

Perspetivas 4.º trimestre 2019

Polarização e imprevisibilidade. Desaceleração, mas não recessão. Bancos centrais e governos dão suporte à economia.

Índice

Resumo	3
Síntese das estimativas	4
1.- Perspetiva Global	5
2.- Portugal e Espanha	27
3.- Ideias de Investimento: alocação de ativos	38
4.- Temática trimestral: Investimento em capital de risco	52
5.- Anexo: Links para as carteiras de fundos e de ações	55

Equipa de Research

Aránzazu Cortina	Ramón Forcada
Juan Tuesta	Pilar Aranda
Pedro Echeguren	Elena Fernández-Trapiella
Joao Pisco	Esther Gutiérrez de la Torre
Rafael Alonso	Luis Piñas
Aránzazu Bueno	Juan Moreno
Ana de Castro	Rafael Diogo
Susana André	(Support & Marketing)

Todos os nossos relatórios disponíveis em: <https://www.bankinter.pt/analise>
<https://www.bankinter.pt>

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

Disclaimer – Aviso Legal

O presente documento tem efeitos exclusivamente informativos e foi elaborado pelo Departamento de Análise Financeira e de Mercados do Bankinter, S.A..

Os relatórios do departamento de Análise do Bankinter, S.A. (doravante designado "Bankinter") são elaborados com a finalidade de proporcionar aos seus clientes informação geral à data de emissão dos mesmos. A informação proporcionada é baseada em fontes consideradas como fiáveis, se bem que o Bankinter não garanta a segurança das mesmas. Os relatórios refletem apenas a opinião do departamento e estão sujeitos a alteração sem prévio aviso.

O conteúdo dos relatórios não constitui uma oferta ou recomendação de compra ou venda de instrumentos financeiros. O investidor deve ter consciência de que os valores e instrumentos financeiros aos quais se referem podem não ser adequados aos seus objetivos concretos de investimento, pelo que o investidor deve adotar as suas próprias decisões de investimento, procurando para tal fim a assessoria especializada que considere necessária. O Bankinter não é responsável pelo uso que se faça desta informação nem dos prejuízos que o investidor que formalize operações possa sofrer, tomando como referência as avaliações e opiniões constantes nos relatórios. O investidor deve ter em conta que a evolução passada dos valores e instrumentos ou os resultados passados dos investimentos não garantem a evolução ou resultados futuros.

O sistema retributivo do/s analista/s dos relatórios é baseado em diversos critérios entre os quais figuram os resultados obtidos no exercício económico pelo Grupo Bankinter, mas em nenhum caso a retribuição dos analistas está vinculada direta ou indiretamente ao sentido das recomendações contidas nos relatórios.

Os membros do Departamento de Análise poderão dispor, a título pessoal, de ações de alguma/s das empresas mencionadas nos relatórios, ou de alguma das suas filiais e/ou participadas.

No desenvolvimento corrente das suas atividades financeiras de crédito, depósito ou de qualquer outra natureza similar, o Bankinter pode ter mantido, manter atualmente ou estar interessado em manter no futuro, relações comerciais com alguma/s das empresas referidas nos relatórios ou com alguma das suas filiais e/ou participadas.

O Bankinter e/ou qualquer de seus responsáveis e/ou conselheiros podem em cada momento manter uma posição ou estar direta ou indiretamente interessados em valores, opções, direitos ou warrants de alguma/s das empresas mencionadas nos relatórios.

Quanto aos preços-alvo que possam surgir da análise efetuada pelo Departamento de Análise do Bankinter, estes ficam sujeitos a critérios de análise fundamental e técnica, ponderando em cada caso os métodos que, em função da sua própria opinião, se adequam melhor a cada empresa em particular. Salvo indicação expressa em contrário, todos os preços-alvo são fixados com o horizonte temporal de 12 meses a partir do momento de publicação dos relatórios. Os preços-alvo não implicam compromissos de reavaliação nem devem ser entendidos como indicações nem recomendações de investimento.

Com atividade significativa de administradores em sociedades que podem ser objeto de análise nos relatórios convém mencionar as seguintes pessoas:

Sr. Pedro Guerrero Guerrero, Presidente do Conselho de Administração do Bankinter, é Conselheiro da Prosegur Compañía de Seguridad, S.A.

Sr. Fernando Masaveu Herrero, Conselheiro da Energias de Portugal S.A.

Sr. Jaime Terceiro Lomba, Conselheiro do Bankinter, é Conselheiro da Prisa Televisión, S.A.U.

Os relatórios elaborados pelo Departamento de Análise do Bankinter não podem ser reproduzidos, distribuídos, nem publicados por nenhum recetor dos mesmos com qualquer fim, sem a prévia autorização escrita do Bankinter.

O presente documento é uma mera tradução para língua Portuguesa de conteúdos do relatório *Informe Estrategia Trimestral* da autoria do departamento de Análise do Bankinter, S.A., com sede em Paseo de la Castellana, 29; 28046 - Madrid.

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

Resumo

• *Riscos em alta, mas controlados.* -

Comércio, Brexit, geopolítica (Irão, petróleo...), demografia adversa e a proximidade das eleições americanas de novembro de 2020. Os riscos continuam bem vivos e inclusive intensificaram-se. No entanto os fatores de suporte funcionam: ausência de inflação, taxas de juro zero ou negativas, resultados empresariais em crescimento (mais do que aparentam) e prováveis estímulos fiscais e orçamentais, a julgar pela postura dos governos da Alemanha, Holanda ou França... além dos Estados Unidos, que já avançou com esses estímulos fiscais muito antes. Convém ter em conta que Trump pretende ser reeleito com base em taxas de juro mais baixas (a sua pressão sobre a Fed não tem precedentes), possível novo corte de impostos e vitórias parciais nas negociações comerciais com a China (mas sem alcançar um acordo definitivo). Para que o retrato fique completo, Trump precisa também de umas bolsas em terreno positivo, para que a sensação de riqueza dos eleitores americanos não seja afetada... Precisamente por isto, este arriscado equilíbrio funcionará.

• *Bancos centrais e governos em resgate do ciclo económico, embora não pareça.* -

Uma das principais diferenças do atual ciclo de expansão face aos anteriores é o facto dos bancos centrais terem alterado o seu papel de "polícias" da inflação para promotores da mesma... e promotores do próprio crescimento económico. E já demonstraram que estão dispostos a tudo para consegui-lo, pelo que não devemos duvidar deles. Nunca nos devemos "meter à frente de um banco central". Além disso, agora que as suas medidas de política monetária parecem menos eficazes, os governos começam a ver-se pressionados para atuar com políticas fiscais e orçamentais expansionistas. E também não nos parece muito inteligente enfrentarmos os governos, principalmente se estes atuarem em conjunto com os bancos centrais.

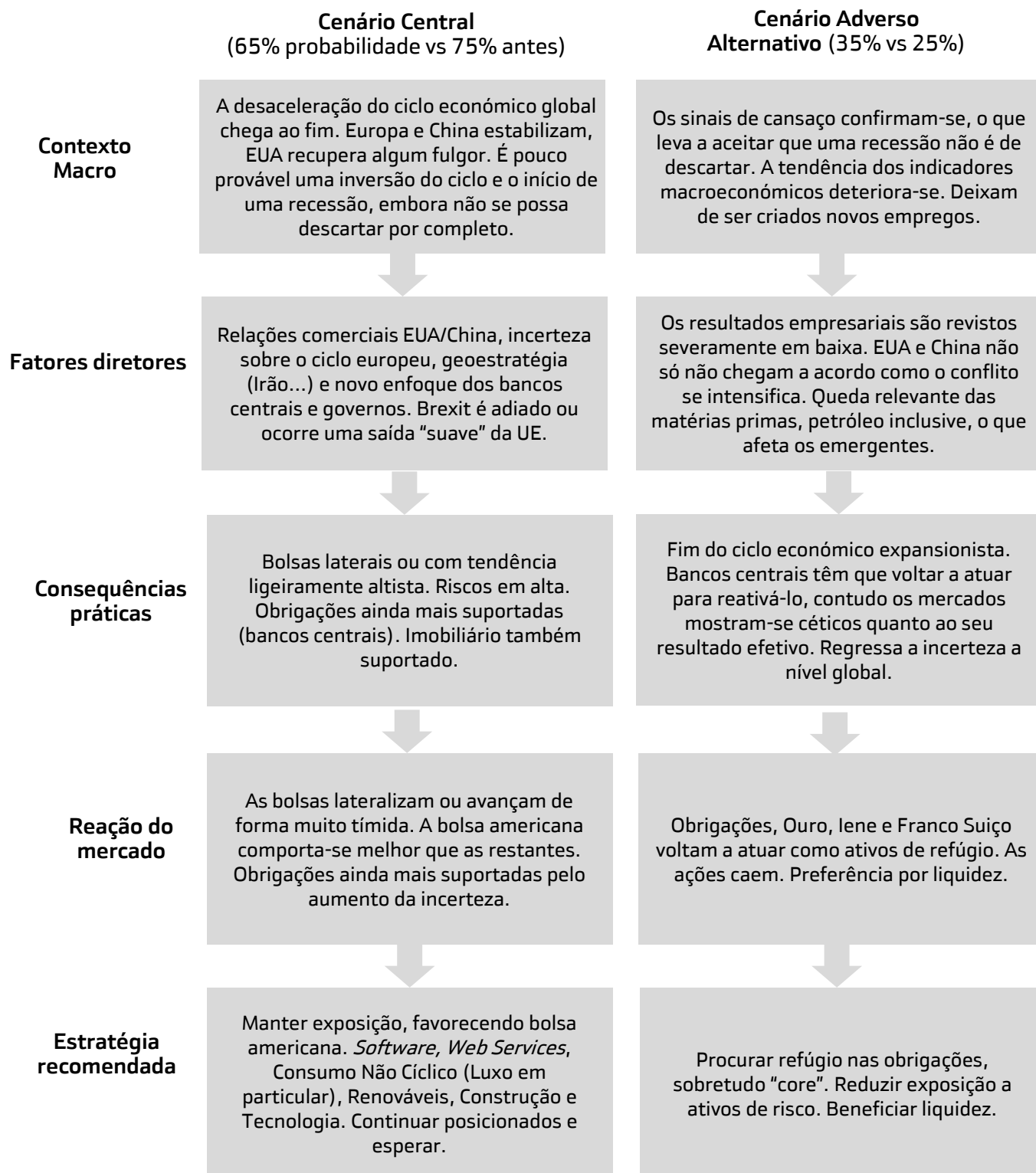
• *Tudo deveria ir mais lento a partir de agora.* -

E a principal razão para isto é que o ciclo expansionista já alcançou a sua velocidade cruzeiro e os resultados das empresas normalizaram e estabilizaram. Devemos assumir crescimentos económicos mais modestos e uma desaceleração dos resultados das empresas. O ano de 2017 foi extraordinariamente bom em ambas as frentes, em 2018 questionou-se (exageradamente, na nossa opinião) o alcançado em 2017 e agora em 2019 surgiram os receios de que o ciclo económico terá chegado ao fim. Não obstante, a nossa opinião é que simplesmente deixámos para trás o momento de maior crescimento, a partir do qual é razoável esperar um arrefecimento da atividade económica, sendo que o "ruído de fundo" gerado pelas várias frentes de risco em aberto fazem com que este ceticismo se propague e que as expetativas se tornem mais conservadoras. Contudo nem isso, nem a simples inversão da curva dos juros nos EUA, será suficiente para causar uma contração do ciclo económico global e uma queda dos resultados das empresas. Num contexto absolutamente distinto em termos de inflação, de taxas de juro e demografia, parece-nos pouco inconsistente prever uma recessão simplesmente com base na inversão da curva dos juros. Mas enfim, também um relógio parado marca corretamente as horas duas vezes por dia... A realidade é que efetivamente as coisas caminharão mais lentamente: o crescimento económico, os resultados das empresas e, consequentemente, as bolsas. Contudo não devemos esquecer a lógica do défice de alternativas, neste novo mundo caracterizado pela ausência de inflação, taxas de juro zero ou negativas e crescimento anémico. A enorme liquidez disponível continuará assim a dirigir-se para os ativos que ainda oferecem um retorno suficiente: ações. Pelo menos enquanto o ciclo económico não se deteriorar gravemente e os resultados empresariais continuarem a crescer de forma decente. E isso ainda não aconteceu, nem é provável que aconteça.

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

Estimativas Bankinter	2015r	2016r	2017r	2018r	2019e	2020e	2021e
1.- PIB (média anual)							
Portugal	1,5	1,4	2,7	2,1	1,8	1,6	1,6
Zona Euro	1,6	1,7	2,5	1,9	1,1	1,1	1,3
Diferencial Portugal - UE	-10	-30	20	20	70	50	30
Espanha	3,8	3,0	2,9	2,4	2,0	1,7	1,6
EUA	2,4	1,6	2,3	3,0	2,2	1,8	1,8
R.Unido	2,3	2,1	1,7	1,4	1,1	1,3	1,4
Irlanda	25,2	3,7	8,1	8,2	4,9	4,1	3,7
Suíça	0,8	1,3	1,6	2,5	0,6	0,9	1,2
Japão	1,4	1,0	1,9	0,8	0,8	0,8	1,0
China	6,9	6,7	6,9	6,6	6,2	6,0	5,8
Índia	7,4	8,0	8,2	7,2	6,0	6,4	6,7
Brasil	-3,5	-3,5	1,1	1,1	0,9	1,9	2,5
Rússia	-2,8	-0,3	1,6	2,3	1,0	1,5	1,6
México	3,3	2,9	2,1	2,0	0,3	1,0	1,7
Turquia	6,1	3,2	7,4	2,7	-1,2	2,3	2,5
2.- Inflação							
Zona Euro	0,2	1,1	1,5	1,8	1,2	1,2	1,4
Portugal	0,4	0,9	1,5	0,7	0,8	1,0	1,2
Espanha	0,0	1,6	1,1	1,2	0,8	1,1	1,5
EUA	0,5	2,1	2,1	1,9	1,9	1,9	2,0
R.Unido	0,2	1,6	3,0	2,3	1,9	2,0	2,0
Irlanda	-0,3	0,0	0,4	0,7	1,0	1,1	1,4
Suíça	-1,3	0,0	0,5	0,9	0,3	0,3	0,6
Japão	0,2	0,3	1,0	0,3	1,0	1,4	1,5
China	1,6	2,1	1,8	1,9	2,3	2,3	2,4
Índia	4,9	5,0	3,3	2,1	3,3	3,7	4,0
Brasil	10,7	6,3	3,0	3,7	3,8	4,0	4,1
México	2,7	2,8	6,2	4,8	3,3	3,3	3,1
Turquia	7,7	7,8	11,1	16,2	16,0	11,0	9,0
3.- Desemprego							
Zona Euro	10,4	9,6	8,7	7,9	7,5	7,4	7,4
Portugal	12,2	10,5	8,1	6,7	6,6	6,5	6,5
Espanha	22,1	19,6	17,2	15,3	13,7	12,7	12,1
EUA	5,0	4,7	4,1	3,9	3,7	3,7	3,7
R.Unido	5,1	4,8	4,5	4,0	3,9	3,9	3,9
Irlanda	9,4	7,9	6,2	5,3	4,7	4,5	4,9
Suíça	3,3	3,3	3,2	2,4	2,4	2,4	2,4
Japão	3,3	3,1	2,7	2,4	2,2	2,3	2,3
China	4,1	4,0	3,9	3,8	4,0	4,2	4,2
Brasil	9,0	12,0	11,8	11,6	11,6	11,2	11,0
México	4,4	3,9	3,3	3,4	3,6	3,5	3,5
Turquia	10,3	10,9	11,4	13,5	12,5	12,0	12,0
4.- Taxas de Juro (Dez.)							
UE - Taxa Intervenção	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
UE - Taxa Depósito	-0,30	-0,40	-0,40	-0,40	-0,50	-0,50	-0,50
UE - Compra ativos (m€ / mês)	60	80	60	15	20	20	20
EUA	0,25/0,5	0,5/0,75	1,25/1,50	2,25/2,50	1,50/1,75	1,25/1,50	1,25/1,50
R.Unido	0,50	0,25	0,50	0,75	0,75	0,75	0,75
Suíça	-0,25/-1,25	-0,25/-1,25	-0,25/-1,25	-0,25/-1,25	-0,75	-1,00	-1,00
Japão	0/0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
China	4,35	4,35	4,35	4,35	4,25	4,20	4,20
Índia	6,75	6,25	6,00	6,50	5,10	5,00	5,00
Brasil	14,25	13,75	7,00	6,50	5,00	5,75	6,50
México	3,37	5,78	7,25	8,25	8,00	7,50	7,25
5.- Obrigações 10A (Dez.)							
Portugal	2,52	3,76	1,94	1,70	0,00	0,60	0,70
Spread Portugal	189	355	152	146	80/60	80/60	80/60
Alemanha	0,63	0,21	0,42	0,24	-0,7/-0,4	-0,3/+0,1	-0,1/+0,2
Espanha	1,76	1,36	1,56	1,40	0,1/0,2	0,5/0,7	0,7/0,8
EUA	2,26	2,45	2,35	2,70	1,80	2,00	2,20
R.Unido	1,96	1,24	1,20	1,28	0,75	1,00	1,00
Irlanda	1,15	0,74	0,66	0,90	0,10	0,20	0,50
Suíça	-0,40	-0,20	-0,20	-0,30	-0,50	-0,20	0,10
Japão	0,26	0,05	0,04	-0,04	-0,10	0,00	0,10
Turquia	10,46	11,08	11,35	17,26	15,50	15,00	14,50
6.- Moedas							
Euro-Dólar	1,086	1,052	1,175	1,136	1,08/1,13	1,10/1,15	1,12/1,17
Euro-Iene	130,6	123,0	135,3	125,8	118/122	122/128	128/135
Dólar-Iene	120,2	117,0	112,7	113,2	109/108	110/111	114/115
Euro-Libra	0,737	0,84	0,88	0,90	0,85/0,93	0,85/0,93	0,85/0,93
Euro- Franco Suíço	1,088	1,07	1,16	1,13	1,09/1,11	1,10/1,15	1,12/1,17
7.- Matérias primas (Dez.)							
Petróleo (Brent, \$/b.)	37,3	53,6	66,9	56,3	67	60,0	55,0
Petróleo (West Texas, \$/b.)	37,0	53,7	60,4	45,4	61	57,0	53,0
Ouro (\$/oz.)	1.061	1.141	1.256	1.282	1.400	1.450	1.500

Perspetiva Global: O contexto



Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

Outubro/Dezembro, 2019.

1 - Perspetiva Global

Na nossa Estratégia de Investimento anterior, publicada em junho, afirmamos que as taxas de juro não iam subir, mas sim descer, inclusive nos Estados Unidos. E isto foi o que aconteceu de forma geral no mundo. A única exceção, completamente anómala, é a Noruega, que se "desmarcou" com a subida da taxa de referência três vezes este ano, para prevenir uma possível subida da inflação, devido ao aumento do preço do petróleo... e, provavelmente, isto seja um erro. Na verdade, estamos a digerir as descidas das taxas de juro dos bancos centrais um pouco por todo o mundo: Estados Unidos, Zona Euro, Brasil, Dinamarca, Nova Zelândia, Austrália, Índia, Hong Kong... Até mesmo o Japão deverá aprofundar as suas medidas atuais de política monetária ultra flexível, embora tenha adiado qualquer ação até à reunião de 31 de outubro, após a aplicação da subida dos impostos indiretos sobre o consumo. Quais são as consequências práticas desta situação? Simplesmente que **as bolsas continuam a recuperar quase silenciosamente e sem chamar a atenção**, apesar das dúvidas, enquanto assistimos a uma consolidação das obrigações complementada com algum *take profit* temporário.

Os fatores que geram incerteza continuam a ser insuficientes para travar a tendência positiva das bolsas.

Os bancos centrais com mais influência global deixaram uma "sensação de insuficiência" em setembro, mas não temos dúvidas de que vão continuar a agir durante os próximos meses. O único sinal ligeiramente preocupante são as injeções extraordinárias de liquidez da Fed (123.000 M\$ na terceira semana de setembro, mais o compromisso de 90.000 M\$ durante, no mínimo, as 2 semanas seguintes), que podem indicar uma perda de posições em ativos financeiros superior à habitual por parte das empresas americanas, que coincide com o pagamento dos impostos. Por isso, entre outros motivos, somos mais prudentes relativamente ao último trimestre do ano. Recomendamos ainda mais concentração na exposição à bolsa americana, com a retirada tática - mas ainda não estratégica - das nossas recomendações de compra para a Índia e o Brasil. Na Europa podem surgir oportunidades pontuais por preço, mas antes de nos lançarmos para as aproveitar é preciso esperar para verificar se a preocupante perda de tração da economia europeia já terminou e se a situação estabiliza ou até recupera ligeiramente. Neste sentido, embora os PMIs europeus publicados na última semana de setembro tenham sido uma grande desilusão, o IFO alemão surpreendeu positivamente (94,6 vs 94,4 esperado vs 94,3 agosto) e poderá ser o primeiro sinal do ponto de inflexão para melhor na Europa.

Numa perspetiva global e de mercado, as bolsas reagiram muito bem perante as dificuldades. Vão, naturalmente, duvidando, mas acabam por recuperar... mais um pouco. É a "**lógica do défice de alternativas**": um ciclo ainda expansivo, embora mais fraco, este contexto de taxas de juro zero ou negativas, que parece mais estrutural do que passageiro, força a grande liquidez disponível a encaminhar-se para onde os retornos são decentes ou onde existe uma esperança de que continuem a ser suficientes. Enquanto o ciclo não seja claramente fraco e os resultados empresariais continuem com uma expansão suficiente, o principal destino da liquidez só podem ser as

Perante a escassez de alternativas, a liquidez existente no mercado dirige-se, forçosamente, para as bolsas - praticamente a única classe de ativos que se mantém com retornos atrativos.

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

ações. Apesar de que os dados macro são, às vezes, frustrantes, o que nos leva a rever em baixa de forma generalizada as nossas estimativas por áreas geográficas, as ações continuam a recuperar lentamente e as obrigações mantêm-se muito bem nas suas atuais zonas de suporte... as quais poderão ser novamente ultrapassadas no quarto trimestre, caso os bancos centrais continuem a agir.

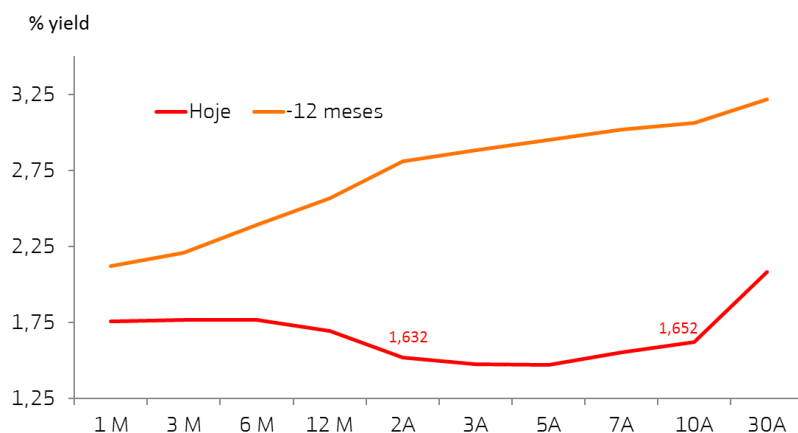
Quadro 3.3: Tabela resumo das avaliações das bolsas. -

Avaliação cenário central		
	Avaliação	Rentabilidade por dividendo
EUROSTOXX-50	3.879	3,48%
Potencial	9,7%	
S&P 500	3.473	1,91%
Potencial	16,1%	
NIKKEI	22.289	2,13%
Potencial	0,9%	

Fonte: Research Bankinter e Bloomberg

No entanto, **tudo deverá ir mais lentamente a partir de agora**. O principal motivo para isso é que o ciclo expansivo atingiu a sua velocidade de cruzeiro e os lucros empresariais encontram-se normalizados e estabilizados. Devemos assumir crescimentos económicos mais modestos e uma desaceleração na expansão dos resultados empresariais até valores de um dígito, mesmo nos Estados Unidos onde as empresas tecnológicas têm um peso maior. O mais provável é que tenhamos deixado para trás a altura de máxima expansão, pelo que é lógico que agora aconteça uma perda de tração, que o "ruído de fundo" gerado pelos múltiplos riscos ativos facilite a propagação do ceticismo e que as expetativas sejam mais conservadoras. Mas nem isto, nem a simples inversão da curva americana das taxas de juro - ao contrário do que muitos acreditam - será suficiente para forçar uma contração do ciclo económico global e uma queda dos lucros empresariais.

Gráfico 1.3: Curva dos juros nos EUA. -



Fonte: Bloomberg e Research Bankinter.

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

Por nos encontrarmos num **contexto completamente diferente**, em termos de inflação, de taxas de juro e demográficos, pelo que parece inconsistente concluir que a simples inversão da curva americana das taxas de juro indica que a recessão está a chegar. Até um relógio parado acerta nas horas duas vezes por dia... O que é verdade é que tudo será mais lento: o crescimento económico, a evolução dos lucros empresariais e, por último, as bolsas também. Mas não podemos esquecer um aspeto muito importante deste "novo mundo" caracterizado pela ausência de inflação relevante, taxas de juro zero ou negativas e crescimento muito baixo: a **"lógica do défice de alternativas"**. A grande liquidez disponível continuará a encaminhar-se para onde os retornos ainda são decentes ou onde existe uma esperança de que continuem a ser suficientes: as ações. Enquanto o ciclo não seja claramente fraco e os resultados empresariais continuem com uma expansão decente. E isto ainda não aconteceu, nem é provável que aconteça.

Não nos parece lógico deduzir que a simples inversão da curva de taxas de juro americana indique que estejamos à beira de uma recessão.

Tabela 1.4. – Bolsas: Avaliações e outras referências. –

	Var. %	Valorização 12 meses (2)			Potencial (4)	Máximo	Data do
	2019 (1)	Anterior (3)	Atual	24-09-2019	12 meses	Histórico	máximo
EuroStoxx-50	+17,7%	3.612	3.879	3.532	+9,8%	5.464	06-03-2000
S&P 500	+19,0%	3.369	3.473	2.992	+16,1%	3.026	26-07-2019
Nikkei 225	+10,4%	21.630	22.289	22.099	+0,9%	38.916	29-12-1989

Notas: (1) Acumulado 2019 até 23/09/2019. (2) Avaliações estimadas para uma perspetiva de 12 meses.

(3) Calculado em junho de 2019 para a Estratégia de Investimento do 3T19. (4) Potencial estimado desde 23/09/2020.

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

Zona Euro: “A Inflação afasta-se cada vez mais do objetivo do BCE e as taxas de juro vão continuar baixas em 2019/2021. A Procura Interna resiste aos desafios globais, mas as perspetivas de crescimento são baixas.”

Diagnóstico: A atividade económica perde tração e a Inflação afasta-se cada vez mais do objetivo do BCE. O IPC não atinge os 2,0% desde novembro de 2018 e a Taxa Subjacente (menos volátil) desde há sete anos.

A atividade económica desacelera e a Inflação está cada vez mais longe do objetivo definido pelo BCE.

O Consumo mantém-se firme, mas o Investimento perde impulso e o Setor Externo reflete a fragilidade do comércio internacional. As condições de financiamento são atrativas (taxas de juro baixas/negativas) e a tendência da política fiscal é de relaxamento.

A incerteza política em Itália começa a desaparecer, a Alemanha parece a favor de políticas fiscais expansivas e o populismo perde protagonismo. Entre os principais riscos destacam o protecionismo, a aproximação do *Brexit* (outubro?) e a situação de alguns países emergentes.

Visão & Perspetivas: O PIB cresceu a um ritmo de apenas +1,2% no 2T19 (vs +1,3% no 1T19) e afasta-se do seu potencial de crescimento a longo prazo. A melhoria do mercado laboral - a Taxa de Desemprego acumula seis anos de quedas - e as taxas de juro baixas apoiam o Consumo.

O PIB cresceu +1,2% em 2T19, longe do potencial de longo prazo da economia.

As dificuldades que o comércio internacional e a indústria atravessam têm repercussões no Investimento (+2,8% no 2T19 vs 4,0% no 1T19) e nas Exportações (+1,1% no 2T19 vs +1,6% no 1T19).

O nosso cenário central macro para 2019/2021 é construtivo - crescimento e criação de emprego, taxas de juro baixas e ausência de pressões inflacionistas -, embora os riscos que afetam o crescimento apresentem tendência de baixa.

O setor dos Serviços e da Construção evoluem satisfatoriamente, mas a indústria continua frágil. O PMI Indústria acumula sete meses em zona de contração (<50 pontos) e não parece haver nenhuma mudança de tendência nos indicadores mais recentes da atividade (Encomendas à Indústria, Inventários e Produção Indústria Transformadora).

O conjunto dos indicadores de risco para a UE mantém-se em níveis razoáveis (Dívida/PIB, Défice, diferenciais de crédito, volatilidade, etc..) e a probabilidade de recessão para os próximos doze meses é baixa.

A Alemanha reflete especialmente a fragilidade do comércio e o PIB cresceu apenas +0,4% no 2T19 (-0,1% t/t). A Taxa de Desemprego mantém-se em mínimos históricos e o Governo parece disposto a flexibilizar a política fiscal. A eliminação do imposto para a reunificação (5,0% sobre o rendimento) em 2021, juntamente com um plano de investimentos em energias renováveis de até 50.000 M€, é um bom ponto de partida.

A França mostra uma reativação após a crise dos coletes amarelos (+1,4% no 2T19 vs +1,3% no 1T19) e os PMIs (incluindo o da Indústria) continuam em zona de expansão.

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

A **Itália** flerta com a recessão (-0,1% no 2T19; +0,0% t/t) e mantém um endividamento elevado (Dívida Pública/PIB >130%), mas a crise política está a desaparecer e o prémio de risco diminui.

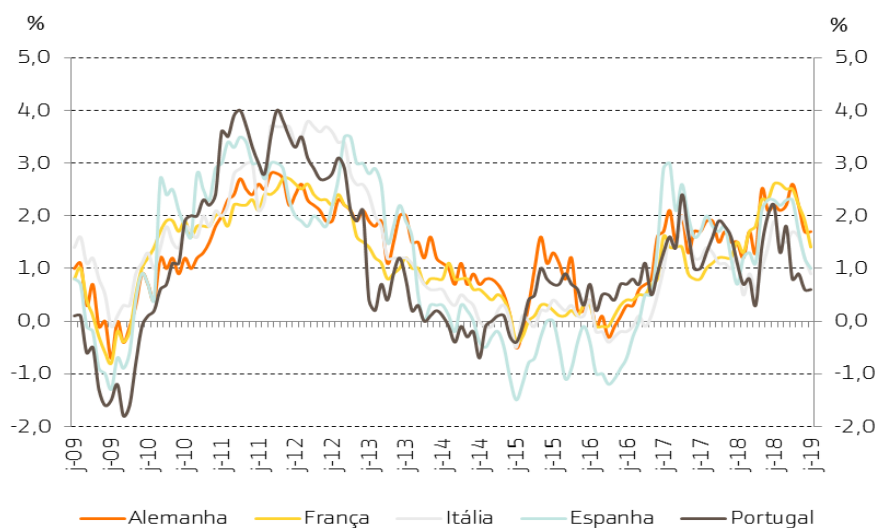
A **Holanda** perde inércia (+1,8% no 2T19 vs +1,9% no 1T19), mas a Taxa de Desemprego é de apenas 3,4% e o Orçamento para 2020 mostra uma descida de impostos de até 3.000 M€, assim como a criação de um fundo para investir em infraestruturas de 50.000 M€ (equivalente a ~6,0% do PIB).

A **Irlanda** e a **Espanha** lideram o crescimento, **Portugal** cresce acima da média europeia e a **Grécia** avança na correção dos desequilíbrios (endividamento e desemprego) graças à reativação da Procura Interna.

A **Inflação**, atualmente em +1,0%, afasta-se do objetivo do BCE, apesar do aumento nos Salários (+2,7% no 2T19), o aumento da Massa Monetária (M3) e a fragilidade do Euro.

A Taxa Subjacente (menos volátil) mantém-se dentro de um intervalo lateral compreendido entre +1,0%/1,4% e as **Perspetivas de Inflação a longo prazo** encontram-se em níveis historicamente baixos (~1,3%).

Gráfico 1.2: Evolução da Inflação nas principais economias. –



A inflação vai-se afastando do objetivo definido pelo BCE, apesar do aumento registado nos salários, da evolução da Base Monetária e do enfraquecimento do Euro.

Fonte: Bloomberg e Research Bankinter

Taxas de Juro & Política Monetária: A estratégia do BCE assenta em quatro eixos:

- (i) **Taxas de juro baixas muito tempo:** As taxas de juro (Depósito - 0,50%, Referência +0,0% e Crédito +0,25%) manter-se-ão nos níveis atuais ou inferiores até que a Inflação atinja o objetivo (~2,0%). Como orientação, as estimativas para a Inflação do BCE mantêm-se consideravelmente abaixo dos 2,0% no período 2019/2021.

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

- (ii) *Tiering* ou sistema de cobrança por escalões para as reservas de liquidez que a banca deposita no BCE (custo atual de -0,50%): Desta forma, uma parte fica isenta (6 vezes o coeficiente de caixa que, atualmente, é de 1,0%) e assim alivia-se o impacto das taxas negativas no setor.
- (iii) **Condições de financiamento atrativas e liquidez elevada:** No próximo dia 1 de novembro recomeça o programa de compra de obrigações (soberanas e corporativas) a um ritmo de 20.000 M€/mês por tempo indefinido e
- (iv) **TLTRO- III:** o programa de financiamento para a banca facilita a transmissão da política monetária (concessão de crédito). **A taxa aplicável poderá ser tão baixa como a taxa de Depósito (atualmente nos -0,50% vs -0,40% no TLTRO-II)** caso as entidades atinjam o objetivo de aumentar o volume de crédito quantificável.

Acreditamos que o BCE deverá manter a Taxa de Referência (0,0%) e a Taxa de Depósito (-0,50%) sem alterações até 2021, embora **a probabilidade de ver uma descida de -10 pb na taxa de depósito até -0,60% ronde os ~30,0%.**

Neste contexto, prevemos que a cotação da *yield* do Bund alemão a 10 A esteja no intervalo (-0,70%/-0,40%) em 2019, deslizando progressivamente para (-0,30%/+0,10%) em 2020 e (-0,10%/+0,20%) em 2021.

Revimos em baixa as nossas previsões de crescimento para 2019, até +1,1% (vs +1,2% anterior), +1,1% em 2020 (vs +1,3% anterior) e +1,3% em 2021 (vs +1,4% anterior).

Revimos ligeiramente as nossas previsões de Inflação para 2019, até +1,2% (vs +1,3% anterior), +1,2% em 2020 (vs +1,4% anterior) e +1,4% em 2021 (vs +1,5%).

Acreditamos que o BCE irá manter as taxas de juro de referência sem alterações no período entre 2019 e 2021.

Revemos em baixa as previsões de crescimento e de inflação para o período entre 2019 e 2021.

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

Suíça: "Fragilidade aumenta mais rápido que o esperado. O Franco mantém-se valorizado."

O PIB suíço do 2T abrandou mais que o esperado. Aumentou +0,2% face aos +0,9% esperados e ao +1,0% no 1T (revisto em baixa de +1,7%). O principal motivo é **uma desaceleração no Investimento Imobiliário** (+0,2% vs +1,4% no 1T) e **nas Exportações de Bens** (+3,5% vs +4,1% no 1T). Contudo, a Taxa de Desemprego desceu até 2,3% em agosto, de 2,4%, melhorando assim o seu nível de pleno emprego. Do lado dos **preços**, os dados são mais preocupantes: o IPC de agosto foi de +0,3% e afasta-se mais do objetivo de 2%. O **Franco Suíço** manteve-se muito valorizado face ao Euro, em níveis de 1,095/CHF, e foi o motivo para umas Exportações mais fracas que o desejável. O **SNB** manteve o seu compromisso com a intervenção do Franco Suíço e **reviu em baixa as suas perspetivas** de crescimento e inflação.

Mas as previsões são incertas com um tom mais negativo do que positivo: (i) O indicador avançado da Confiança Empresarial (KOF) melhora e aproxima-se dos máximos do ano (97,0 agosto vs 97,0 em julho e 93,8 em junho vs 97,2 máximo do ano, em março). (ii) O indicador intermédio da Produção Indústria Transformadora (PMI) piorou face ao início do ano e ainda se encontra em terreno de contração, desde abril (47,2 em agosto vs 54,3 em janeiro). (iii) Os indicadores avançados da Zona Euro pioraram (IFO e ZEW alemão e Conf. Consumidores europeia) e o Franco Suíço poderá apreciar ainda mais, como valor refúgio. **Em resumo**, um ciclo económico frágil com uma perspetiva negativa.

Neste contexto, o **Banco Nacional da Suíça (SNB)** deverá manter a sua **política monetária expansiva**. Mas, especialmente, a sua intervenção sobre o Franco Suíço, para o desvalorizar e reduzir o preço das Exportações. A sua Taxa de Referência deverá manter-se em -0,75%. Mas poderá modificar de novo as condições das Taxas de Depósito a favor dos bancos. Como já aconteceu no passado dia 19 de setembro, com um *Tiering* nos depósitos bancários parecido ao do BCE.

Prevemos que no último trimestre de 2019 a evolução económica da Suíça seja: (i) **neutra para o Franco Suíço**: a política monetária do SNB (taxas de depósito e compra de divisa estrangeira) poderá neutralizar o efeito de valorização do contexto fragilizado na UE, mas não prevemos que consiga desvalorizar de forma efetiva o Franco. (ii) **Moderadamente positiva para o Setor Externo**: um Franco no mínimo estabilizado e um KOF em máximos do ano poderão dar algum suporte às Exportações. (iii) **Negativo para o IPC**: é pouco provável que o objetivo de +2% seja cumprido. Mas prevemos que os estímulos mantenham, pelo menos, o nível dos preços cerca dos +0,6%.

Como conclusão, e neste contexto, revimos em baixa o crescimento do PIB para 2019 até +0,6% de +1,5%, e ajustamos as estimativas para 2020 e 2021 até +0,9% de +1,6%.

As previsões para a economia Suíça são mais negativas do que positivas. Os indicadores avançados mostram fragilidade.

Revemos em baixa as previsões de crescimento do PIB Suíço: em 2019 aumentará 0,6%. Em 2020 e 2021 prevemos crescimentos anuais de +0,9%.

Reino Unido: *"A história interminável do Brexit escreve mais um capítulo..."*

Após a nomeação de Boris Johnson como Primeiro Ministro, o processo do **Brexit** ficou, se é possível, ainda mais complicado do que já estava. A jogada de Johnson de suspender o parlamento até poucos dias antes da saída sem acordo a 31 de outubro teve a oposição não só do partido trabalhista, como também do seu próprio governo que, para além de travar esta medida, recusou uma proposta de eleições antecipadas. O parlamento, antes da sua dissolução, e para não deixar pontas soltas, conseguiu aprovar uma **lei que estabelece que se no dia 19 de outubro não tiver sido negociado um novo acordo de saída, o Governo deve solicitar a Bruxelas um novo adiamento dos prazos, até ao dia 31-01-2020**. Após estes acontecimentos, as poucas possibilidades que restavam a Johnson de executar o seu plano de um Brexit duro praticamente desapareceram, sendo que foi aberta a porta para um cenário mais positivo para os mercados no qual (sempre que Bruxelas o permita) o prazo seria adiado para negociar. Em qualquer caso, a nossa opinião de fundo não mudou: continuamos a defender que, independentemente do prazo de execução, o **Brexit** poderá aplicar-se a pessoas e capitais, mas não deverá alterar o comércio de mercadorias físicas, que é o que realmente poderá ter impacto nos mercados. De facto, Johnson, na sua última reunião com o PM da Irlanda, Leo Varadkar, já moderou a sua mensagem e mostrou-se disposto a aceitar uma modificação da cláusula **backstop**, na qual poderão ficar de forma permanente dentro das normas do mercado único da UE os alimentos e a agricultura.

O PIB deve continuar a desacelerar em 2019, e no atual contexto de incerteza não esperamos que se concretizem grandes estímulos monetários.

Contexto macro: Acreditamos que o atual cenário de desaceleração económica (PIB 2019e: +1,1%) e de indicadores avançados fracos (PMI Indústria: 47,4 e Confiança do Consumidor: -14) elimina a possibilidade de **subidas das taxas no Reino Unido**, pelo menos durante 2019-2020. O Banco de Inglaterra, no seu último *Inflation Report* de agosto, afirmou que a economia britânica está a piorar mais que o previsto (desacelerando abaixo do seu potencial de médio prazo) e reiterou as mensagens de relatórios anteriores, indicando que **a adaptação das taxas vai continuar a depender da evolução do Brexit**. De facto, o BoE reviu em baixa as suas previsões do PIB para 2019 (+1,0% vs. +1,2% anterior) e 2020 (+1,4% vs +1,7% anterior).

Apesar de tudo a libra tem-se mantido relativamente suportada. Revemos a previsão de intervalo para o câmbio com o euro para 0,85/0,93.

Divisa: Pelo caminho, a grande prejudicada com isto tudo foi a libra, que nos momentos de maior fragilidade chegou a atingir mínimos de 0,931GBP/€. Devido à escassa visibilidade do futuro cenário, estabelecemos o intervalo (0,85/0,93) para 2019 e 2020 (vs anterior 0,85/0,90), pelo menos até conhecer novos detalhes sobre o desfecho final do processo.

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

EUA: "A Fed desceu as taxas de forma "preventiva" para prolongar a expansão."

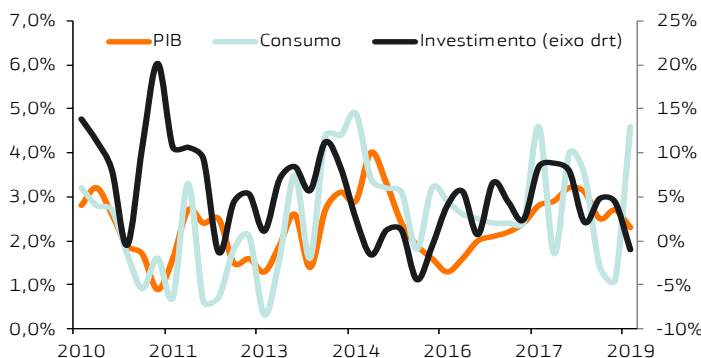
A economia americana mantém um comportamento positivo, mas o **ritmo de crescimento desacelerou no 2T'19**. O PIB mostrou um avanço de +2,0% vs +3,1% no 1T'19. O investimento empresarial e o setor externo entraram em terreno negativo no 2T'19.

O **setor industrial** encontra-se fragilizado pela desaceleração global e as disputas comerciais. E, ainda, o **ISM Indústria de agosto (49,1) entrou em terreno de contração**, afastando a possibilidade de uma mudança de tendência.

O **setor externo** também foi negativamente afetado pela atual conjuntura (taxas e menor crescimento global) e a solidez do dólar.

O PIB desacelerou em 2T19 até +2,0% devido ao enfraquecimento do investimento empresarial e debilidade de la inversión empresarial e do setor exterior.

Gráfico 1.3: Evolução do PIB por componentes.-



Fonte: Bloomberg

O **consumo manteve um comportamento muito sólido (+4,7% no 2T'19)**. Os avanços no consumo têm como base melhorias no emprego e nos salários, assim como condições de financiamento mais favoráveis.

Os relatórios do mercado laboral e os indicadores da Confiança dos Consumidores são analisados em detalhe. Em agosto foram criados 130k empregos, com um desemprego de 3,7% e um aumento dos salários até +3,2% a/a. Apesar de que o desemprego se encontra em níveis baixos, **o abrandamento na criação de emprego é preocupante**. Os dados de agosto tinham o apoio da contratação temporária de 25k trabalhadores públicos para a realização do censo das eleições de 2020. O setor privado mostra uma perda de tração nos últimos registos (96k em agosto vs 152k de média no ano).

Os indicadores da Confiança dos Consumidores mantêm-se em níveis elevados, mas começam a mostrar uma deterioração na Componente das Expectativas. Isto acontece tanto no indicador do Conference Board, como no da Universidade do Michigan.

A **cena internacional continua a gerar incerteza**. As disputas comerciais, a desaceleração global, o Brexit, as tensões com o Irão (ataque com drones a ativos petrolíferos), as fragilidades em alguns países emergentes

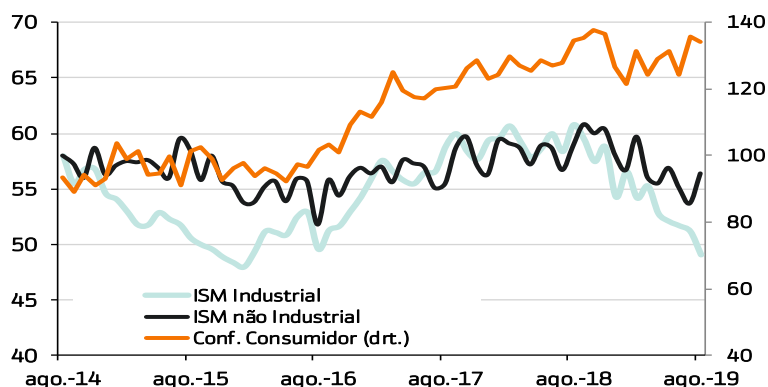
Tem sido essencialmente o consumo a sustentar o crescimento da economia americana.

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

(Argentina) e a guerra de divisas, entre outros, continuam a representar riscos de crescimento para os EUA.

Revimos ligeiramente em baixa as estimativas de crescimento do PIB: +2,2% vs +2,3% ant, para 2029 e +1,8% vs +1,9% ant para 2020. Em 2021, mantemos o crescimento nos 1,8%.

Gráfico 1.4: Indicadores Avançados. –



Fonte: Bloomberg

A inflação mantém-se abaixo do objetivo da Fed O PCE subjacente, medida preferida da inflação da Fed, encontra-se nos 1,6%, longe do objetivo dos 2,0%. Apesar de que a taxa de desemprego se mantém em níveis historicamente baixos (3,7%), não são visíveis pressões salariais.

A solidez do dólar também não permite prever uma subida da inflação durante os próximos meses. Os indicadores das expectativas da inflação a longo prazo caíram até níveis historicamente baixos nas últimas semanas.

Relativamente às condições financeiras, pela primeira vez desde 2007, a curva americana das taxas de juro (diferença entre a *yield* das obrigações a 2 e a 10 anos) tem estado **invertida** (diferencial negativo). Esta anomalia acontece quando os investidores adotam uma atitude de prudência sobre o futuro da economia e pode prever um cenário de futura crise.

Curva de taxas de juro invertida momentaneamente, não de forma sustentada.

Contudo, esta situação aconteceu de **forma completamente conjuntural** durante um período de apenas uma semana no final do mês de agosto. Atualmente a curva voltou ao terreno positivo.

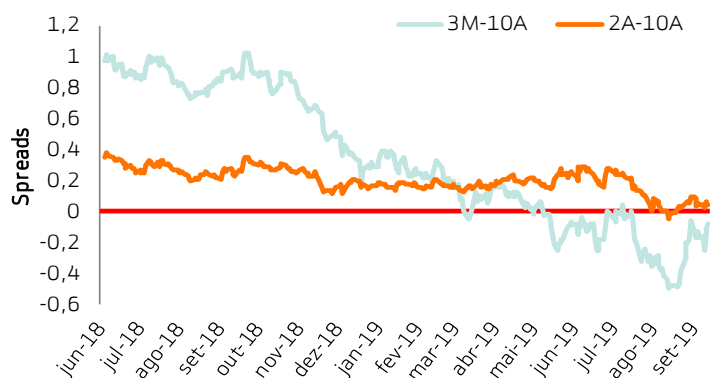
Na reunião de 31 de julho, **a Fed desceu as taxas de juro pela primeira vez em 10 anos**: -25 p.b. até 2,00%/2,25%. No dia 18 de setembro voltou a descer as taxas, até ao intervalo atual 1,75%/2,0%

A Fed considera que a situação atual da economia americana é positiva (consumo muito sólido e taxa de desemprego em mínimos históricos) e que as descidas têm **caráter "preventivo"** perante o potencial impacto negativo de uma **maior desaceleração global e as incertezas na frente comercial**. Motivos: (i) O investimento empresarial e o setor externo entraram em terreno negativo no 2T'19; (ii) A criação de emprego no setor privado tem abrandado; (iii) O dólar ganhou força após a desvalorização do yuan, os novos estímulos do BCE e as incertezas geopolíticas. Este fortalecimento

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

tira competitividade à economia americana; (iii) Não existem pressões inflacionistas.

Gráfico 1.10: Diferencial curva das taxas de juro americanas. –



Fonte: Bloomberg e Bankinter Research

A Fed encontra-se dividida sobre a necessidade de aplicar novos estímulos monetários. Na reunião de dia 18 de setembro, dois membros do FOMC votaram a favor de não mexer nas taxas e um membro votou a favor de mais descidas (-50 p.b.). Por outro lado, **Trump tem intensificado a pressão**, exigindo taxas "zero ou negativas" e apontando a Fed como o principal "inimigo" da economia americana.

Temos neste momento uma Fed dividida e alvo de grande pressão por parte de Trump.

Na última reunião do FOMC (18 de setembro), Powell declarou que os futuros **ajustes da política monetária** estarão vinculados à evolução, não só dos dados da economia americana, mas também aos da evolução das perspetivas e da **evolução dos principais riscos** (economia global e guerra comercial). Os ajustes serão decididos "reunião a reunião". A Fed está preparada e decidida a utilizar todas as suas ferramentas da forma que seja necessária para apoiar a expansão do ciclo americano.

O nosso cenário central aponta para uma nova descida das **taxas até ao intervalo 1,50%/1,75%, no final de 2019**. Em 2020 poderemos assistir a uma descida adicional até 1,25%/1,50%. A deterioração no ritmo de crescimento da UE e da China, o abrandamento na criação interna de emprego e a aplicação de fortes estímulos de outros bancos centrais, **poderão pressionar a Fed para continuar a descer as taxas**. E, ainda, Trump deverá continuar a pressionar, uma vez que pretende apresentar-se à corrida das presidenciais de 2020 com taxas de juro muito baixas - que permitam ampliar o bom momento do ciclo - e com avanços na frente comercial com a China - que o coloquem no papel de líder político mundial.

Cenário central Bankinter Research: taxas de juro no intervalo 1,50%/1,75% em dezembro de 2019.

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

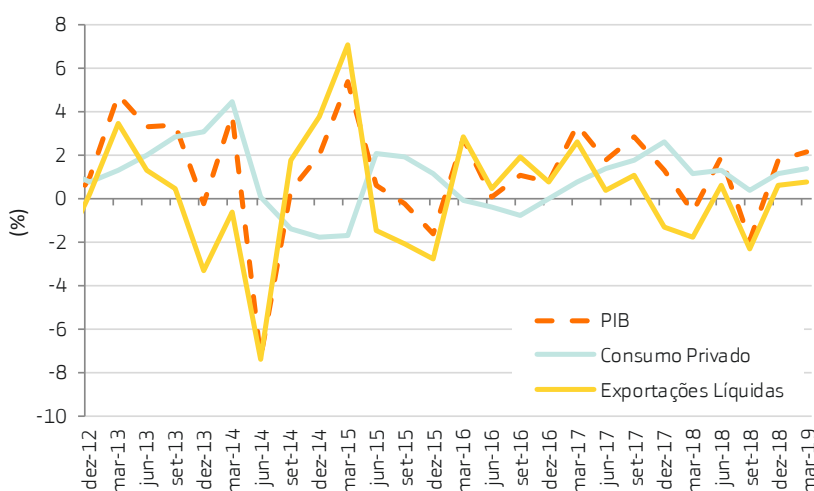
Japão: "Apesar de um bom 1S19, a procura interna mantém-se frágil e o risco aumenta."

Após um aumento de +2,2% no 1T19, o crescimento do PIB manteve a **tendência positiva no 2T19, com um registo anualizado de +1,3%**. O Consumo Privado recuperou tração perante a queda no 1T19 (+0,6% vs -0,1% t/t); o Investimento Privado (+0,5% t/t) e a Despesa Pública (+1,2% t/t) também mostraram solidez face aos Jogos Olímpicos de Tóquio 2020 e a automatização dos processos industriais. Pelo contrário, o setor externo perdeu impulso, com uma contribuição negativa de -0,3 pb.

O consumo privado mantém-se apoiado pelo níveis mínimos de desemprego, pelas condições financeiras acomodáticas e pelo abastecimento perante o próximo aumento do IVA. Pelo contrário, o setor industrial mostra sinais de fragilidade. A desaceleração global e os conflitos comerciais afetam um setor muito dependente das exportações.

Em 2T19 o PIB manteve a tendência positiva de crescimento, registando uma evolução em termos anualizados de +1,3%. Em 2019 terá um crescimento em linha com o seu potencial de longo prazo, suportado pelo Setor Exterior e pelos Gastos Públicos.

Gráfico 1.11: Evolução do PIB (qoq) e principais componentes. –



Fonte: Bloomberg. Dados elaborados por Research Bankinter.

Em 2019, o crescimento económico deverá ter como base a despesa pública e o setor externo, enquanto a procura interna do setor privado deverá diminuir, afetada pelo previsto aumento do IVA e um ritmo de investimento mais lento. A despesa pública será impulsionada pelos investimentos para mitigar as catástrofes naturais de 2018, os Jogos Olímpicos e as medidas contra cíclicas para mitigar o impacto do aumento do IVA. As exportações deverão recuperar alguma folga, após o fim das perturbações provocadas pelas catástrofes naturais, se o crescimento do comércio mundial não abrandar mais que o esperado e o iene moderar a sua solidez. Ao contrário, as importações deverão diminuir em linha com a desaceleração da procura interna.

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

O previsto aumento do IVA em outubro, de 8% para 10%, exceto na Alimentação, Bebidas e jornais cuja taxa vai descer, **introduz um fator de risco e incerteza**. Esperamos que o impacto seja menor que o do aumento anterior do IVA em 2014¹. O Governo japonês deverá adotar medidas de estímulo, como educação gratuita e isenções fiscais para a compra de automóveis e casas, que deverão contribuir para reduzir o impacto negativo sobre o consumo privado. Os impactos vão derivar (i) do aumento do consumo como antecipação à subida do imposto e uma posterior redução e (ii) do menor rendimento real das famílias. Acreditamos que o Governo japonês poderá ponderar estímulos fiscais adicionais em 2020, se o impacto do IVA ou o contexto global forem piores que o esperado.

A subida prevista do IVA de 8% a 10% em outubro gera incerteza. É possível que prejudique o consumo privado após um impulso antes de entrada em funcionamento, pelo efeito de antecipação do consumo.

O mercado do trabalho mantém-se forte com uma **taxa de desemprego em julho de 2,2% e uma crescente participação laboral**, com um ritmo superior da inclusão das mulheres e pessoas com mais idade no mercado de trabalho. Contudo, o **aumento dos salários reais manteve-se negativo com uma descida de -0,9%** em termos anualizados em julho.

O IPC mantém-se extremamente baixo, apesar da expansão económica positiva e da solidez do mercado do trabalho. **Em agosto, o IPC ficou em +0,3% e a taxa subjacente em +0,5%**. O BoJ prevê que o impacto do aumento do IVA no IPC seja de +0,5% em 2019 e 2020, compensado por um impacto de -0,3% em 2019 e -0,4% em 2020, devido à oferta de educação gratuita no país. A melhoria da produtividade no setor dos serviços, os avanços tecnológicos e a grande elasticidade da oferta de trabalho das mulheres e pessoas com mais idade, mantêm as perspetivas da inflação muito baixas a curto prazo, longe do objetivo do BoJ de 2%.

Neste contexto, **a política monetária deverá manter-se muito acomodatória. O BoJ prevê taxas reais negativas até 2020** e poderá flexibilizar mais as condições, caso o contexto global ou o impacto da subida do IVA sejam mais adversos que o previsto. Esta abordagem ultraconservadora e a redução das incertezas globais deverão contribuir para travar a apreciação do iene. O câmbio euro/iene desceu -4,9% em 2019, para 118.5€/¥, num contexto de reativação dos riscos geopolíticos e comerciais, assim como de maior flexibilização monetária de vários bancos centrais. Nos fundamentais, o JPY deverá desvalorizar, mas com um ritmo lento e dependente do contexto do risco global. **Prevemos que o câmbio euro/iene deverá ficar no intervalo 118/122 em 2019 e 122/128 em 2020.**

Com políticas monetárias extremamente dovish e uma menor aversão ao risco, o iene deve depreciar-se ligeiramente. Segundo as nossas estimativas, o cross euro/yen situar-se-á em 118/122 em 2019 e 122/128 em 2020.

Mantemos inalteradas as nossas estimativas do PIB em +0,8% para 2019 e 2020. Prevemos um IPC de +1,0% em 2019 (+1,1% anteriormente) e +1,4% em 2020.

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

Emergentes: "Desequilíbrios internos e contexto internacional incerto. Momento de prudência."

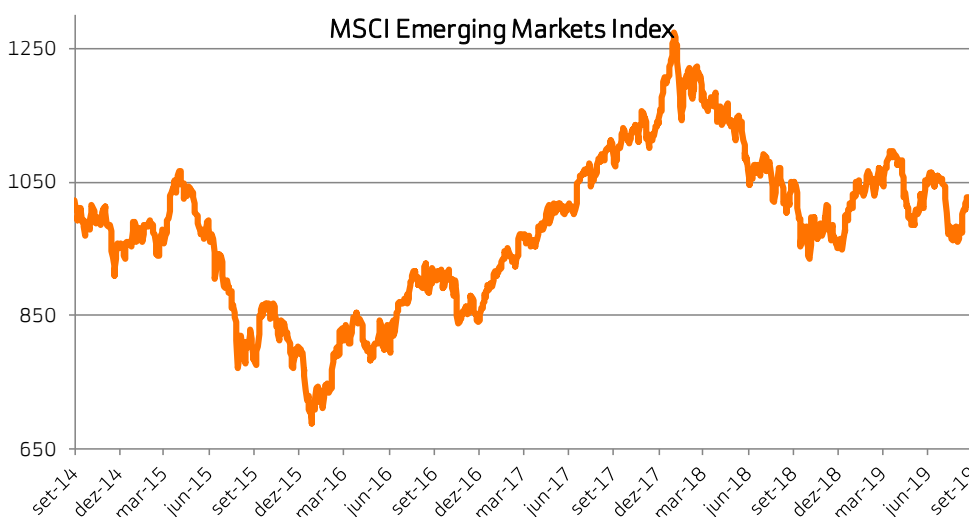
Uma **deterioração macro** superior ao inicialmente estimado, a **persistente tensão comercial** e, especialmente, a **ausência de grandes avanços em matéria de reformas** estruturais aconselha uma atitude mais prudente relativamente à exposição a países emergentes.

O trimestre passado, as nossas recomendações centravam-se na Índia e no Brasil. Contudo, agora a nossa **visão torna-se neutra**. Entre os dois, mantemos uma **opinião mais construtiva relativamente ao Brasil**, enquanto a Índia oferece mais dúvidas. Embora em ambos os países a economia mostre sinais de esgotamento, a agenda de reformas vai ganhando forma no Brasil de forma progressiva, mas perde impulso na Índia. Na China e na Rússia, os possíveis benefícios não compensam os riscos, e o México enfrenta importantes dificuldades (significativas necessidades de investimento em infraestruturas para o petróleo e a sua dependência desta matéria prima).

Este cenário (previsões macro menos atrativas e poucos avanços nas reformas) tem um impacto direto na frente empresarial. Assim, as **estimativas de lucros para o MSCI Emerging Markets caíram para terreno negativo** neste exercício. O consenso antecipa um avanço médio do lucro por ação de -5,7% para 2019 e +13% em 2020, vs. +8,4% y +10,5% respetivamente no caso do S&P 500.

Adotamos uma postura mais cautelosa quanto a países emergentes perante: (i) a deterioração do cenário macro; (ii) a persistência da tensão comercial e (iii) a falta de grandes avanços em matéria de reformas estruturais.

Gráfico 1.12: Evolução do Índice *MSCI Emerging Markets*.-



Fonte: Bloomberg e Research Bankinter

Os desequilíbrios internos e as consequências da guerra comercial continuam a ser os principais motivos pelos quais **não recomendamos adotar posições na China**.

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

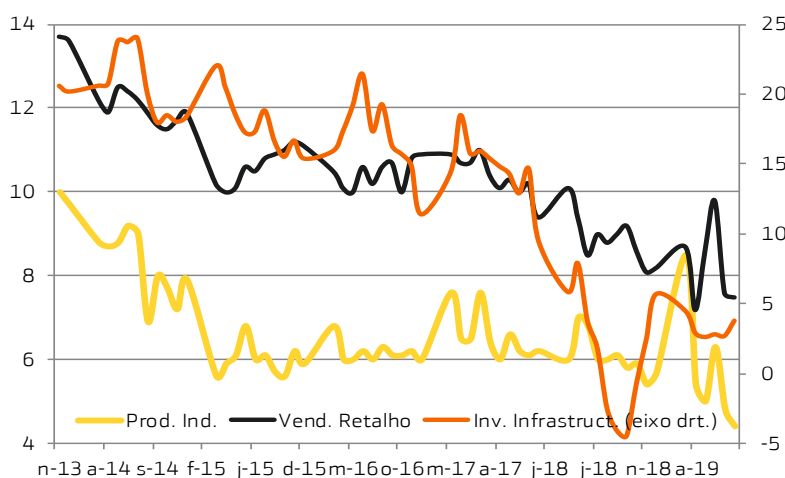
O abrandamento da economia chinesa é mais do que evidente. O próprio objetivo de crescimento fixado pelas autoridades para este ano (6,0%/6,5%) é o mais baixo desde que existem registos e o PIB do 2T19 (6,2%) obteve a percentagem mais baixa desde que o governo começou a publicar dados trimestrais, em 1992. Por isso, **mantemos sem alterações as nossas estimativas de crescimento para o futuro**. O PIB do país deverá continuar um caminho progressivo de desaceleração. Assim, deverá crescer este ano +6,2%, +6,0% em 2020 e +5,8% em 2021.

Por trás deste comportamento está o travão que a guerra comercial representa para a economia. Tanto devido ao seu peso no setor externo, como pela sua repercussão nos níveis de confiança e investimento estrangeiro e nacional. Continuamos a acreditar que a resolução desta questão vai demorar. A curto/médio prazo prevemos apenas acordos parciais. O contexto deste conflito inclui assuntos muito delicados e difíceis de resolver, como a propriedade tecnológica ou a propriedade intelectual.

Para além dos contratempos a nível internacional, os desequilíbrios internos do país são mais do que significativos. A queda das importações reflete a fragilidade da procura interna, a produção industrial abrande e cresce ao ritmo mais baixo dos últimos 17 anos, enquanto as vendas a retalho e o investimento continuam com uma tendência de baixa.

A guerra comercial e os desequilíbrios internos levam-nos a manter a China fora da nossa estratégia de investimento.

Gráfico 1.14: Evolução dos Indicadores Avançados na China. –



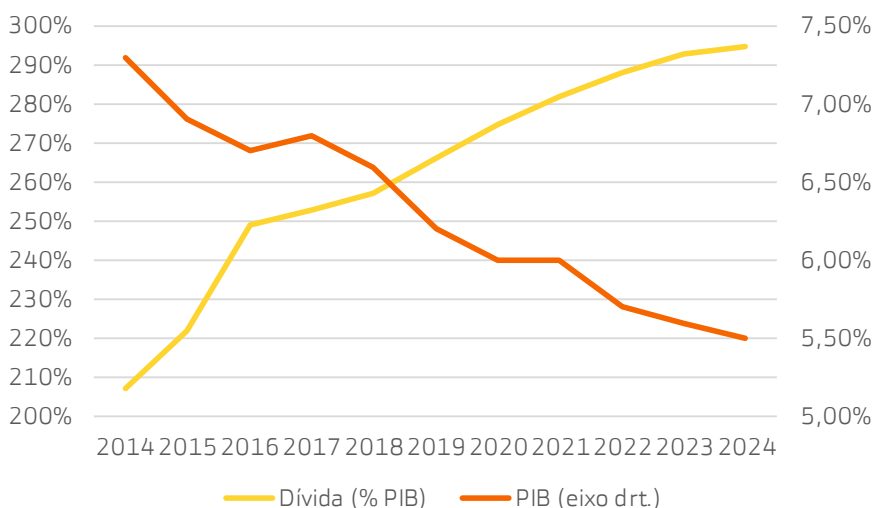
Fonte: Bloomberg e Research Bankinter

Neste cenário, a implementação de medidas de estímulo pelas autoridades chinesas parece lógica. De facto, poderá ajudar a evitar uma aterragem forçada da economia. Não descartamos um aumento da despesa dos governos locais, um novo corte no requisito das reservas e até da taxa de intervenção. O problema é que estas medidas poderão implicar um **aumento da dívida numa economia profundamente alavancada**. A dívida total do país, excluindo o setor financeiro, fechou em 2018 nos 257% do PIB. De acordo com o FMI, as medidas de estímulo introduzidas pelo

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

governo poderão provocar um aumento de +10% (até 266%) este ano. Assim, o cenário de triple bolha (dívida/bolsas/imobiliário) continua a manter-se, enquanto é adiada a atenção do governo para a aposta num crescimento de qualidade.

Gráfico 1.15: Endividamento total do setor privado (excluindo setor financeiro). –



Fonte: FMI e Research Bankinter

As nossas perspetivas em relação à **Índia** têm vindo a piorar ao longo do tempo: estamos num momento que exige prudência e paciência. A Índia continua a liderar o crescimento económico a nível global. Contudo, no primeiro semestre deste ano registou uma desaceleração inesperada. Em 1T 19 e 2T19 acabou por crescer 5,8% e +5%, respetivamente. Estas evoluções comparam com um de crescimento de +8% há um ano atrás. Além disso, constituem a evolução mais lenta registada desde 2013.

Quais foram os fatores que afetaram a Índia? Essencialmente, a desaceleração da procura interna e uma quebra sentida no setor externo. Tudo isto, num contexto de incerteza a nível internacional, que impacta esta economia negativamente, em termos de comércio e de fluxo de capitais.

A bolsa indiana registou uma evolução menos atrativa do que outros índices (+8%, YTD), impactada pela debilidade de alguns indicadores macro, deceção ao nível dos resultados empresariais, tensões geopolíticas e até pela simulação da introdução de um imposto ao segmento mais rico da população (posteriormente retirado).

Para recuperar os níveis de confiança dos consumidores, o Governo introduziu recentemente uma série de medidas, destinadas aos setores mais impactados: automóvel, PMEs, infraestruturas e financeiro. Além disso, implementou cortes nas taxas correspondentes ao IRC no país, que passaram de 30% para 22% e de 25% a 15%, no caso de empresas industriais com caráter inovador. O facto de o atual partido no Governo ter sido recentemente reeleito, tornou possível ter o apoio necessário para implementar estas reformas e abre portas a eventuais medidas adicionais.

As nossas perspetivas em relação à Índia têm vindo a piorar. A desaceleração da procura interna e a quebra registada no setor externo estão na génese desta alteração.

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

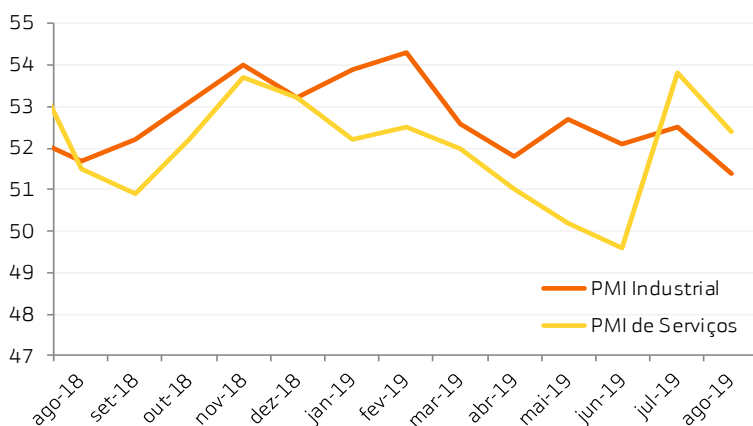
Esperam-se ainda reformas em vários setores, que melhorem o contexto empresarial do país, estimulando o setor externo e diminuindo a dependência da economia pela procura interna.

Neste contexto, o banco central já cortou taxas de juro por cinco vezes este ano, sendo que a última vez foi na passada quinta feira. Além disso, vem mostrando abertura para continuar a implementar estímulos caso seja necessário. A inflação controlada (+3,2% em agosto vs. objetivo de 4% +/- 2% do banco central) permite uma manutenção desta política monetária expansionista.

Resumindo, pelo lado positivo, a Índia conta com um Governo com vontade e capacidade de manter a tendência reformista necessária para a economia, um nível de preços estável que permite aplicar políticas monetárias acomodáticas e uma demografia favorável.

Pelo lado negativo, identificamos vários riscos à boa evolução da economia indiana: (i) **Desaceleração global** superior à esperada, o que pode enfraquecer a economia. (ii) **Volatilidade no preço do petróleo**. Os meses recentes têm registado uma volatilidade alta nos preços da *commodity*, em parte devido aos ataques às refinarias na Arábia Saudita e às tensões geopolíticas ativas. Eventuais subidas de preço de petróleo teriam um efeito negativo no défice comercial do país. (iii) **Temporada de monções**. O peso do setor agrícola na economia indiana faz com que a precipitação nesta época do ano seja muito importante para a produção do país. No mês de agosto a precipitação foi superior ao normal, o que deverá favorecer a produção nos próximos meses. No entanto, a dependência desta precipitação continua a ser um fator de risco para a economia.

Gráfico 1.16: Evolução PMI Industrial e de Serviços.-



Fonte: Bloomberg e Research Bankinter.

Tendo todos estes fatores em consideração, **mantemos uma postura cautelosa e recomendamos uma atitude neutra face à economia indiana**. A desaceleração recente da economia indiana, a volatilidade do preço do petróleo e um contexto internacional menos favorável leva-nos a reduzir as as previsões de crescimento da economia até +6% este ano (+6,8% anterior), +6,4% em 2020 (+7,5% anterior) e +6,7% em 2021 (+7,6% anterior).

Mantemos uma postura cautelosa e recomendamos uma atitude neutra face à Índia.

A desaceleração recente da economia, a volatilidade nos preços do petróleo e um contexto internacional menos favorável levam-nos a rever pela negativa as nossas estimativas de crescimento da economia.

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

A nossa opinião é mais construtiva relativamente ao Brasil. Após um início de ano fraco, a **aceleração do crescimento no segundo trimestre (+1,0% vs. +0,5% no 1T19)** pode antecipar alguma estabilização para o resto do exercício. As grandes questões pendentes continuam a ser os elevados níveis de desemprego e a baixa capacidade utilizada. Contudo, a recente melhoria dos níveis de confiança em alguns setores, como a indústria, traz esperança. Após esta melhoria, existe um reforço das expectativas sobre a implementação de reformas estruturais. Entre as quais, a reforma do sistema de pensões, cortes fiscais, privatizações ou redução da burocracia. **A reforma das pensões avança a passos lentos, mas firmes** e a mudança legal deverá acontecer nas próximas semanas. A sua concretização é fundamental. O Brasil destina 13% do PIB às despesas relacionadas com o seu sistema de Segurança Social vs. 8% em média dos países do G-20. Desta percentagem, quase 9% é destinado às pensões. As poupanças estimadas desta reforma seriam, no melhor cenário, de 1Bn de reais (220.000 M€) nos próximos dez anos. Acreditamos que o processo negociador pode levar a uma poupança inferior (0,7Bn reais?) mas ainda assim será relevante para um país com um défice primário de -1,4% do PIB.

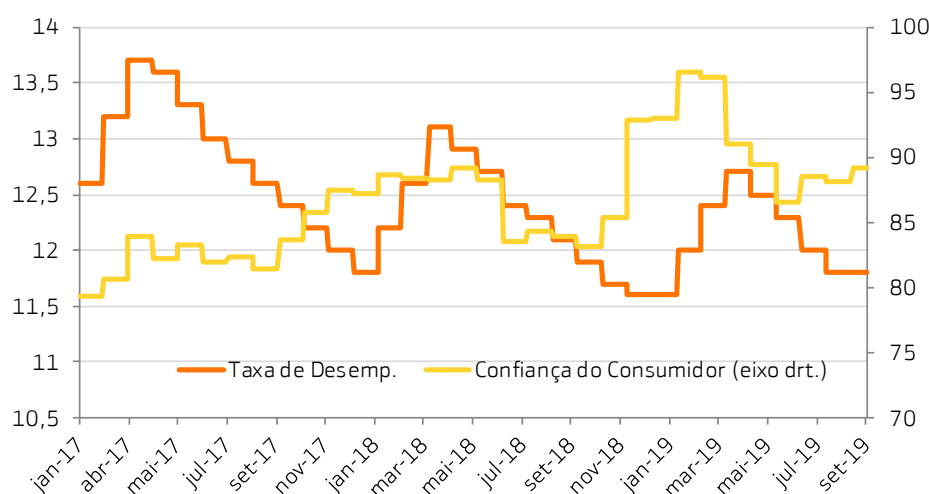
E, ainda, **a ausência de tensões inflacionistas facilita a manutenção de uma política monetária expansiva**. Situação que se deverá manter durante os próximos meses, uma vez que a elevada capacidade ociosa continuará a pesar sobre a frente dos preços. Neste exercício, a inflação deverá manter-se abaixo do objetivo do banco central. Prevemos uma percentagem de 3,8% vs. o objetivo de 4,25% do Copom para este exercício. Em 2020 e 2021 prevemos uma leve recuperação que pode impulsionar esta variável para o nível dos 4,0%. Assim, não descartamos que a taxa Selic termine este exercício perto dos 5,0% (vs. 5,50% atual).

Em conjunto, as reformas e a política monetária deverão favorecer a reativação do investimento e a entrada de fluxos no país. Especialmente numa altura em que o crescimento dos lucros médio para o Bovespa previsto para este ano ultrapassa os +36% e atinge um +14% em 2020, em grande medida devido à esperada reforma fiscal.

No Brasil, o crescimento deve estabilizar progressivamente, com a concretização progressiva das reformas esperadas.

A ausência de pressões inflacionistas deve possibilitar a manutenção de políticas monetárias expansionistas na economia brasileira.

Gráfico 1.17: Taxa de desemprego e Confiança do Consumidor. -



Fonte: Bloomberg e Research Bankinter

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

Relativamente à **Rússia**, mantemos a nossa recomendação de não adotar posições neste país. Baixamos a nossa estimativa de crescimento este ano para +1,0% em 2019 (de +1,2% anterior) e prevemos percentagens inferiores a +2,0% em 2020 e 2021. Crescimento que desilude por tratar-se de um país emergente.

A economia russa foi afetada pela subida do IVA em 2018, pelas sanções internacionais e por um setor externo mais fragilizado. A Rússia é um dos principais exportadores de matérias primas, pelo que o abrandamento económico global tem um impacto direto. Isto afeta também a procura interna e as saídas de capitais.

Neste contexto, o Governo tenta reativar o crescimento, com a introdução de uma série de medidas que incluem mais despesa pública, destinada principalmente a infraestruturas, saúde e educação. Por outro lado, o banco central tem mantido uma política monetária muito acomodatória. De facto, desceu as taxas de juro este ano para 7% de 7,75%. E pode fazê-lo num contexto de preços moderados. No último registo disponível, a inflação estava nos 4,3%. Não descartamos que existam novas descidas das taxas de juro este ano.

Entre os principais riscos que destacamos, encontram-se: (i) **Sanções internacionais** que podem aumentar devido às tensões geopolíticas. O país também pode ser afetado pelo protecionismo. (ii) **Não introdução de reformas estruturais**. A Rússia enfrenta sérios problemas relacionados com a regulação, falta de infraestruturas, corrupção, elevada influência do Estado e elevadas barreiras para a entrada dos negócios internacionais.

Por isso, acreditamos que o binómio rentabilidade/risco não compensa e **continuamos a recomendar a não adoção de posições neste país**.

Após a entrada em recessão na segunda parte de 2018, a **Turquia** conseguiu reduzir a contração de crescimento ao longo deste exercício. **Os estímulos fiscais e uma política monetária expansiva têm sido fundamentais para reconduzir o difícil quadro macro do país**. No futuro, estas medidas vão ajudar a restabelecer os níveis de confiança dos consumidores e dos investidores, tanto nacionais como internacionais, e deverão permitir que o crescimento volte a registar percentagens positivas. Concretamente, este ano antecipamos uma contração do PIB de -1,2%, e em 2020 a percentagem deverá melhorar para +2,3% e em 2021 para +2,5%. Trata-se de uma melhoria significativa, embora ainda longe do ritmo de crescimento do país em anos anteriores (2017 +7,4%, como referência).

O principal ponto de apoio deste percurso deverá continuar a ser o consumo. A melhoria do mercado laboral foi notável e deverá continuar ao longo dos próximos anos, as condições financeiras deverão melhorar progressivamente, os estímulos fiscais funcionam e a melhoria dos níveis de confiança dos consumidores continuam com uma clara tendência de recuperação, exceto por algum contratempo pontual.

E, ainda, a moderação da inflação será um contributo determinante. Apesar de continuar claramente acima do objetivo do banco central (+5,0%), estimamos uma tendência de baixa que leve o IPC até perto dos +11,0% em 2020 e +9,0% em 2021 (vs. aprox. +16% em 2018 e 2019). Isto fará aumentar em termos reais o poder de aquisição das famílias e o banco central poderá continuar a sua política monetária expansiva. O que, ao

Mantemos a nossa recomendação de não ganhar exposição à Rússia. Revemos também as estimativas de crescimento para esta economia para +1,0% em 2019 (desde os +1,2% anteriores), e estimamos taxas de crescimento inferiores a +2,0% em 2020 e 2021.

O crescimento deve corrigir de forma progressiva, até a economia turca voltar a registar evoluções positivas. Para que tal aconteça, o consumo interno será um fator chave.

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

mesmo tempo, deverá fragilizar a divisa, favorecendo as exportações do país e aumentando assim o contributo deste setor para o crescimento.

Gráfico 1.18: Evolução da Lira turca vs Euro. –







Fonte: Bloomberg

O investimento apresenta mais desafios. A implementação de um plano de reformas estruturais será fundamental para revitalizar esta rubrica, que recuou -22,8% no último trimestre. E **os riscos continuam a ser elevados**. Entre eles, a incerteza política, a excessiva dependência do financiamento externo e a alta percentagem de dívida em divisa estrangeira. **Por isso, apesar das ligeiras melhorias observadas e previstas para os próximos exercícios, continuamos a manter a nossa estratégia de investimento fora deste país.**

Mesmo assim, os desequilíbrios continuam a ser elevados e, por essa razão, aconselhamos não ter exposição ao país.

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

Perspetivas para as principais divisas

MOEDA	INTERVALO PROVÁVEL (DEZ.2019)	RACIONAL	TENDÊNCIA
Dólar	1,08/1,13	A Fed baixa os juros de forma preventiva para apoiar a expansão do ciclo americano e evitar que a desaceleração global e as disputas comerciais acabem por passar fatura ao consumidor americano. Esperamos uma redução adicional em 2019 até ao intervalo 1,50%/1,75%. A deterioração no ritmo de crescimento na UE e na China, o abrandamento na criação de emprego e a implementação de fortes estímulos por parte de outros bancos centrais, colocarão pressão sobre a Fed para continuar a baixar os juros. Para 2020 poderemos assistir a uma redução adicional até 1,25%/1,50%, caso o panorama se complique. Além disso, Trump continuará a pressionar, uma vez que pretende candidatar-se para ser reeleito em 2020, com umas taxas de juro mais baixas e um dólar mais debilitado que prolonguem a bonança do ciclo. No entanto, esperamos que esta depreciação do dólar não seja muito acentuada. O menor crescimento na UE e a postura <i>dovish</i> do BCE retirarão atrativo ao euro. Intervalos estimado para final de 2019 em 1,08/1,13 e 1,10/1,15 para 2020.	Lateral/ Negativo 
Iene	122/128	A depreciação do iene será mais lenta que o esperado. A economia japonesa mostra resiliência apesar das tensões comerciais, o BoJ manterá a sua política ultra-expansionista, mas outros bancos centrais também se tornam mais acomodaticios e o diferencial de juros favorável a outras economias reduz. Os riscos abertos também beneficiam o iene. Intervalo estimado em 118/122 em 2019 e 122/128 para 2020.	Negativo 
Franco Suíço	1,09/1,12	O contexto económico na UE enfraquece e as perspetivas não são melhores. Por esse motivo, o Franco Suíço continuará a atuar como ativo de refúgio. Contudo, o SNB reafirmou o seu compromisso de intervenção da moeda. Não acreditamos que seja capaz de a desvalorizar significativamente, mas sim eliminará o efeito de valorizar, gerador da incerteza no contexto. Neste contexto o intervalo estimado é de 1,09/1,12.	Lateral 
Libra	0,85/0,93	A grande prejudicada da incerteza gerada pelo Brexit foi a libra, que nos momentos de maior debilidade chegou a atingir mínimos de 0,931GBP/€. Dada a pouca visibilidade do cenário para o futuro, estabelecemos o intervalo (0,85/0,93) para 2019 e 2020 (vs 0,85/0,90 anterior), pelo menos até se conhecer novos detalhes sobre o desfecho final do processo (o qual não esperamos até eventualmente início do ano 2020).	Lateral 

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

2 - Portugal e Espanha

2.1. Portugal: "Crescimento robusto, apesar das nuvens negras sobre as exportações. Novas subidas de rating em vista após as eleições".

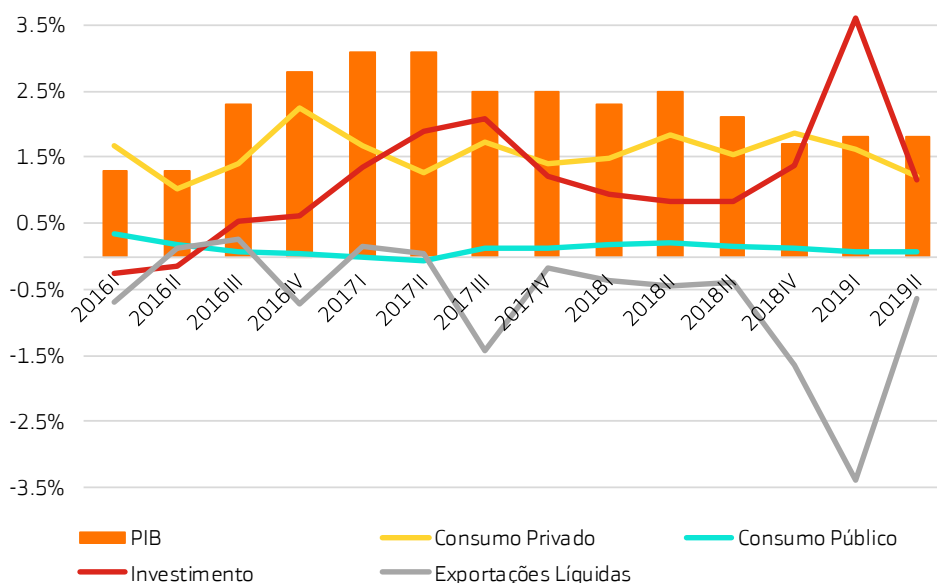
A economia portuguesa deverá crescer +1,8% este ano e +1,6% nos próximos dois anos, um ritmo superior à média da Zona Euro e suportado essencialmente pela Procura Interna. Contudo, alertamos para o aparecimento de algumas "nuvens negras" do lado das Exportações e para o risco de deterioração da Balança Comercial. Este fator é provavelmente o maior desafio que Portugal irá enfrentar ao longo nos próximos anos, tendo em conta o preocupante desajustamento que ainda persiste ao nível da Posição de Investimento Internacional (dívida externa supera os 100% do PIB). Não obstante, fruto sobretudo de uma melhoria do perfil da dívida pública (maturidades mais longas e menor custo) e de uma perspetiva de continuação do rigor orçamental após as eleições legislativas, defendemos que Portugal irá beneficiar de novas subidas de rating no final de 2019 e início de 2020, o que poderá levar a um novo estreitamento dos spreads de risco.

Continuamos a prever que o **crescimento da economia portuguesa em 2019 será de +1,8%**, uma perspetiva que foi reforçada pelos registos do PIB do 1º e 2º trimestres, que saíram totalmente em linha com as nossas estimativas. Este nível de crescimento, embora represente uma desaceleração face ao verificado em 2017 (+2,8%) e 2018 (+2,2%), **compara favoravelmente com a média da Zona Euro (+1,1% no 2T).**

Não obstante, a **composição deste crescimento deteriorou-se**. Tanto as Importações como as Exportações abrandaram substancialmente (o que revela um menor dinamismo da atividade económica) e o Consumo Privado cresceu abaixo de 2% pela primeira vez desde 2016. A razão pela qual o crescimento do PIB se manteve em +1,8% prende-se com o facto das Importações terem desacelerado mais do que as Exportações.

PIB português cresce acima da média da Zona Euro, no entanto a sua composição deteriorou-se.

Gráfico 2.1.1 – Contribuição principais componentes do PIB. –



Fonte: INE. Dados elaborados por Research Bankinter.

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

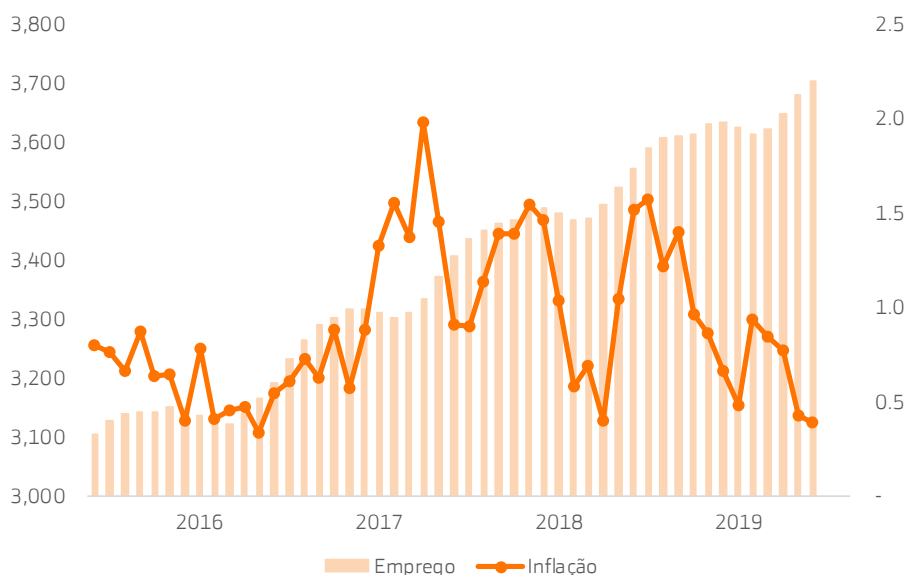
Daqui para a frente, prevemos que será a **Procura Interna** a sustentar um crescimento do PIB acima da média da Zona Euro, permitindo assim ao país encurtar a distância face aos restantes países europeus em termos de riqueza *per capita*.

Estimamos que o crescimento do **Consumo Privado** irá consolidar em +2,2% este ano, moderando posteriormente para +1,8% e +1,7% em 2020 e 2021 respetivamente. Este abrandamento deverá verificar-se à medida que se dilui o efeito positivo da rápida criação de emprego dos últimos anos e do aumento do rendimento disponível das famílias, derivado da reversão das medidas de austeridade. De facto, a taxa de desemprego parece ter encontrado um ponto de equilíbrio nos 6,5% (nível em que se encontra desde setembro do ano passado) e do lado fiscal não se perspetiva qualquer alteração material nos próximos exercícios, tendo em conta o aparente rigor orçamental do atual governo e o resultado esperado das eleições legislativas.

Consumo Privado deveria abrandar nos próximos trimestres.

Ainda assim, é expectável que o consumo das famílias seja suportado pelo baixo nível de preços no consumidor. De facto, nos meses de julho e agosto, o IPC caiu -0,1% e -0,3% respetivamente, o que deverá ter impulsionado o consumo durante o verão. Contudo é expectável que a médio prazo esta tendência dos preços inverta, devido a: (i) efeito das políticas acomodáticas do BCE, (ii) pressão alcionista sobre os salários, derivada da escassez de oferta de trabalho e (iii) possível aumento dos preços dos combustíveis. Dito isto, prevemos um aumento gradual da **Inflação**, desde os +0,8% este ano até +1,0% em 2020 e +1,2% em 2021.

Gráfico 2.1.2 – Inflação e Emprego. –



Inflação deverá recuperar uma tendência de subida devido às pressões salariais.

Fonte: INE. Dados elaborados por Research Bankinter.

Contudo, o principal motor da Procura Interna ao longo dos próximos 2 anos deverá ser o **Investimento**. Estimamos um crescimento da Formação Bruta de Capital Fixo de +7,0% este ano e +3,1% em 2020, impulsionado por: (i) **taxa de capacidade produtiva** no setor industrial acima do limite de 80% (81,4% no 2T'19 vs mínimo de 71,3% em 2009), nível a partir do qual as

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

empresas são geralmente "forçadas" a investir em nova capacidade; e (ii) **condições de financiamento** atrativas e maior oferta de crédito, não só pela melhoria da posição financeira das empresas privadas, mas também pelos novos incentivos do BCE à concessão de crédito (*tiering*, TLTRO's, etc.)

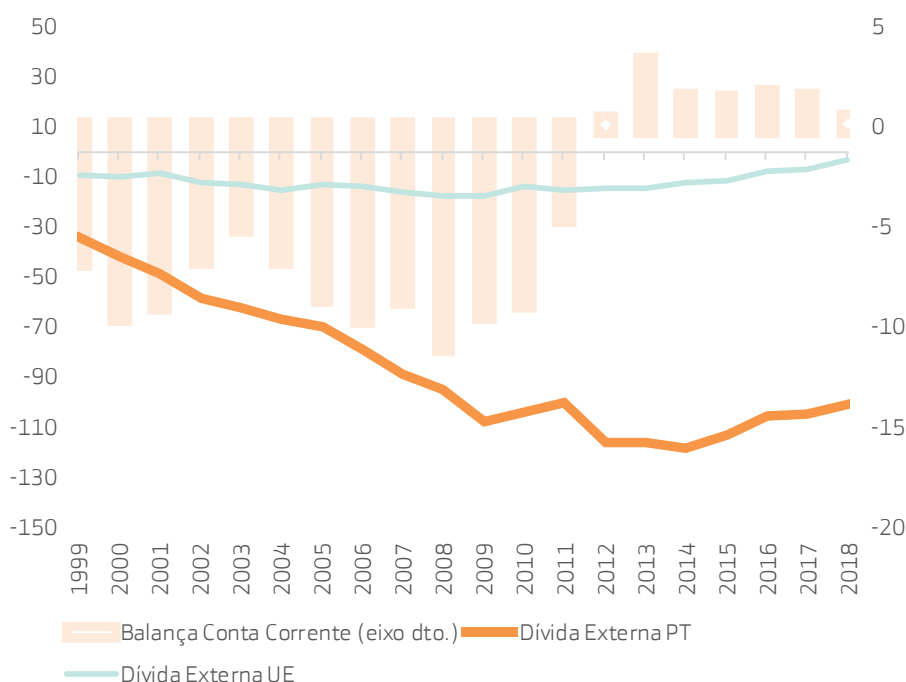
Se por um lado as perspectivas se mantêm favoráveis em relação à Procura Interna, o mesmo não se pode dizer em relação à **Procura Externa**. Atribuímos uma probabilidade elevada a um cenário de deterioração da Balança Comercial ao longo dos próximos trimestres, o que consequentemente irá ter repercussões indesejadas ao nível do endividamento externo. Entre os principais fatores que explicam a nossa visão cautelosa sobre as exportações líquidas, destacamos:

- (i) Perspetiva de crescimento elevado do **investimento**, sobretudo na indústria transformadora, com consequente aumento da importação de novas máquinas e equipamentos;
- (ii) **Desaceleração** acentuada do crescimento das principais economias da **Zona Euro** (principal destino dos bens e serviços portugueses);
- (iii) Agravamento do **défice energético** associado a um aumento do preço do petróleo (tensões na Arábia Saudita / Irão);
- (iv) Possível impacto no comércio internacional da **guerra de tarifas** despoletada pelos EUA;
- (v) **Depreciação da moeda chinesa** e perda de competitividade no mercado chinês.

"Nuvens negras" sobre a procura externa aumentam o risco de deterioração da balança comercial.

Perante estas "nuvens negras" do lado das exportações, é expectável que a procura interna vá ganhando cada vez mais relevância no PIB nacional, em detrimento da procura externa. **Este padrão é provavelmente o maior desafio**

Gráficos 2.1.3 – Posição de Investimento Internacional Líquida. –



Fonte: BdP. Elaboração Research Bankinter.

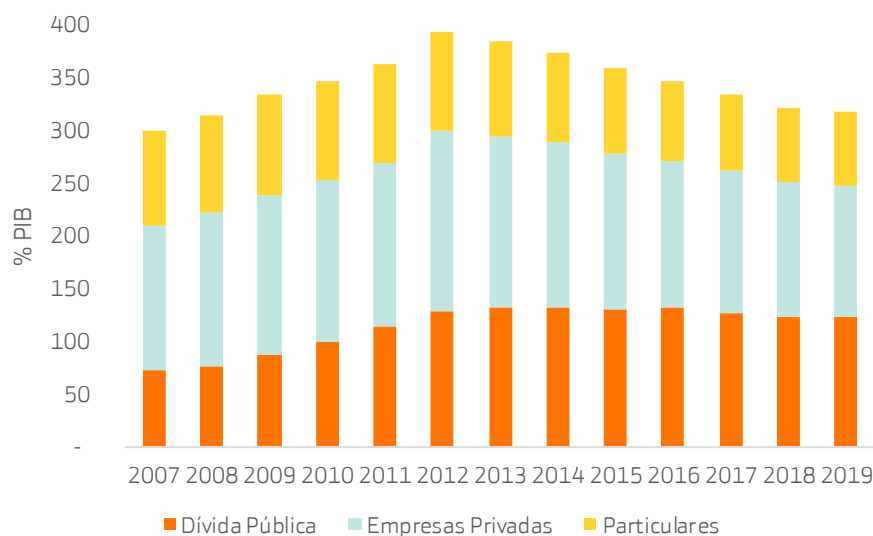
Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

que Portugal irá enfrentar ao longo nos próximos anos, tendo em conta o preocupante desajustamento que ainda persiste ao nível da Posição de Investimento Internacional (altamente deficitária, sendo que ao fecho de 2018 ainda representava mais de 100% do PIB).

Conforme é visível no gráfico anterior, o excedente da balança corrente e de capital, que se verifica desde 2012, tem sido claramente insuficiente para compensar os défices colossais registados entre 2000 e 2010 e, por consequência, o **nível de endividamento externo permanece bastante elevado**. Recordamos que este desequilíbrio da posição de investimento internacional foi um dos principais fatores que arrastou o país para a crise financeira de 2011 e é, portanto, um ponto que merece a máxima atenção.

Perante este contexto, **é fulcral que os níveis de dívida privada se mantenham controlados**, sobretudo numa altura em que os incentivos à contração de novos empréstimos são elevados: taxas de juro em mínimos históricos e maior probabilidade de aprovação dos créditos, fruto da melhoria das condições financeiras das empresas e das famílias. Ainda assim, importa realçar que neste campo Portugal tem feito um bom trabalho. **Desde 2012, o peso da dívida total sobre o PIB diminuiu em cerca de 76 pontos percentuais**, de 393% para 317%, sendo de destacar a desalavancagem das empresas privadas (-45 p.p. para 126% do PIB).

Gráficos 2.1.4 – Evolução Dívida Pública e Privada.



Prossegue a desalavancagem da economia portuguesa. A dívida total sobre o PIB diminuiu em 77 p.p. desde 2012.

Fonte: BdP. Elaboração Research Bankinter.

Quanto à **dívida pública**, também tem mostrado uma tendência de redução, embora a um ritmo mais lento do que a dívida privada. Encontra-se atualmente em 122% do PIB e esperamos que alcance 115% em 2020, fruto de um crescimento robusto do PIB, de um elevado controlo das contas públicas e, sobretudo, de uma diminuição da fatura com os juros.

Tal como é visível no gráfico seguinte, **Portugal tem aproveitado a forte queda das taxas de juro para refinaranciar a sua dívida**, diminuindo substancialmente o seu custo (custo de novas emissões em 2019: +1,3%) e simultaneamente prolongando a sua maturidade média. Como referência, Portugal emitiu em setembro obrigações a 10 anos com um cupão de

Melhoria do perfil da dívida pública (custo e maturidade), aproveitando o contexto de taxas de juro.

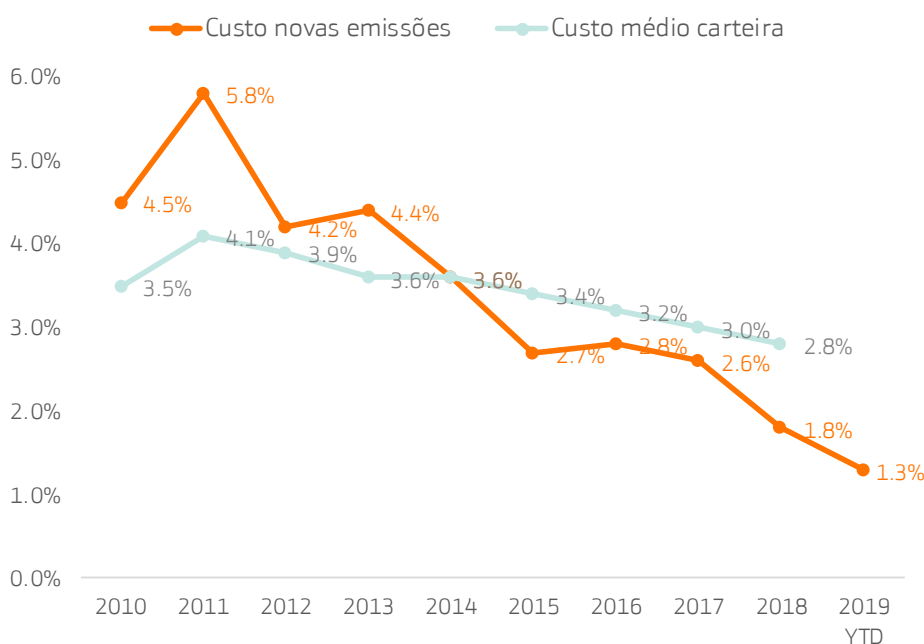
Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

apenas +0,26%, a taxa mais baixa de sempre neste tipo de emissões. Esta diminuição das taxas de juro resulta de: (i) **diminuição do prémio de risco exigido pelos investidores**, perante a melhoria dos fundamentais da economia (PIB, dívida, défice, etc.); (ii) **políticas monetárias ultra-acomodatícias do BCE**, reforçadas na última reunião do conselho; e (iii) **revisões em alta do *rating*** do país por parte das principais agências.

Acreditamos que todos os fatores mencionados irão continuar a pressionar em baixa as taxas de juro do país, com particular destaque para a **possibilidade de novas revisões em alta do *rating*** ao longo do 4º trimestre deste ano ou início de 2020, uma vez superadas as eleições legislativas. De acordo com os resultados das eleições do passado dia 6 de outubro, os dois cenários mais prováveis na nossa opinião são: (i) **Acordo entre PS e Bloco de Esquerda** (o PS dispensaria assim o apoio da CDU e do PAN) ou (ii) **Governo minoritário PS**. Qualquer um dos dois cenários permitirá ao Governo prosseguir, ou até aprofundar, as políticas de consolidação orçamental dos últimos anos, uma realidade que contrasta com a vivida nos restantes países periféricos e que deverá ser valorizada pelas agências de *rating* em futuras avaliações do país.

Prevemos futuras revisões em alta do rating, uma vez superadas as eleições legislativas.

Gráficos 2.1.5 – Custo da dívida pública portuguesa. –



Fonte: IGCP. Elaboração Research Bankinter.

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

Perspetivas sobre Portugal

Cenário Central

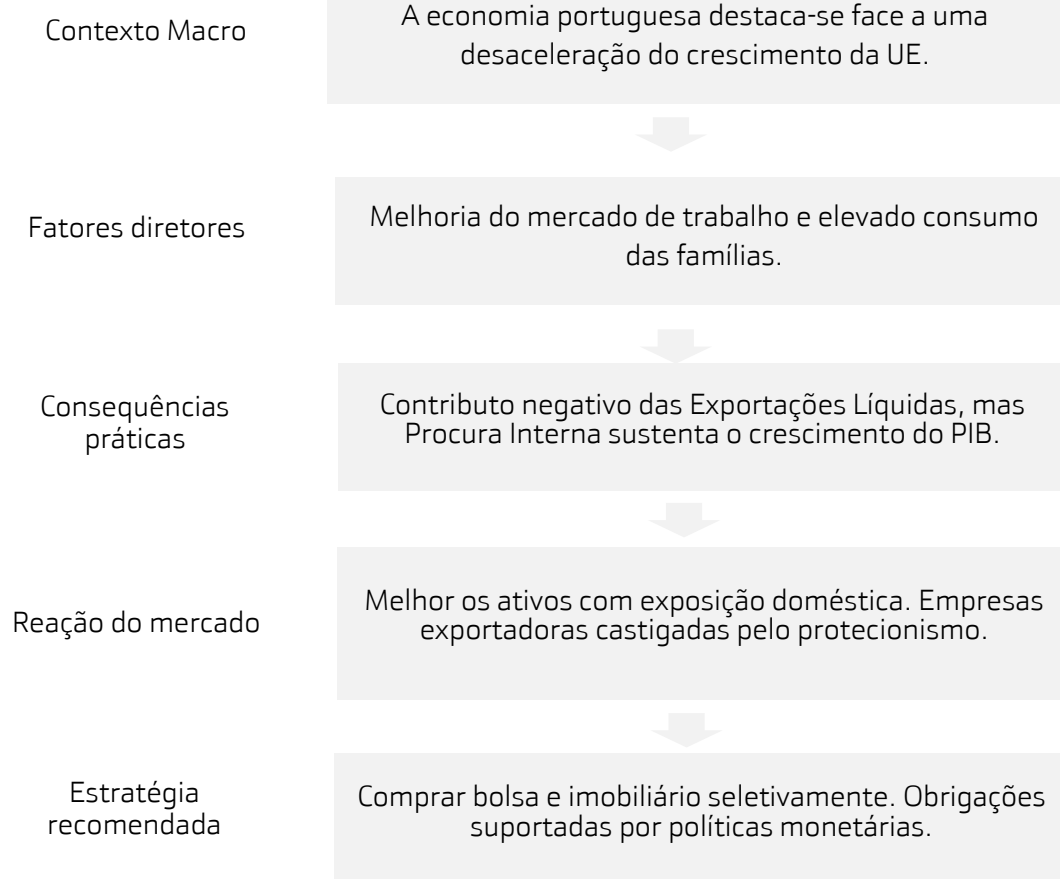


Tabela de previsões macroeconómicas:

Portugal, dados-chave	2018r	2019e			2020e			2021e		
		Pessimista	Central	Otimista	Pessimista	Central	Otimista	Pessimista	Central	Otimista
PIB	2.1%	0.9%	1.8%	2.5%	0.8%	1.6%	2.6%	0.6%	1.6%	2.6%
Consumo Privado	2.6%	2.0%	2.2%	2.4%	1.3%	1.8%	2.2%	1.2%	1.7%	2.2%
Consumo Público	0.9%	0.5%	0.7%	1.0%	0.5%	0.8%	1.2%	0.5%	0.8%	1.2%
Formação Bruta Capital Fixo	5.5%	5.0%	7.3%	8.0%	2.0%	3.1%	4.0%	1.8%	2.5%	3.5%
Procura Interna	2.8%	2.2%	2.7%	3.0%	1.3%	1.8%	2.3%	1.2%	1.7%	2.2%
Procura Externa (contributo)	-0.7%	-1.3%	-0.9%	-0.5%	-0.5%	-0.1%	0.3%	-0.6%	-0.2%	0.4%
Défice público/PIB	-0.5%	-0.6%	0.0%	0.3%	-0.6%	0.0%	0.5%	-0.6%	0.0%	0.5%
Dívida Pública/PIB	122%	120%	118%	116%	120%	115%	113%	118%	112%	110%
Taxas de Juro (OTs 10 anos)	1.7%	0.5%	0.0%	-0.2%	1.0%	0.6%	0.0%	1.2%	0.7%	0.2%
Taxa de Desemprego	6.7%	7.0%	6.6%	6.4%	7.0%	6.5%	6.0%	7.0%	6.5%	6.0%
Inflação	0.7%	0.2%	0.8%	1.2%	0.8%	1.0%	1.4%	0.8%	1.2%	1.5%

Fontes: INE, BdP, Bloomberg, Dados elaborados por Research Bankinter

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

2.2. Espanha: "Perda de tração e vulnerabilidade."

Espanha continua a crescer acima da média europeia, mas esta inércia diferencialmente positiva está a perder impulso. Crescimentos próximos a +2% ou mesmo inferiores serão a nova normalidade. Revemos em baixa as nossas estimativas do PIB 2019/2021 até +2,0%, +1,7% e +1,6% desde +2,2%, +1,9% e +1,7%. O aumento dos custos laborais (+2,4% no 2T e +2,1% no 1T vs +0,9% no 4T'18), a crescente pressão fiscal, o enfraquecimento do Setor Externo (Importações -0,9% e Exportação apenas +2,1% no 2T) e as reformas estruturais pendentes (pensões e dimensão do setor público, principalmente) são os principais fatores responsáveis de uma vulnerabilidade crescente sobre o potencial crescimento da economia. O impacto colateral e indireto do Brexit sobre as vendas das casas e o turismo, bem como o compasso de espera político são outros fatores secundários, mas igualmente relevantes. Apesar de tudo isso, a parcial correção dos principais desequilíbrios macroeconómicos (balança por Conta Corrente e delimitação do rácio Dívida Pública/PIB) conseguida ao longo da década passada é a melhor garantia para enfrentar a desaceleração.

A expansão do PIB perdeu praticamente um terço do seu vigor desde 2016 ao se situar atualmente no contexto de +2% vs +3% para 3 anos. O próprio INE reviu em baixa em setembro a série histórica de crescimento, cuja profundidade se verifica claramente no Gráfico 2.2.1

Gráfico 2.2.1. – Evolução do PIB: base 2015 vs base 2010 –



Fonte: INE e Research Bankinter

A **Procura Interna** perdeu inércia no 2T'19: +1,1% vs +3,2% no 2T'18. O Consumo Privado (+0,8% vs +1,9%) e a **Formação Bruta de Capital Fixo** (+0,9% vs +7,7%) apresentaram a evolução mais fraca. Pelo contrário, a Despesa Pública permanece como a categoria que refletiu uma melhor evolução (+2,0% vs +1,7% no 2T'18), o qual não deixa de ser preocupante uma vez que Espanha dispõe de uma muito reduzida capacidade de manobra nesta frente.

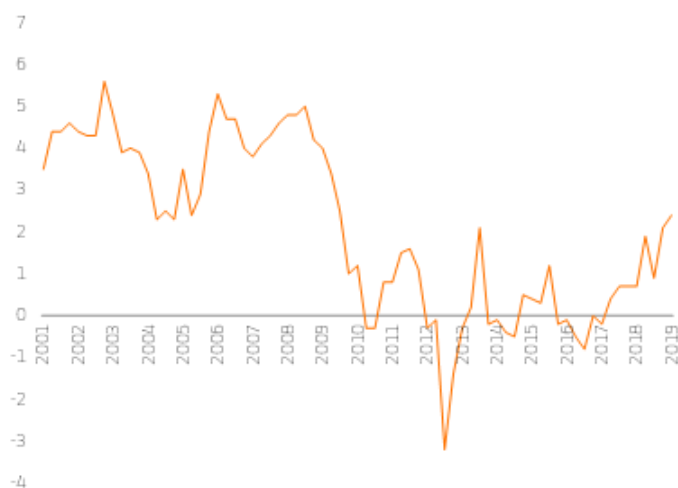
Para não nos perdermos em detalhes, do ponto de vista conceptual diríamos que a origem da desaceleração se encontra na **perda de robustez do Setor Externo** a partir, principalmente, do 4T'18 eventualmente devido ao abrandamento das restantes economias europeias. Contudo, torna-se evidente a partir do 1T'19, coincidindo com a repentina subida de +22,3% do Salário Mínimo Nacional (desde 735,9€/mês até 900€/mês), que provavelmente teve um impacto direto na competitividade externa que

O aumento dos custos laborais, a crescente pressão fiscal, o enfraquecimento do Setor Externo e as reformas estruturais pendentes são os principais fatores responsáveis por uma crescente vulnerabilidade.

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

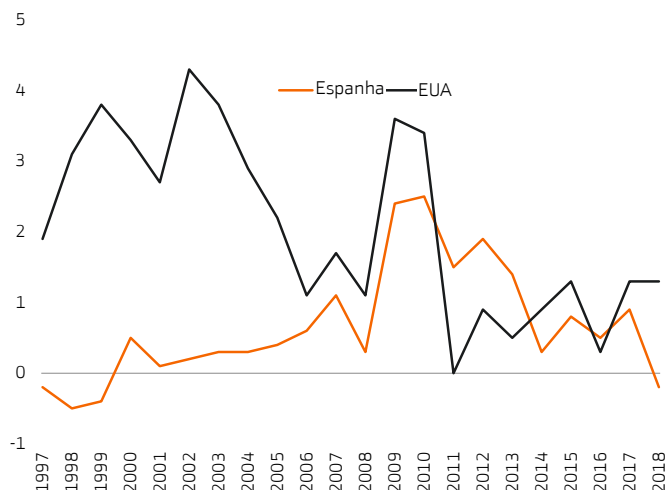
ainda é impossível de medir com precisão devido ao curto período de tempo que decorreu e à insuficiência de indicadores disponíveis que demonstrem esta mudança.

Gráfico 2.2.2. – Custos Laborais. –



Fonte: Eurostat e Research Bankinter

Gráfico 2.2.3.- Produtividade: Espanha vs EUA. -



Fonte: Eurostat, Conference Board e Research Bankinter

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

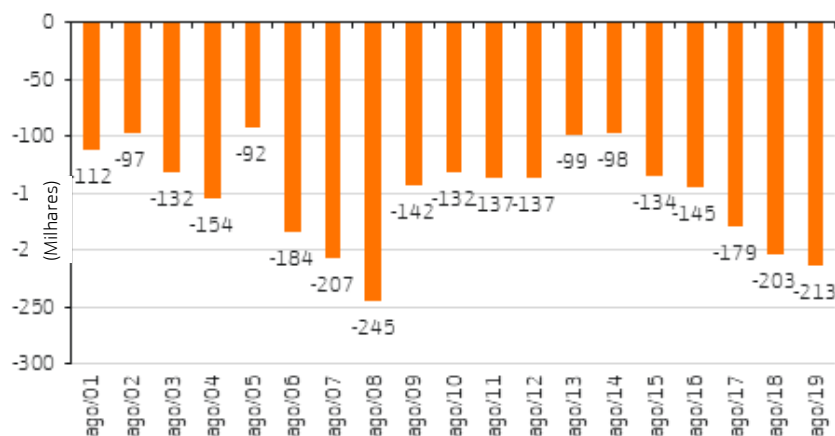
As Importações diminuíram ligeiramente tanto no 1T como no 2T'19 (-1,0% e -0,9% respetivamente) e as Exportações apenas se expandem à volta dos +2% no melhor dos cenários (ou não crescem em absoluto como ocorreu no 1T'19). **Com o Setor Externo contestado, era uma questão de tempo até o Investimento Empresarial perder tração**, como efetivamente aconteceu no 2T'19 (apenas +0,9%). Nessas circunstâncias, a expansão do PIB espanhol passou a depender, quase exclusivamente, de um Consumo Privado que se encontra há demasiado tempo pressionado por uma carga fiscal excessiva. É necessário levar a cabo as reformas estruturais pendentes, como as reformas ou a dimensão (e o custo) do setor público antes que o seu impacto sobre o crescimento económico e os rácios de endividamento piores a situação, colocando a economia espanhola numa situação de desvantagem concorrencial.

O PIB espanhol passou a depender quase exclusivamente de um Consumo Privado que se encontra há demasiado tempo pressionado por uma carga fiscal excessiva.

A possível recessão na Alemanha após um PIB do 3T'19 negativo (-0,1% *qoq*, embora +0,4% *yoy*) aumentou a pressão indireta sobre a economia espanhola. A inesperada fraca criação de emprego em agosto em Espanha aumentou a incerteza sobre a sustentabilidade do crescimento económico.

O número médio de contribuintes da Segurança Social caiu 213.000 em agosto, até 19,3M desde 19,5M em julho. Este é o dado mais preocupante observado até ao momento. Um indicador que é afetado pelo abrandamento da economia, a maior debilidade do Setor Externo e um aumento dos custos laborais.

Gráfico 2.2.4.- Variação do número de contribuintes em agosto. -



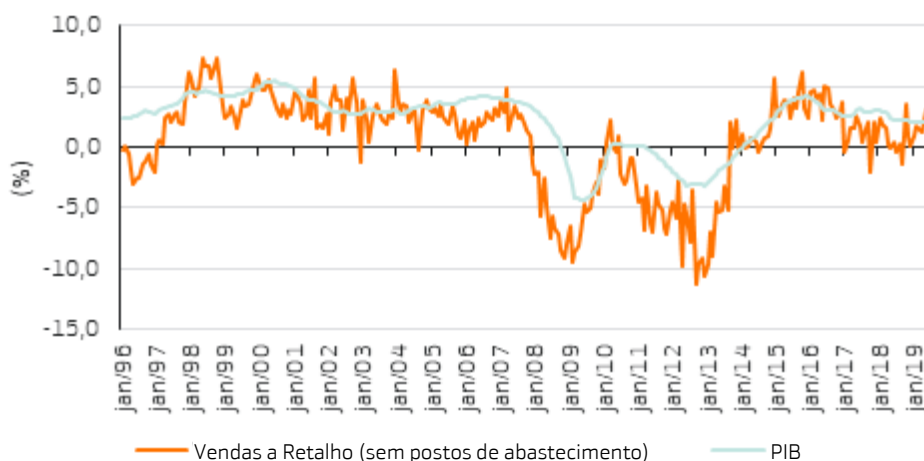
Fonte: Segurança Social e Research Bankinter

No entanto, a resiliência do Consumo Privado parece superior ao que parece. As Vendas a Retalho cresceram até +3,2% em julho vs +2,1% em junho vs +0,3% em julho de 2018. Isto sugere que, sempre que a criação de emprego não perca mais impulso, a desaceleração do PIB ficará estabilizada no intervalo +1,5%/+1,8% e, nesse caso, o alcance do ajuste seria assumido sem consequência realmente graves. Exatamente pela importância que alcança neste delicado contexto a sustentabilidade do Consumo Privado, é determinante a pressão fiscal. Consideramos que chegou o momento em

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

que a Política Fiscal (ou seja, redução de impostos) e a Política Económica (ou seja, reformas estruturais direccionadas a melhorar a competitividade) assumam o lugar da quase exausta Política Monetária.

Gráfico 2.2.5.- PIB vs Vendas a Retalho. -



Fonte: INE e research Bankinter.

Em suma, **alguns indicadores refletem sinais de arrefecimento e o padrão da economia espanhola tornou-se vulnerável.** Com exceção da introdução de medidas específicas, entramos numa etapa em qua os níveis de crescimento inferiores a 2% serão a nova normalidade.

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

Perspetivas sobre Espanha

Fatores diretores

A economia desacelera, situando-se abaixo do seu potencial a longo prazo. A criação de emprego enfraquece. Reformas estruturais pendentes.

Consequências práticas

O padrão de crescimento torna-se vulnerável. O processo reconstitutivo do Setor Externo – Investimento Empresarial – Consumo Privado entra em risco.

Reação do mercado

Continua-se a valorizar positivamente a ausência de forças eurocéticas e a reduzida margem de atuação para aumentar a despesa pública devido ao adiamento do orçamento de Estado. Contudo, o mercado não ficará muito mais tempo indiferente perante a perda de vigor do crescimento económico.

Estratégia recomendada

As melhorias de rating são menos prováveis, o que limitará o curso das obrigações espanholas. A bolsa perde um relativo atrativo. Infra ponderar Espanha.

Espanha: dados chave (%)	2018r	2019e			2020e			2021e		
		Pessimista	Central	Otimista	Pessimista	Central	Otimista	Pessimista	Central	Otimista
PIB	2.6	1.9	2.2	2.6	1.6	1.9	2.2	1.5	1.7	2.0
Consumo privado	2.3	1.4	1.7	1.9	1.3	1.6	1.8	1.2	1.4	1.6
Consumo público	2.1	1.5	1.8	2.1	1.1	1.3	1.5	1.0	1.2	1.3
Formação bruta de capital fixo	5.3	3.6	4.2	4.8	3.2	3.8	4.4	2.5	2.9	3.4
- Bens de Equipamento	5.4	3.7	4.4	5.1	2.5	3.0	3.4	2.5	2.9	3.4
- Construção	6.2	4.3	5.0	5.8	3.5	4.1	4.7	2.6	3.0	3.5
Importações (contributo)	3.0	1.9	2.2	2.5	1.7	2.0	2.3	1.4	1.7	1.9
Exportações (contributo)	-0.4	-0.2	0.0	0.2	-0.3	-0.1	0.1	-0.2	0.0	0.2
Défice público/PIB	-2.5	-2.4	-2.2	-2.0	-2.0	-1.8	-1.6	-1.7	-1.5	-1.3
Dívida pública/PIB	97.1	96.2	96.0	95.8	94.6	94.4	94.2	93.0	92.8	92.6
Taxa de Desemprego	14.5	15.1	13.6	12.1	14.3	12.8	11.3	13.6	12.1	10.6
Inflação (IPC)	1.2	1.0	1.3	1.5	1.2	1.5	1.7	1.2	1.6	1.9

Fontes: INE, BdE, Bloomberg. Dados elaborados por Research Bankinter.

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

3. Ideias de Investimento: Alocação de Ativos

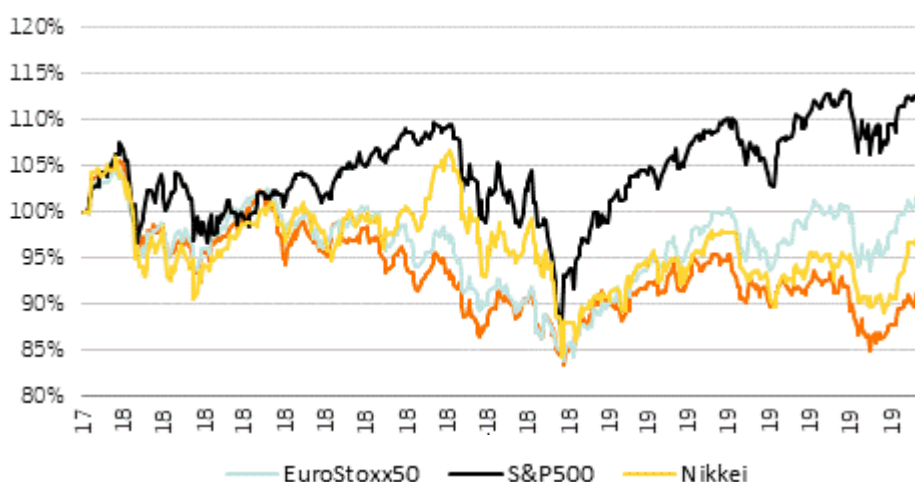
Os estímulos monetários voltaram a ser os protagonistas do último trimestre, durante o qual o cenário macro se deteriorou mais rápido que o esperado. Neste contexto, as obrigações soberanas registavam mínimos na rentabilidade, enquanto as bolsas recebiam o apoio das novas medidas dos Bancos Centrais.

Nos próximos meses esperamos um contexto de reduzidos crescimentos, inflação contida e expansão nos resultados, embora na sua maioria na Europa, a um ritmo mais moderado que em anos anteriores. Os riscos aumentaram (a deterioração macro na Zona Euro, a extensão da incerteza sobre o Brexit e a guerra comercial, bem como as novas tensões no Médio Oriente). No entanto, esperamos que os mercados e as principais economias continuem suportadas principalmente por: (i) a extensão e/ou o aumento das políticas monetárias expansionistas e (ii) a possibilidade de estímulos fiscais em países até agora mais resistentes às mesmas, como a Alemanha.

Neste contexto, mantemos as nossas exposições para o Mercado Acionista (desde 70% no perfil agressivo até 10% no defensivo), embora qualitativamente mais moderados. Reduzimos a exposição para Emergentes (de compra seletiva para Neutral) e continuamos a preferir o mercado americano. Na Europa mantemos a recomendação Neutral, enquanto que continuamos a ver menor potencial no Japão (Vender). Por setores, mantemos igualmente um enfoque conservador, beneficiando setores e empresas com elevada capacidade e retorno em gerar cash flow (setor elétrico, imobiliário ou infraestruturas). Quanto ao Mercado Obrigacionista, continuamos a recomendar obrigações americanas e aumentamos a recomendação para Obrigações Corporate europeias (para Comprar desde Manter) e para perfis mais defensivos Obrigações Hipotecárias. Continuamos neutrais para ativos imobiliários (com preferência para ativos logísticos e escritórios do segmento prime).

O cenário macro deteriorou-se mais rápido que o inicialmente esperado, principalmente na Europa, embora os estímulos monetários tenham sido capazes de suportar os mercados. A Fed reduziu os juros tanto na reunião de julho como na de setembro (50pb no total) e o BCE voltou a baixar os juros (Taxa de Depósito até -0,50%) e lançou um novo QE (programa de compra de ativos) de até 20.000M€ por mês. Como resultado, as bolsas não registaram mudanças significativas no 3T'19: S&P +1,7%, EuroStoxx-50 +1,8% e Nikkei +3,8%.

Quadro 3.1: Evolução das principais bolsas em 2018-2019



Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

Neste contexto, as **obrigações soberanas** protagonizaram novos *rallies* (nos preços), que colocaram as suas **yields em mínimos**. Os juros americanos caíram abaixo dos 2% (até 1,78%), as yields das Bunds alemãs continuam a afundar em terreno negativo (-0,51%) e os **spreads dos países periféricos reduziram**, sobretudo os de Portugal e Itália.

As obrigações continuaram com o seu rally e o Euro depreciou contra o Dólar e Iene.

Os novos estímulos monetários do BCE levaram o **Euro a depreciar-se** no 3T'19 **frente ao Dólar** (-3,4% até 1,099/€) e **Iene** (-3,7% até 118,22/€).

O nosso cenário central contempla uma situação marcada por **reduzidos crescimentos**, inflação contida e **expansões dos resultados empresariais a um ritmo mais moderado** particularmente na Europa. Isto deverá resultar num **mercado mais vulnerável e com reduzidas rentabilidades (+0%/+5%) para os índices este ano**. Embora o crescimento de resultados esperado (entre 3%/10%) dará potencial adicional aos mercados para 2020.

Índices	Provável intervalo de fecho 2019e		
EuroStoxx 50	3.550	/	3.660
S&P500	3.030	/	3.140
Nikkei	22.070	/	22.180

Fonte: Research Bankinter

Os riscos aumentam para o ciclo económico global:

1. **Abrandamento da economia europeia.** Verificou-se uma deterioração significativa nos dados macro dos principais países da Zona Euro. Destaque para a Alemanha, cujo PIB contraiu -0,1% no 2T'19. Países como Itália e Espanha contam com uma margem de manobra menor para levar a cabo estímulos devido à limitação do défice fiscal e endividamento público.
2. **A incerteza do Brexit irá prolongar-se provavelmente até à primeira metade de 2020.** Segundo a lei aprovada pelo parlamento britânico, antes da sua suspensão, Boris Johnson tem até 31 de outubro para renegociar o acordo com Bruxelas. Caso contrário, será obrigado a pedir um adiamento até janeiro de 2020.
3. **Instabilidade de notícias na frente comercial.** Quando parecia estar próximo de alcançar um acordo comercial entre EUA e China, Trump decidiu de forma unilateral impor novas tarifas à China e esta última mostrou as suas cartas através da sua moeda (Yuan). Nas últimas semanas, a postura de ambos os países parece ter acalmado com o aproximar do próximo encontro entre ambos os dirigentes, previsto para outubro.
4. **Escalada de tensão no mar de Ormuz.** Recentemente foram atacadas duas refinarias sauditas, afetando aproximadamente 5% da produção mundial de petróleo. EUA acusa o Irão de ser o responsável pelos ataques, enquanto que o Irão desmente qualquer implicação. Por sua vez, isto originou um aumento nos preços do petróleo que afeta as economias com dependência energética, como a europeia.

Os riscos aumentam... Embora continuarão suportados por políticas monetárias acomodáticas e estímulos fiscais.

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

Porém, esperamos que os **mercados e as principais economias continuem suportados** por:

- 1) **Políticas monetárias acomodatórias.** Os bancos centrais continuarão a dar suporte à economia. De facto, esperamos que a Fed efetue uma redução de juros adicional antes do final do ano, somando uma redução total de 75pb em 2019. Por sua vez, o BCE anunciou na última reunião novos estímulos monetários: (i) redução da taxa de depósito até -0,50%, (ii) Novo programa de *QE (Quantitative Easing)* para a compra de obrigações até 20.000M€ mensais, podendo comprar obrigações *corporate* como rentabilidades negativas de até -0,50%, (iii) eliminação do diferencial de 10pb sobre a taxa de referência no custo dos TLTRO's e (iv) *Tiering* sobre os depósitos, que atenua o impacto sobre a banca.
- 2) **Estímulos fiscais.** Na UE, alguns países mais ortodoxos nas suas políticas de despesa pública estão a começar a apresentar publicamente a possibilidade de medidas de expansão fiscal (redução de impostos ou planos extraordinários de investimento). Entre eles, destaque para a **Alemanha** com um superavit fiscal de 1,7% do PIB em 2018 e uma dívida pública de 60% sobre o PIB. O Ministro das Finanças alemão já mencionou a possibilidade de implementar medidas adicionais à eliminação da sobretaxa de solidariedade. **EUA** é outro dos países no qual podemos esperar estímulos fiscais que dinamizem a economia do país com o aproximar das eleições que acontecerão em 2020. **China** implementou medidas expansionistas que contrariar o efeito da guerra comercial.

Mantemos as nossas exposições para o mercado acionista para o próximo trimestre. Contudo, temos vindo a qualificar a composição das nossas carteiras como sendo qualitativamente mais defensivas. Caso o ciclo continua a deteriorar-se, sem que os estímulos fiscais e monetários consigam reverter a tendência, o próximo passo seria uma redução nos níveis de exposição a ações, ainda que não seja atualmente o nosso cenário central. No quadro abaixo mostramos os níveis de exposição recomendados por cada perfil de risco do investidor.

Quadro 3.3: Níveis de exposição recomendados segundo perfil de risco. –

Exposição recomendada a ações por perfil de risco do investidor

Defensivo	Conservador	Moderado	Dinâmico	Agressivo
10%	20%	40%	55%	70%

Máximo recomendado por perfil no momento atual, sobre a parte do património financeiro suscetível de ser investido na bolsa. Os níveis máximos que se podem assumir são: Agressivo 100%; Dinâmico 80%; Moderado 65%; Conservador 50%; Defensivo 40%.

Fonte: Research Bankinter.

Neste contexto, mantemos a nossas principais ideias de investimento, apenas com dois ajustes: em ações **reduzimos exposição para Emergentes** e em Obrigações **melhoramos a recomendação sobre Obrigações Corporate na Europa**.

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

No **mercado acionista**, o nosso cenário e avaliações para 2020 apresentam potenciais de valorização de +16,1% para o S&P500, +9,7% EuroStoxx-50 e +0,9% para o Nikkei. **Consideramos os EUA como primeira opção de investimento**, seguida da Europa, onde mantemos recomendação Neutra uma vez que o mercado poderá já ter descontado grande parte da desaceleração. No Japão mantemos a recomendação de Vender, perante menores expectativas de crescimento de resultados e a incerteza gerada pela anunciada subida do IVA. Por fim, **diminuímos a exposição para os mercados Emergentes**, passando de Compra Seletiva no Brasil e Índia, para **Neutral**.

Por setores, preferimos um enfoque conservador para setores com elevada capacidade de gerar cash flow e remuneração para o acionista (seja através de dividendos ou compra de ações), como compra seletiva para o **setor elétrico, imobiliário e infraestruturas**.

No **mercado obrigacionista**, os mercados deverão estar suportados por: (i) umas **expectativas de inflação baixa**, (ii) a **elevada liquidez** em busca de ativos de refúgio e (iii) a **extensão das políticas monetárias acomodáticas**.

Nas Obrigações soberanas, continuamos a recomendar a Compra de obrigações americanas. Embora os fatores mencionados anteriormente tenham levado as rentabilidades a níveis próximos de 2%, estas continuam a ser superiores à inflação (em termos de PCE encontra-se próximo de 1,5%), além da possibilidade de mais alguma redução dos juros por parte da Fed. **Mantemos neutral para Obrigações Soberanas europeias**, embora o atrativo das obrigações core seja escasso, com rentabilidades em mínimos históricos (inclusive negativas em muitas delas). Por esta razão, ganham atrativo as obrigações dos países periféricos como Portugal, Espanha e Itália, perante o novo *QE* implementado pelo BCE.

Aumentamos a recomendação de **Obrigações Corporate europeias** para **Comprar** desde Manter principalmente devido ao novo QE anunciado pelo BCE, no qual poderá comprar obrigações, tanto governamentais como corporate, no valor de 20.000M€ com rentabilidades negativas até -0,50%. As obrigações *corporate* americanas continuarão suportadas pelas reduções dos juros por parte da Fed, que se espera que se realize uma mais até ao final do ano. Para **perfis mais defensivos**, somos mais positivos para **obrigações hipotecárias**, que embora ofereçam uma rentabilidade limitada, têm importantes garantias reais.

Por fim, para **ativos Imobiliários mantemo-nos Neutrais**, com preferência para ativos Logísticos e Premium em escritórios. Evitaríamos Centros comerciais, principalmente nos EUA e Reino Unido. Nestes momentos do ciclo, consideramos mais atrativo o investimento através de imobiliárias cotadas ao invés de ativos reais, uma vez que oferecem uma rentabilidade superior com maior liquidez e menor risco.

Como ideias concretas para implementar a nossa estratégia, além das Carteiras Modelo de Fundos (com três perfis para investidores globais) e Carteiras Modelo de Ações (europeia e americana), destacamos:

Seleção Estabilidade 2019 – seleção de fundos cujo objetivo é gerar rentabilidade com um risco muito moderado.

Seleção Ações Dividendo 2019 – composta por 15 ações europeias com uma rentabilidade por dividendo média estimada para 2019 superior a 5%.

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

AVALIAÇÕES TEÓRICAS DOS PRINCIPAIS ÍNDICES

Efetuamos a avaliação dos diversos índices através do método Top Down de um PER Objetivo. As avaliações baseiam-se nos resultados por ação (EPS) esperados para 2020e

Aplicamos três cenários para as nossas avaliações: **central, favorável e desfavorável**. As principais diferenças entre eles são:

1. Níveis de revisão sobre o EPS esperado pelo consenso de mercado. Aplicamos -5% no cenário central, sem ajustes ao EPS esperado no cenário favorável e -10% no cenário desfavorável. No caso do S&P500, que tem vindo a sofrer menos revisões de estimativas de resultados, consideramos -2,5% no cenário central, -7,5% no desfavorável e sem alterações no cenário favorável.
2. Os juros para as obrigações a 10 anos. Aplicamos os juros de mercado no cenário central para todos os índices e ajustamos em -50 pb / +50pb nos cenários favorável e desfavorável no caso do S&P500, em -25pb / +25pb no EuroStoxx-50 e -15pb / +15pb no Nikkei.

Este trimestre passamos a ter em consideração o EPS 2020e.

E três cenários para cada avaliação.

Mantemos a nossa preferência pelo S&P500, seguida da Europa (EuroStoxx50), que poderá ter descontado parte do cenário de desaceleração. Por fim, estamos menos favoráveis para o Japão (Nikkei), com o crescimento do EPS 2019e e 2020e mais modesto que os mencionados anteriormente. Os suportes nas avaliações são essencialmente: (i) a queda da rentabilidade das obrigações soberanas e (ii) o crescimento dos resultados. Neste trimestre começamos a ter em conta o EPS para 2020e (vs 2019 anterior). No entanto, o aumento dos riscos sobre o ciclo económico transfere-se para a avaliação com um aumento do *spread*.

Avaliação mantém tendência conservadora.

As nossas avaliações mantêm o critério conservador de partir de um nível de EPS 2020e para o cenário central que já considera uma redução entre -2,5% e -5% sobre a estimativa atual.

EUROSTOXX 50

Atribuímos uma avaliação de 3.879 pontos (desde 3.612 pontos em junho, +7,4%), o que representa um potencial de valorização de +9,7% e implica um PER implícito de 15,3x (vs média histórica de 17,9x e 16,5x em 2018). A rentabilidade por dividendo estimada para o mercado encontra-se nos 3,6% (vs média de 3,9%).

Avaliação 3.879 pontos, cenário central.

Potencial +9,7% dez. '20.

Neutral

Esta revisão baseia-se no crescimento esperado para o EPS do consenso 2020e de +10,4% vs 2019e e uma queda das *yields* das obrigações europeias. No entanto, as expectativas de EPS no último trimestre foram revistas em baixa -2,6%. O aumento dos fatores de risco leva-nos a rever em alta em 41pb o *spread* para 6,9%. Aplicamos o ROE médio dos últimos anos de 8,4% e um crescimento nominal de 0,5%.

S&P 500

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

Estabelecemos um preço-alvo de 3.473 pontos no cenário central, o que implica um potencial de valorização de 16,1% (+3,1% vs 3.369 pontos anterior). Foi revisto essencialmente: (i) EPS 2010e que apresenta um aumento de +10,5% vs 2019e, embora as estimativas dos dois anos tenham sido revistas em baixa no trimestre (-1,5% e -1,3% respetivamente); (ii) Obrigações a 10 anos -32pb e (iii) Spread aumenta 52pb, principalmente pelo aumento do risco de desaceleração. Aplicamos o ROE médio dos últimos anos de 14% e um crescimento nominal de 1%.

O S&P500 continua a ser a nossa preferência para investimento entre os principais índices. A nossa avaliação no cenário central implicará um PER implícito de 19,6x (vs 17,5x nos últimos sete anos e de 18,1x em 2018).

Avaliação de 3.476 pontos no cenário central.

Potencial +16,1% em dez.'20.

Comprar

NIKKEI

A nossa avaliação no cenário central aponta para 22.289 pontos (dez.'20), representando um potencial de valorização de +0,9%, pelo que mantemos a recomendação de Vender.

A nossa avaliação implica +3,0% v a anterior. Foi revisto ligeiramente em alta o spread (+20pb), enquanto que, pelo contrário, as obrigações aumentaram ligeiramente a sua rentabilidade negativa (em -7pb). O crescimento de resultados estimado continua a ser o mais limitado entre os principais índices, com +3,3% *yoy* esperado em 2020 vs +1,5% *yoy* para 2019e. Além disso, no último trimestre ambos foram revistos em baixa (-1,3% para 2019e e -2,9% estimado para 2020). Aplicamos o ROE médio dos últimos anos de 8% e um crescimento nominal de 0,25%.

A avaliação representaria um PER implícito de 16,4x em dez.20 (vs uma média de 18,1x e 16,4 em 2018). A rentabilidade por dividendo estimada é de 2,1%.

Avaliação de 22.289 pontos no cenário central.

Potencial +0,9% dez'20.

Vender

Quadro 3.3: Tabela resumo das avaliações das bolsas. –

Avaliação cenário central		
	Avaliação	Rentabilidade por dividendo
EUROSTOXX-50	3.879	3,48%
Potencial	9,7%	
S&P 500	3.473	1,91%
Potencial	16,1%	
NIKKEI	22.289	2,13%
Potencial	0,9%	

Fonte: Research Bankinter e Bloomberg

Quadro 3.4: Variações resultados empresariais e PER entre 2012/2019. –

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

	2012r	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018r	2019e	2020e
EUROSTOXX-50									
Var. EPS	-6,4%	-9,2%	13,0%	-8,7%	14,1%	28,3%	-7,8%	17,9%	10,4%
PER (x)	14,9x	19,0x	18,9x	22,7x	17,4x	15,7x	16,5x	14,7x	13,3x
S&P 500									
Var. EPS	3,8%	6,0%	4,8%	-3,4%	0,4%	12,9%	23,6%	8,0%	10,5%
PER (x)	13,6x	15,3x	17,2x	19,0x	19,2x	19,9x	18,1x	18,2x	16,5x
NIKKEI									
Var. EPS	30,6%	47,4%	19,7%	2,1%	-5,2%	60,5%	-0,3%	1,5%	3,3%
PER (x)	18,3x	18,5x	17,6x	21,4x	19,9x	14,8x	16,4x	16,0x	15,5x

Fonte: Research Bankinter e Bloomberg

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

1. Alocação de ativos

Ativo	Recomendação	Racional
Ações Portugal	Compra seletiva	A forte diminuição do <i>spread</i> de risco da dívida portuguesa deverá continuar a traduzir-se numa valorização das ações portuguesas, sobretudo nos setores mais alavancados (por ex. <i>utilities</i>).
Ações Europa	Neutral	O crescimento do EPS 2020e é +10,4%, embora a tendência das revisões seja igualmente em baixa.. Aumentam os riscos sobre o ciclo económico, embora se tenham moderado as incertezas em relação a Itália. Neutrais perante o maior apoio de medidas do BCE e as expetativas de novas medidas de política fiscal em países como a Alemanha.
Ações EUA	Comprar	Mantemos a nossa preferência pelo mercado americano, onde as estimativas de resultados continuam a apresentar um crescimento sólido (+10%). As reduções dos juros deverão contribuir para manter o crescimento, num contexto onde se mantém a força do mercado laboral.
Ações Japão	Vender	O Nikkei apresenta as expetativas de crescimento de resultados mais modestas entre os restantes índices (+3,3% esperado para 2020e) e, além disso, a sua economia enfrenta este trimestre a anunciada subida do IVA.
Ações Emergentes	Neutral (desde Compra seletiva)	Reduzimos a nossa recomendação para Neutral desde Compra Seletiva (Índia e Brasil) perante o aumento dos riscos ao crescimento global e ao atraso nas reformas estruturais. Continuamos a ser mais positivos para economias com menores desequilíbrios macroeconómicos e que promovam reformas estruturais (mais construtivos para Brasil).
Obrigações Soberanas Portugal	Neutral	Recente valorização das OT's justificada pela resiliência do crescimento económico e pelo equilíbrio das contas públicas, contudo o potencial de queda das <i>yields</i> , que se encontram em mínimos, é limitado.
Obrigações Soberanas Europa	Neutral	A política monetária dos bancos centrais (juros baixos muito tempo) e umas perspetivas de inflação baixas, suportam a valorização das obrigações.
Obrigações Soberanas EUA	Comprar	As <i>yields</i> das obrigações nos EUA situam-se em níveis atrativos em termos relativos. O rácio rentabilidade/risco é particularmente interessante nos intervalos médios da curva (2/5 anos).
Obrigações Japão	Vender	O BoJ reiterou o seu objetivo para obrigações a 10 anos de 0% o seu programa de compra no valor máximo de 80B Ienes/ano. O BoJ apresentará novos estímulos monetários caso as condições financeiras e/ou uma apreciação não desejada do iene o exigirem.
Obrigações IG Europa	Comprar	Subimos a recomendação para Comprar. O novo programa de compras de obrigações (QE/APP) até 20.000M€/mês inclui a hipótese de investir em obrigações <i>corporate</i> com uma <i>yield</i> de até -0,50%. Neste contexto, as emissões com <i>investment grade</i> tornam-se mais atrativas.

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

Ativo	Recomendação	Racional
Obrigações IG EUA	Neutral	Mantemos a recomendação de Neutral perante a mudança de tom para mais <i>dovish</i> a que assistimos na política monetária americana. O risco de recessão é reduzido, mas os fundamentais das empresas não são tão sólidos como na UE.
Obrigações <i>High Yield</i> Europa	Neutral	Subimos a recomendação para Neutral. Embora não seja diretamente beneficiado pelo programa de compra de ativos do BCE, ver-se-ão favorecidos pelo aumento das obrigações <i>corporate</i> com grau de investimento.
Obrigações <i>High Yield</i> EUA	Neutral	Um ciclo que continua a ser de expansão, mas que entra na sua fase final, pode representar uma deterioração nas taxas de <i>default</i> . Os níveis de dívida privada sobre o PIB são elevados.
Imobiliário Portugal	Neutral	O setor continua suportado por: (i) baixo custo de financiamento, (ii) crescimento da procura, perante ausência de alternativas de investimento rentáveis, e (iii) escassez de imóveis para venda, depois de uma longa crise do setor da construção. Não obstante, a recente subida de preços de 2 dígitos e a retoma da construção (mais oferta) limitam o potencial de subida dos preços daqui para a frente.
Imobiliário Europa	Neutral	A mensagem <i>ultra dovish</i> do BCE irá prolongar o <i>momentum</i> do setor, com <i>yields</i> comprimidas, rendas moderadamente em alta e melhores condições de financiamento. Recomendamos exposição a Portugal e França e evitaríamos: 1) Reino Unido, pelos riscos provenientes do Brexit; 2) Alemanha, pelo possível congelamento dos alugueres em Berlim e 3) Retalho, pelo possível impacto do aumento do comércio eletrónico.
Imobiliário EUA	Comprar	As esperadas reduções dos juros por parte da Fed deverão levar a uma ligeira compressão das <i>yields</i> , o que em conjunto com um aumento das rendas, irá resultar num aumento dos preços. Tal como na Europa, recomendamos ativos logísticos e evitaríamos ativos de retalho.

2. Posicionamento Geográfico

Região	Recomendação	Racional
EUA	Comprar	Continuamos a recomendar investir no mercado americano. O crescimento dos resultados (+9,4% em 2019 e +10,8% em 2020e) continuará a acrescentar valor. A Fed prepara o caminho para baixar juros e prolongar a expansão do ciclo, o que inclui redução das taxas de juro (-50pb em 2019). Esperamos que as negociações com a China retomem um tom mais construtivo nos próximos meses, o que beneficiará a redução do <i>spread</i> . Trump está a aumentar a pressão sobre a Fed para que reduza juros o mais cedo possível. Pretende recandidatar-se à presidência para ser reeleito em 2020 com taxas de juro mais baixas e com avanços na frente comercial com a China.
Zona Euro	Neutral	A atividade económica perde tração e a inflação é demasiado baixa. A política monetária e a melhoria do mercado laboral dão suporte à Procura Interna, mas o contexto internacional penaliza as Exportações. O protecionismo, a política (Brexit) e a situação de alguns emergentes geram inquietude. A nossa visão macro para 2019/2021 é construtiva, mas os riscos ao Crescimento e Inflação são tendencialmente negativos.
Reino Unido	Vender	O Brexit alonga-se e torna-se complicado. O cenário mais provável parece ser o adiamento até 31 de janeiro de 2020 e com um novo processo negociador com a UE. Contudo, na economia real verifica-se um claro impacto da incerteza e esperamos que o PIB continue em 2019 com o processo de desaceleração visível nos últimos 3 anos.
Japão	Vender	As tensões comerciais têm impacto sobre as empresas com uma elevada vertente exportadora. Uma maior apreciação do iene num contexto de políticas monetárias ultra acomodáticas por parte da Fed e BCE retira competitividade à economia japonesa. Com perspetivas inferiores de crescimento de resultados vs outras áreas geográficas, a fiabilidade das estimativas sobre os resultados empresariais é reduzida e menores normas de <i>corporate governance</i> representam significativas dificuldades.
Economias Emergentes	Neutral	Uma deterioração macro maior que o estimado, a persistente tensão comercial e, sobretudo, a ausência de grandes avanços em matéria de reformas estruturais, recomendam uma atitude mais cautelosa. Por isso, a nossa recomendação torna-se neutral e apenas mantemos uma visão mais construtiva em relação ao Brasil. Na Índia, preocupa-nos a perda de impulso da agenda reformista, na China e Rússia os potenciais resultados não compensam os riscos e o México enfrenta grandes dificuldades (significativas necessidades de investimento em infraestruturas de petróleo e a sua dependência na matéria prima).

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

3. Setores

Ativo	Recomendação	Favoritos	Racional
Consumo Cíclico	Comprar	LVMH, Kering	Elevado potencial de crescimento, capacidade de <i>pricing</i> e margens elevadas, exclusividade impede concorrência, forte geração de <i>cash flow</i> . Um desfecho positivo da guerra comercial EUA-China seria um catalisador positivo. Crescente procura nos mercados emergentes.
Consumo Não Cíclico	Comprar	Nestlé	É um setor defensivo e composto por empresas com crescimento sustentável. A sua dissociação em relação à evolução económica e a diversificação geográfica e de produtos das empresas faz deste um setor para reduzir risco na carteira.
Distribuição (<i>Retailers</i>)	Vender	---	Setor altamente competitivo: as margens continuarão pressionadas. Os fatores que mais influenciam negativamente são: (i) custos de adaptação às novas tendências de consumo; (ii) elevada necessidade de investimento (tecnologia e regulação); (iii) aumento dos custos com matérias primas e (iv) aumento da concorrência.
Farmacêuticas/Saúde	Comprar	Sanofi Aventis, Almirall	As boas evoluções nas carteiras de medicamentos em desenvolvimento dão às farmacêuticas europeias maior atrativo que às americanas (exceto Bayer, muito penalizada em bolsa devido a processos litigiosos).
Elétricas	Comprar	Iberdrola, Acciona, Endesa	O abrandamento do crescimento e um tom mais <i>dovish</i> na política monetária dos bancos centrais apresentam um contexto mais favorável para as <i>utilities</i> . Além disso, parece que os cortes nos retornos regulamentados serão menos que o esperado ao beneficiar de uma mudança de critério para o custo do capital. Beneficiamos empresas com mais presença nas energias renováveis e menos afetadas pelos cortes.
Bancos	Neutral	JP Morgan, Citigroup & Bank of America (EUA) Intesa, SAN, e ING na UE	Nos EUA, a Banca Comercial atravessa um bom momento em termos de atividade, eficiência e rentabilidade. Os fundamentais são sólidos e os múltiplos atrativos. Na UE, a expectativa de taxas de juro baixas durante muito tempo, dificulta a melhoria dos resultados e pressiona as entidades a melhorar na eficiência e rentabilidade. As medidas de política monetária do BCE atenuam os impactos da última redução de juros, mas dificultam grandemente a geração de receitas. A nossa estratégia de investimento para bancos não mudou. Continuamos positivos sobre a banca americana e evitamos tomar posições na banca europeia, exceto em entidades específicas e em momentos pontuais.

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

Ativo	Recomendação	Favoritos	Racional
Seguros	Neutral	Allianz	Baixa visibilidade do setor devido ao contexto de taxas de juro baixas durante um período de tempo prolongado, que penalizará o resultado das seguradoras via carteira de investimentos. Por esta razão, mantemos a recomendação do setor em Neutral.
Software/Web Services	Comprar	Amazon, Microsoft, Salesforce, Amadeus	Visão positiva sobre o setor. Acreditamos que o seu potencial de crescimento continuará a ser muito superior à média da economia e que, sobretudo, no caso das grandes empresas do setor tem diversas vantagens competitivas, que permite criar barreiras aos concorrentes. Os múltiplos a que estão a cotar podem parecer elevados, mas se verificados com ajustes por crescimento não são assim tão elevados.
Concessões	Comprar	Ferrovial, Aena	Embora as avaliações de ativos de concessão sejam exigentes, continuarão suportados por um contexto de taxas de juro baixas e de excesso de liquidez. Por outro lado, a geração de <i>cash flow</i> do setor deverá continuar a beneficiar de umas condições de financiamento extraordinariamente boas.
Construção	Neutral	ACS	Reiteramos a recomendação de Neutral, dado que a desaceleração do crescimento global pode provocar uma diminuição dos múltiplos pagos por estas empresas associadas ao ciclo. Não obstante, o risco continua a ser limitado pela diversificação geográfica da carteira e a desalavancagem levada a cabo por estas empresas.
Imobiliário	Comprar	----	Neste contexto do ciclo faz mais sentido investir em imobiliárias cotadas do que em ativos reais devido a: (i) oferecem descontos significativos, (ii) maior rentabilidade, (iii) maior liquidez e (iv) menor risco.
Industrial	Neutral	----	O setor encontra-se particularmente exposto ao ciclo económico, com pouca capacidade de fixar preços e pressão nas margens perante o aumento do preço de algumas matérias primas. Beneficiamos empresas com posição financeira sólida e expostas a segmentos de mercado com expectativas de crescimento. A resolução das relações comerciais internacionais iria reduzir o <i>spread</i> para o setor.

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

Ativo	Recomendação	Favoritos	Racional
<i>Telecoms</i>	Neutral	---	O setor das telecomunicações enfrenta importantes desafios: (i) o 5G implicará significativos investimentos que não se sabe que rentabilidade poderão gerar e (ii) a fragmentação do mercado europeu acarreta uma concorrência feroz através dos preços.
Automóvel	Vender	----	Os desafios para o setor são elevados: protecionismo, abrandamento económico e elevada necessidade de investimento para financiar as novas tendências como o carro elétrico, carro autónomo ou a mobilidade partilhada. Para empresas de componentes mantemos a recomendação em Neutral devido ao menor impacto do protecionismo e maior externalização dos fabricantes.
Químicas	Vender	---	É um dos setores mais sensíveis ao enfraquecimento do ciclo global, com especial vínculo, em alguns casos, com a China e o setor automóvel. Margens pouco atrativas.
Media	Vender	---	A mudança estrutural que o setor enfrenta beneficia o aumento de receitas publicitárias em empresas de conteúdos <i>online</i> . Pelo contrário, as receitas e margens das empresas tradicionais continuarão a cair nos próximos trimestres.
Tecnologia (Semicondutores)	Vender	----	Mantemos a recomendação em vender devido à vulnerabilidade destas empresas perante o impacto da guerra comercial nas suas cadeias de produção.
Companhias Aéreas	Neutral	----	Permanece a elevada concorrência e a pressão sobre as margens, mas o preço do petróleo oferece algum bálsamo. Já não temos uma postura negativa, mas preferimos esperar pela resolução do Brexit para poder ter mais alguma visibilidade sobre o fluxo de passageiros.

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

Ativo	Recomendação	Favoritos	Racional
Petróleo	Neutral	Repsol	A queda de -5% no fornecimento global terá impacto no preço a curto prazo. Contudo, o auge do <i>fracking</i> nos EUA e a desaceleração económica global abrandará o crescimento.
Hotéis	Neutral	----	A desaceleração do consumo e a diminuição de turistas são incertezas em aberto. Redução de visibilidade para o setor.

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

4.- Temática trimestral

Investimento em Capital de Risco: uma classe de ativos que pode acrescentar valor ao portfólio dos investidores.

O investimento em Capital de Risco insere-se na classe de Investimentos Alternativos, vulgarmente definida como qualquer investimento que não pertença às classes de investimentos convencionais – ações, obrigações ou liquidez.

O caso do investimento em Capital de Risco, em particular, constitui um conceito lato e que engloba vários tipos de segmentos, estratégias, investidores e empresas-alvo. E embora ainda esteja longe de atrair tanto investimento como as classes de obrigações e ações cotadas, os retornos históricos altos registados têm atraído progressivamente mais investidores e capital para este tipo de investimentos.

O que é o investimento em Capital de Risco?

Podemos definir o investimento em Capital de Risco como a compra de participações em empresas privadas, ou a compra de participações em empresas cotadas em bolsa com o objetivo de as retirar de bolsa, tornando-as privadas. No entanto, esse investimento tem características muito diferentes consoante a empresa em questão. Por essa razão, podemos dividir os investimentos da classe em dois segmentos – *Venture Capital* e *Private Equity*, distinguidos pela fase de vida em que se encontra a empresa-alvo.

Venture Capital

- Normalmente ligado às fases de vida iniciais das empresas, antes de começarem a comercializar os seus produtos ou pouco após de o fazerem.
- O risco nesta fase é bastante alto e a percentagem de empresas que atinge uma escala grande, com sucesso é baixa.

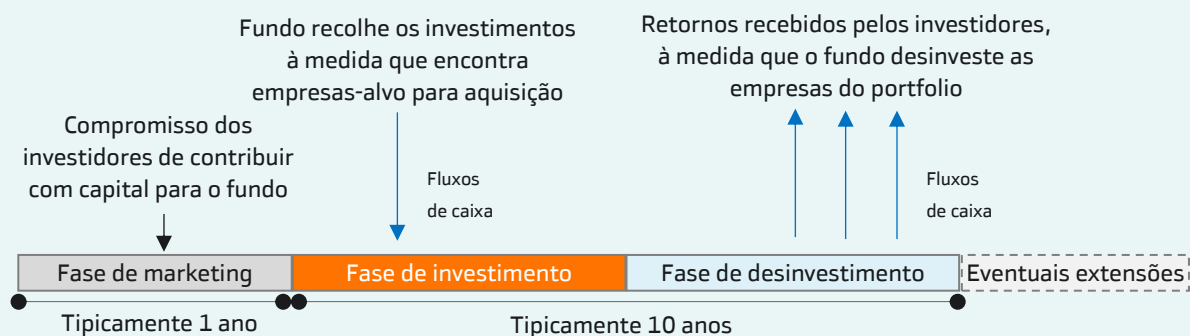
Private Equity

- No segmento de *Private Equity*, as empresas são, por norma, mais maduras do que no anterior, sendo portanto investimentos menos arriscados do que no segmento de VC
- Na maior parte das vezes as empresas-alvo têm uma gestão pouco especializada ou estão com problemas financeiros. As gestoras de PE adquirem-nas por acreditar que lhes podem acrescentar valor e vendê-las no futuro a um preço mais alto

Dois principais segmentos de investimento em Capital de Risco e estratégias subjacentes
Fonte: Análise Bankinter Research

Ao longo desta nota vamos focar-nos mais no segmento de *Private Equity*, devido à sua maior escala, facilidade de acesso e relevância para a análise.

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

Como é feito o investimento em *Private Equity*?

Ciclo de vida de um fundo de *Private Equity*

Fonte: Yves Courtois, CFA, Tim Jenkinson, PhD

Como é mostrado acima, o objetivo das gestoras de PE é levantar fundos para investir num grupo pequeno de empresas. Após 10 anos (por regra) vendem essas mesmas participações, gerando um retorno para os participantes do fundo.

Hoje em dia é possível ganhar exposição aos retornos gerados por atividades de *Private Equity* das seguintes formas:

- Contribuição de capital diretamente para o fundo
- Investimento indireto em fundos e ETF's, que investem em gestoras de *Private Equity* cotadas em bolsa

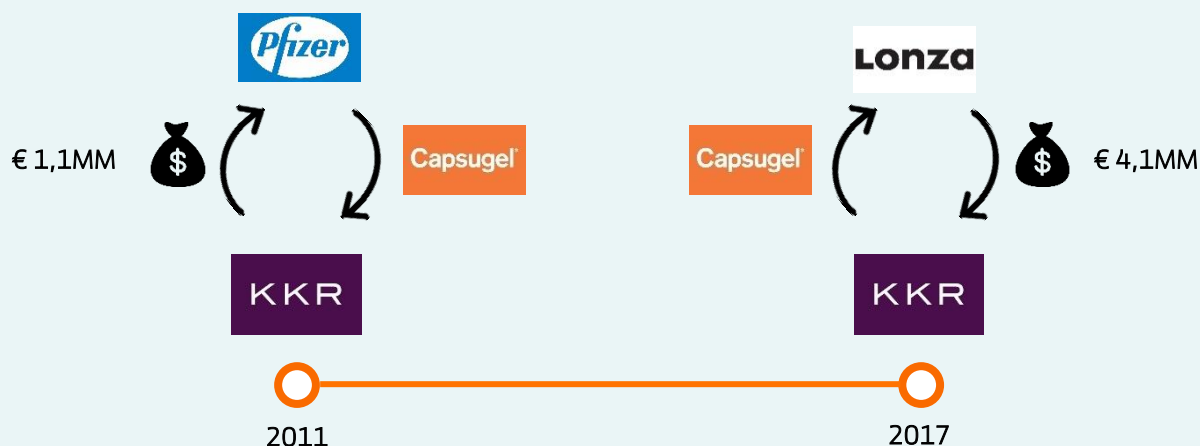
E porque é que o investimento em *Private Equity* difere dos investimentos tradicionais, da perspetiva do investidor?

A performance das empresas privadas está dependente de muitos dos mesmos fatores dos quais dependem as empresas cotadas em bolsa (consumo interno e externo, taxas de juro, etc.). No entanto, existem fatores específicos que levam a que este tipo de investimentos tenha performances diferentes:

- **Capacidade diferente de criar valor:** as gestoras de *Private Equity* podem conseguir retornos superiores, por terem uma gestão muito especializada, um melhor alinhamento de interesses com os investidores ou por conseguirem aquisições a preços mais atrativos, por exemplo;
- **Riscos associados:** Os fundos de PE têm perfis de risco diferentes dos investimentos transacionados em bolsa. Exemplos de riscos característicos do PE são uma menor liquidez, uma menor diversificação comparativamente com outros fundos de investimento e uma maior dificuldade em conseguir avaliar os ativos do fundo, já que não são cotados pelo mercado;
- **Custos a que estão sujeitos:** Os fundos de PE podem ter custos mais elevados do que as classes de fundos tradicionais. Além de custos de transação mais altos, decorrentes das aquisições das empresas, estes investimentos envolvem comissões anuais à volta de 2% e a gestora tem, normalmente, direito a cerca de 20% dos retornos gerados pelo fundo.

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

Exemplo de um investimento em *Private Equity*:



Uma das maiores gestoras de Private Equity do mundo, a KKR, adquire a totalidade da empresa Capsugel à Pfizer. A Capsugel produz cápsulas para medicamentos

A KKR vende a participação de 100% na Capsugel ao Grupo Lonza, um fabricante de fármacos e químicos.

Fonte: Reuters

A operação acima mostra a capacidade das gestoras de Private Equity de gerarem retornos muito atrativos. Nesta operação a KKR investiu cerca de 1,1 mil milhões na Capsugel, recebendo desse investimento 4,1 mil milhões seis anos depois, após contabilizar a dívida e os dividendos distribuídos. Isto equivale a um retorno acumulado de 273% e a um retorno anualizado de 18,2%!

E como é que se comportam, historicamente, os investimentos em *Private Equity*?

A capacidade particular de gerar receitas dos investimentos em *Private Equity* é comprovada pelos retornos históricos associados a estes investimentos. Historicamente, **o segmento do Capital de Risco regista retornos superiores aos principais índices de ações e obrigações comparáveis**. É verdade que a volatilidade registada nos retornos destes investimentos também tem tendência a ser superior. No entanto, **o indicador *sharpe ratio*** (medida do retorno gerado em função do risco do investimento), **mostra os bons resultados da classe de *Private Equity***.

	Years			
	5	10	15	20
Burgiss Private Equity Composite (%)	13,8	8,9	13,3	13,1
MSCI World (%)	11,6	4,8	9,6	6,1
Premium	2,2	4,1	3,7	7,0
MSCI World (%)	14,2	7,4	10,0	7,0
Premium	-0,4	1,5	3,3	6,1

Retornos históricos de investimentos em *Private Equity*. Dados relativos a 30 de Setembro de 2017

Fonte: Burgiss, Factset

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

Índice	Retorno (%)	Desvio padrão (%)	Sharpe ratio
Obrigações globais	7,2	6,0	0,5
Ações globais	6,2	16,8	0,12
Hedge funds	8,2	6,4	0,62
Commodities	4,5	23,4	0,01
Imobiliário	9,4	18,5	0,28
Private Equity	10,8	19,4	0,34
Venture Capital	12,4	25,9	0,32

Retornos e medidas de risco de investimentos em Private Equity vs outras classes de ativos, para o período entre 1990 e 2009
 Fonte: Terri Duhon, George Spentzos, CFA, FSIP, and Scott D. Stewart, CFA

Um outro fator muito importante é a correlação entre os retornos de *Private Equity* e as classes tradicionais. Num estudo recente da Morningstar, foi possível concluir o seguinte:

- a correlação entre os retornos dos dois situa-se entre 0,75 e 0,85. O facto de ser inferior a 1, mostra que a **alocação parcial de uma carteira ao Capital de Risco pode ser benéfica no sentido de transmitir ganhos de diversificação** aos investidores caso eles incluam PE nos seus portfólios;
- Os investimentos em *Private Equity* parecem ter performances superiores às dos mercados, quando estes registam desvalorizações. Isto aconteceu em 19 dos 20 trimestres em que os mercados registaram perdas, entre 2001 e final de 2018. **Esta característica pode dar alguma proteção aos investidores, do risco de *downside* a que estão expostos no mercado.**

Conclusões e recomendações

O Capital de Risco como classe de investimento oferece, em média, um **maior retorno aos investidores, a par de um maior risco suportado**, quando comparado com outras classes. Por essa razão, pode ser uma classe atrativa para um certo perfil de risco dos investidores. Mas acima de tudo, **poderá ser útil pensar nesta classe como um tipo de ativos que produz ganhos de diversificação, quando incluída numa carteira.** Esta inclusão irá acrescentar valor em termos de diversificação da carteira e dar maior proteção ao investidor em períodos negativos dos mercados.

Tendo isto em conta, achamos que **pode ser benéfico para os investidores terem pequena parte da sua carteira alocada a este tipo de ativos.** No entanto, é preciso ter os seguintes fatores em conta:

- Pela volatilidade alta, a liquidez baixa e baixo nível de diversificação característicos desta classe, achamos que **a percentagem da carteira alocada a esta classe deve ser pequena;**
- Considerando os *spreads* estreitos praticados no mercado atualmente, **pode não ser o melhor timing para estar muito exposto ao mercado de *Private Equity*.** E isto porquê? Porque uma eventual expansão dos *spreads* pode aumentar o custo da dívida destas empresas, que usam níveis altos de dívida. Isto, por sua vez, **pode levar a piores resultados desta classe e um maior número de empresas insolventes nos portfólios das gestoras.**

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

ANEXO: Link direto aos documentos sobre as imagens.

Carteiras Modelo de Fundos



Seleção Estabilidade

COMPOSIÇÃO DA SELEÇÃO ESTABILIDADE 2019 -

SELEÇÃO ESTABILIDADE 2019	YTD(1)	Média Rest. 10d	2018	2017	2016	2015	2014	Vol 1A%	Patrim. M€	ISIN
Carnegie Securities	1.1%	2.3%	-3.0%	0.0%	2.1%	1.1%	1.7%	1.2	8.971	LU1299306321
PIMCO Income Fund USD	4.6%	4.5%	1.3%	6.4%	7.4%	2.0%	6.3%	1.9	68.034	IE00B8KV9225
Franklin K2 Alternative Strategies USD	3.8%	1.1%	-1.4%	4.7%	2.3%	-1.3%	n/a	4.1	2.211	LU1093757307
Fidelity Global Asset Income	5.3%	2.9%	-2.1%	5.4%	6.2%	0.0%	5.1%	3.2	7.972	LU0878487500
Nordea Stable Return	3.9%	5.3%	-3.0%	2.6%	3.0%	2.6%	10.7%	4.5	10.270	LU0227385266
Templeton Global Bond USD	1.7%	5.1%	3.8%	2.2%	4.3%	-5.4%	1.1%	6.1	14.903	LU0252652382
MÉDIA SELEÇÃO ESTABILIDADE 2019	3.4%	3.5%	-0.7%	3.6%	4.2%	-0.2%	5.0%	3.5		

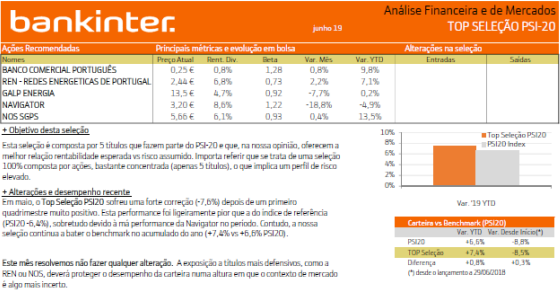
(1) Fecho 31/05/2019

Lista de Convicção de Fundos

The figure is a screenshot of the Bankinter website showing the 'Lista de Convicção' (Conviction List) for various asset classes. The table lists funds, their performance metrics, and a small line chart showing historical performance. The asset classes are categorized into 'OBRIGACIONES' (Fixed Income) and 'ACCIONES' (Equities). The table includes columns for the fund name, ISIN, YTD, and other performance metrics.

Estratégia de Investimento 4.º Trimestre 2019

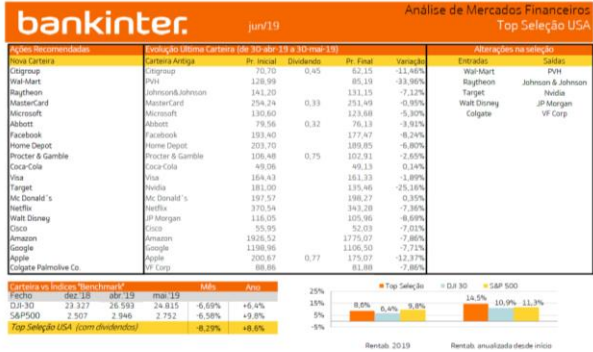
Top Seleção PSI-20



Carteiras Modelo de Ações Europeias



Top Seleção USA



Seleção Ações Dividendo

