

## Outlook para 2017

### Gestão de Activos

#### Paulo Monteiro

[paulo.monteiro@bancoinvest.pt](mailto:paulo.monteiro@bancoinvest.pt)

Telf.: 21 382 17 48

#### Raúl Póvoa

[raul.povoa@bancoinvest.pt](mailto:raul.povoa@bancoinvest.pt)

Telf.: 21 383 56 18

#### José Pedroso

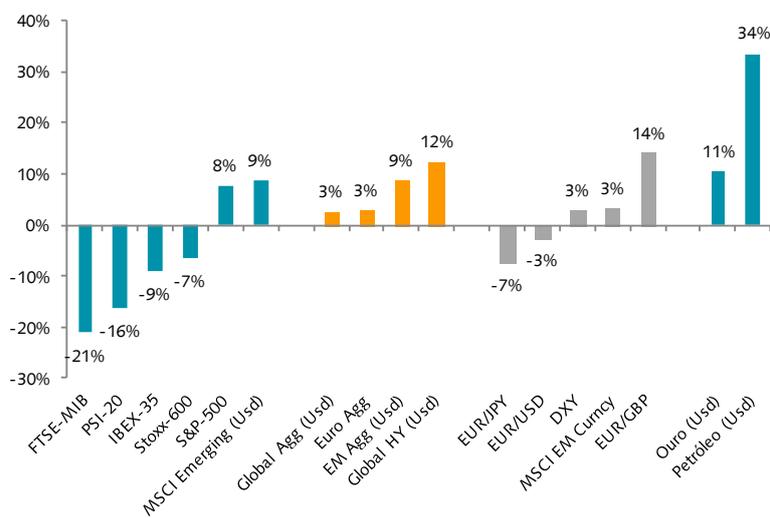
[jose.pedroso@bancoinvest.pt](mailto:jose.pedroso@bancoinvest.pt)

Telf.: 21 381 13 18

Após o inesperado resultado das eleições presidenciais nos Estados Unidos, os mercados convenceram-se a si próprios que no próximo ano o crescimento económico na maior economia mundial irá acelerar, impulsionado por estímulos fiscais, diminuição da regulação em alguns sectores, como o financeiro, e a moderação do discurso do novo presidente. Se as duas primeiras conclusões parecem consensuais, quanto à terceira, as nossas reservas são maiores, em particular no que diz respeito ao comércio internacional e à anunciada posição mais protecionista dos Estados Unidos. A forma como a nova administração norte-americana abordar esta questão acarreta evidentes riscos para o crescimento económico global, com destaque para as economias emergentes.

Deste modo, crescimento económico moderado, taxa de inflação a subir e avaliações historicamente elevadas criam um cenário exigente tanto para as Acções como para as Obrigações, no próximo ano.

Rendibilidades em 2016



Fonte: Bloomberg. Rendibilidades até 30-Nov-16

#### Índice:

Outlook para 2017

Pág. 3

Revisão do "Outlook para 2016"

Pág. 13

**Banco Invest, SA**  
[www.bancoinvest.pt](http://www.bancoinvest.pt)

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

## Outlook para 2017

Após a vitória do Sr. Trump para o 45º Presidente dos Estados Unidos, os mercados convenceram-se a si próprios que no próximo ano o crescimento económico na maior economia mundial irá acelerar, impulsionado por estímulos fiscais, diminuição da regulação em alguns sectores, como o financeiro, e a moderação do discurso do novo presidente. Se as duas primeiras conclusões parecem consensuais, quanto à terceira, as nossas reservas são maiores, em particular no que diz respeito ao comércio internacional e à anunciada posição mais protecionista dos Estados Unidos. A forma como a nova administração norte-americana abordar esta questão acarreta evidentes riscos para o crescimento económico global, com destaque para as economias emergentes.

Assim, o Outlook para 2017 está decisivamente condicionado pela política. Para além da incógnita que, neste momento, constitui o novo presidente norte-americano, incluindo para as economias emergentes, na Zona Euro realizar-se-ão eleições nas três principais economias do bloco: França, Alemanha e Itália, assumindo que no referendo do próximo dia 4 de Dezembro ganhará o 'Não' à reforma constitucional defendida pelo primeiro-ministro Matteo Renzi.

Neste contexto de elevada incerteza, os temas que, na nossa opinião, dominarão o próximo ano são os seguintes:

### **Crescimento económico moderado e subida da taxa de inflação**

A esperada política fiscal expansionista nos Estados Unidos deverá, em princípio, acelerar o respectivo crescimento económico. Por si só, estas seriam boas notícias para o resto do mundo, não fossem as anunciadas medidas protecionistas que ameaçam o comércio internacional e, dessa forma, a actividade económica a nível global. E não apenas as economias emergentes serão potencialmente afectadas; a título de exemplo, os Estados Unidos são o destino de 4% das exportações da Alemanha.

De acordo com as últimas estimativas oficiais, anteriores às eleições nos Estados Unidos, a economia mundial é esperada crescer 3,4% no próximo ano. A economia americana é esperada acelerar dos 1,6% registados este ano, para os 2,2%, em 2017. Face ao exposto, é muito provável que este último valor venha a ser revisto em alta. Por sua vez, para a Zona Euro é prevista a manutenção de um crescimento do produto em torno dos 1,5%, valor que poderá igualmente ser revisto em alta, no caso de uma abordagem mais moderada da nova administração americana em termos de comércio internacional e da contenção dos riscos políticos que se avizinham. Ao nível das economias emergentes, os países mais em foco serão o

México e a China, os alvos identificados pelo Sr. Trump durante a campanha presidencial.

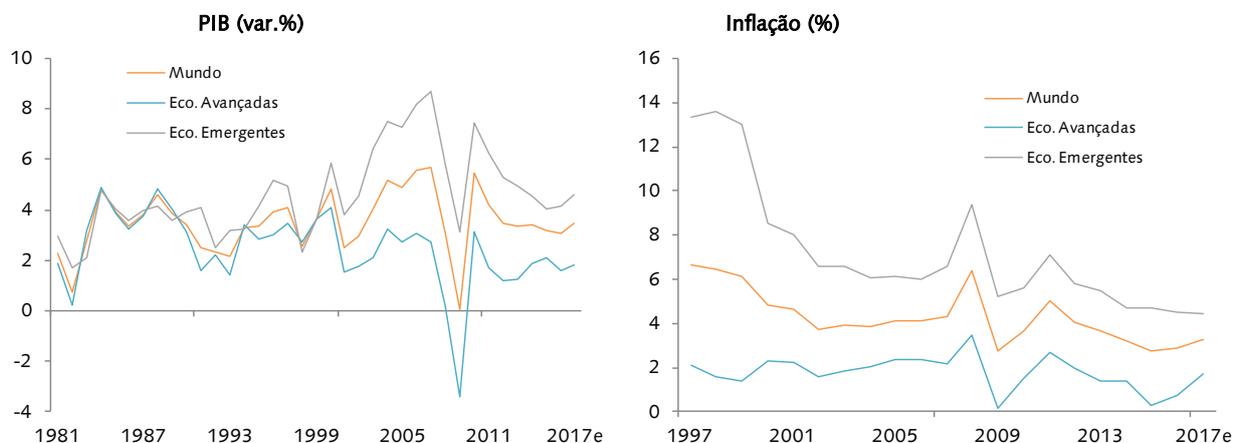
**Previsões de crescimento do PIB**

	FMI		OCDE		CE		Média	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017
Estados-Unidos	1,6%	2,2%	1,5%	2,3%	1,6%	2,1%	1,6%	2,2%
Zona Euro	1,7%	1,5%	1,7%	1,6%	1,7%	1,5%	1,7%	1,5%
Alemanha	1,7%	1,4%	1,7%	1,7%	1,9%	1,5%	1,8%	1,5%
Espanha	3,1%	2,2%	3,2%	2,3%	3,2%	2,3%	3,2%	2,3%
Portugal	1,0%	1,1%			0,9%	1,2%	1,0%	1,2%
Japão	0,5%	0,6%	0,8%	1,0%	0,7%	0,8%	0,7%	0,8%
Reino- Unido	1,8%	1,1%	2,0%	1,2%	1,9%	1,1%	1,9%	1,1%
Economias Emergentes	4,2%	4,6%					4,2%	4,6%
Brasil	-3,3%	0,5%	-3,4%	0,0%	-3,1%	0,9%	-3,3%	0,5%
Rússia	-0,8%	1,1%	-0,8%	0,8%	-1,0%	0,6%	-0,9%	0,8%
Índia	7,6%	7,6%	7,4%	7,6%	7,4%	7,4%	7,5%	7,5%
China	6,6%	6,2%	6,7%	6,4%	6,6%	6,2%	6,6%	6,3%
Mundo	3,1%	3,4%	2,9%	3,3%	3,0%	3,4%	3,0%	3,4%

FMI: Outubro 2016, OCDE: Novembro 2016, CE: Novembro 2016

Outra consequência do novo regime nos Estados Unidos poderá ser uma subida da taxa de inflação. Com efeito, numa economia que neste momento já se encontra em pleno emprego e a crescer cerca de 3% (no terceiro trimestre, anualizado), a implementação de estímulos fiscais e investimento público em infraestruturas poderá resultar numa subida maior que a esperada para a taxa de inflação. A rapidez e dimensão desta subida condicionarão fortemente a política monetária, podendo conduzir a uma igualmente maior do que a esperada subida das taxas de juro, prejudicando, em última análise, o próprio crescimento económico.

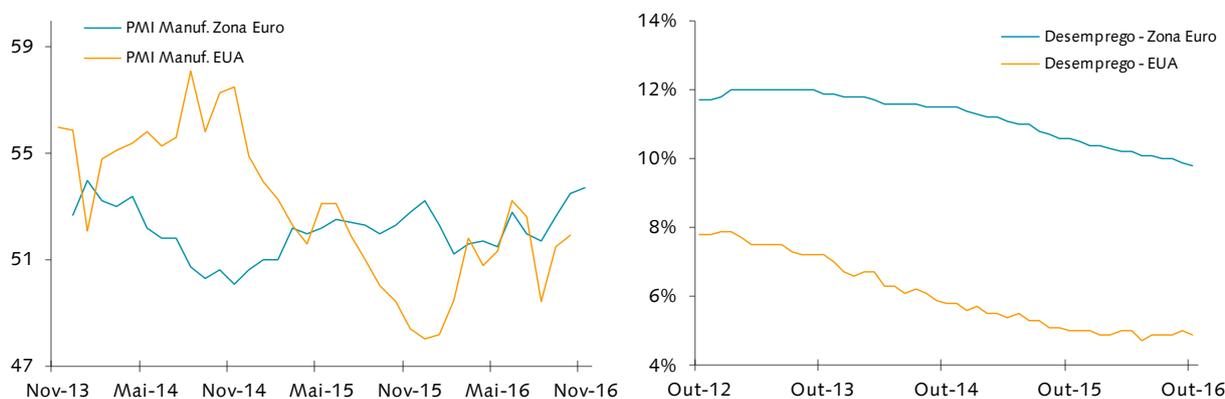
**Economias Avançadas vs Emergentes**



Fonte: Bloomberg, FMI.

Nesta fase a incerteza é, portanto, ainda elevada. O grau de moderação que o novo presidente adoptar depois de tomar posse será determinante, não só para a economia doméstica como para o resto do mundo. **No nosso cenário base, o crescimento económico global permanecerá moderado e o impacto nas economias emergentes será contido e temporário, se a subida da inflação e das taxas de juro, nos Estados Unidos, for acompanhada por um crescimento económico igualmente mais forte.** Na Zona Euro, após o Brexit, o grande risco para a evolução macroeconómica continua a ser político. Uma vitória do partido Frente Nacional de Marine Le Pen nas próximas eleições presidenciais francesas minaria certa e novamente a confiança sobre o projecto europeu, com consequências óbvias ao nível do investimento e crescimento económico.

### EUA vs Zona Euro: Actividade e Desemprego



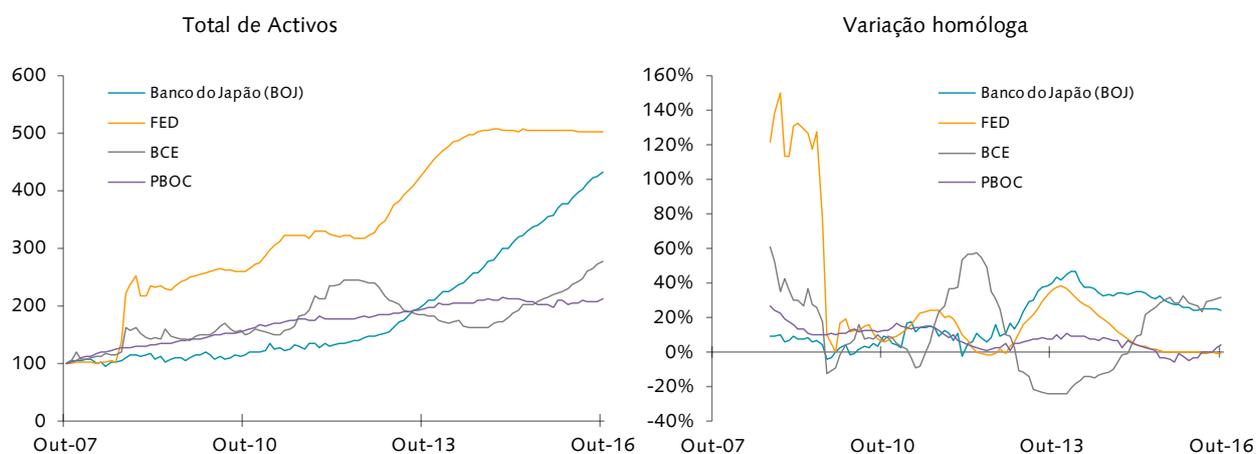
Fonte: Bloomberg.

### As políticas monetárias serão progressivamente menos expansionistas.

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

Nos Estados Unidos, a Fed prepara-se para retomar a subida das taxas de juro já na próxima reunião de Dezembro, processo que deverá repetir pelo menos mais duas vezes durante 2017. **Uma subida súbita da taxa de inflação poderá precipitar uma actuação mais agressiva,** mas com impacto noutras variáveis como o USD e no próprio crescimento económico.

## Balanços dos Bancos Centrais



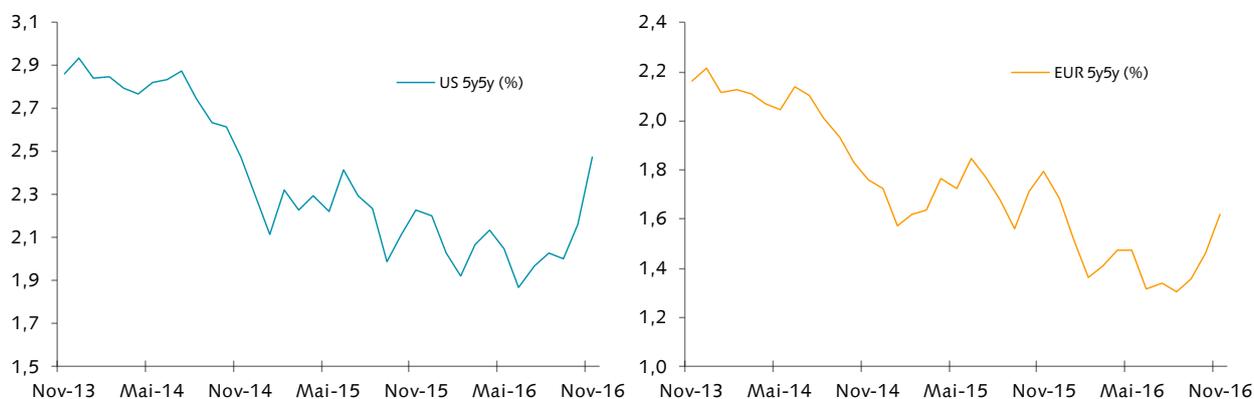
Fonte: Bloomberg. Base 100, na moeda local.

Na Zona Euro, cuja agenda política no primeiro semestre está preenchida pelas eleições em França e Alemanha, o Banco Central Europeu deverá manter uma postura mais cautelosa, estendendo o *Quantitative Easing* (QE) por mais meses para além de Março de 2017. A inflação *core* (excluindo os custos com alimentação e energia) permanece muito baixa mas, se o crescimento aguentar relativamente bem, **o BCE deverá ajustar o actual programa de compras incorporando o movimento de subida entretanto ocorrido nas *yields* das obrigações e nas expectativas do mercado para a inflação**. Ou seja, mesmo mantendo-se por mais seis meses do que o inicialmente previsto, o programa de compras de títulos, no valor mensal de 80 mil milhões de euros, deverá ser começado a ser reduzido perto do final de 2017, num cenário de estabilidade da conjuntura económica e política.

Tal processo de ajustamento do QE foi já iniciado pelo Banco do Japão. Em alternativa a um programa de compras de obrigações com prazos apenas entre os 7 e os 12 anos, o Banco decidiu recentemente actuar sobre a 'inclinação da curva de rendibilidades', comprando os prazos mais curtos e deixando as *yields* a 10 anos subirem, visando uma inclinação positiva para a *yield curve*.

Concluindo, **as condições monetárias, longe de se tornarem subitamente restritivas, deverão progressivamente adaptar-se à alteração rápida ocorrida nas estimativas para a taxa de inflação, em especial após as eleições nos Estados Unidos.**

### Expectativa para a Taxa de Inflação



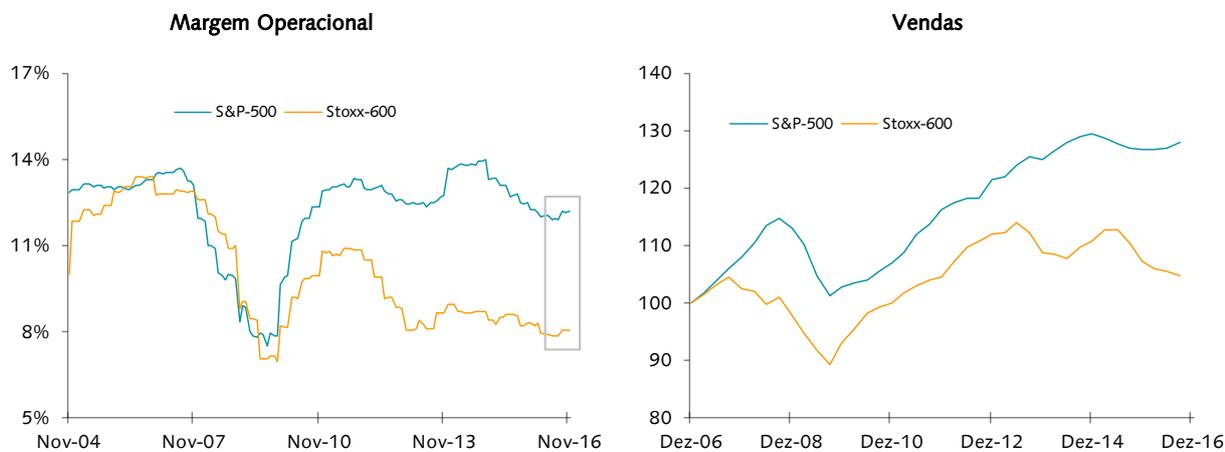
Fonte: Bloomberg. Taxas de juro para Swaps 5y5y (medida habitual para as expectativas do mercado para a taxa de inflação).

#### Mais crescimento, mais risco, maiores retornos?

Crescimento económico moderado, taxa de inflação a subir e avaliações historicamente elevadas criam um cenário exigente tanto para as Acções como para as Obrigações, no próximo ano.

O potencial de valorização para os mercados accionistas depende, na nossa opinião, da perspectiva de recuperação dos resultados das empresas e das políticas públicas mais expansionistas. Com efeito, considerando que nos últimos anos assistiu-se a uma acentuada expansão dos múltiplos de resultados, com as cotações em bolsa a adiantarem-se fortemente ao crescimento dos resultados das empresas, **novos ganhos sustentáveis exigem a inversão da estagnação dos resultados e vendas das empresas**. Nos Estados Unidos os resultados por acção (EPS) são esperados crescer 11,5% em 2017 (1,2% em 2016) e as vendas deverão subir 5,8% (2,0% este ano). Na Zona Euro, as estimativas apontam para um crescimento de EPS e vendas de 13,0% e 4,3%, em 2017, bem acima dos 0,3% e -1,3% esperados para este ano, respectivamente.

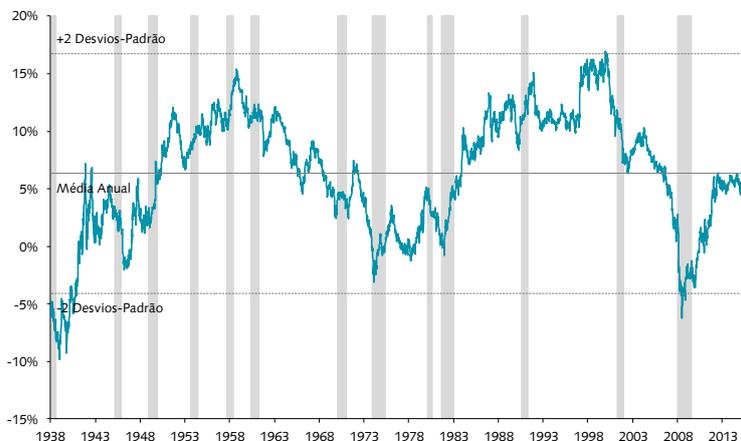
**Resultados e Vendas**



Fonte: Bloomberg. Vendas por Acção *Trailing* 12 meses (base 100, moeda local).

Contudo, se por um lado as avaliações, em particular nos Estados Unidos, não são as mais confortáveis, por outro, a rendibilidade do mercado (norte-americano) encontra-se em linha com a média de longo prazo. Ou seja, **as acções são a classe de activos com maior potencial de valorização**, mas o panorama é bastante incerto tendo em conta os riscos políticos, a normalização da política monetária nos Estados Unidos e a ameaça do proteccionismo económico.

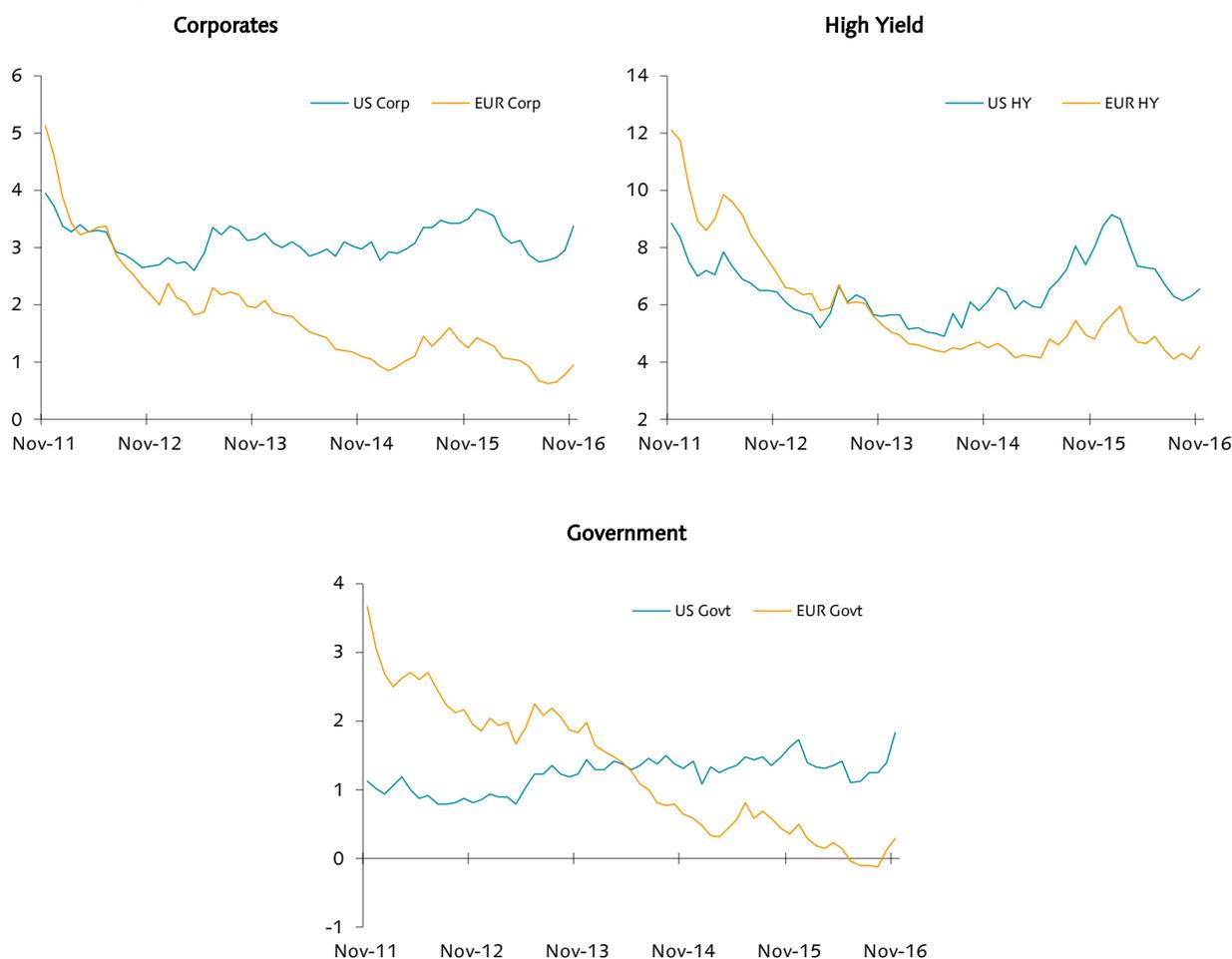
**Rendibilidade do S&P-500, em períodos móveis de 10 anos**



Fonte: Bloomberg. As zonas a sombreado indicam períodos de recessão económica nos Estados Unidos.

No segmento obrigacionista o cenário para o próximo ano é igualmente difícil pelo já exposto anteriormente. A inflação é esperada aumentar e a liquidez dos bancos centrais diminuir (ainda que ligeiramente), **reduzindo o potencial para ganhos nas obrigações soberanas core (Treasuries e Bunds) e corporates de melhor rating (Investment Grade).** Em alternativa, na nossa opinião, **persistem ainda oportunidades interessantes, ajustadas pelo risco, no segmento de High Yield (Estados Unidos) e Corporate Hybrids (Europa),** cujas *yields* são mais interessantes do que as das tradicionais Corporate, para idêntico *rating* de crédito. No segmento de Dívida Pública (*Government*) continuamos sem identificar potencial de subida, sobretudo agora que a taxa de inflação é esperada aumentar e os bancos centrais começarem a reduzir os programas de QE.

**Yields das Obrigações (%)**

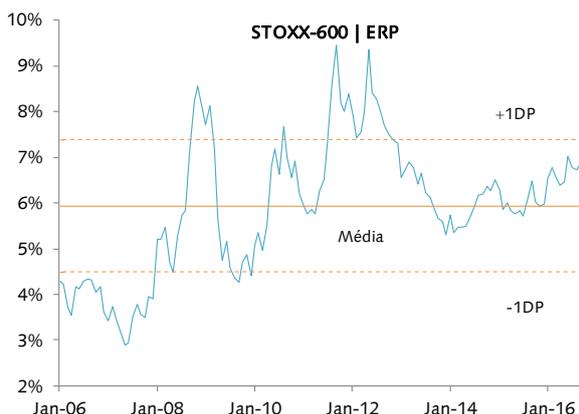
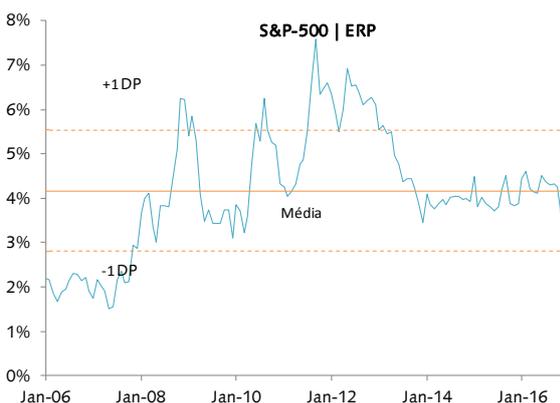
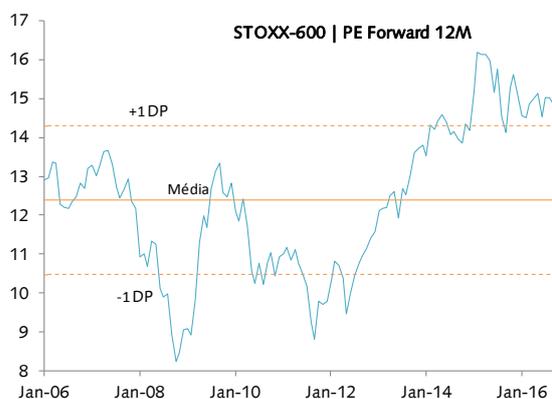
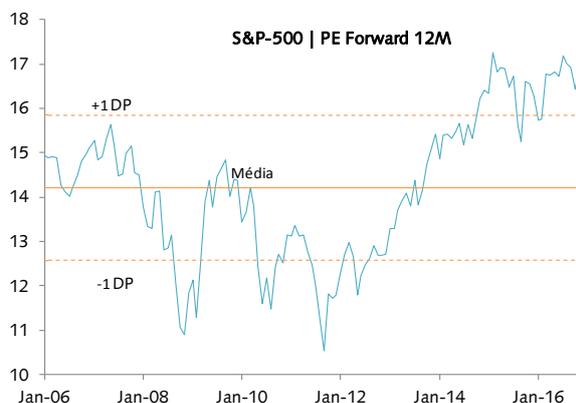


Fonte: Bloomberg.

**Geograficamente, aumentamos a exposição aos mercados accionistas Estados Unidos.**

As medidas anunciadas pelo presidente-eleito Trump são claramente pró-cíclicas e poderão acelerar o crescimento da economia norte-americana. A avaliação do mercado norte-americano não é exactamente a mais reconfortante, em termos históricos e relativos face a outros mercados, mas, no curto prazo, não vemos os prémios de risco dos mercados europeus a reduzirem-se significativamente, considerando a agenda política na Zona Euro, no próximo ano. Ou seja, na nossa opinião, os mercados europeus permanecem mais 'baratos', mas assim devem manter-se enquanto a incerteza política se mantiver elevada, com o referendo em Itália e eleições em França e Alemanha.

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



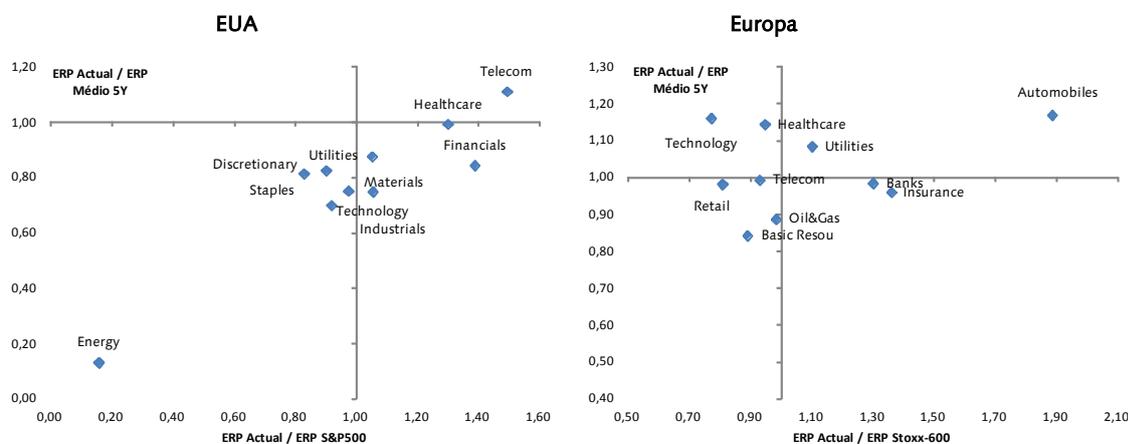
Fonte: Bloomberg. Banco Invest. ERP's calculados com base nos 12 months forwards earnings.

No entanto, este aumento da exposição ao mercado accionista norte-americano é feito de forma selectiva em termos sectoriais.

Com efeito, a exposição ao mercado americano continuará a ser feita através de fundos de investimento **globais e temáticos**. Para além dos temas da **Água e Infraestruturas** e da **Segurança**, adicionámos recentemente o sector da **Biotecnologia e Farmacêutico** que, após a *underperformance* deste ano, deverá (tal como os anteriores) beneficiar da nova política para o sector da administração Trump.

Na Europa, aumentamos a exposição ao sector **Financeiro**. Após a forte *underperformance* dos últimos anos, o sector bancário europeu transaciona com um *Price-to-Earnings Forward* 12 meses de 11x e um *Price-to-Book* de 0,7x, bem abaixo da média dos últimos 10 anos, que se situa nos 0,9x. Por outro lado, o recente aumento da inclinação da *yield curve* (aumento do diferencial entre as taxas de juro dos prazos longos e curtos), cuja tendência deverá manter-se no próximo ano, é um factor positivo para a recuperação da rentabilidade do sector, a par da melhoria geral da economia.

#### Radar sectorial



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

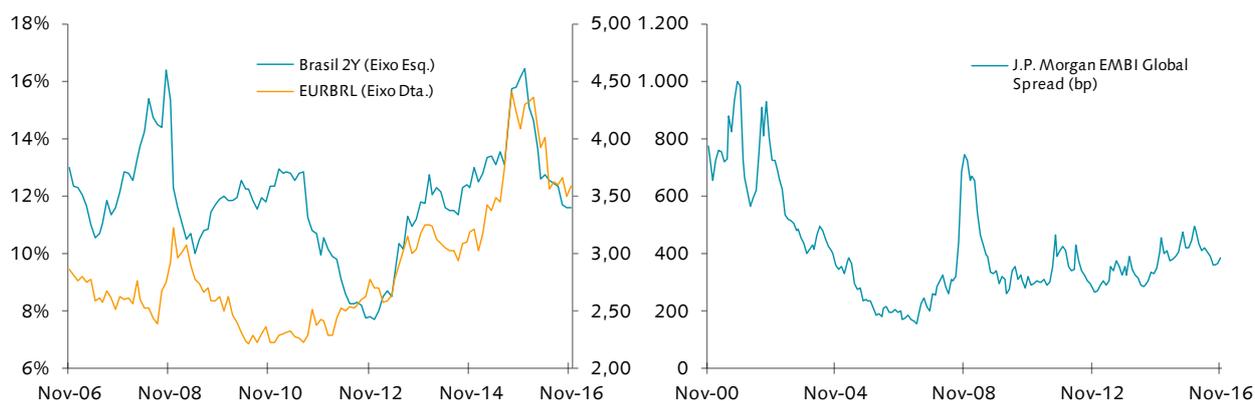
Os países emergentes beneficiaram fortemente da globalização e aumento do comércio internacional verificados nos últimos vinte anos. Como tal, as suas economias sofrerão – em dimensão ainda difícil de medir – caso os Estados Unidos adoptem uma política agressiva de protecção económica.

O impacto do resultado das eleições presidenciais nos Estados Unidos nos mercados emergentes foi imediato e significativo. As moedas depreciaram, em média (índice MSCI EM Currency), cerca de 3% face ao USD e as obrigações soberanas registaram uma queda média de idêntico valor. Ainda assim, apesar destas perdas, a classe de activos (Dívida Emergente) manteve uma rentabilidade assinalável de cerca 9% em 2016 e, na nossa opinião, persistem várias oportunidades, em especial na América Latina (eg. Brasil).

Por sua vez, os mercados accionistas emergentes sofreram uma correcção média de 5% após as eleições (MSCI Emerging Markets), mantendo contudo um dos melhores desempenhos do ano (cerca de 9%). Comparativamente com o mercado norte-americano, as avaliações destes mercados permanecem atractivas, com um *Price-to-Earnings* (trail 12 meses) de 13,5x versus 18,4x, respectivamente. Já relativamente aos mercados europeus a diferença é menor (por exemplo, o índice alemão DAX-30 transacciona com um múltiplo de 12,9x os resultados dos últimos doze meses).

Face ao exposto, em termos de alocação de activos, mantemos a preferência pelas obrigações emergentes (em moeda local), em detrimento das acções emergentes.

**Dívida Emergente**

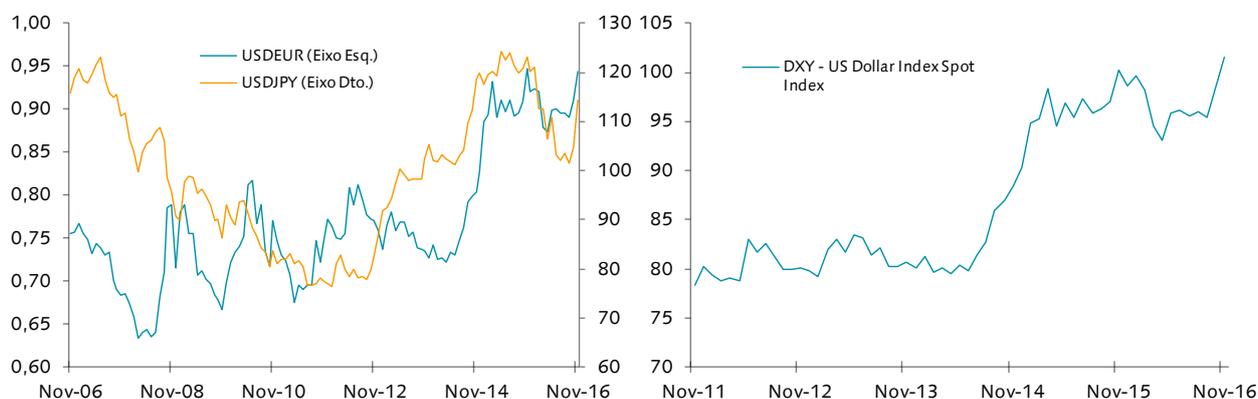


Fonte: Bloomberg.

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

Desde o resultado das eleições americanas, o diferencial entre taxas de juro a 2 anos aumentou cerca de 24 bp, para os 148 bp, face à Zona Euro. Aliado a esta diferença, a maior desde 2006, importa acrescentar as melhores perspectivas de crescimento económico, subida de taxas de juro e menor incerteza política nos Estados Unidos (ponderando a imprevisibilidade do Sr. Trump). Neste sentido, na nossa opinião, o USD deverá manter-se, no mínimo, suportado e com um risco de queda relativamente baixo, mantendo-se o cenário de um crescimento económico robusto durante o próximo.

#### USD



Fonte: Bloomberg.

Concluindo, o Outlook para o próximo ano é particularmente incerto e difícil. A ameaça do proteccionismo ensombra as estimativas para o crescimento económico global e a perspectiva de subida da inflação nos Estados Unidos conduz a taxas de juro mais elevadas que, por sua vez, prejudicam as economias emergentes. A somar a tudo isto, as avaliações do mercado norte-americano não são as mais atractivas e na Zona Euro o risco político permanece elevado.

Como tal, uma forte subida das acções no curto-prazo, a subida rápida da inflação ou sinais de abrandamento económico obrigarão a reposicionarmo-nos nas classes de activos com risco.

## Revisão das "Convicções para 2016"

### O que dissemos 1 ano atrás...

*"O crescimento da economia mundial permanecerá moderado, assim como a taxa de inflação".*

*"Neste contexto de crescimento económico moderado e baixa inflação, os Bancos Centrais manterão políticas monetárias benignas".*

*"... novos ganhos para as Acções, ainda que com maior volatilidade".*

*"... mantemos a preferência pela Europa relativamente aos Estados-Unidos. A exposição aos mercados Emergentes continua reduzida".*

### ... e o que aconteceu.

De acordo com as últimas estimativas oficiais, a economia mundial deverá crescer 3% em 2016, menos 0,5 pontos percentuais que o previsto no final do ano passado. Para esta desaceleração contribuiu decisivamente o pior desempenho da economia norte-americana, com um crescimento de 1,6% este ano, bem abaixo dos inicialmente estimados 2,7%. A economia chinesa, que no final do ano passado concentrava grande parte das preocupações dos analistas, é esperada atingir um crescimento de 6,6%, ligeiramente acima dos esperados 6,4%. Por sua vez, a taxa de inflação deverá encerrar o ano nos 0,6% e nos 1,6%, na Zona Euro e Estados- Unidos, abaixo dos objectivos dos respectivos Bancos Centrais.

Um dos principais temas durante o ano de 2016 foi o sucessivo adiamento da subida das taxas de juro por parte da Reserva Federal norte-americana (Fed). À data que este documento é redigido, a taxa directora situa-se nos 0,5%, sem alteração desde Dezembro do ano passado, sendo esperado, contudo, nova subida na próxima reunião, em 14 de Dezembro, para os 0,75%. Por seu turno, os bancos centrais da Zona Euro (BCE), Japão (BOJ) e da China (PBOC) mantiveram as suas políticas monetárias expansionistas, com os activos a crescerem 32%, 24% e 5%, respectivamente, durante este ano.

Apesar das quedas no início do ano, do Brexit e da eleição do Sr. Trump para presidente dos Estados- Unidos, o índice MSCI World registou uma subida de 3,0%, em USD, em 2016. Por sua vez, as obrigações (Barclays Global Aggregate) valorizaram 2,6%, em USD.

No universo accionista, os ganhos foram liderados pelo mercado norte-americano (S&P-500, +7,6%) e pelos mercados emergentes (MSCI Emerging Markets, +8,7%, em USD). A grande desilusão foram os mercados accionistas europeus, com uma perda média na ordem dos 6,5%, medida pelo índice Stoxx-600. Entre estes, destaque para as fortes quedas dos mercados periféricos: Portugal -16,2% (PSI-20), Espanha -9,0% (IBEX-35) e Itália -21,0% (FTSE-MIB).

*"... deverão ser conjugados sectores mais defensivos, como as Telecoms e Utilities, com o Financeiro (mais cíclico), ...".*

Considerando os índices sectoriais do MSCI World (3,0%), o sector Financeiro valorizou 5,4%, com os ganhos concentrados nos Estados-Unidos (o S&P-500 Financials subiu 10,3%, enquanto o Stoxx-600 Banks perdeu -13,4%). Por sua vez, as Telecoms e Utilities norte-americanas valorizaram 9,0% e 7,2%. Menos positivo foi o desempenho das congéneres europeias, que perderam 20,9% e 14,2%.

*"Os retornos do High Yield e da Dívida Emergente deverão ser superiores aos das obrigações Investment Grade".*

As obrigações de High Yield registaram um ganho assinalável de 12,3% em 2016, medido pelo índice Barclays Global High Yield, em USD. Nos Estados-Unidos, os ganhos foram ainda mais significativos, com uma subida superior a 15%. Na Europa, o ano foi igualmente de ganhos, ainda que mais modestos, na ordem dos 5%. Por sua vez, a Dívida Emergente, avaliada pelo índice Barclays EM USD Aggregate, valorizou 8,6%.

*"O potencial para novos ganhos do USD é cada vez menor".*

Após a subida de 11,4% registada em 2015, o USD manteve a trajectória positiva, com uma apreciação de 2,5% contra o EUR. Considerando o índice US Dolar (DXY), o USD ganhou 2,9% contra as principais divisas mundiais, bem abaixo dos 9,4% obtidos no ano passado.

Paulo Monteiro

Redigido em 1 de Dezembro de 2016  
Cotações em 30 de Novembro de 2016

**DISCLOSURES**

- O Banco Invest SA, uma instituição registada e regulada pelo Banco de Portugal e pela Comissão de Valores Mobiliários (CMVM).
- Os analistas que compõem a equipa de Research do Banco Invest SA encontram-se, para todos os efeitos, devidamente registados junto da CMVM.
- Significado das recomendações:

Compra significa uma rentabilidade esperada superior a 10%;

Neutral significa uma rentabilidade esperada entre 0% e +10%;

Redução significa uma rentabilidade esperada entre -10% e 0%;

Venda significa uma rentabilidade esperada inferior a -10%.

- O Banco Invest pode ter, no presente e/ou no futuro, algum tipo de relação comercial com as empresas mencionadas neste relatório.
- Os membros da equipa de Research do Banco Invest não recebem qualquer tipo de compensação pelo exercício regular das suas recomendações, as quais reflectem opiniões estritamente pessoais.
- Histórico de recomendações (últimos 12 meses):  
Não existe.

**Disclaimer**

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

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

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