

Gestão de Activos

Paulo Monteiro

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

José Pedroso

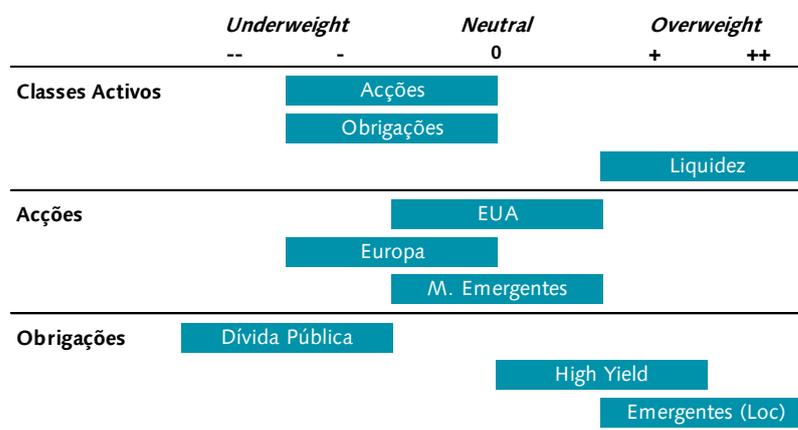
jose.pedroso@bancoinvest.pt
Telf.: 21 381 13 18

Raúl Póvoa

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

A economia mundial está a abrandar mas os bancos centrais estão, preventivamente, a baixar as taxas de juro, na expectativa que tais cortes conjugados com outras medidas de estímulo monetário permitam uma estabilização das condições económicas. Neste contexto, nos mercados financeiros, persiste a aparente contradição entre os mercados obrigacionistas e os accionistas – nos primeiros as *yields* de dívida pública caíram para mínimos, descontando uma desaceleração económica abrupta, enquanto os principais índices accionistas registam valorizações significativas, apesar da deterioração das respectivas métricas de avaliação. Ou seja, apesar dos receios quanto a uma recessão económica, as acções continuam suportadas pela recente descida das taxas de juro e das *yields* das obrigações de dívida pública.

Outlook



Banco Invest, SA
www.bancoinvest.pt

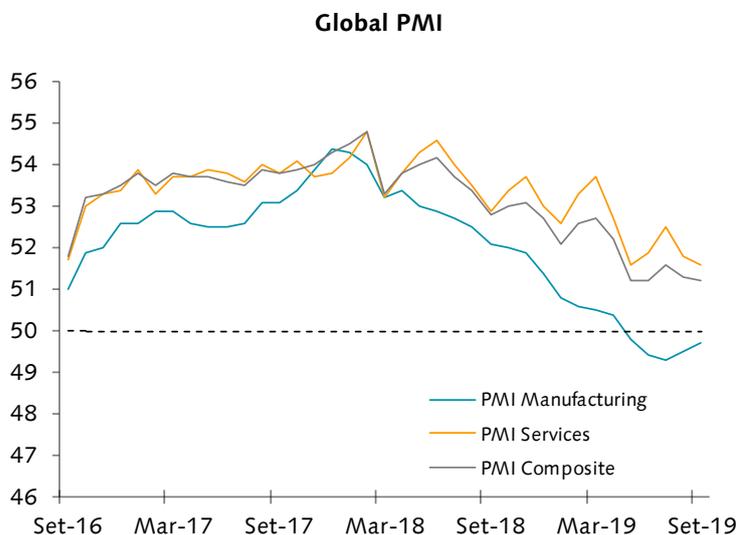
Av. Eng. Duarte Pacheco
Torre 1, 11º andar
1070-101 Lisboa
Portugal

Índice:

Evolução dos indicadores macroeconómicos	Pág. 2
Evolução dos mercados financeiros	Pág. 8
Alocação de Activos	Pág. 17

Evolução dos indicadores macroeconómicos

De acordo com as últimas estimativas da OCDE, a economia mundial é esperada crescer 2,9% em 2019, menos 0,3 pontos percentuais (pp) relativamente à estimativa de Maio passado (3,2%). A projecção para 2020 foi igualmente revista em baixa para os 3,0%, menos 0,4 pp face à anterior previsão. A concretizarem-se, estes valores serão os mais baixos desde a crise financeira, reflectindo a escalada das tensões comerciais e a diminuição da confiança e investimento. A recente subida do preço do barril de petróleo e o aumento das tensões geopolíticas contribuem igualmente para o aumento da incerteza e da volatilidade nos mercados financeiros. Esta crescente incerteza é particularmente visível nos inquéritos realizados às empresas, medidos, por exemplo, pelos índices PMI (Purchasing Managers' Index), em particular nos sectores industriais das economias desenvolvidas, onde a produção contraiu no primeiro semestre deste ano.



Fonte: Bloomberg

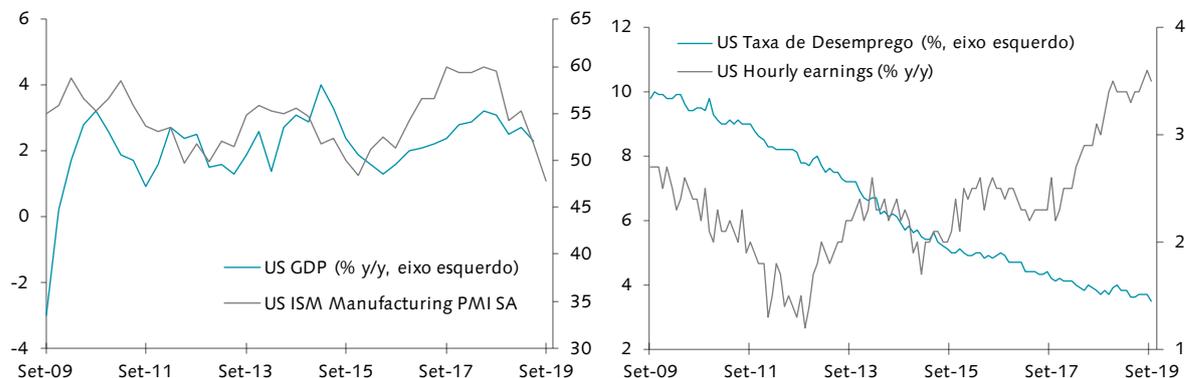
Estados Unidos

A economia norte-americana registou um crescimento de 2,3% no segundo trimestre do ano, em termos homólogos.

A economia norte-americana cresceu 2% no segundo trimestre deste ano, abaixo dos 3,1% registados no trimestre anterior (taxas anualizadas). Em termos homólogos, o Produto Interno Bruto (PIB) registou um crescimento de 2,3%, o valor mais baixo desde meados de 2017. De acordo com a OCDE, os Estados Unidos deverão crescer 2,4% e 2,0% em 2019 e 2020, respectivamente.

A progressiva diminuição do impacto dos cortes fiscais recentes deverá ser contrabalançada pelas baixas taxas de juro e de desemprego, que continuam a suportar o consumo e, conseqüentemente, o crescimento da economia. Com efeito, a taxa de desemprego permanece estável nos 3,7% (Agosto-19), bem abaixo da média de longo prazo (5,74%), e os salários registam um crescimento anual (3,5%) acima da taxa de inflação (1,7%), suportando o consumo das famílias com ganhos reais no rendimento disponível.

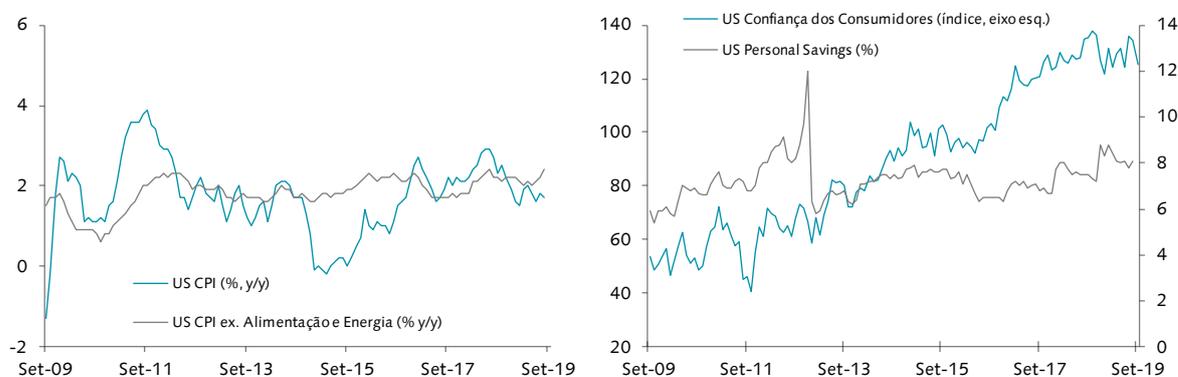
Crescimento do PIB, ISM e Taxa de Desemprego



Fonte: Bloomberg.

Menos positiva tem sido a evolução da confiança dos empresários, em particular no sector industrial, espelhada pela queda do índice PMI Manufacturing para os 51 pontos, em Setembro. O aumento das tarifas comerciais para já tem sido acomodado pelas empresas, por via do aumento de custos e redução da margem de lucro, penalizando o investimento e as exportações.

Confiança dos Consumidores e Taxa de Inflação



Fonte: Bloomberg.

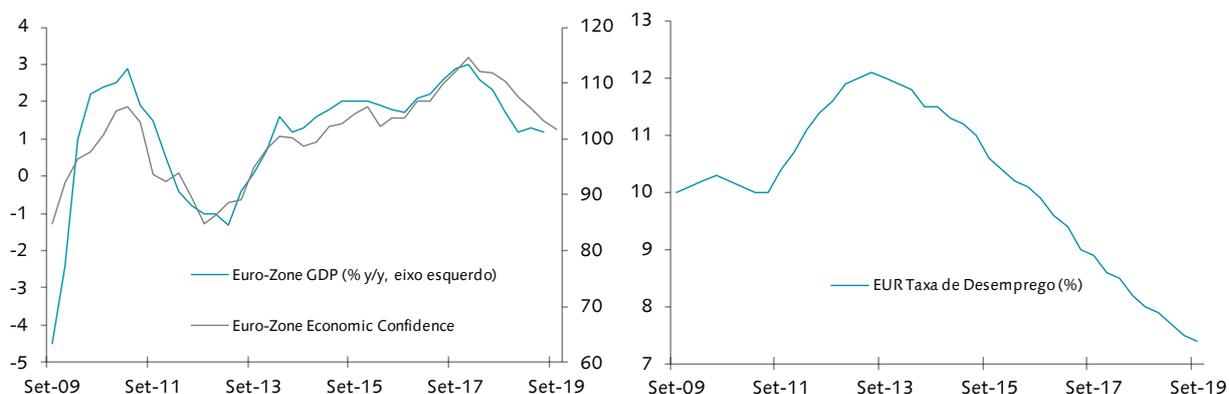
Zona Euro

O PIB da Zona Euro cresceu 1,2% no segundo trimestre, face ao mesmo período do ano passado.

O PIB da Zona Euro cresceu 0,2% em cadeia, no segundo trimestre de 2019, o que compara com os 0,4% registados nos três meses anteriores. Em termos homólogos, a taxa de crescimento anual desceu para os 1,2% (1,3% no primeiro trimestre). A recuperação dos salários (2,7% no segundo trimestre, em termos homólogos) e taxas de juro baixas têm suportado o consumo das famílias, mas a incerteza política, incluindo a relacionada com o *Brexit*, e a menor procura externa têm penalizado o investimento e as exportações, em

particular em países como a Alemanha e a Itália. Em França o crescimento tem-se revelado mais resiliente, suportado pelo recente corte de impostos e outras medidas fiscais. De acordo com as últimas estimativas da OCDE, a economia da Zona Euro deverá crescer 1,1% este ano, e 1,0% em 2020.

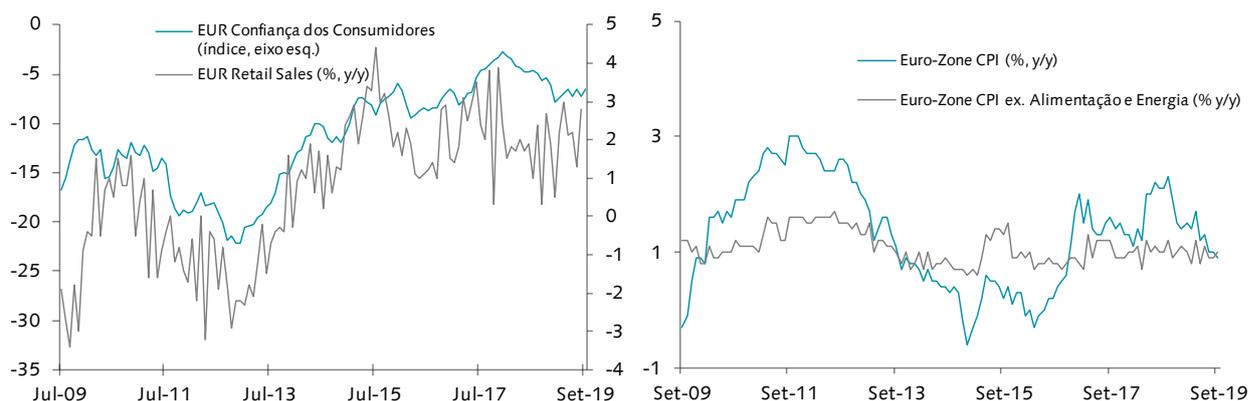
Crescimento do PIB e Taxa de Desemprego



Fonte: Bloomberg.

A taxa de desemprego manteve-se estável nos 7,5% (Julho-19), o valor mais baixo desde 2008. O número de pessoas desempregadas continuou a baixar, para cerca de 12,2 milhões no total da Zona Euro. Como referido, os salários continuam a recuperar, com um crescimento anual de 2,7%, no segundo trimestre quando comparado com o mesmo período do ano passado, um valor superior ao da taxa de inflação (1,0%, em Agosto), permitindo ganhos reais no poder de compra das famílias.

Euro: Confiança dos Consumidores e Taxa de Inflação



Fonte: Bloomberg

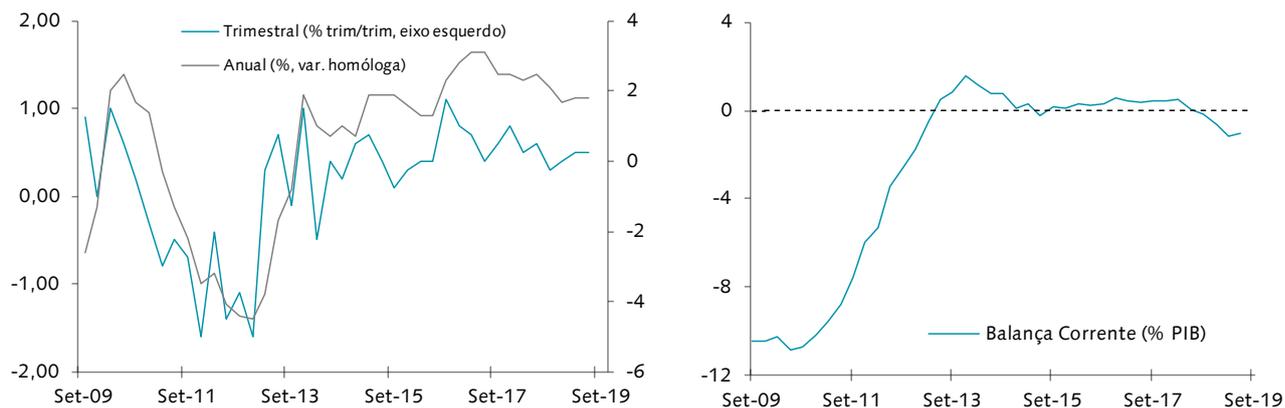
A economia nacional cresceu 1,8% no segundo trimestre, em termos homólogos, sem variação face ao trimestre anterior.

Portugal

De acordo com o Instituto Nacional de Estatística, o PIB nacional registou no segundo trimestre de 2019 uma taxa de variação homóloga de 1,8%, sem alteração face ao trimestre anterior. Em comparação com o primeiro trimestre do ano, o PIB aumentou 0,5% em termos

reais, mantendo igualmente a taxa verificada no trimestre anterior. O contributo da procura interna para a taxa de variação em cadeia do PIB, que tinha sido positivo no primeiro trimestre, passou a negativo (de 1,4 pp para -0,9 pp), enquanto o contributo da procura externa líquida foi positivo (1,5 pp) no segundo trimestre, após ter sido negativo (-0,9 pp) no trimestre precedente.

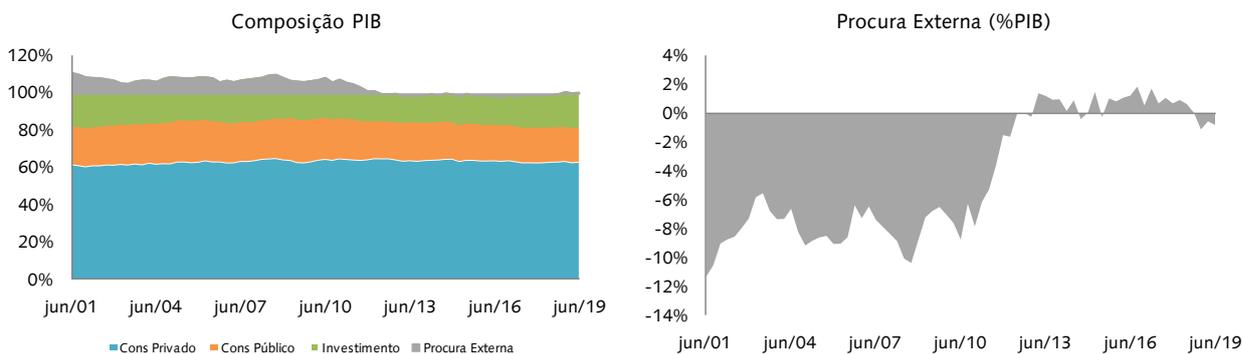
Portugal: Crescimento do PIB e Saldo Externo de Bens e Serviços



Fonte: Bloomberg e INE.

Em Julho a taxa de desemprego situou-se nos 6,5%, praticamente sem alteração desde o início do ano, e a taxa de inflação recuperou em Agosto para os -0,1%, face aos -0,3% observados no mês anterior.

Contas Nacionais – óptica da despesa



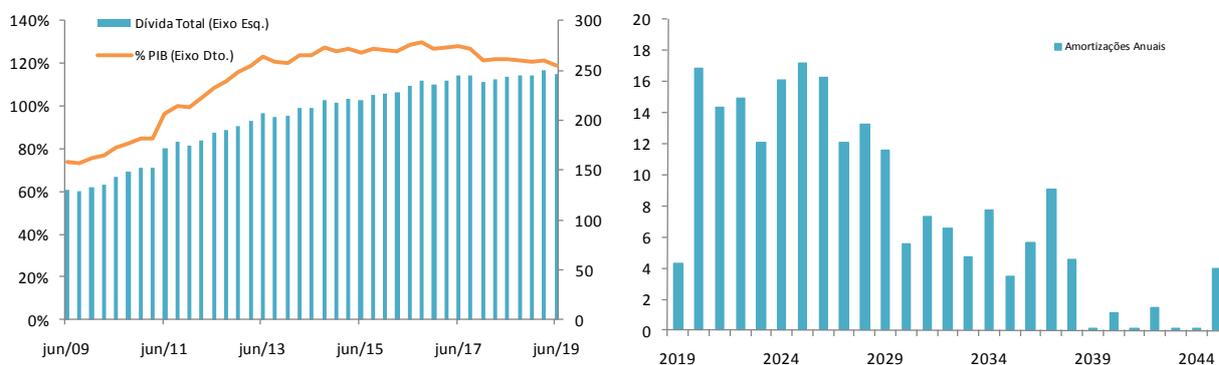
Fonte: INE.

Em termos de contas públicas, segundo a Direcção Geral do Orçamento (DGO), as Administrações Públicas registaram um saldo orçamental de -445 milhões de euros no final do mês de Julho, o que reflecte uma melhoria de 2,2 mil milhões de euros face ao mesmo período do ano anterior (-2,7 mil milhões de euros). O saldo primário situou-se em 4,9 mil

milhões de euros, mais 1,8 mil milhões de euros do que em Julho de 2018. A evolução registada resultou do aumento da receita (6,5%), largamente superior ao verificado na despesa (1,6%). A receita fiscal apresentou um crescimento de 5,8%, e contribuiu com 3,3 pp para a evolução registada, reflectindo, essencialmente, os aumentos do IVA, do IRC e do ISP. O aumento da despesa deveu-se, principalmente, ao crescimento das transferências correntes (3,1% e contributo de 1,3 pp) e das despesas com o pessoal (4,6%, e contributo de 1,1 pp).

No final do segundo semestre deste ano, de acordo com a Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública (IGCP), o stock de dívida directa do Estado ascendia a 246,6 mil milhões de euros, cerca de 119% do PIB.

Portugal: Dívida Directa do Estado



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

Países Emergentes

A economia chinesa continua a mostrar sinais de abrandamento, penalizada pela escalada da guerra comercial com os Estados- Unidos. De qualquer forma, nos principais países emergentes continua a existir espaço de manobra em termos monetários e fiscais para impulsionar a actividade económica, num cenário de corte de taxas de juro nos Estados- Unidos.

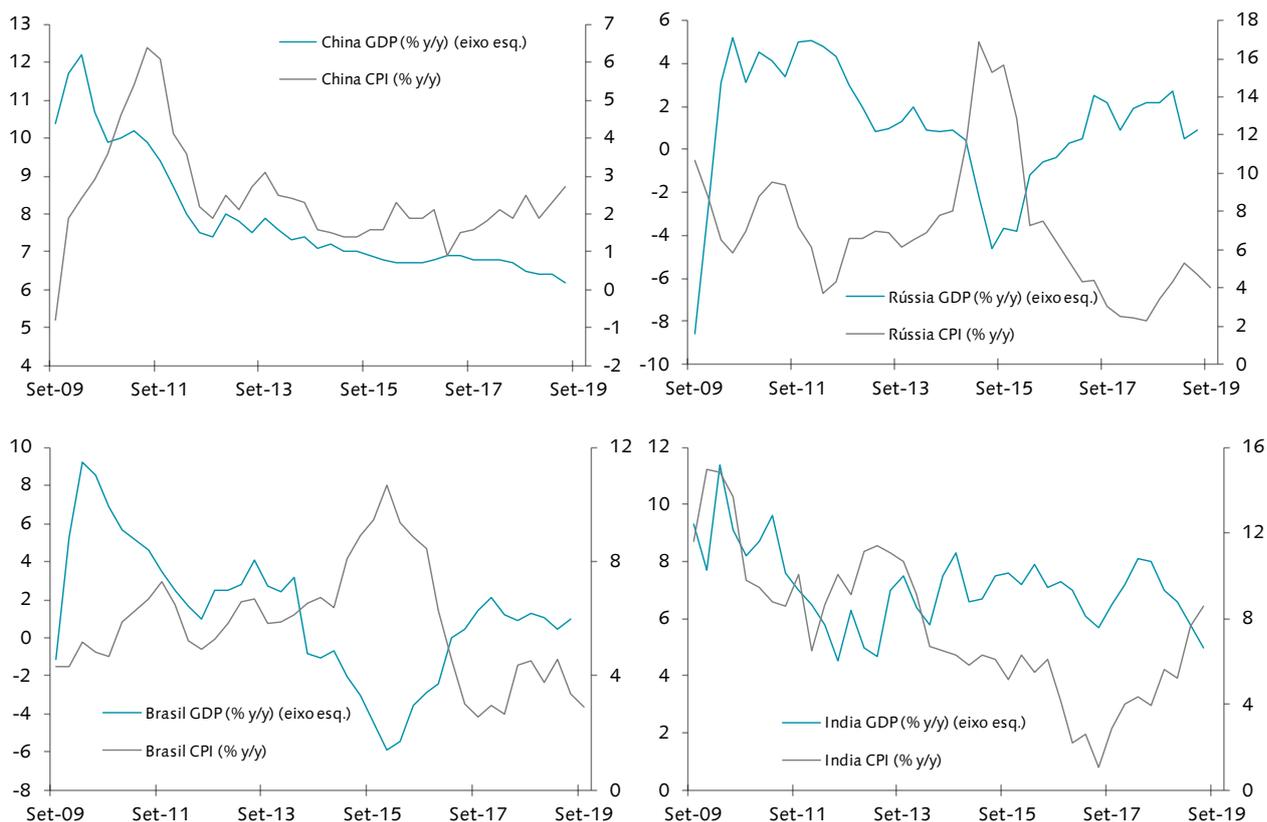
A economia chinesa registou um crescimento de 1,6% no segundo trimestre deste ano. Em termos anuais, a economia cresceu 6,2% relativamente ao mesmo período do ano passado, menos 0,2 pp face ao trimestre anterior. Deste modo, a actividade económica continua a abrandar, penalizada pela incerteza provocada pela escalada da guerra comercial com os Estados- Unidos, por via da redução do investimento e exportações. Segundo a OCDE, esta trajectória deverá manter-se, com o crescimento do PIB a cair para os 5,7%, em 2020. Igualmente descendente tem sido a evolução da taxa de desemprego, que se situa agora nos 3,6%. Por sua vez, a taxa de inflação subiu para os 2,8% em Agosto, em larga medida devido à subida do preço da carne de porco. Ainda assim, as autoridades monetárias continuam com espaço de manobra para novos estímulos, reduzindo o risco de um abrandamento mais abrupto que o esperado.

Na Índia, o PIB cresceu 1,0% no segundo trimestre, abrandando o crescimento anual para os 5,0%, face aos 5,8% registados no trimestre anterior. Este valor anual é o mais baixo desde o primeiro trimestre de 2013, e reflecte a diminuição da actividade nos sectores industrial e da construção. A taxa de inflação permanece estável em torno dos 3%, abaixo da referência dos 4% do Banco Central. De forma a impulsionar a actividade económica e o investimento estrangeiro no país, em Setembro o governo anunciou um corte nos impostos sobre os lucros das empresas, dos 30% para os 22%.

Na Rússia, a economia registou uma contracção de -0,4%, no segundo trimestre do ano, acelerando a tendência de queda dos últimos trimestres. Em termos homólogos, o crescimento do PIB situa-se nos 0,9%, mais 0,4 pp que no trimestre anterior. Esta recuperação deveu-se, sobretudo, aos sectores público e de defesa. A taxa de inflação manteve a trajectória recente, caindo para os 4,3%, em Agosto, o valor mais baixo desde Dezembro anterior.

Por sua vez, no Brasil o PIB avançou 0,4% no segundo trimestre, recuperando assim da contracção de -0,1% registada nos três primeiros meses do ano. O crescimento foi impulsionado, em larga medida, pelos sectores industrial e serviços, enquanto no sector agrícola a actividade diminuiu. Em termos anuais, o PIB registou uma subida de 1%, face ao período homólogo. A taxa de inflação permanece abaixo dos 3,5% e a taxa de desemprego caiu para os 11,8%. As baixas taxas de juro reais combinadas com a implementação das reformas económicas anunciadas, deverão contribuir para a melhoria da confiança e do investimento, permitindo um crescimento de 1,7% em 2020, de acordo com a OCDE.

Economias BRIC



Fonte: Bloomberg.

Paulo Monteiro
Redigido em 4 de Outubro de 2019

Evolução dos mercados financeiros

O terceiro trimestre de 2019 foi maioritariamente positivo para os mercados financeiros, com os índices accionistas Eurostoxx-50 e S&P-500 a valorizarem 2,8% e 1,2%, respectivamente, em moeda local. Nos mercados de obrigações, a *yield* da dívida pública alemã a 10 anos caiu, 24 basis points (bp), para os -0,571% (tendo renovado mínimos nos -0,742%). Por sua vez, nos Estados Unidos da América (EUA), a *yield* dos Treasuries a 10 anos terminou o mês de Setembro nos 1,665%, tendo quebrado os 1,50% durante o mês de Agosto. Tal como sucedeu no segundo trimestre, os cortes de taxa de juro e as políticas acomodáticas dos bancos centrais influenciaram positivamente a *performance* da generalidade dos mercados accionistas e obrigacionistas. A Reserva Federal (FED) cortou em Julho e em Setembro a taxa directora em 25 bp, tendo o intervalo passado de 2,25%-2,50% para os actuais 1,75%-2,00%. Em relação ao Banco Central Europeu (BCE), na última conferência de imprensa de Mario Draghi, que vai ser substituído por Christine Lagarde, o presidente anunciou i) um novo programa de compra de activos no valor de 20 mil milhões de euros por mês, ii) um corte em 10 bp da taxa de depósitos para os -0,5% e a iii) introdução de um programa de *tiering*, que consiste na remuneração a 0% de parte do excesso de liquidez que os bancos europeus têm no BCE (anteriormente -0,4%). Esta última medida irá beneficiar o sector da banca, que tem sofrido com as baixas taxas de juro, pois deixará de pagar por parte do excesso de reservas que tem depositadas junto do BCE.

Na política internacional a incerteza continua elevada, conduzindo a uma contenção no investimento e no consumo, que leva a economia a sofrer e os bancos centrais a porem em prática políticas acomodáticas de forma a evitar uma recessão à escala global.

Começando pelo *Brexit*, em Julho, Boris Johnson foi eleito primeiro-ministro depois de ter ganho as eleições no partido Conservador, tendo como grande objectivo a saída do Reino Unido da Zona Euro a 31 de Outubro, com ou sem acordo. Para tal, em Agosto, Boris Johnson obteve a autorização por parte da Rainha para a suspensão do parlamento de 10 de Setembro até 14 de Outubro, de modo a não dar tempo à oposição para legislar uma medida anti-*Hard Brexit*. Porém, não só a oposição aprovou legislação a evitar um cenário de saída sem acordo, como o Supremo Tribunal Inglês deu razão à oposição e ordenou a abertura do parlamento inglês. Assim, até 17 de Outubro, data do próximo conselho de líderes da União Europeia, o governo inglês deverá propor um novo acordo para o *Brexit* de modo a ser discutido pelos líderes europeus.

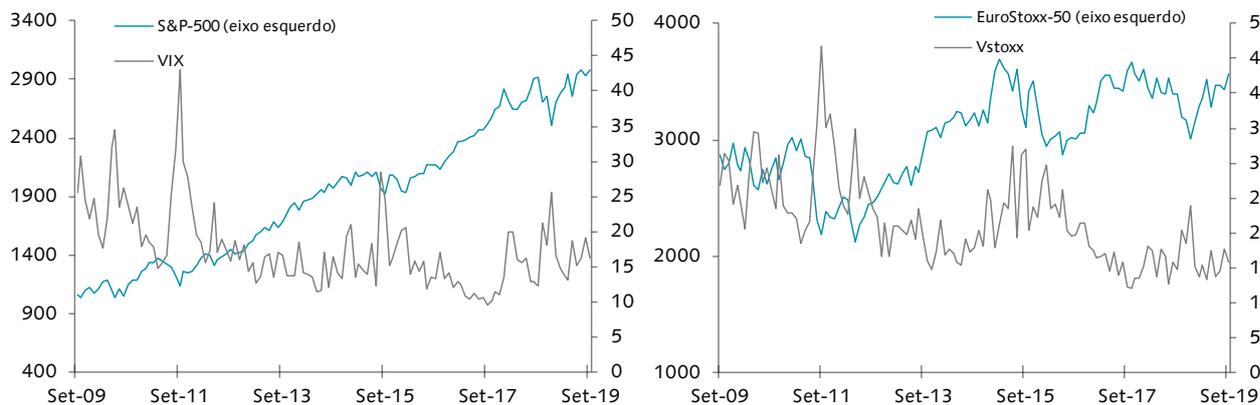
Em relação à Guerra Comercial entre os EUA e a China, as negociações mantêm-se, no mínimo, voláteis com ameaças de escalada de parte a parte, seguidas de medidas de pacificação. Assim, e até ao final de Setembro, ambos os países concordaram em adiar a imposição de tarifas que iriam começar no início de Outubro, até à reunião de alto nível marcada para 10 de Outubro em Washington. Por fim, uma nota para a política interna norte-americana, onde os Democratas iniciaram o processo de *impeachment* (de destituição) do presidente Donald Trump, depois de alegadamente este ter tentado influenciar uma investigação na Ucrânia contra o filho do candidato democrata Joe Biden. Para esta acção ter sucesso é necessário a aprovação de dois terços do Senado e do Congresso norte-americanos, o que parece improvável visto que o Senado é controlado pelo partido Republicano.

Mercados Accionistas

O índice S&P-500 valorizou 1,2% no terceiro trimestre. Na Europa, destaque para a Itália e para a França, com os seus índices a registarem ganhos de 4,1% e 2,5%, respectivamente, no terceiro trimestre.

O terceiro trimestre foi positivo para os principais índices norte-americanos, com os índices S&P-500 e Nasdaq-100 a valorizarem 1,2% e 1%, respectivamente. Em 2019, o índice tecnológico Nasdaq-100 já valorizou 22,4%, enquanto o índice de referência S&P-500 conta com uma subida de 18,7%. Por sua vez, o índice VIX, geralmente utilizado para medir a aversão ao risco dos investidores, terminou o mês de Setembro nos 16,2 pontos, representando uma subida de 8% no trimestre.

Mercados Accionistas versus Volatilidade

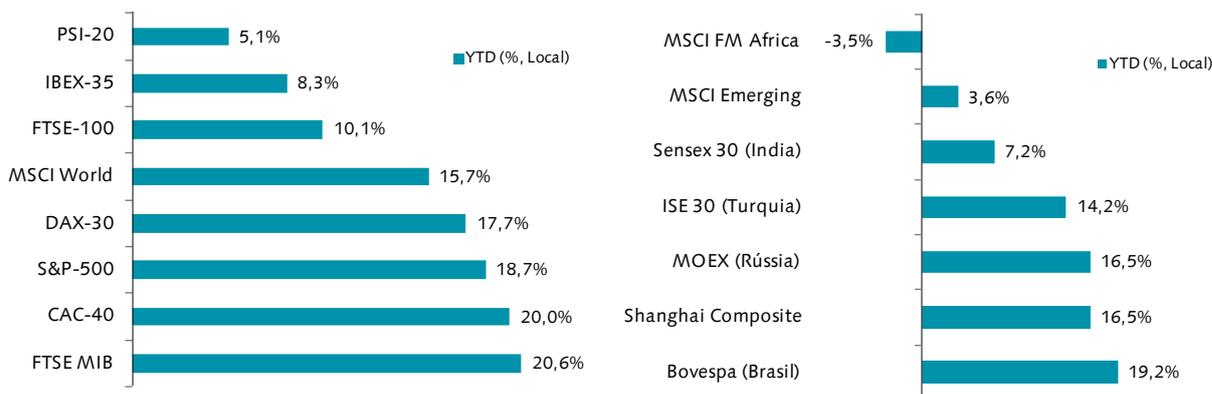


Fonte: Bloomberg.

Na Europa, a data de saída prevista do Reino Unido da União Europeia, 31 de Outubro, aproxima-se e a incerteza mantém-se, pois não existe um acordo assinado entre ambas as partes para uma saída ordenada. O principal tema de discórdia entre a Europa e o Reino Unido prende-se com a fronteira entre a Irlanda e a Irlanda do Norte, com os europeus a defenderem que não haja uma fronteira física entre as duas Irlandas. No Reino Unido, o primeiro-ministro defende uma saída a 31 de Outubro, com ou sem acordo, pressionando os líderes europeus a assinar um acordo que vá de encontro às suas pretensões. Contudo, a postura da Europa mantém-se firme, existindo inclusive vozes a defender uma saída na data prevista havendo ou não acordo. Assim, os próximos dias 17 e 18 de Outubro, datas do próximo conselho de líderes da União Europeia, serão importantes para perceber a resolução deste processo, que teve início em Junho de 2016 e ainda não tem conclusão à vista. Em Itália, no mês de Agosto, o até então primeiro-ministro Giuseppe Conte demitiu-se após o líder do partido Liga do Norte, Matteo Salvini, ter retirado o seu apoio ao governo e ter exigido eleições antecipadas, de modo a tentar capitalizar o bom resultado das eleições europeias de Maio. Todavia, num movimento improvável dadas as divergências entre ambos, o Partido Democrata e o Movimento 5 Estrelas acordaram formar uma coligação e apoiar um novo governo liderado por Giuseppe Conte. Desta forma, evitou-se, por agora, o cenário de novas eleições em Itália, passando Matteo Salvini a ser o líder do maior partido da oposição.

No terceiro trimestre destacaram-se pela positiva os índices italiano FTSE MIB e o francês CAC-40 que valorizaram 4,1% e 2,5%, respectivamente. No extremo oposto ficaram os índices português PSI-20 e o inglês FTSE-100, que perderam 3,2% e 0,2%, respectivamente, no período em análise.

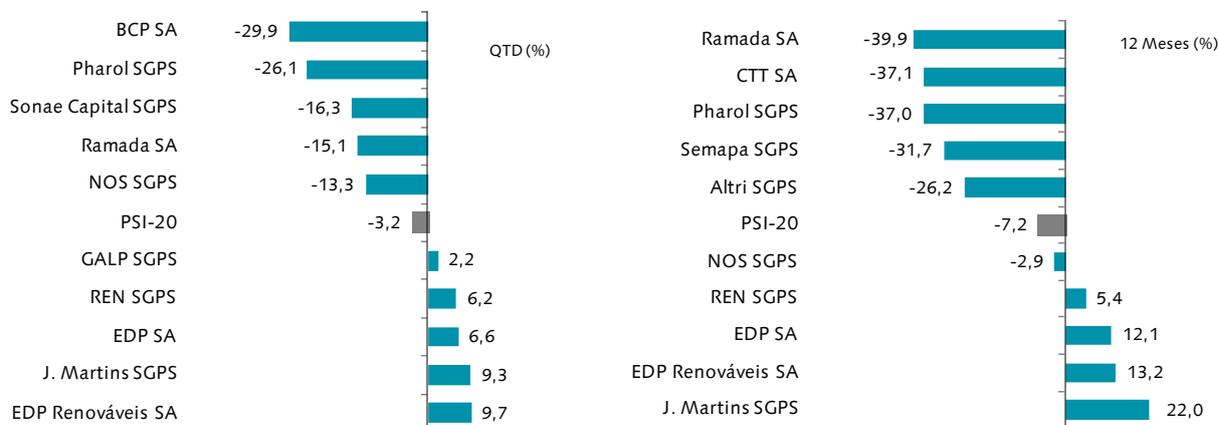
Evolução dos Mercados Accionistas Mundiais



Fonte: Bloomberg.

Em relação aos mercados accionistas emergentes, destaque para as *performances* positivas dos índices turco (BIST-30) e brasileiro (IBOV) que subiram 8,0% e 3,7%, respectivamente, no terceiro trimestre. No extremo oposto, encontram-se os índices chinês (Shanghai Composite) e indiano (Sensex) que caíram 2,5% e 1,8%, respectivamente, no período em análise. Durante o mês de Setembro, o governo indiano liderado por Narendra Modi surpreendeu o mercado com um corte de impostos, de 30% para 22%, para as empresas. As receitas fiscais vão cair em cerca de 20,5 mil milhões de dólares, porém o governo espera que aumente o investimento privado e fomente o crescimento económico.

Maiores e menores subidas do PSI-20.



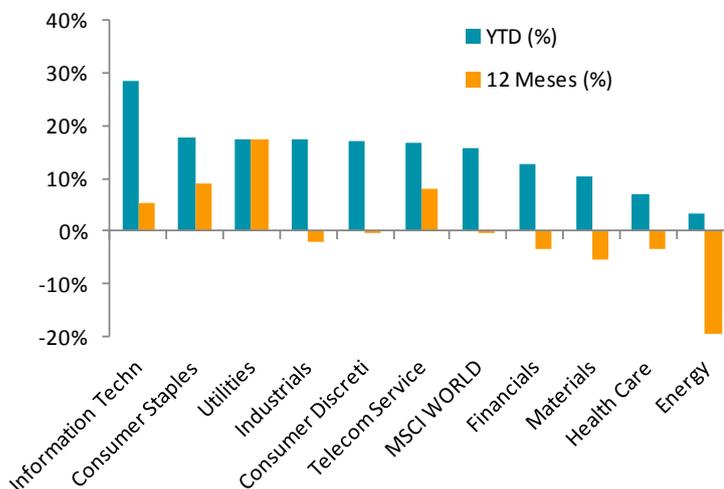
Fonte: Bloomberg.

O índice português PSI-20 perdeu 3,2% no trimestre, terminando o mês de Setembro nos 4.973,8 pontos. No acumulado do ano de 2019, o índice de referência nacional está a valorizar 5,1%. Pela positiva destacaram-se, no terceiro trimestre, as acções da EDP Renováveis (+9,7%), da retalhista Jerónimo Martins (+9,3%) e do Grupo EDP (+6,6%). No extremo oposto encontram-se os títulos do BCP, que caíram 29,9%, da Pharol SGPS (-26,1%) e da Sonae Capital (-16,3%).

No sector dos *media*, o Grupo Cofina acordou com a espanhola Prisa a compra do Grupo Media Capital, por um valor total (*Enterprise Value*) de 255 milhões de euros, valor bastante abaixo dos 440 milhões de euros oferecidos pela Altice em 2017. Para a conclusão do negócio falta a aprovação por parte da Autoridade da Concorrência, bem como o Grupo Cofina completar o processo de aumento de capital de 85 milhões de euros, de acordo com a comunicação da empresa, já em Outubro. De acordo com a empresa portuguesa, e caso seja aprovado o negócio, a operação deve estar completada durante o primeiro trimestre de 2020.

A nível global, o sector das Utilities foi o que registou a maior subida no terceiro trimestre de 2019 (+5,8%), logo seguido dos sectores de Consumo Discricionário e de Tecnologias de Informação, com subidas de 3,5% e 2,0%, respectivamente. Nos últimos doze meses, foi o sector das Utilities que teve a melhor *performance* com uma valorização de 17,3%, logo seguido do sector de Consumo Discricionário com 9,2%. No extremo oposto, encontram-se os sectores de Energia e de Materiais, que caíram 19,6% e 5,3%, respectivamente, nos últimos 12 meses.

Evolução Sectorial (Global)



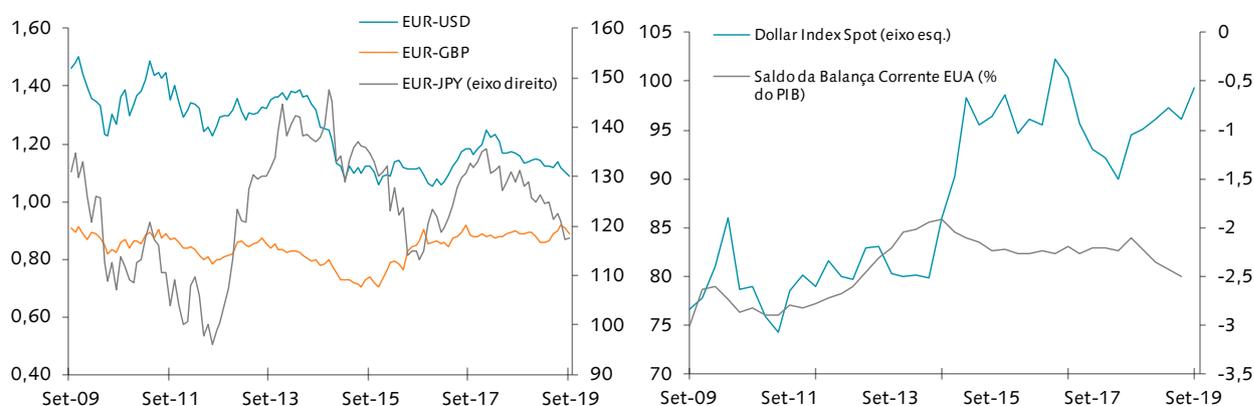
Fonte: Bloomberg, Índices MSCI World. Moeda: USD

Mercados Cambiais

Desde o início do ano, o euro depreciou-se 4,9% face ao dólar.

O par EUR/USD terminou o terceiro trimestre nos 1,0889, com o euro a depreciar 4,3% face ao dólar, no trimestre. Apesar de ambos os bancos centrais terem cortado taxas no terceiro trimestre, o facto de o BCE ter recommençado o programa de compra de activos e de ter voltado a adoptar um discurso e políticas acomodáticas fez com que o euro se tenha depreciado contra o dólar. Em relação à Libra Esterlina (GBP), o EUR/GBP terminou o mês de Setembro nos 0,8857, com o euro a depreciar 1,2% 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 4,1% face ao iene no terceiro trimestre, com o EUR/JPY a terminar o mês de Setembro nos 117,59.

Evolução do Euro e do Dollar Index Spot



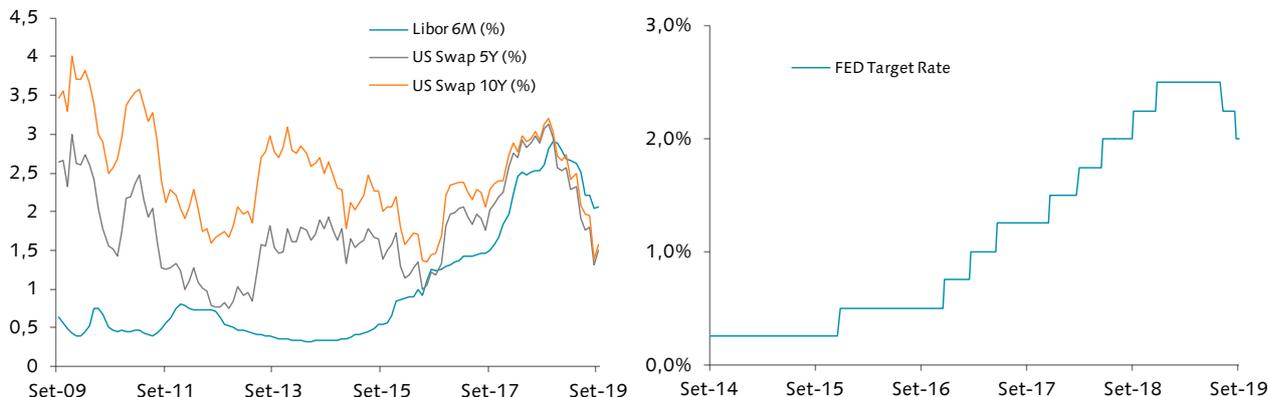
Fonte: Bloomberg.

Taxas de Juro

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

Nos Estados Unidos, a taxa de juro directora baixou para o intervalo entre 1,75% e os 2,00%, menos 0,5% do que no final de Junho devido aos cortes de 25 bp em cada uma das reuniões de Julho e Setembro. À data do presente documento, o mercado desconta mais dois cortes, cada um de 25 bp, nas reuniões de Outubro e Dezembro. Em relação a 2020, o mercado desconta ainda mais um corte de 25 bp, ficando a taxa juro directora no intervalo 1%-1,25%. Assim, as taxas Libor a 3 e a 6 meses caíram 23 e 14 bp no terceiro trimestre, terminando o mês de Setembro nos 2,09% e 2,06%, respectivamente. Em relação às taxas *swap* a 5 e 10 anos, estas caíram 26 e 40 bp durante o período, terminando o terceiro trimestre de 2019 nos 1,50% e nos 1,56%, respectivamente.

Evolução das Taxas de Juro - USD

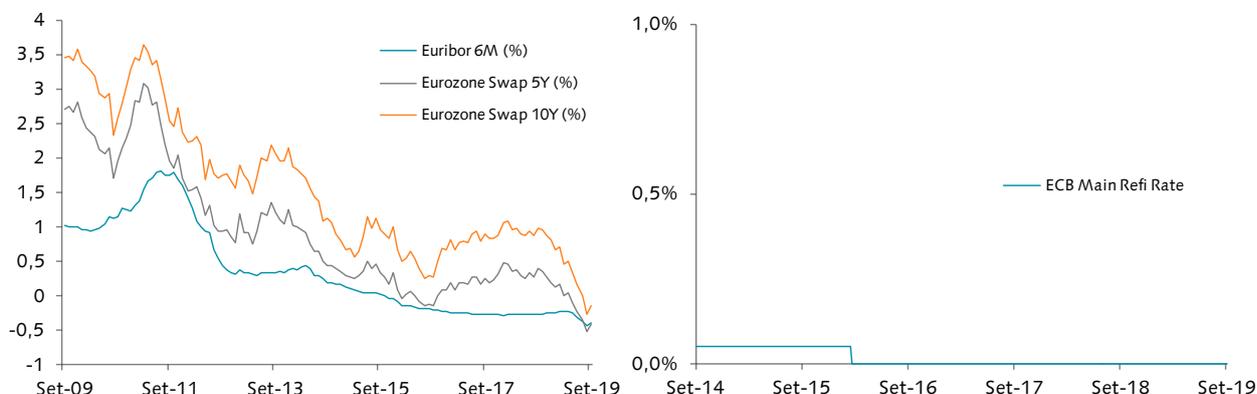


Fonte: Bloomberg.

Na reunião de Setembro do BCE e respectiva conferência de imprensa, última de Mario Draghi enquanto Presidente da instituição, o presidente anunciou i) um novo programa de compra de activos no valor de 20 mil milhões de euros por mês, ii) um corte em 10 bp da taxa de depósitos para os -0,5% e a iii) introdução de um programa de *tiering*, que consiste na remuneração a 0% de parte do excesso de liquidez que os bancos europeus têm no BCE (anteriormente -0,4%). Assim, o sector da banca, que tem sofrido com a política de baixas taxas de juro, conseguirá melhorar a sua rentabilidade pois deixará de pagar por parte do excesso de reservas que tem depositadas junto do BCE.

No que toca ao mercado monetário, a taxa Euribor a 6 meses fixou-se nos -0,386%, caindo 8 bp no trimestre. Nos prazos mais longos, as taxas *swap* a 5 anos e a 10 anos caíram 18 e 33 bp durante o período, terminando o mês de Setembro nos -0,41% e nos -0,15%, respectivamente.

Evolução das Taxas de Juro - EUR



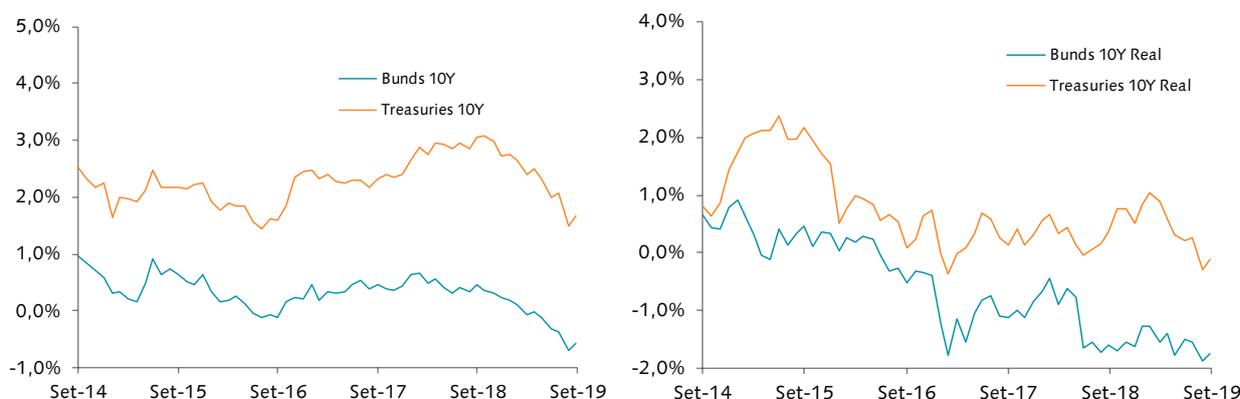
Fonte: Bloomberg.

Dívida Pública

Nos EUA, as *yields* dos Treasuries a 10 anos terminaram o mês de Setembro nos 1,66%, menos 34 bp do que no final de Junho e menos 102 bp do que no final de 2018. Por sua vez, os Treasuries a 2 anos terminaram o terceiro trimestre nos 1,62%, menos 13 bp que no final de Junho. Assim, a diferença entre as duas maturidades encontrava-se no final de Setembro nos 0,04%, caindo 21 bp no terceiro trimestre. Durante o final do mês de Agosto e o início de Setembro, a inclinação da curva, medida pela diferença entre as *yields* dos 10 e 2 anos terminou negativa. A inversão da curva (diferencial negativo) é um sinal importante a ter em conta pois, historicamente, costuma ser seguida de uma recessão económica. Todavia é importante referir que tal facto não passa ao lado da Reserva Federal que, de forma preventiva, está a cortar a taxa directora de forma a dinamizar a economia norte-americana e a evitar que a mesma entre em recessão.

Na Europa, a *yield* dos Bunds a 10 anos terminaram o mês de Setembro nos -0,571%, menos 24 bp do que no final de Junho. Face ao final do ano de 2018, a *yield* dos 10 anos alemães caiu 81 bp desde os 0,242%. Tanto a dívida pública alemã, como a dívida pública norte-americana são vistas como activos refúgio, o que faz com que a sua procura aumente em alturas de maior incerteza e volatilidade dos mercados financeiros. Deste modo, os receios de um abrandamento económico global levaram a uma queda generalizada das *yields* destes dois países.

Dívida Pública core – yields a 10 anos



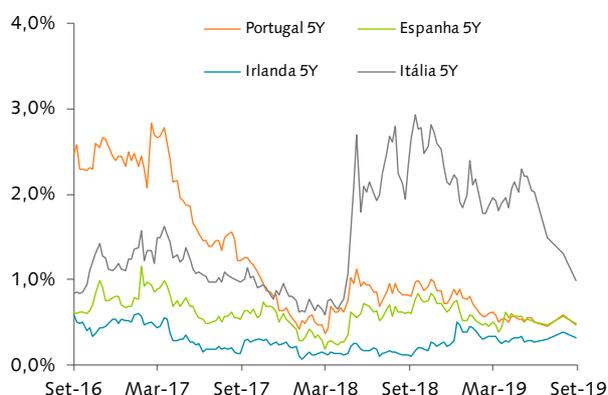
Fonte: Bloomberg.

No que toca à dívida periférica, o terceiro trimestre foi mais um período positivo para a mesma. No caso de Portugal, a *yield* a 10 anos terminou o mês de Setembro nos 0,161%, menos 32 bp do que no final de Junho. Em termos relativos, no prazo dos 10 anos, a *yield* portuguesa viu a sua diferença diminuir em 7 bp face à *yield* espanhola para os 0,02%, enquanto face à Alemanha o *spread* também caiu 7 bp para os 0,73%.

Os melhores *performers* neste trimestre foram Itália e Grécia, que viram as suas *yields* a 10 anos caírem 128 bp e 110 bp, respectivamente, para os 0,822% e 1,347%. No caso grego, a recuperação da economia aliada a um governo de direita pró-mercado (eleito no passado mês de Julho), foram factores que contribuíram para a boa *performance* da dívida grega. No caso italiano, a resolução da crise política com a entrada do Partido Democrático na solução governativa levou a uma diminuição da incerteza em torno do futuro do país e, por conseguinte, a uma queda das *yields* em todos os prazos.

Zona Euro

Spreads relativamente à Alemanha



Spread a 10 anos entre Portugal e Espanha

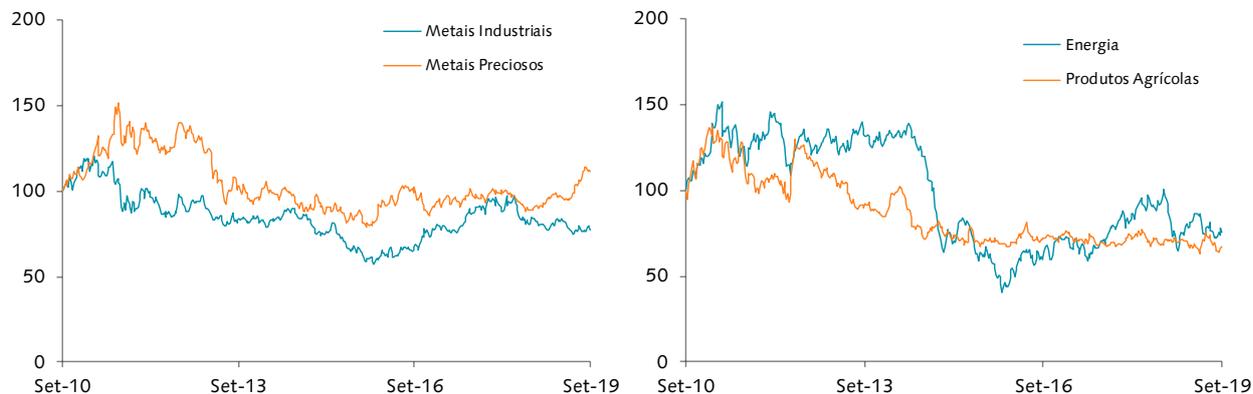


Fonte: Bloomberg.

Matérias-Primas

As matérias-primas registaram, em média, uma desvalorização de 5,1% no terceiro trimestre de 2019, medido pelo índice S&P GSCI (em USD). Desde o início de 2019, os preços das matérias-primas estão a subir, em média, 7,8%. O mês de Setembro ficou marcado pelo ataque com drones, reivindicado pelos rebeldes Houthi no Iêmen, a 2 campos petrolíferos na Arábia Saudita, maior produtor mundial, o que levou a uma forte subida do preço do petróleo (Crude Oil WTI subiu 14,7% na segunda-feira seguinte). Todavia, o movimento de subida não foi duradouro pois a Arábia Saudita comunicou que o tempo de recuperação dos referidos campos será menor do que o inicialmente previsto. Assim, o preço do barril de petróleo (medido pelo Crude Oil WTI) caiu 7,5% no terceiro trimestre, estando, contudo, a subir 19% no ano. Por fim, tanto os metais industriais como os bens agrícolas registaram quedas no trimestre agora findo, na ordem dos 0,3% e dos 5,8%, respectivamente. No que toca aos metais preciosos, estes subiram 4,8% no terceiro trimestre.

Evolução das *Commodities*



Fonte: Bloomberg. Base 100, em USD.

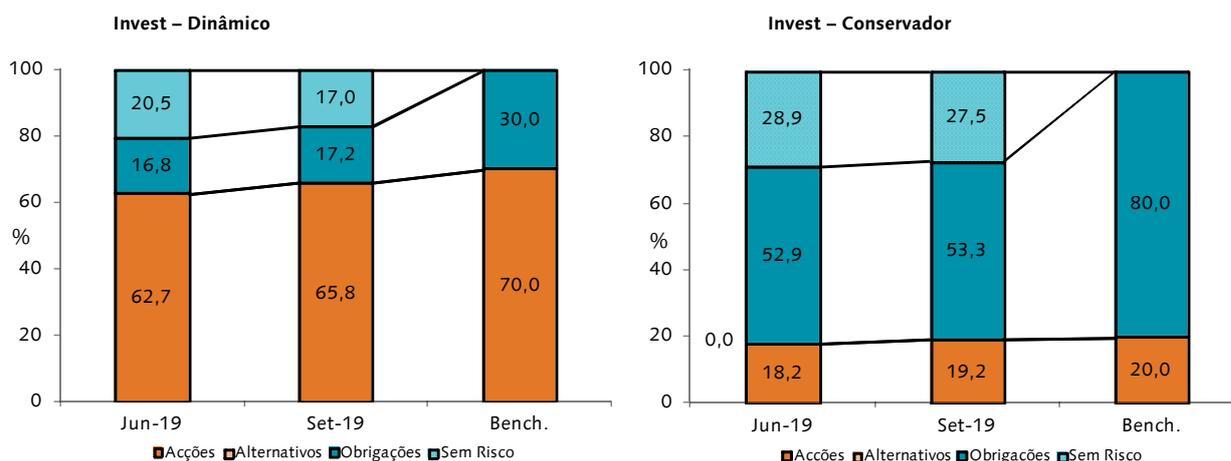
José Pedroso
 Redigido em 7 de Outubro de 2019

Alocação de Activos

A economia mundial está a abrandar mas os bancos centrais estão, preventivamente, a baixar as taxas de juro, na expectativa que tais cortes conjugados com outras medidas de estímulo monetário permitam uma estabilização das condições económicas. Neste contexto, nos mercados financeiros, persiste a aparente contradição entre os mercados obrigacionistas e os accionistas – nos primeiros as *yields* de dívida pública caíram para mínimos, descontando uma desaceleração económica abrupta, enquanto os principais índices accionistas registam valorizações significativas, apesar da deterioração das respectivas métricas de avaliação. Ou seja, apesar dos receios quanto a uma recessão económica, as acções continuam suportadas pela recente descida das taxas de juro e das *yields* das obrigações de dívida pública.

Neste contexto, a Alocação de Activos recomendada inicia o quarto trimestre *underweight*, tanto em Acções como em Obrigações, e *overweight* em Liquidez, e sem grandes alterações relativamente ao final de Junho passado.

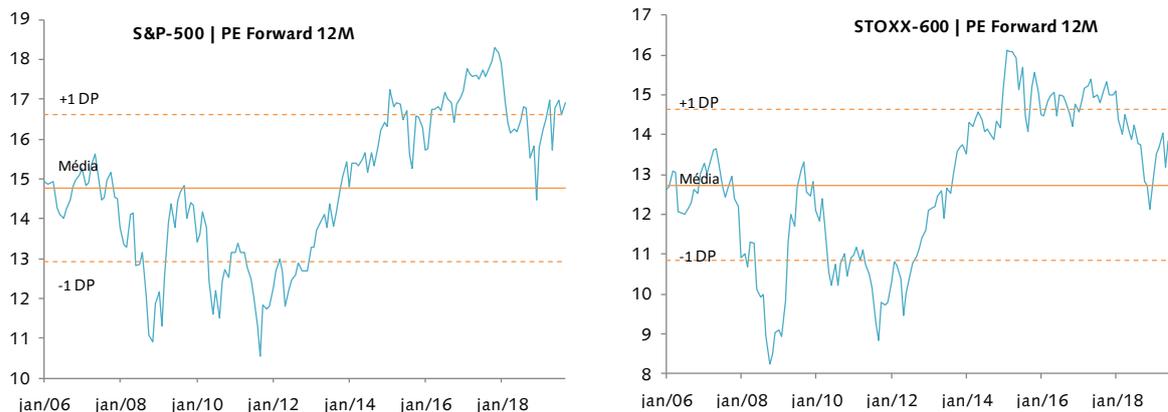
Alocação de Activos



Fonte: Banco Invest, Gestão de Activos.

Entre os mercados accionistas, o norte-americano continua a registar as avaliações mais altas, quer em termos absolutos, históricos e relativos, quando comparadas com os congéneres europeus. Com efeito, o índice S&P-500 transacciona com um múltiplo de 16,5x os resultados esperados para os próximos doze meses (*price-earnings forward 12m*), mais de um desvio-padrão acima da média dos últimos 13 anos e bem acima do múltiplo de 13,9x do índice europeu Stoxx-600. Por outro lado, em termos relativos, quando comparadas com as *yields* de dívida pública, o *equity risk premium* das acções norte-americanas encontra-se praticamente na média dos últimos 13 anos, enquanto na Europa este indicador se situa mais de 1 desvio-padrão acima da média, no mesmo período. Ou seja, os mercados europeus continuam com avaliações mais interessantes, ainda que resultantes do maior prémio de risco exigido pelos investidores.

Price-to-Earnings Ratio

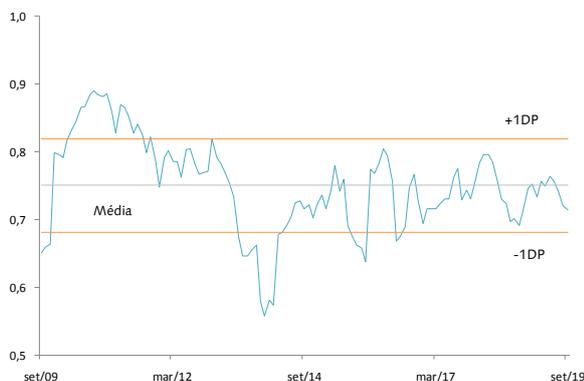


Fonte: Bloomberg. Banco Invest.

Por sua vez, mantemos a posição de *overweight* nos mercados emergentes, tanto em acções como em obrigações. Entre as primeiras, a preferência mantém-se pelos mercados asiáticos, onde o crescimento económico permanece muito acima da média global e as avaliações registam descontos consideráveis face aos congéneres desenvolvidos. Com efeito, o índice MSCI Emerging transacciona com um *price-earnings (forward 12m)* de 12,9x, que compara com o rácio de 16,2x do índice MSCI World. Relativamente à dívida, mantemos a preferência pelas moedas locais, suportada por *spreads* acima da média histórica e pela possibilidade destas moedas poderem beneficiar com a descida das taxas de juro pela FED.

Acções Emergentes vs Desenvolvidas

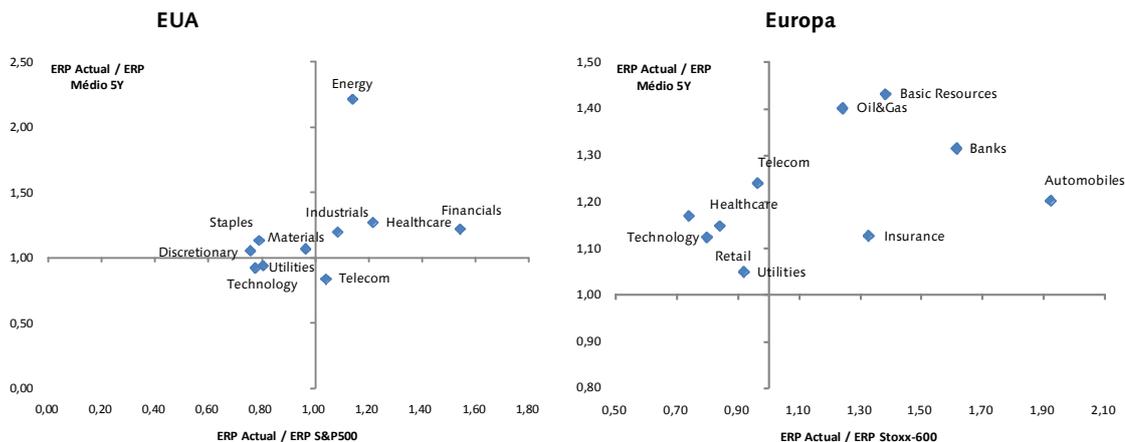
Rácio entre o *Price-Earnings* dos índices MSCI Emerging e MSCI World



Fonte: Bloomberg. Banco Invest.

Sectorialmente, mantemos os *overweights* nos sectores farmacêutico, segurança e tecnologia, através de índices e fundos globais. Na nossa opinião, estes sectores permitem exposição a alguns dos principais temas e tendências que dominarão os próximos anos, como o envelhecimento da população, a segurança, desde das pessoas aos Estados, passando pela segurança das 'coisas', e a disrupção tecnológica. O sector financeiro apresenta igualmente avaliações atractivas, mas o actual cenário regulatório e as taxas de juro negativas continuam a impedir o *repricing*, pelo que mantemos uma posição neutral.

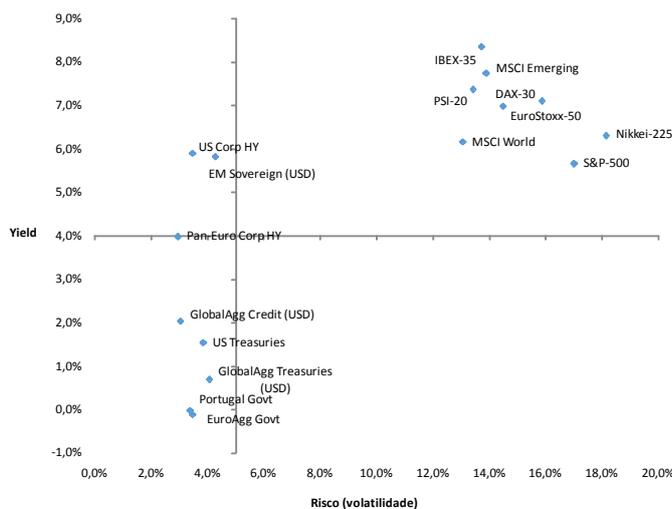
Radar sectorial



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

Na componente obrigacionista, mantemos a posição em US Treasuries, enquanto instrumento de cobertura de risco, num panorama de abrandamento económico global e baixa inflação, e reduzimos a exposição a dívida privada High Yield e Híbrida, por contrapartida de Liquidez. Apesar da baixa rendibilidade actual da Liquidez, esta redução visa diminuir a correlação com a Acções e, por conseguinte, a volatilidade total das Carteiras, num cenário de *spreads* de crédito muito baixos historicamente e abrandamento económico global sincronizado. Ou seja, na nossa opinião, entre as classes de activos com risco, em termos relativos as Acções oferecem mais valor do que o High Yield, pelo que mantemos a exposição às primeiras e reduzimos as segundas, aumentando a Liquidez para conter a volatilidade das Carteiras e poder aproveitar uma eventual correcção para reentrar nos mercados.

Yields e Volatilidade

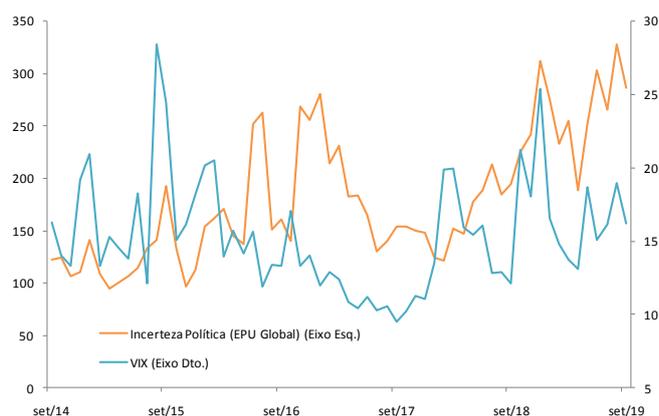


Fonte: Bloomberg. Banco Invest.

Concluindo, a economia mundial está a abrandar e persistem vários factores de incerteza. Apesar de os principais organismos oficiais não anteciparem uma recessão económica eminente, a maioria dos riscos são no sentido desfavorável, desde a possibilidade de não acordo quanto à forma do *Brexit* à escalada da guerra comercial entre os Estados-Unidos e a China, passando pelo aumento da tensão política no Médio Oriente.

Deste modo, na nossa opinião, faz sentido reduzir o risco nas Carteiras, realizando parte dos ganhos acumulados na recuperação dos últimos meses. As avaliações dos mercados accionistas não estão elevadas, muito pelo contrário na Europa e nos mercados Emergentes, e continuam suportadas pelas baixas *yields* das alternativas, mas a volatilidade permanece relativamente baixa, com os mercados aparentemente confortáveis com a incerteza reinante. Numa altura em que os investidores têm sido 'empurrados' para activos com mais risco na procura por rendibilidades superiores, uma súbita mudança do sentimento, derivada por uma deterioração das condições económicas, poderá despoletar um aumento da volatilidade. Neste cenário, a Liquidez revelar-se-á útil, não só para conter a volatilidade das Carteiras como para aproveitar para reforçar posições a preços mais atractivos.

Volatilidade e Incerteza Política



Fonte: Bloomberg. Banco Invest.

Paulo Monteiro

Redigido em 7 de Outubro 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.