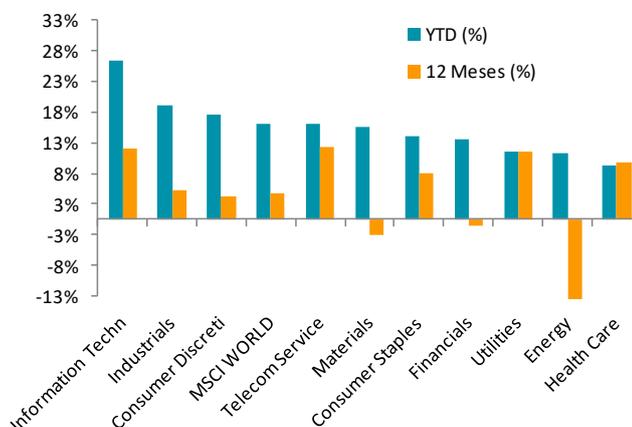
O índice português PSI-20 perdeu 1,3% no trimestre, terminando o mês de Junho nos 5.137,5 pontos. No acumulado do ano de 2019, o índice de referência nacional está a valorizar 8,6%. Pela positiva destacaram-se, no segundo trimestre, as acções do BCP SA (+18,1%), da retalhista Jerónimo Martins (+7,7%) e da EDP Renováveis (+6,1%). No extremo oposto encontram-se os títulos da Pharol SGPS, que caíram 21,8%, dos CTT SA (-18%) e da Navigator SA (-17,7%).

No sector das eléctricas, destaque para o fim da OPA da China Three Gorges (CTG) à EDP, após os accionistas da eléctrica terem chumbado a alteração dos estatutos, que permitiria o fim do limite de 25% à contagem dos votos, na Assembleia Geral de 24 de Abril. Esta era uma condição necessária para a formalização da operação por parte da CTG.

Uma nota para o sucesso da emissão de obrigações da TAP, para o retalho e clientes profissionais, num total de 200 milhões de euros. Inicialmente, a oferta era de 50 milhões de euros, mas a elevada procura fez com que a emissão quadruplicasse. Este foi o primeiro contacto da transportadora portuguesa com o mercado de capitais desde o aumento da participação do Estado português em 2017.

A nível global, o sector de Tecnologias de Informação foi o que registou a maior subida no primeiro semestre de 2019 (+25,9%), logo seguido dos sectores Industrial e de Consumo Discricionário, com subidas de 18,6% e 17,1%, respectivamente. Nos últimos doze meses, foi o sector das Telecomunicações que teve a melhor *performance* com uma valorização de 11,9%, logo seguido do sector de Tecnologias de Informação com 11,5%. No extremo oposto, encontram-se os sectores de Energia e de Materiais, que caíram 13,8% e 2,4%, respectivamente, nos últimos 12 meses.

Evolução Sectorial (Global)



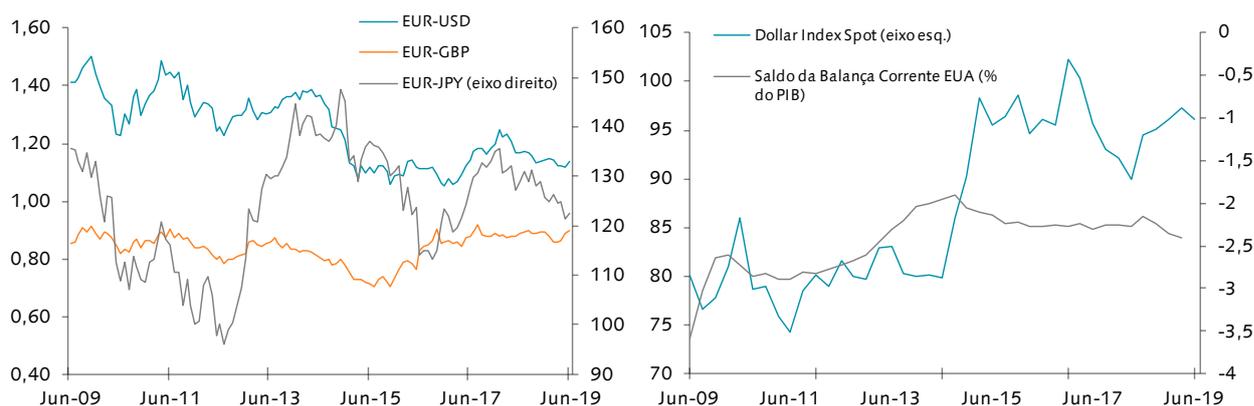
Fonte: Bloomberg, Índices MSCI World. Moeda: USD

Mercados Cambiais

Desde o início do ano, o euro depreciou-se 0,6% face ao dólar.

O EUR/USD terminou o mês de Junho nos 1,1380, com o euro a apreciar 1,3% no segundo trimestre. Este foi o primeiro trimestre de apreciação do euro desde o primeiro trimestre de 2018. A pressão do presidente Donald Trump para a FED depreciar o dólar pela baixa da taxa de juro directora, de modo a beneficiar as exportações das empresas americanas, aliado ao discurso mais *dovish* por parte do banco central norte-americano, foram factores que levaram à depreciação do dólar, no trimestre. Em relação à Libra Esterlina (GBP), o EUR/GBP terminou o mês de Junho nos 0,8966, com o euro a apreciar 4,5%, no trimestre agora findo. Este par continua muito influenciado pelas negociações do *Brexit* e não tanto pelos indicadores económicos dos dois blocos. Por fim, o euro depreciou 1,5% face ao iene no segundo trimestre, com o EUR/JPY a terminar o mês de Junho nos 122,60.

Evolução do Euro e do Dollar Index Spot



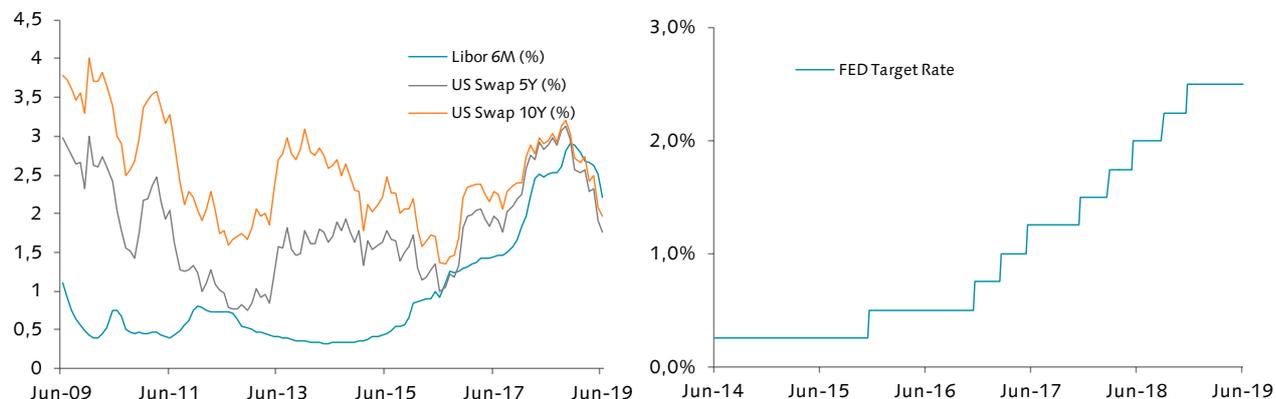
Fonte: Bloomberg.

Taxas de Juro

Nos Estados-Unidos, o consensus de mercado desconta dois cortes de taxa directora em 2019.

Nos Estados Unidos, a taxa de juro directora mantém-se no intervalo entre 2,25% e os 2,50%, com o mercado a descontar dois cortes desta taxa, de 0,25% cada, até ao final do ano. Assim, as taxas Libor a 3 e a 6 meses caíram 28 e 46 *basis points* (bp) no segundo trimestre, terminando o mês de Junho nos 2,32% e 2,20%, respectivamente. Em relação às taxas *swap* a 5 e 10 anos, estas caíram 52 e 44 bp durante o período, terminando o primeiro semestre de 2019 nos 1,77% e nos 1,96%, respectivamente.

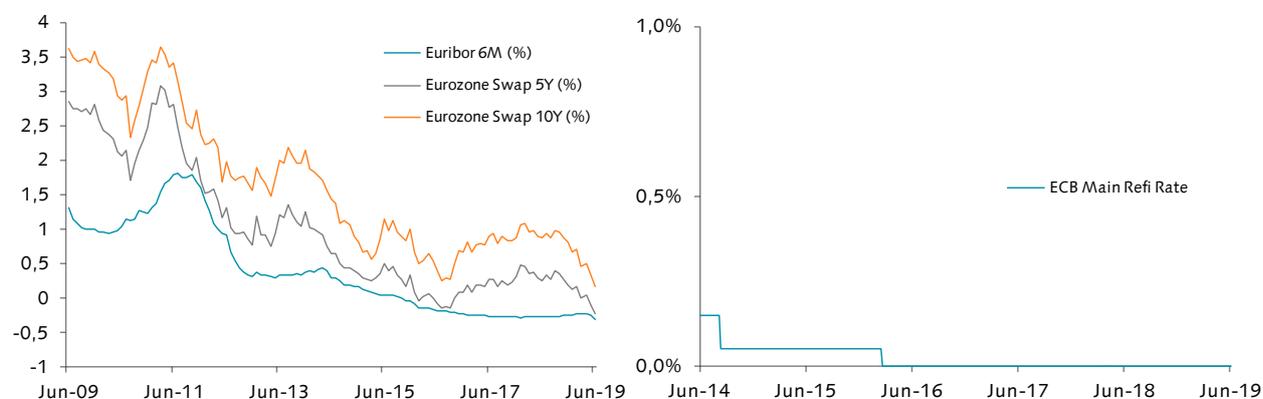
Evolução das Taxas de Juro - USD



Fonte: Bloomberg.

Na conferência anual do BCE em Sintra, o presidente Mario Draghi anunciou que novos estímulos podem vir a caminho caso a taxa de inflação se mantenha baixa e o *outlook* da Zona Euro piore. As ferramentas monetárias a ser utilizados podem ser um novo corte de taxas ou um aumento do programa de compra de activos. O BCE defende que no curto-prazo as tensões geopolíticas e comerciais vão condicionar o crescimento da Zona Euro, devido à quebra do sector industrial e à diminuição das exportações. Assim, e segundo as estimativas mais recentes do BCE, um aumento de taxas só deverá acontecer na segunda metade de 2020. No que toca ao mercado monetário, a taxa Euribor a 6 meses fixou-se nos -0,311%, caindo 8 bp no segundo trimestre. Nos prazos mais longos, as taxas *swap* a 5 anos e a 10 anos caíram 24 e 29 bp durante o período, terminando o mês de Junho nos -0,23% e nos 0,18%, respectivamente.

Evolução das Taxas de Juro - EUR



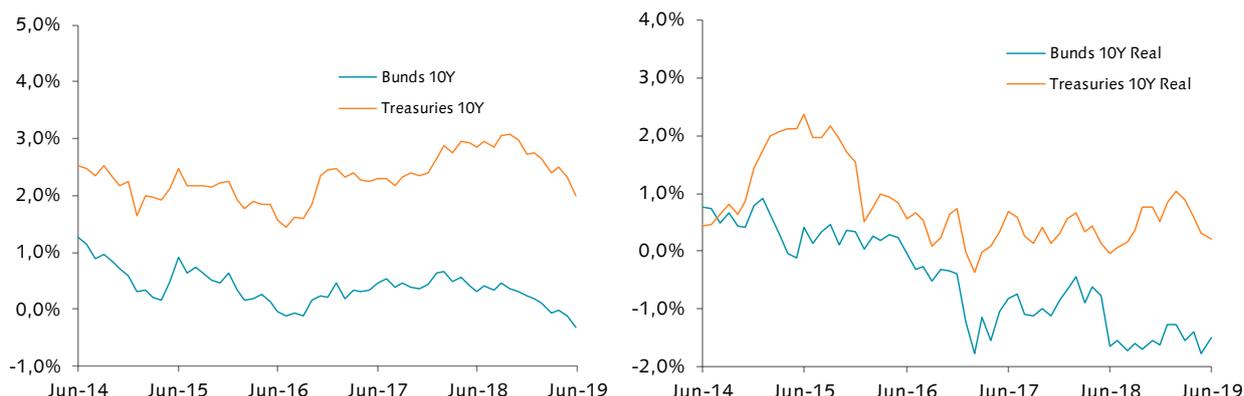
Fonte: Bloomberg.

Dívida Pública

Nos EUA, as *yields* dos Treasuries a 10 anos terminaram o mês de Junho nos 2,005%, menos 40 bp do que no final de Março e menos 68 bp desde o final de 2018. Por sua vez, os Treasuries a 2 anos terminaram o semestre nos 1,75%, menos 51 bp que no final de Março. Assim, a diferença entre as duas maturidades encontrava-se no final de Junho nos 0,25%, subindo 5 bp no segundo trimestre.

Na Europa, a *yield* dos Bunds a 10 anos terminaram o mês de Junho nos -0,327%, perto dos mínimos históricos (-0,331%), caindo 57 bp face ao final de 2018. O abrandamento da Zona Euro, o discurso *dovish* por parte do BCE e a possibilidade de novos estímulos conduziram à queda generalizada das *yields* dos países da Zona Euro.

Dívida Pública core – yields a 10 anos



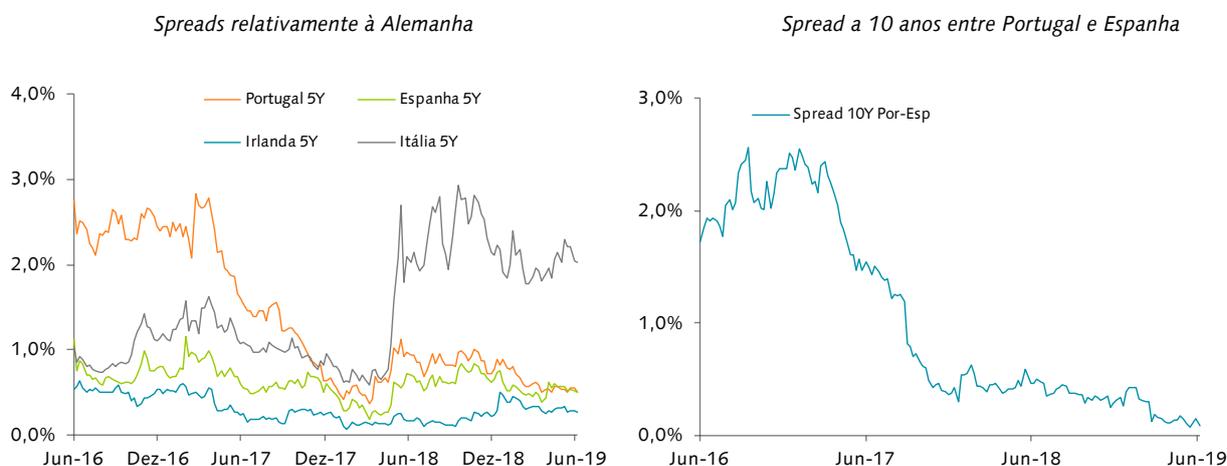
Fonte: Bloomberg.

O segundo trimestre também foi muito positivo para a dívida pública periférica. No caso das *yields* da dívida pública grega e portuguesa a 10 anos, estas caíram 129 bp e 78 bp, para os 2,45% e 0,48%, respectivamente. A *yield* da dívida pública italiana a 10 anos desceu 39 bp para os 2,10%, no período em análise, um movimento menor que os restantes países periféricos, devido à possibilidade de imposição de sanções por parte da Comissão Europeia.

Face à Alemanha, no prazo dos 5 anos, Portugal e Irlanda viram uma redução do *spread*, no segundo trimestre, na ordem dos 12 bp e 7 bp, respectivamente, para os 0,49% e 0,27%. Em relação aos *spreads* de Itália e Espanha, no primeiro caso houve um alargamento de 6 bp no trimestre para os 2,02%, enquanto no segundo caso

manteve-se inalterado nos 0,5%. No que toca ao *spread* a 10 anos entre Portugal e Espanha, este caiu 7 bp no trimestre para os 0,08%.

Zona Euro

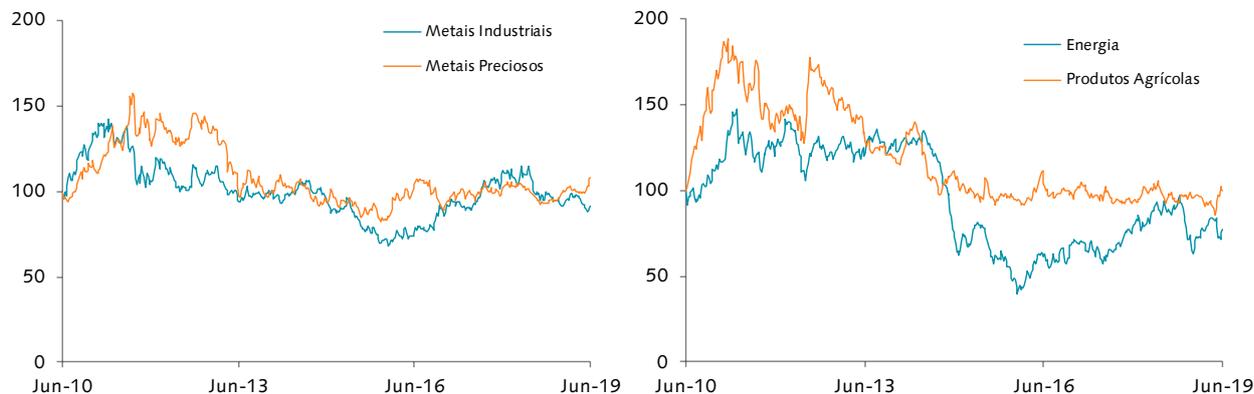


Fonte: Bloomberg.

Matérias-Primas

As matérias-primas registaram, em média, uma desvalorização de 2% no segundo trimestre de 2019, medido pelo índice S&P GSCI (em USD). Desde o início de 2019, as matérias-primas estão a valorizar, em média, 13,6%. Após um fulgurante primeiro trimestre, com uma subida de 32,4%, o barril de Petróleo (Crude Oil WTI) caiu 2,8% no segundo trimestre, apesar da crescente tensão entre os EUA e o Irão, terminando o mês de Junho nos 58,47 dólares. Os ataques a dois petroleiros japoneses, no estreito de Ormuz, no início de Junho, aumentaram a tensão geopolítica entre os EUA e o Irão, com o presidente Trump a acusar o estado iraniano de estar por detrás destes ataques. O estreito de Ormuz é uma passagem essencial no transporte de petróleo a nível global, que liga os produtores do médio oriente aos mercados na Ásia, Europa e América do Norte. Estima-se que cerca de um terço do petróleo transportado via mar passe por este estreito diariamente. Por fim, tanto os metais preciosos como os bens agrícolas registaram subidas no trimestre agora findo, na ordem dos 8,2% e 9,2%, respectivamente. No que toca aos metais industriais, estes caíram 7,2% no segundo trimestre.

Evolução das *Commodities*



Fonte: Bloomberg. Base 100, em USD.

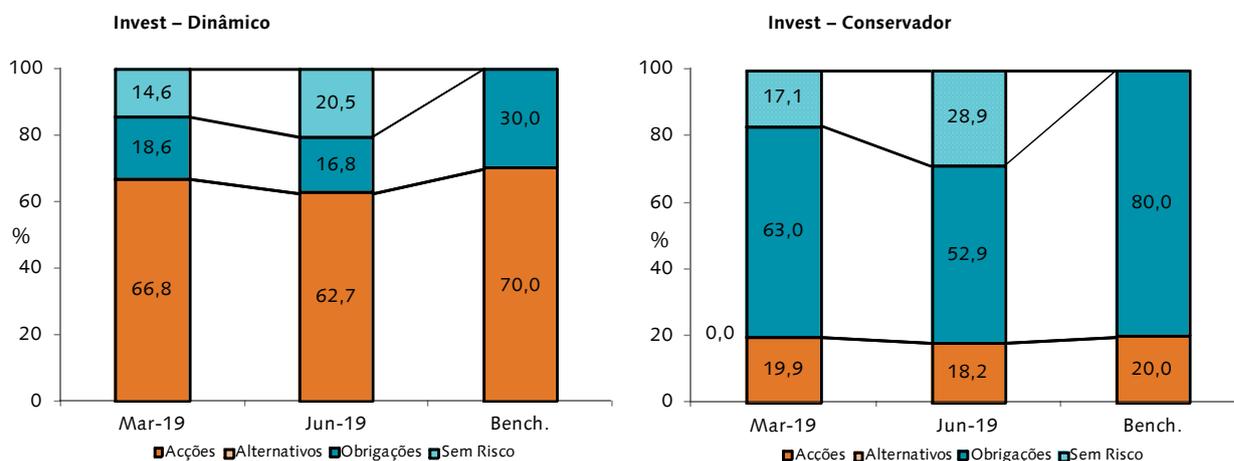
José Pedroso
Redigido em 5 de Julho de 2019

Alocação de Activos

Tal como sublinhado recentemente por Paul Jackson, da Invesco, os investidores enfrentam presentemente dois dilemas: por um lado, a economia mundial está a abrandar mas os activos "defensivos", como as obrigações governamentais e corporates de melhores *ratings*, oferecem *yields* extremamente baixas; por outro lado, os bancos centrais preparam-se para baixar as taxas de juro mas os activos com risco, como as acções e as obrigações *high yield*, oferecem avaliações pouco interessantes, ajustadas pelo risco.

O actual ciclo de expansão económica nos Estados Unidos dura já há cerca de 120 meses, contra uma média de 59 meses nos últimos 13 ciclos de expansão desde 1933. Embora não seja de excluir a possibilidade do ciclo se prolongar por mais tempo, considerando os actuais baixos níveis de inflação e taxas de juro, factores como a incerteza política (e.g., Brexit, guerra comercial EUA-China, Itália, entre outros), a inversão da *yield curve* norte-americana (10 anos – 3 meses), a diminuição abrupta dos *spreads* de crédito e as avaliações das acções, em particular das norte-americanas, recomendam, na nossa opinião, alguma prudência e a redução do nível de risco das carteiras.

Alocação de Activos

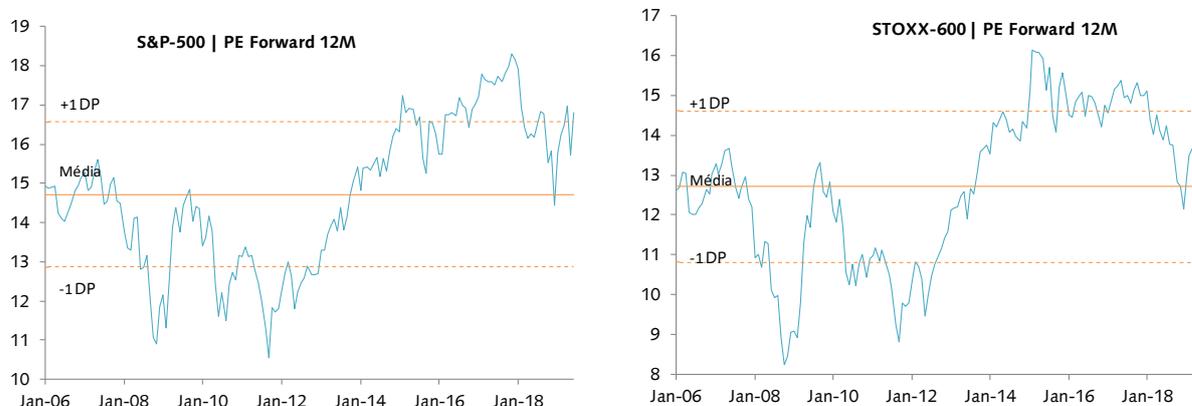


Fonte: Banco Invest, Gestão de Activos.

Neste contexto, durante o segundo trimestre, nas carteiras sob gestão diminuiu-se novamente a exposição aos activos com maior risco, nomeadamente a acções e obrigações híbridas e *high yield*.

Nas acções, a redução foi realizada nos mercados europeus. Apesar das avaliações serem mais atractivas do que as dos congéneres norte-americanos (o índice Stoxx-600 transaciona com um *Forward PE* de 13,8x, contra 16,8x do índice S&P-500), na nossa opinião, os mercados europeus dificilmente conseguirão inverter da *underperformance* dos últimos anos, num cenário de abrandamento económico, guerras comerciais e taxas de juro ainda mais negativas, que penalizam fortemente o respectivo sector financeiro.

Price-to-Earnings Ratio



Fonte: Bloomberg. Banco Invest.

Em alternativa, mantemos uma posição *neutral* nos mercados americano e emergentes, com base em níveis de crescimento económico superiores e maior margem de manobra dos bancos centrais para suportar as respectivas economias. Entre os mercados emergentes, mantemos o *overweight* na Ásia, em particular na China e na Índia.

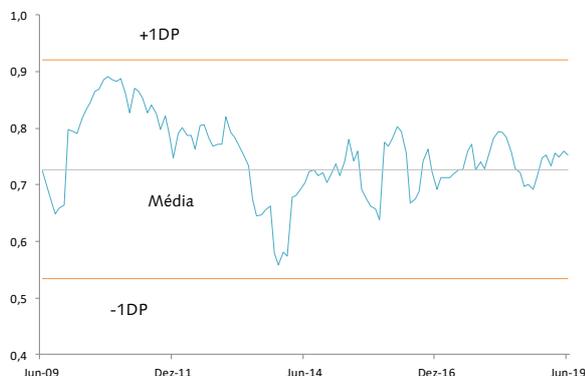
Na China, as autoridades permanecem empenhadas no rebalanceamento da economia, reduzindo a dependência do investimento e das exportações, e fomentando a procura doméstica através da redução dos impostos. Penalizado pela guerra comercial com os Estados Unidos, o mercado chinês transaciona agora com um *Forward PE* de 11,6x, um valor historicamente muito baixo.

Por sua vez, a Índia continua a registar o maior crescimento económico entre os países do G20. As exportações e o investimento público mantêm-se robustos, e o investimento privado é esperado retomar uma vez dissipada a incerteza em torno das eleições parlamentares, que deram maioria reforçada ao primeiro-ministro Narendra Modi. Por outro lado, o principal motor do crescimento da Índia é a

procura interna, estando assim menos exposta a uma possível escalada das tensões comerciais.

Acções Emergentes vs Desenvolvidas

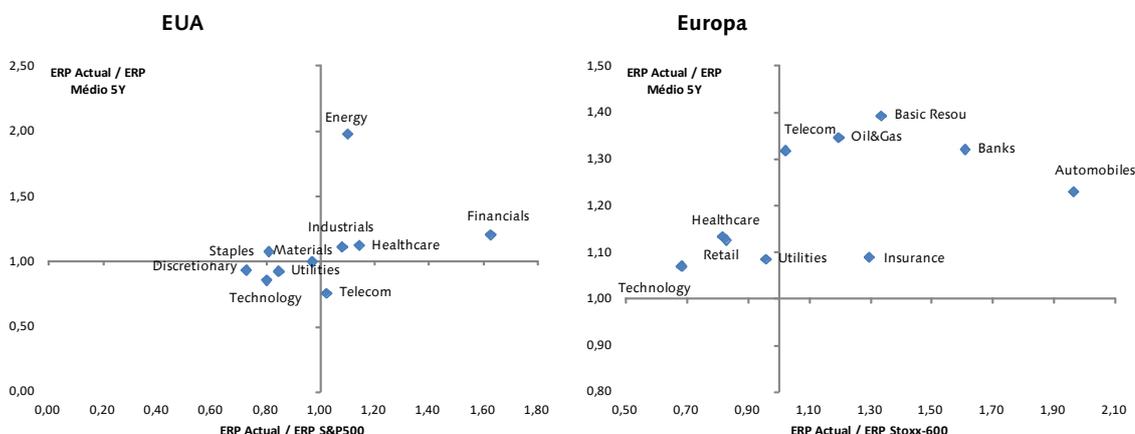
Rácio entre o *Price-Earnings* dos índices MSCI Emerging e MSCI World



Fonte: Bloomberg. Banco Invest.

Sectorialmente, mantemos o *overweight* no sector farmacêutico global, cuja *performance* relativa é historicamente positiva em períodos de maior incerteza económica e os bancos centrais cortam as taxas de juro, e no sector da segurança, incluindo tecnológica, num cenário de crescente preocupação dos governos, empresas e indivíduos com questões relacionadas com esta problemática. Num cenário de baixas taxas de juro e novos estímulos por parte dos bancos centrais, também os sectores das Telecomunicações e *Utilities* deverão registar desempenhos relativos positivos, devido à estabilidade dos seus *cash-flows* e dividendos. Por sua vez, a redução da exposição ao sector financeiro europeu, realizada no final de Março último, revelou-se positiva, após o comportamento negativo do mesmo face ao EuroStoxx-50, superior a 9%.

Radarm sectorial

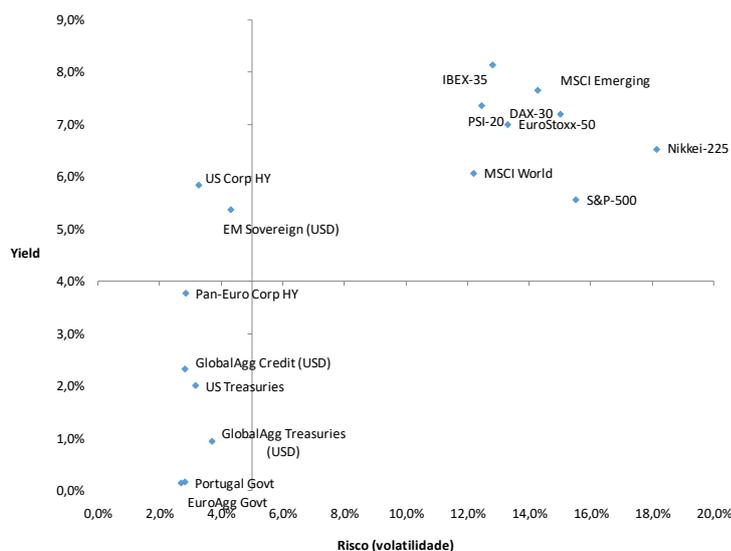


Fonte: Bloomberg. Banco Invest. ERP – Equity Risk Premium (prémios de risco).

Na componente obrigacionista, como referido atrás, reduziu-se a exposição aos segmentos de obrigações híbridas e *high yield*. De facto, a compressão verificada nos respectivos *spreads* de crédito, aliada à maior correlação dos seus retornos com os das acções, em especial em períodos de turbulência nos mercados, levou-nos a diminuir ligeiramente a exposição a estas classes de activos. Por outro lado, os *stocks* de dívida *corporate* mantêm-se elevados, com as empresas a terem pouco incentivo ao *deleveraging*, num cenário de taxas de juro e *spreads* de crédito tão baixos como os actuais.

Sem alteração relativamente ao trimestre anterior, mantemos a exposição a dívida emergente, em moeda local. Os *spreads* da dívida emergente permanecem elevados e, apesar do acréscimo de volatilidade, as respectivas moedas poderão beneficiar com os esperados cortes de taxas de juro pela FED.

Yields e Volatilidade



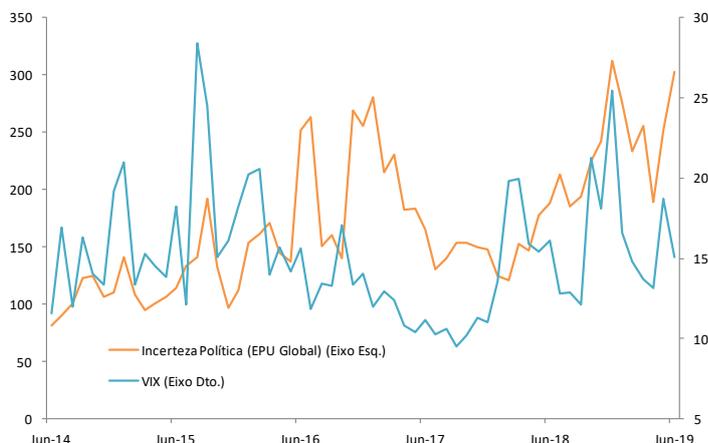
Fonte: Bloomberg. Banco Invest.

Concluindo, após as operações descritas, tanto em acções como em obrigações, as carteiras sob gestão iniciam tacticamente o terceiro trimestre com uma parcela significativa em liquidez, protegendo a rendibilidade acumulada desde o início do ano e aguardando níveis mais interessantes para reentrar nos activos com maior risco. Mantemos a exposição aos activos com maior risco, como acções e obrigações *high yield* e híbridas, e utilizamos a liquidez como alternativa aos activos mais “defensivos” como as obrigações governamentais e privadas *investment grade*,

cujos actuais níveis dos *spreads* de crédito e *yields* tornam-os, na nossa opinião, particularmente vulneráveis e pouco interessantes numa óptica de risco-retorno. Na componente accionista, apesar de uma correcção iminente e abrupta dos mercados accionistas parecer pouco provável, optamos por manter o *underweight* resultante da realização de mais-valias em algumas posições nos mercados europeus. Nesta componente, agrada-nos particularmente os mercados emergentes, nomeadamente, asiáticos.

Os mercados financeiros estiveram anormalmente bem comportados nos últimos dez anos, com a volatilidade das acções e das obrigações bem abaixo da média de longo prazo. Mas tal cenário pode estar prestes a mudar: o aumento do nacionalismo económico ameaça o crescimento mundial e significa uma maior incerteza e volatilidade nos mercados financeiros, tudo num cenário de baixas taxas de juro e *yields* nos activos mais "defensivos". Tal deverá significar um foco acrescido na selectividade e diversificação aquando da construção ou rebalanceamento das carteiras de investimento.

Volatilidade e Incerteza Política



Fonte: Bloomberg. Banco Invest.

Paulo Monteiro
Redigido em 28 de Junho de 2019

Disclaimer

A informação contida neste documento foi elaborada pelo Departamento de Gestão de Activos e tem carácter meramente informativo e particular, utilizando informação económica e financeira disponível ao público e considerada fidedigna. No entanto, a sua precisão não pode ser totalmente garantida e nada obsta a que aquelas fontes possam, a qualquer momento e sem aviso prévio, ser alteradas pelo Banco Invest.

As opiniões expressas reflectem o ponto de vista dos autores na data da publicação, sujeitas a correcções, e podem ser diferentes ou contrárias a opiniões expressas por outras áreas do grupo, como resultado da utilização de diferentes critérios e hipóteses. Assim, qualquer alteração verificada nas condições de mercado poderá implicar alterações ao conteúdo informativo deste relatório, cuja exactidão, veracidade, validade e actualidade deverá ser sempre devidamente analisada, avaliada e atestada pelos respectivos destinatários. Não há qualquer periodicidade na emissão dos presentes relatórios.

O presente documento é divulgado aos seus destinatários como mera ferramenta de apoio à tomada de decisão de investimento, não devendo nem podendo substituir qualquer julgamento próprio dos seus destinatários, sendo estes, por isso, inteiramente responsáveis pelos actos e omissões que pratiquem. O presente documento e as eventuais recomendações de investimento aqui contempladas não podem em nenhuma circunstância ser consideradas como consultoria para investimento. O Banco Invest rejeita assim a responsabilidade por quaisquer eventuais danos ou prejuízos resultantes, directa ou indirectamente da utilização da informação referida neste documento independentemente da forma ou natureza que possam vir a revestir. Não é permitida a reprodução total ou parcial deste documento, sem autorização prévia do Banco Invest. Mais se declara inexistirem quaisquer situações de conflito de interesses tendo por objecto o título e/ou emitente a que se reporta o presente documento, por um lado, e o autor da presente recomendação ou o Banco Invest, SA, por outro. O Banco Invest, ou os seus colaboradores, poderão deter, a qualquer momento, uma posição sujeita a alterações, em qualquer título referenciado neste documento. O Banco Invest, SA encontra-se sujeito à supervisão da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários e do Banco de Portugal.