

Outlook para 2019

Gestão de Activos

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

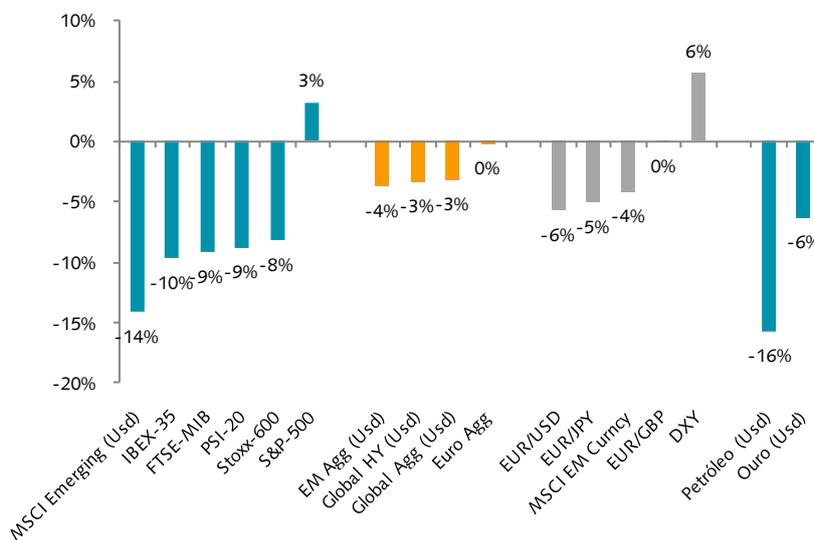
Raúl Póvoa
raul.povoa@bancoinvest.pt
 Telf.: 21 383 56 18

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

As quedas registadas nos últimos dois meses vieram relembrar os investidores dos desafios que se perspectivam em 2019. A longevidade do ciclo económico, as guerras comerciais, o Brexit, o braço de ferro entre a Itália e a Comissão Europeia, conjugados com a subida das taxas de juro e das yields, são riscos que continuarão no radar dos investidores no próximo ano. Agora que os bancos centrais começam a normalizar as políticas monetárias e que a maré da liquidez começa a baixar, a volatilidade regressou aos mercados financeiros, sublinhando a importância da diversificação e da gestão de risco.

Na nossa opinião, a volatilidade irá manter-se elevada e os retornos serão inferiores aos registados nos últimos anos, mas positivos. A economia mundial, apesar da desaceleração esperada, continua a crescer, assim como os resultados das empresas, após o forte impulso deste ano. O esperado abrandamento da economia norte-americana, uma vez diluído o impacto dos estímulos fiscais deste ano, poderá significar o fim da subida das taxas de juro pela Reserva Federal (FED), um dólar mais fraco e a recuperação dos mercados emergentes, em 2019.

Rendibilidades em 2018



Fonte: Bloomberg. Rendibilidades até 30-Nov-18

Índice:

Banco Invest, SA
www.bancoinvest.pt

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

Outlook para 2019

"After all, you only find out who is swimming naked when the tide goes out."

Warren Buffett

As quedas registadas nos últimos dois meses vieram lembrar os investidores dos desafios que se perspectivam em 2019. A longevidade do ciclo económico, as guerras comerciais, o Brexit, o braço de ferro entre a Itália e a Comissão Europeia, conjugados com a subida das taxas de juro e das yields, são riscos que continuarão no radar dos investidores no próximo ano. Agora que os bancos centrais começam a normalizar as políticas monetárias e que a *maré da liquidez começa a baixar*, a volatilidade regressou aos mercados financeiros, sublinhando a importância da diversificação e da gestão de risco.

Significa isto que uma correcção maior estará iminente nos mercados accionistas?

Na nossa opinião, a volatilidade irá manter-se elevada e os retornos serão inferiores aos registados nos últimos anos, mas positivos. A economia mundial, apesar da desaceleração esperada, continua a crescer, assim como os resultados das empresas, após o forte impulso deste ano. O esperado abrandamento da economia norte-americana, uma vez diluído o impacto dos estímulos fiscais deste ano, poderá significar o fim da subida das taxas de juro pela Reserva Federal (FED), um dólar mais fraco e a recuperação dos mercados emergentes, em 2019.

Cenário macroeconómico e taxas de juro

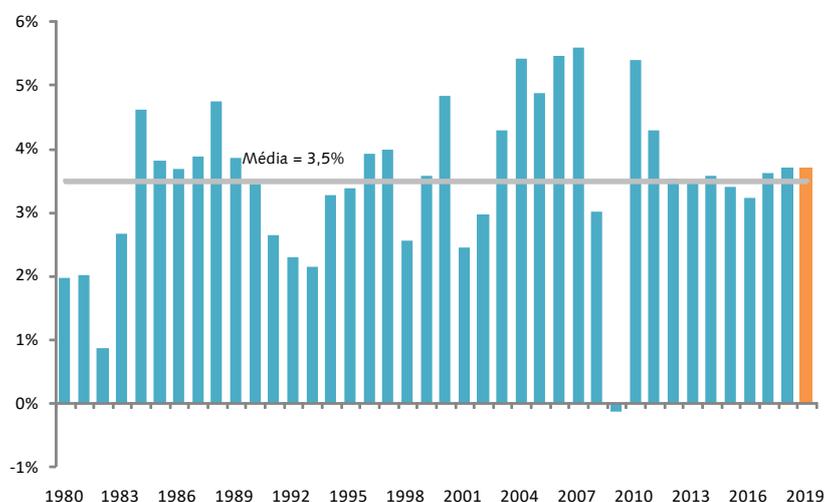
De acordo com as últimas estimativas oficiais, o crescimento da economia mundial deverá abrandar, dos 3,7% este ano, para os 3,5%, em 2019, em linha com a média de longo prazo. Nos últimos meses estas estimativas foram sendo revistas em baixa, consequência, sobretudo, dos efeitos negativos provocados pelas tarifas comerciais impostas pelos Estados-Unidos sobre as importações chinesas e os receios de uma escalada do proteccionismo económico e diminuição do comércio internacional, sendo consensual que todos têm a perder em caso de uma guerra comercial.

Nos **Estados-Unidos**, o Produto Interno Bruto (PIB) deverá crescer 2,6% em 2019, menos 0,3 pp em relação a este ano, à medida que os efeitos dos estímulos fiscais começam a diminuir. A FED deverá concluir a subida das taxas de juro, num processo que se espera continuar de forma gradual, mantendo, contudo, as taxas de juro reais em níveis historicamente muito baixos. Ou seja, as condições monetárias permanecem ainda favoráveis ao investimento e ao crescimento. Por outro lado, o consumo continua suportado pelo baixo nível de desemprego e pela recuperação dos salários.

A taxa de inflação termina 2018 nos 2,5%, mais 0,4 pp do que no início do ano, mas abaixo dos 2,9% registados durante o Verão. Para 2019 a taxa de inflação é esperada permanecer relativamente estável nos 2,4%-2,5%. Uma subida inesperada e persistente desta variável poderá forçar a FED a aumentar as taxas de juro mais do que actualmente esperado (duas subidas em 2019), penalizando, em última análise, o crescimento económico.

Previsões de crescimento do PIB

	FMI		OCDE		CE		Média	
	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019
Estados-Unidos	2,9%	2,5%	2,9%	2,7%	2,9%	2,6%	2,9%	2,6%
Zona Euro	2,0%	1,9%	1,9%	1,8%	2,1%	1,9%	2,0%	1,9%
Alemanha	1,9%	1,9%	1,6%	1,6%	1,7%	1,8%	1,7%	1,8%
Espanha	2,7%	2,2%	2,6%	2,2%	2,6%	2,2%	2,6%	2,2%
Portugal	2,3%	1,8%	2,2%	2,1%	2,2%	1,8%	2,2%	1,9%
Japão	1,1%	0,9%	0,9%	1,0%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%
Reino-Unido	1,4%	1,5%	1,3%	1,4%	1,3%	1,2%	1,3%	1,4%
Economias Emergentes	4,7%	4,7%					4,7%	4,7%
Brasil	1,4%	2,4%	1,2%	2,1%	1,1%	1,9%	1,2%	2,1%
Rússia	1,7%	1,8%	1,6%	1,5%	1,7%	1,6%	1,7%	1,6%
India	7,3%	7,4%	7,5%	7,3%	7,4%	7,5%	7,4%	7,4%
China	6,6%	6,2%	6,6%	6,3%	6,6%	6,2%	6,6%	6,2%
Mundo	3,7%	3,7%	3,7%	3,5%	3,7%	3,5%	3,7%	3,6%



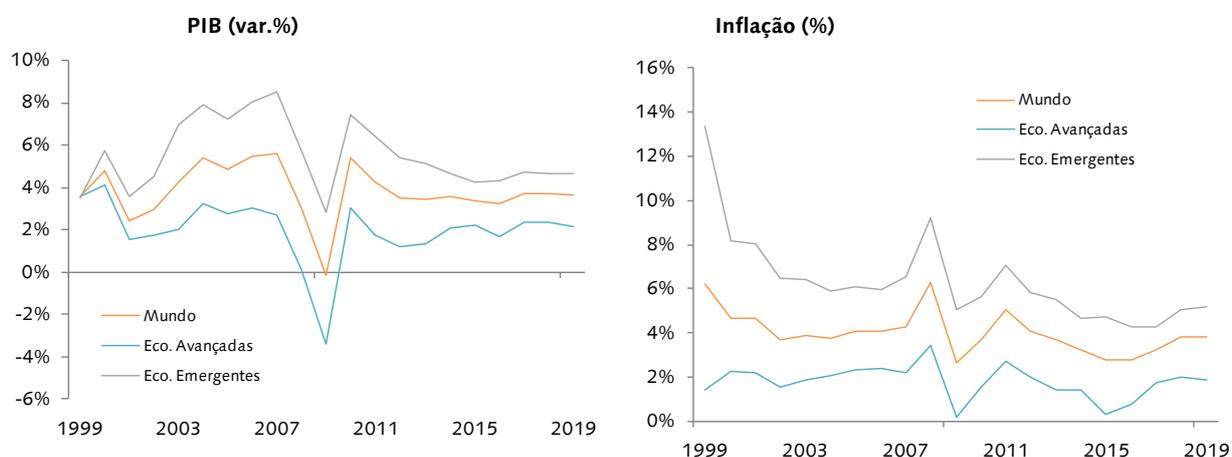
Fonte: FMI (Outubro 2018), OCDE (Novembro 2018) e Comissão Europeia (Novembro 2018)

Também na **Zona Euro** o crescimento do consumo parece relativamente bem suportado pela recuperação do mercado de trabalho e do investimento. De acordo com as mais recentes previsões, 2019 será o sexto ano consecutivo de crescimento, com uma variação de 1,9%. A procura doméstica continua a suportar o crescimento, reflectindo a diminuição da taxa de desemprego e a ligeira recuperação dos salários. Adicionalmente, o investimento continua a beneficiar de condições financeiras favoráveis, mesmo assumindo a normalização gradual da

política monetária ao longo do próximo ano. Com efeito, o Banco Central Europeu, que no final deste ano terminará o programa de estímulos monetários, sinalizou a possibilidade de iniciar a normalização das taxas de juros no final de 2019, assim a evolução da economia o justifique.

Contudo, vários riscos persistem. Nos últimos meses os indicadores de confiança têm diminuído, minados pela incerteza política em Itália, pelo desfecho ainda imprevisível do Brexit e pela diminuição do comércio internacional. Acresce que as próximas eleições para o Parlamento Europeu, em Maio de 2019, poderão dar nova visibilidade aos partidos populistas, despoletando novas crises existencialistas.

Economias Avançadas vs Emergentes



Fonte: Bloomberg, FMI.

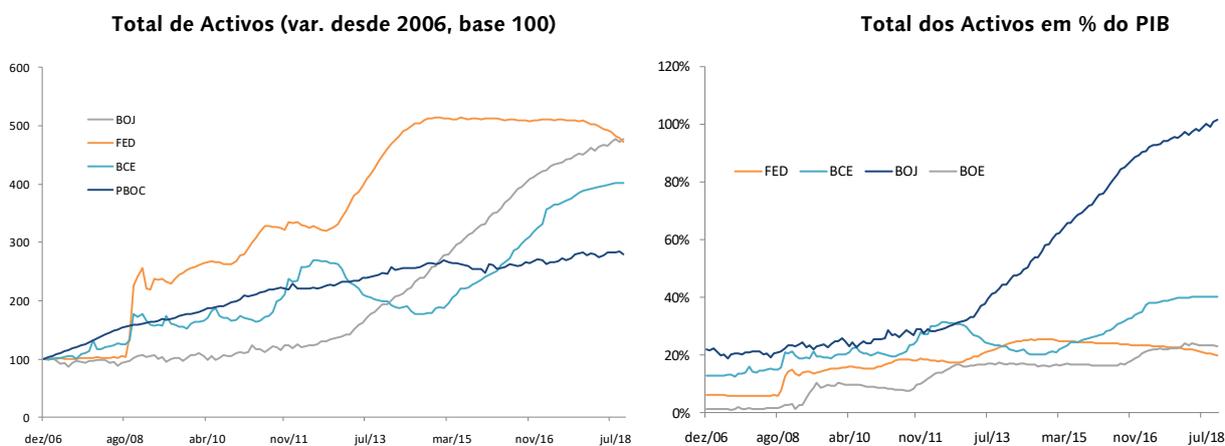
As **economias emergentes** e em desenvolvimento, de acordo com as últimas estimativas do FMI, deverão crescer, em média, 4,7% em 2019. A dispersão entre estes países permanece, contudo, elevada. A China é esperada continuar a abrandar, dos 6,6% para os 6,2%, enquanto a Índia manterá o crescimento nos 7,4%, em 2019. A economia brasileira é esperada acelerar, dos 1,2% deste ano, para os 2,1% no próximo. Por sua vez, na Rússia o PIB é esperado manter o ritmo de crescimento na ordem dos 1,8%.

Um dos focos de preocupação nos últimos meses tem sido a desaceleração da economia chinesa, na base da qual estão dois principais factores. Em primeiro lugar, o crescimento do crédito tem vindo a abrandar, diminuindo o crescimento da procura interna. Nos últimos anos o endividamento aumentou bastante (por exemplo, no primeiro trimestre de 2018, a dívida das famílias ascendia a cerca de 49% do PIB, o que compara com 29% de média entre 2006 e 2018), pelo que as autoridades têm procurado conter o seu crescimento para níveis mais sustentáveis.

Em segundo lugar, os receios quanto à guerra comercial com os Estados- Unidos pesaram sobre o sentimento dos investidores e mercados accionistas, exacerbando a diminuição da procura doméstica.

Porém, as políticas monetária e fiscal dispõem de folga para suportar a economia: o banco central chinês (PBOC) cortou as reservas exigidas aos grandes bancos de 17% para 14,5%, o Renminbi depreciou cerca de 7% face ao USD e a despesa pública deve aumentar nos próximos meses.

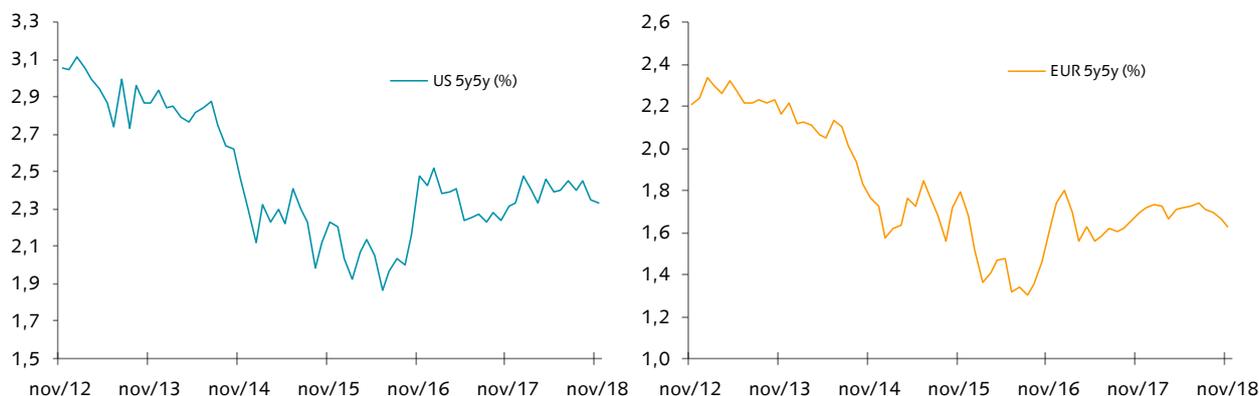
Bancos Centrais



Fonte: Bloomberg. Moeda local.

Concluindo, a economia mundial é esperada abrandar ligeiramente em 2019, mas permanece relativamente robusta, com um crescimento em linha com a média de longo prazo. Apesar dos riscos que persistem, nomeadamente a incerteza política na Europa e as guerras comerciais, as condições monetárias continuam globalmente benignas para o crescimento, incluindo nos Estados- Unidos, onde as taxas de juro reais situam-se perto do zero. A evolução da taxa de inflação será crucial para definir a acção dos bancos centrais. Nas economias avançadas, a inflação é esperada manter-se em tornos dos 2% e, nas economias emergentes aumentar 0,2 pp, para os 5,2%, em 2019. Uma subida inesperada e persistente, em especial nos Estados- Unidos, obrigará a FED a rever a sua actual postura *dovish*, aumentando as taxas de juro mais do que o actualmente descontado pelos mercados, impactando negativamente os mercados financeiros em geral, e os emergentes, em particular.

Expectativa para a Taxa de Inflação



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

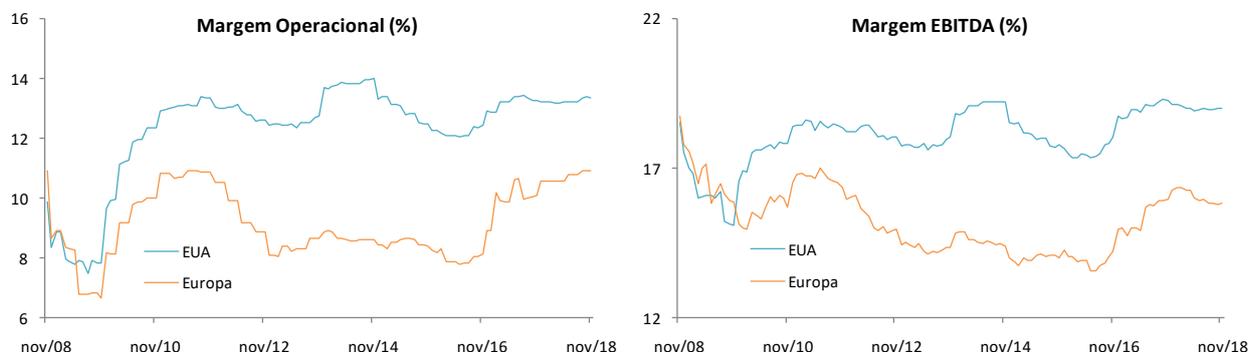
Alocação de Activos

O ano de 2018 ficou marcado pelo regresso da volatilidade aos mercados financeiros. Na origem da turbulência estiveram os receios quanto à subida da taxa de inflação e à escalada da guerra comercial entre os Estados- Unidos e a China. No meio deste conflito estratégico, mais do que económico, estão a Europa e outros parceiros comerciais. Apesar dos objectivos declarados pelos Estados- Unidos serem diminuir o défice comercial com a China e parar com a transferência forçada de tecnologia, em causa está, sobretudo, a manutenção da liderança estratégica global, que sentem ameaçada. Todos estes temas e incertezas irão manter-se em 2019, condicionando a evolução dos mercados.

Um menor crescimento económico irá colocar pressão sobre as margens de lucro das empresas e, conseqüentemente, sobre os mercados accionistas e de dívida privada. Porém, na nossa opinião, as avaliações das Acções e os spreads da Dívida Privada já descontam grande parte deste risco, como resultado das correcções ocorridas após o Verão deste ano.

Os **resultados das empresas** recuperaram significativamente em 2018, com crescimentos de 22% e 20% nos Estados- Unidos e Europa, respectivamente, o que conjugado com as recentes quedas das cotações tornaram as avaliações das Acções mais atractivas, em termos históricos e relativos, quando comparadas com os activos de menor risco, como a Dívida Pública. Tanto ou mais importante que os resultados, as margens e o cash-flow operacionais permanecem robustos nos Estados- Unidos, e em recuperação na Europa, num contexto de crescimento saudável das vendas. Com efeito, até Outubro, 90% das empresas do índice S&P-500 registam crescimento de vendas este ano, o que compara com 69% de média nos últimos dez anos, e um mínimo e 36%, em 2009, de acordo com o Economist.

Recuperação dos Resultados na Europa

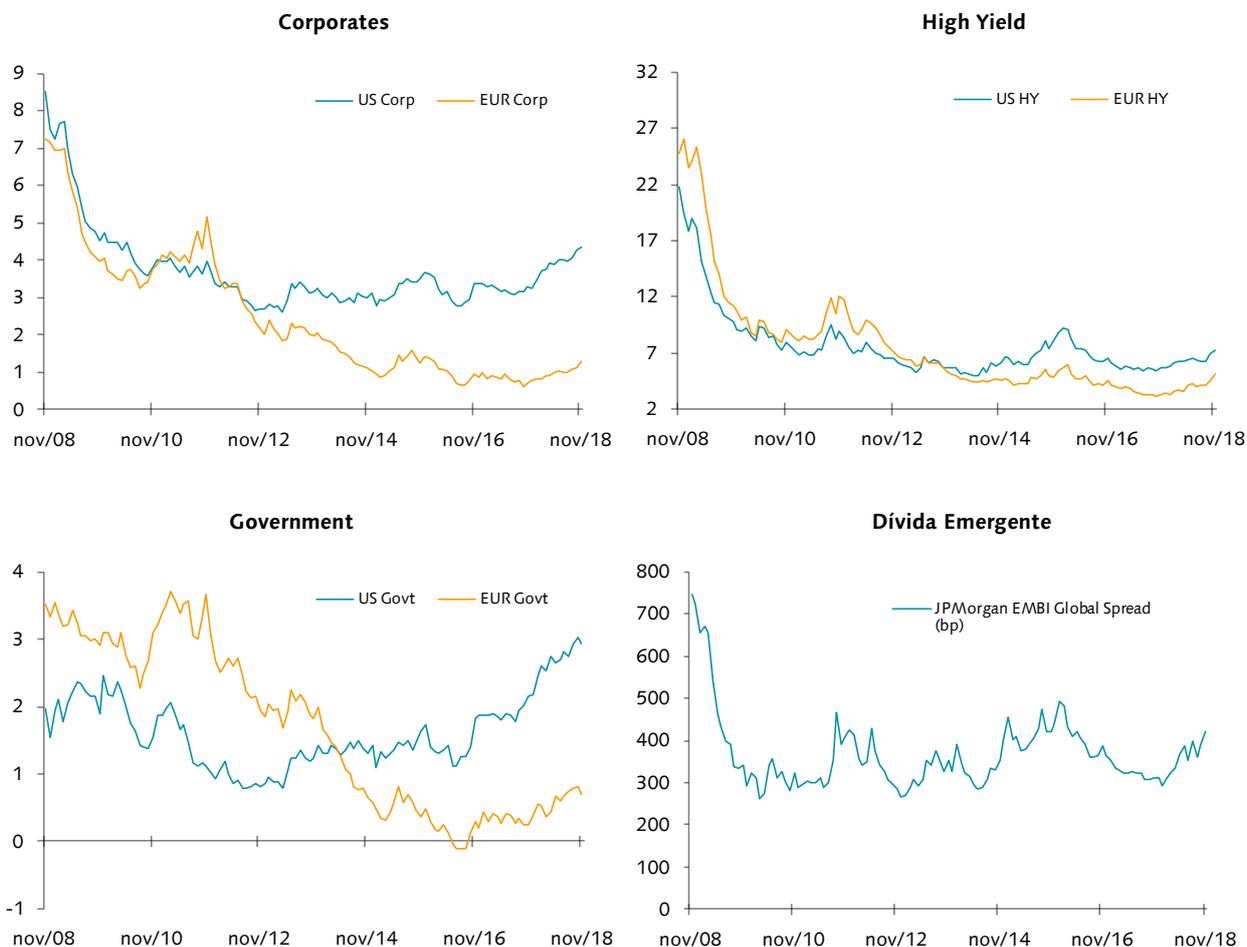


Fonte: Bloomberg.

Por sua vez, a turbulência dos mercados accionistas traduziu-se no aumento generalizado dos **spreads de crédito**, para o qual também não foi alheia, na Europa, a crise provocada pelo braço de ferro entre o novo governo italiano e a Comissão Europeia, quanto ao orçamento para 2019, e que provocou uma acentuada subida das yields da dívida soberana italiana. Deste modo, 2019 começa com os referidos spreads de crédito em níveis mais interessantes, ligeiramente acima da média dos últimos seis anos. Assim, num cenário de resultados das empresas robustos, taxas de juro e taxas de default ainda baixas, mantemos alguma exposição a esta classe de activos, em particular ao **High Yield**.

Em termos de Dívida Pública, a recente subida das yields dos **Treasuries norte-americanos** abre a oportunidade para adicionar alguma protecção às Carteiras, útil para o caso da economia abrandar mais do que o esperado. Considerando o crescimento do PIB nominal esperado e a relação histórica entre este e as yields a 10 anos dos Treasuries, é nossa opinião que as últimas começam a oferecer valor acima dos 3%, não devendo ultrapassar os 3,5%, no contexto de crescimento e inflação moderados para o próximo ano.

Para investidores com menor aversão ao risco, a **Dívida Emergente** pode ser uma alternativa interessante de diversificação, em especial em moeda local, após as fortes correcções registadas durante este ano em algumas moedas emergentes.

Yields das Obrigações (%)

Fonte: Bloomberg. Índices Barclays Aggregate (Corp, HY, Govt).

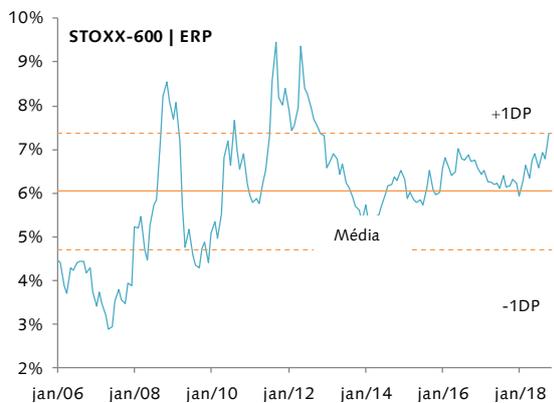
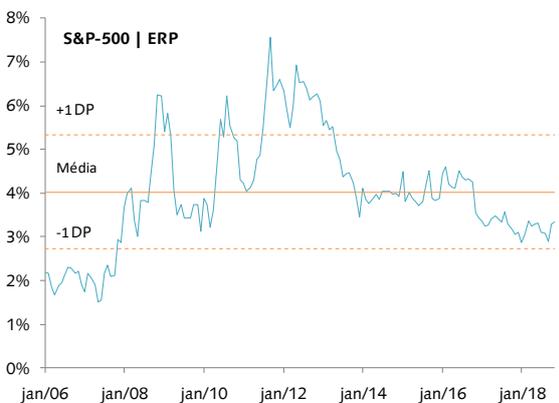
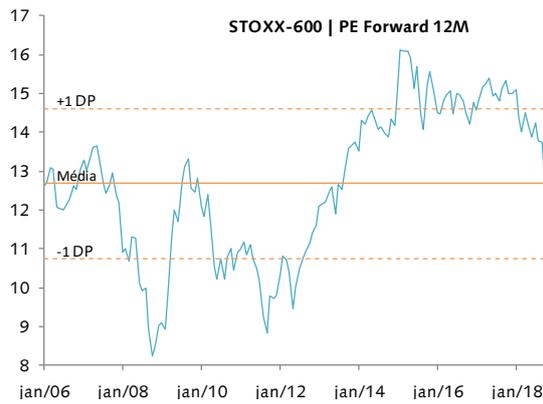
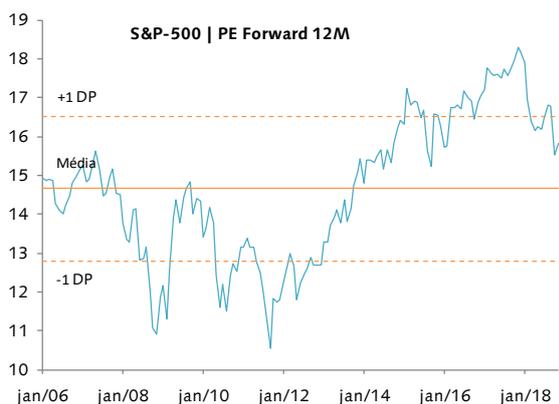
Tal como referido atrás, as avaliações dos mercados accionistas melhoraram de forma assinalável nos últimos meses, após as quedas de Outubro último. Após vários anos de valorizações das bolsas muito acima do crescimento de resultados das empresas, originando a designada expansão de múltiplos, em 2018, pelo contrário, a correção dos mercados conjugada com o crescimento de resultados permitiu uma melhoria significativa das principais métricas de avaliação. Nos **Estados-Unidos**, no início do ano o índice S&P-500 transaccionava com um múltiplo de Price-to-Earnings de cerca 23x (considerando os resultados dos últimos 12 meses); actualmente, este valor situa-se nos 19x, mais alinhado com a média dos últimos 12 anos. Ou seja, na nossa opinião, não sendo ainda uma oportunidade clara, o mercado, neste caso norte-americano, aproxima-se de um valor mais razoável, considerando os resultados das empresas.

Pelo contrário, os **mercados europeus** transaccionam com um Price-to-Earnings de 16x os resultados dos últimos doze meses, cerca de 16% abaixo da média dos

últimos 12 anos. Considerando os resultados esperados em 2019, este múltiplo cai para os 13x, em linha com a média histórica.

Por sua vez, os **mercados emergentes**, medidos pelo índice MSCI Emerging Markets, transaccionam com um Price-to-Earnings de apenas 10,6x os resultados esperados para o próximo ano, após a queda de 14% registada nestes mercados, desde o início de 2018.

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



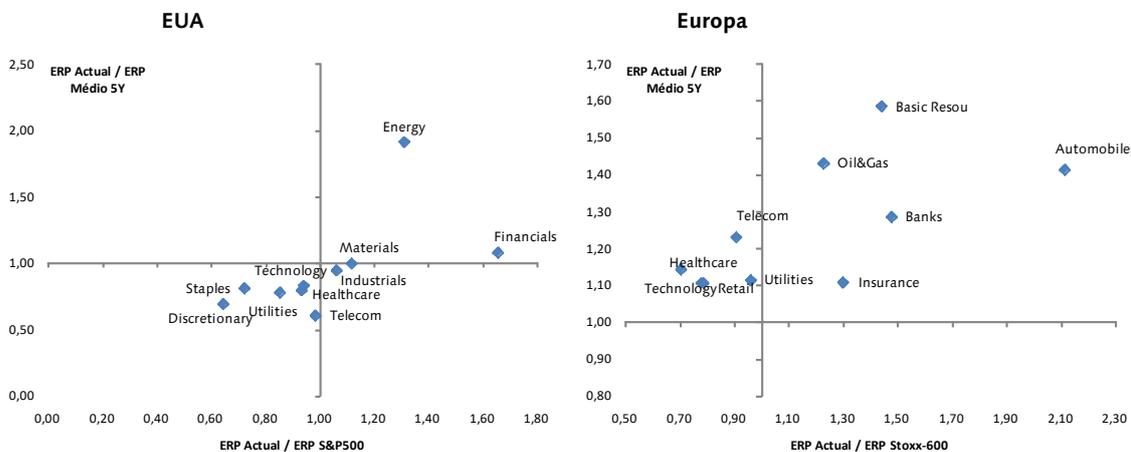
Fonte: Bloomberg. Banco Invest. ERP's calculados com base nos 12 months forwards earnings.

Sectorialmente, na Europa, os **bancos** parecem demasiadamente descontados, com avaliações muito baixas. A subida das yields italianas, o impacto do Brexit, as taxas de juro negativas na Zona Euro, entre outros, são factores de risco, mas na realidade os bancos europeus, em média, estão a ganhar dinheiro e apresentam balanços e rácios de capital reforçados, após as reestruturações dos últimos anos.

Nos Estados-Unidos, a correção recente do **sector tecnológico** pode criar oportunidade de entrar ou reforçar posições em empresas líderes mundiais e com potencial de crescimento.

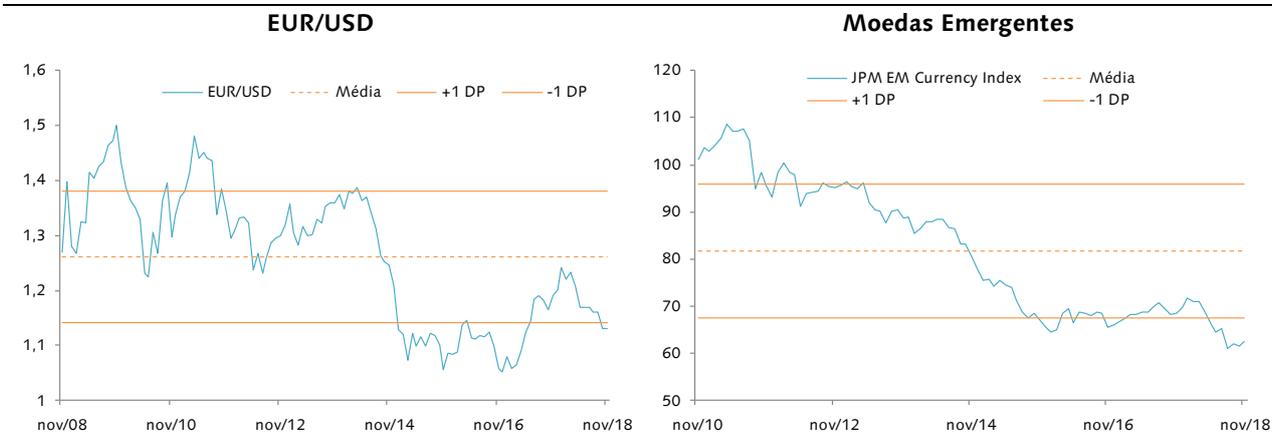
Em termos globais, sectores como o **farmacêutico**, **telecomunicações** e o da **segurança**, incluindo tecnológica, parecem igualmente interessantes.

Radar sectorial



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

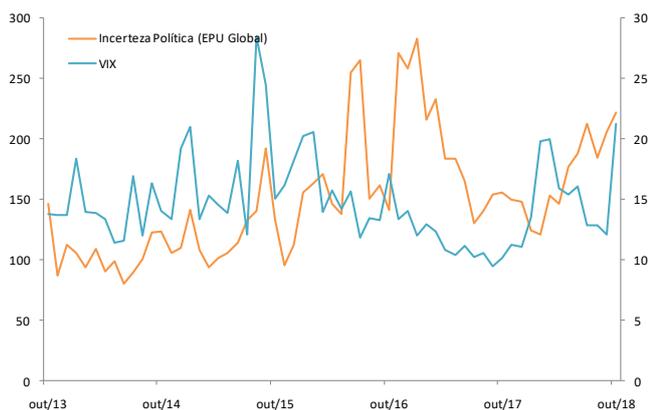
Nos **mercados cambiais**, num cenário de inflação contida nos Estados- Unidos, o fim do ciclo de subida das taxas de juro pela FED, poderá significar uma correcção do USD e a recuperação, entre outras, do EUR e das moedas emergentes. Na Zona Euro, na ausência de crises existencialistas, o mercado poderá começar a descontar o início da normalização das taxas de juro pelo BCE e a redução futura do diferencial de taxas de juro face ao USD. Por sua vez, as **moedas emergentes**, após as fortes quedas registadas este ano, serão as principais beneficiárias da possível correcção do USD.



Fonte: Bloomberg.

Concluindo, após anos de fortes valorizações impulsionadas, em larga medida, pela injeção massiva de liquidez nos mercados pelos bancos centrais, a *maré está a mudar*. Agora que os bancos centrais se retiram (ou preparam para retirar) da equação, será possível verificar “quem está a nadar despido”, nas palavras de Warren Buffet. Com excepção do banco central chinês, a diminuição dos estímulos monetários colocará desafios adicionais ao crescimento económico global, entretanto ensombrado pelas guerras comerciais e incerteza política, em particular na Europa. Neste contexto, a volatilidade deverá manter-se elevada e, apesar de esperar-se um ano positivo para Acções, a maior surpresa poderá ser a underperformance do mercado accionista norte-americano. Nas Obrigações, o cenário será igualmente desafiante, em especial na Dívida Privada, caso a economia mundial abrande mais do que o esperado. Um USD mais fraco seria potencialmente positivo para as economias emergentes, onde forças estruturais como a demografia, urbanização e crescimento da classe média continuam favoráveis.

Volatilidade e Incerteza Política



Fonte: Bloomberg. EPU – Economic Policy Uncertainty Index

Paulo Monteiro

Redigido em 30 de Novembro de 2018

Cotações em 30 de Novembro de 2018

Revisão das "Convicções para 2018"

O que dissemos 1 ano atrás...

"A economia mundial é esperada crescer 3,7%, em 2018, ligeiramente acima da média dos últimos seis anos (3,5%)".

"(...) a taxa de inflação é esperada permanecer em torno dos 2% nas economias avançadas e dos 4% nas economias emergentes e em desenvolvimento. Apesar dos esforços dos bancos centrais (...), forças como o elevado endividamento e o fraco crescimento demográfico, aliadas à inovação tecnológica, parecem estar a conter tanto o crescimento como a taxa de inflação".

"Crescimento económico moderado e taxa de inflação contida, permitirão aos bancos centrais reverter de forma muito gradual as políticas expansionistas dos últimos anos".

"Do mesmo modo antecipamos a manutenção das taxas de juro dos prazos mais longos em níveis

... e o que aconteceu.

De acordo com o FMI (Outubro de 2018), a economia mundial deverá crescer 3,7% este ano, após os 3,7% registados em 2016. Nos Estados Unidos a economia é esperada terminar o ano com um crescimento de 2,9%, mais 0,7 pontos percentuais face ao ano anterior. Por sua vez, a Zona Euro, que em 2017 cresceu 2,4%, terá abrandado para os 2,0%.

Nos Estados- Unidos, a taxa de inflação subiu dos 2,1%, no final de 2017, para os actuais 2,5%. Descontando os custos com alimentação e energia, a taxa de inflação *core* subiu apenas 0,3 pp, para os 2,1%. Por sua vez, na Zona Euro, a taxa de inflação subiu dos 1,4% para os 2,2%, durante o ano. Porém, a taxa de inflação *core* permanece muito abaixo da referência do BCE, nos 1,1%. De acordo com as últimas estimativas do FMI, a taxa de inflação deverá situar-se nos 2,0% e 5,0% nas economias avançadas e emergentes, respectivamente, em 2018.

Tal como antecipado, nos Estados- Unidos, a FED subiu por três vezes a taxa de juro de referência para os 2,25% (intervalo superior), sendo esperado pelo mercado mais uma subida em Dezembro deste ano e mais duas subidas de 0,25 pp, durante 2019. Deste modo, em termos reais, ou seja descontando a inflação, as taxas de juro de curto prazo permaneceram em terreno negativo ao longo de 2018, e longe de poderem ser consideradas restritivas. Por sua vez, na Zona Euro, o BCE anunciou para o final deste ano o fim do programa de compra de títulos e o início da normalização das taxas de juro, actualmente ainda nos -0,4%, no final de 2019, ainda que condicionada à evolução das condições económicas.

Nos Estados- Unidos, as yields a 10 anos dos Treasuries subiram dos 2,40% para os 3,0%, um valor ainda muito abaixo da média histórica (3,6%, nos últimos vinte anos) e do justificado pelo

historicamente baixos. Se por um lado se justificariam yields mais altas, (...), por outro lado o elevado stock de dívida (...) e as dinâmicas demográficas (procura por yields mais altas) tenderão a limitar essa subida”.

“Mesmo não se perspectivando uma subida abrupta das taxas de juro e das yields, o potencial de rentabilidade das Obrigações é cada vez menor, tornando o seu binómio risco-retorno pouco interessante”.

“Por seu turno, as Acções, nomeadamente as europeias, oferecem um maior potencial de subida”.

“Contudo, a volatilidade dos mercados accionistas deverá aumentar no curto-prazo, como aliás acontece quando as yields reais das obrigações soberanas começam a subir”.

“Sectorialmente, mantemos as apostas nos sectores da Água, Segurança, Biotecnologia e Financeiro, este último na Europa”.

“(...) em termos cambiais

crescimento nominal da economia norte-americana (3,7%).

Por sua vez, na Zona Euro, as yields dos Bunds a 10 anos, apesar da volatilidade verificada no início do ano, terminaram praticamente inalteradas face ao valor do final do ano passado, nos 0,40%. Também aqui se justificariam valores muito mais altos, mas a turbulência vivida nos mercados accionistas e a incerteza política provocada pelo Brexit e o novo governo italiano, voltaram a eleger os Bunds como activo de refúgio.

O índice Barclays Global Aggregate Total Return registou uma perda de 3,2%, em 2018. As perdas foram generalizadas entre os vários segmentos do mercado, embora mais significativas nos segmentos mais correlacionados com as Acções, como o High Yield (-3,3%) e a Dívida Subordinada (-3,9%).

Apesar das avaliações mais baixas, a incerteza política provocada pelo Brexit e pelo novo governo italiano, e os receios quanto ao impacto das guerras comerciais, impediram a diminuição do prémio de risco dos mercados accionistas europeus. Deste modo, estes últimos voltaram a registar uma underperformance significativa face aos congéneres norte-americanos, com uma perda de 8,1%, medida pelo índice Europe Stoxx-600.

O ano de 2018 ficou marcado pelo regresso da volatilidade aos mercados accionistas. Com efeito, por duas vezes, em Fevereiro e Outubro, o mercado norte-americano, medido pelo índice S&P-500, registou correcções superiores a 11%, desde os máximos anteriores, com uma subida de 16% pelo meio. Este aumento da volatilidade – o famoso índice VIX subiu 64%, para os 18,1 pontos, desde o início do ano –, traduziu-se numa compressão dos múltiplos de avaliação (vg. price-to-earnings) e as quedas não foram maiores porque os resultados das empresas continuaram robustos.

Os sectores da Água (-5,8%, Eur) e da Banca Europeia (-25,8%, Eur) perderam mais do que os benchmarks de referência. Mais positivo foi o desempenho do sector da Segurança, com uma valorização de 7,0% (Eur).

O USD apreciou 6,1% face ao EUR, em 2018, suportado pela

conservamos as posições em USD e NOK (...)”.

diferencial de taxas de juro entre os dois blocos económicos e pelo aumento da volatilidade dos mercados accionistas.

Por sua vez, até Outubro deste ano, as NOK beneficiaram da subida do preço do barril do petróleo, ganhando 3,3% face ao EUR. Apesar da correcção entretanto registada em ambos, as NOK apreciaram 1,3% face ao EUR, em 2018.

Paulo Monteiro

Redigido em 30 de Novembro de 2018

Cotações em 30 de Novembro de 2018

Disclaimer

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

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

O presente documento é divulgado aos seus destinatários como mera ferramenta de apoio à tomada de decisão de investimento, não devendo nem podendo substituir qualquer julgamento próprio dos seus destinatários, sendo estes, por isso, inteiramente responsáveis pelos actos e omissões que pratiquem. O Banco Invest rejeita assim a responsabilidade por quaisquer eventuais danos ou prejuízos resultantes, directa ou indirectamente da utilização da informação referida neste documento independentemente da forma ou natureza que possam vir a revestir. Não é permitida a reprodução total ou parcial deste documento, sem autorização prévia. Mais se declara inexistirem quaisquer situações de conflito de interesses tendo por objecto o título e/ou emitente a que se reporta o presente documento, por um lado, e o autor do presente documento 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.