

## Mercados

- ❖ Dívida: uma compulsão voraz...
- ❖ Análise de Mercados e Perspectivas
- ❖ Empresas e Sectores
- ❖ Recomendações e Price Targets
- ❖ Serviço de Alertas

## Esta semana...

- ❖ **Poderão os mercados emergentes repetir este efeito?**  
... reconhecemos que os mercados emergentes não irão escapar aos efeitos negativos da evolução cíclica das estimativas, pelo que é previsível que haja mais volatilidade a curto prazo...

## Ranking

- ❖ Fundos
- ❖ Certificados

Mais 



**ACUMULE PONTOS  
E DESCUBRA O QUE  
TEMOS PARA SI»**

longevity  
WELLNESS RESORT  
Wellness & Spa

Visite a área de Bolsa do millenniumbcp.pt

## Mercados

### Dívida: uma compulsão voraz...

Nas últimas quatro décadas, o globo desenvolveu uma compulsão voraz por dívida, explicada pela sua extraordinária capacidade em sublimar o presente em detrimento do devir. Em particular, a abundância de crédito barato sistemático permitiu diluir a ameaça que a ascensão dos mercados emergentes representava para o confortável modo de vida ocidental e, simultaneamente, de forma simbiótica, escorar a trajectória de industrialização das economias que abraçaram em pleno o capitalismo de mercado, já o século passado se fazia velho.

Sem a explosão de dívida que começou a ganhar contornos bem definidos na década de 80, teria sido impossível a muitos países sustentar níveis de crescimento económico compatíveis com as aspirações de prosperidade eterna das sociedades modernas. Mas a dívida, como é bem sabido, mais não faz que convocar para o presente rendimento esperado no futuro.

Para ser sustentável, o aumento do endividamento tem que ser acompanhado por uma expansão de investimento que permita gerar a riqueza necessária para acomodar as responsabilidades contraídas. Porém, existe neste processo uma enorme perversão que consiste na ilusão, nutrida por muitos economistas e políticos, que a natureza do investimento levado a cabo é irrelevante: o que importa é investir. Esse, contudo, não é o caso. Especificamente em resposta a políticas monetárias expansionistas, o investimento é transferido para os projectos mais sensíveis à taxa de juro, que só por acidente se

mostrarão viáveis.

Mas ainda que da estirpe errada, a vaga de investimento induz a surtos de prosperidade que os agentes económicos tendem, pela sua condição humana, a tomar por permanente. Por parecer realista, a ilusão pode delongar-se, tornando-a particularmente cruel, pois ela será destroçada.

### **...de reabilitação penosa**

De tão ubíquo e inebriante, o endividamento hiperbólico não só se fundiu no paradigma forjado no pós-guerra fria, como também conquistou a primazia no universo terapêutico da política económica. Mas o mundo mudou; e hoje os efeitos devastadores da espiral de dívida foram já revelados de forma cristalina. Ainda assim, vastas secções do mundo económico e financeiro persistem em denegação.

Perante a opção de aceitar graciosamente as consequências da conduta desregrada do passado ou de procrastinar no erro, a economia global parece inclinar-se inexoravelmente para mais uma alucinada ronda de endividamento - por uma boa razão: expirados que estão os efeitos do estímulo erigido sobre mais um estrato de dívida, a ameaça da derrocada volta a pairar vividamente sobre a economia global.

### **A dieta impossível**

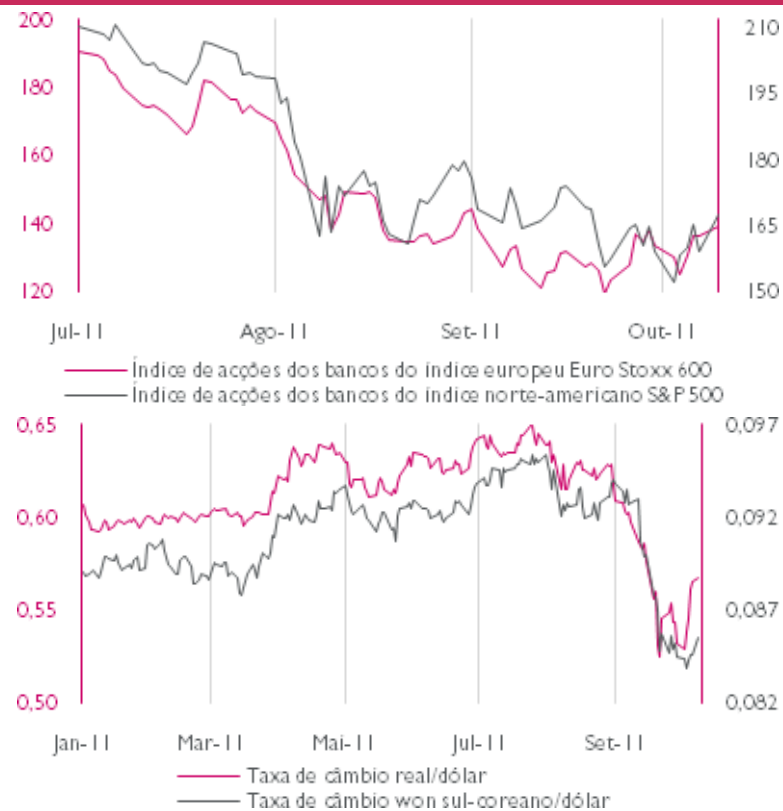
Na *rentrée*, a principal preocupação dos investidores tem revolido em torno do sistema bancário global em face da crise da dívida soberana na Europa. Ainda que a exposição à dívida pública dos Estados-membros da área do euro esteja, na sua esmagadora maioria, confinada aos bancos europeus, a complexa teia de mútua exposição que envolve a generalidade dos bancos confere alcance sistémico a este tema, colocando uma forte pressão para a sua célere resolução.

Foi neste contexto que BCE alargou o conjunto de facilidades de cedência de liquidez, provavelmente antecipando a deserção dos investidores do mercado de dívida pública europeia e o concomitante aumento da dependência dos governos face aos bancos para suprimento das suas necessidades de financiamento. Como os bancos não dispõem dos fundos, tem que ser o BCE, através de criação monetária, a provê-los. Ou seja, perante o risco crescente de colapso financeiro, o BCE opta por adicionar dívida à montanha já existente.

A toxicidade dos níveis de dívida prevalecte no complexo dos países desenvolvidos poderia fazer supor que o problema está circunscrito aos países ricos; mas assim não é. Nos mercados emergentes, a dívida é também desproporcionada e pernicioso, apesar de menos saliente. O elo de ligação são os sistemas cambiais, com base no dólar ou no euro. Isto determina que qualquer expansão monetária da Fed ou do BCE se transmite de forma imediata para os sistemas financeiros dos mercados emergentes.

A este respeito é interessante notar que a ausência de compromisso de novas rondas de *quantitative easing* por parte da Fed, ao implicar a cessação da principal fonte de crescimento de liquidez nos países com moedas ligadas ao dólar, desencadeou uma saída abrupta de capitais dos mercados emergentes sem paralelo desde 2008, provocando fortes depreciações das moedas emergentes.

Acresce que esta súbita suspensão no influxo de liquidez constitui uma ameaça ao dinamismo de economias como a China ou o Brasil, das quais sai a procura que tem mantido a economia global à tona de água. Feitas as contas, parece que a tentação de implementação de mais uma dose de *QE* pela Fed surge inevitável: é que os custos de não o fazer são agudos e imediatos; enquanto que os benefícios são lentos e distantes. É por isso que custa tanto fazer dieta.



Fonte: Millennium investment banking

José Maria Brandão de Brito  
Responsável pelo Research de Mercados Financeiros do Millennium bcp

[Topo](#) 

## Mercados

### Análise de Mercados e Perspectivas

A semana foi de valorizações para os mercados accionistas, que estiveram animados pela expectativa de que a Europa está bastante perto de encontrar uma solução para a crise de dívida soberana, em especial após a apresentação por Durão Barroso das directrizes do plano que visa restaurar a estabilidade e crescimento da zona euro.

No início da semana foi anunciada a libertação da tranche de 8 mil milhões € à Grécia, que deverá estar disponível no início de Novembro.

A *Earnings Season* norte-americana arrancou com as contas decepcionantes da produtora de alumínio Alcoa.

O EUROSTOXX subiu +4,1%, o DAX +5,1%, o S&P 500 +6% e o DOWJONES +4,9%.

O 1º Ministro de Portugal anunciou novas medidas de austeridade.

Neste sentido, foi revelado que serão eliminados os subsídios de férias e Natal até ao fim de 2013 para os funcionários da Administração Pública e das Empresas Públicas e para os pensionistas que recebem mais de 1000 € mensais.

Quem ganha menos desse valor estará sujeito a uma taxa de redução progressiva, perdendo, em média, o equivalente a um desses subsídios.

No sector privado, será aumentado o horário de trabalho em meia hora por dia e será ajustado o calendário de feriados, sendo deixado de fora a redução da TSU.

A Standard & Poor's cortou o *rating* de Espanha em um nível para Aa- de Aa, com *outlook* negativo, citando a expectativa de um enfraquecimento adicional do perfil financeiro do sistema bancário espanhol e os riscos para o crescimento económico.

Durão Barroso, Presidente da Comissão Europeia, anunciou uma proposta para restabelecer a estabilidade e o crescimento da zona euro, que assenta em cinco pilares:

- Uma acção determinada em relação à Grécia - para dissipar quaisquer dúvidas quanto à sustentabilidade económica do país. Isto inclui o desembolso da sexta parcela;

- Implementação das medidas acordadas em Julho, incluindo o aumento do Mecanismo Europeu de Estabilidade para os 440 mil milhões €;

- Uma acção coordenada para reforçar os bancos europeus - os bancos devem utilizar primariamente as fontes privadas de capital, devendo os Governos nacionais prestar apoio se necessário. Caso este apoio não seja possível, a recapitalização deve ser financiada através de empréstimos do FEEF. Em caso de recapitalização, as autoridades nacionais de supervisão impedirão os bancos em causa de distribuir dividendos ou prémios;

- Acelerar a aplicação de políticas favoráveis ao crescimento e à estabilidade;

- Edificar uma melhor integração da governação económica na zona euro.

O FMI afirmou que a crise de dívida europeia pode constituir um grave risco para a Ásia na medida em que pode resultar na venda de activos asiáticos, forçar os bancos estrangeiros a cortar o crédito na região e abalar os mercados cambiais.

Neste contexto, o FMI reviu em baixa as previsões de crescimento da economia asiática este ano para 6,3% de 6,8%.

O Presidente do BCE declarou que a crise de dívida da zona euro atingiu uma dimensão sistémica, na medida em que constitui uma ameaça para o inteiro sistema financeiro da região.

As Actas da reunião da Fed de Setembro mostram que alguns dos seus membros favoreceram a compra de montantes adicionais de dívida pública de modo a fomentar o crescimento da economia, dado que as perspectivas de recuperação económica permanecem bastante incertas.

Fonte: Millennium investment banking

[Topo](#) 

## Empresas e Sectores

O PSI20 acompanhou o sentimento internacional e subiu 2,8% para os 6086 pontos.

Os títulos que mais subiram em termos percentuais foram a Sonaecom (+12,6% para os 1,322 €) e a Jerónimo Martins (+10,9%), que atendendo ao seu peso no índice deu a maior contribuição para a valorização, seguida pela Galp (+5% para os 14,91 €).

Do lado negativo esteve a Brisa (-2,33% para os 2,557 €) e a banca - BES (-1,6% para os 1,89 €), BCP (-1,2% para os 0,17 €) e Banif (-1,6% para os 0,373 €), BPI escapou (+0,62% para os 0,653 €).

Empresa	Tipo de Risco	Preço* (Eur)	Preço Alvo final 2011 (Eur)	Potencial de Valorização
Sonae Indústria	Alto	0,80	3,00	276%
Sonae Capital	Alto	0,24	0,49	102%
BES**	Alto	1,89	3,60	90%
Novabase **	Alto	2,18	4,10	88%
REN	Baixo	2,14	3,80	78%

\* Preço de Fecho de 14/10/2011

\*\* Preço Alvo final 2012

### Galp

**Compra, Risco Alto, Preço Alvo final de 2012 18,15 €**

A Galp comunicou ao mercado os dados operacionais relativos do 3º trimestre.

De uma forma geral, os dados operacionais divulgados não foram surpreendentes, com alguns números abaixo do que esperávamos.

Neste trimestre gostaríamos de destacar que na área de exploração a produção média *Net Entitlement Production* veio abaixo do que esperávamos e que a área de refinação continua a sofrer com o ambiente de recessão que se vive, com o crude processado abaixo das nossas estimativas e com o *benchmark* da margem ainda em níveis negativos.

Por áreas, em termos de Exploração & Produção, a produção média *Net Entitlement Production* foi de 12,2 mil barris por dia, o que compara com as nossas expectativas de 14 mil barris por dia para o trimestre.

No que diz respeito à produção média de *working interest*, esta aumentou cerca de 6,3% face ao período homólogo (vindo acima das nossas expectativas - 20,8 mil barris por dia vs as nossas estimativas de 19 mil barris por dia), mas diminuiu cerca de 4,6% face ao trimestre anterior.

Esta queda face ao trimestre anterior já era esperada, uma vez que a empresa esperava uma produção mais baixa em Angola, que acabou por não ser totalmente compensada por uma produção maior vinda do Brasil.

O preço do *Brent* no período foi de \$113,5 por barril o que compara com um preço de \$79,6 por barril no período homólogo.

Na área de refinação, a empresa processou aproximadamente 20,75 milhões de crude, menos 9,7% face ao período homólogo e abaixo das nossas expectativas para o trimestre (22,5 milhões de crude).

Em termos do *benchmark* da margem, esta continuou a fixar-se num nível negativo, vindo melhor do trimestre anterior, mas pior do que no trimestre homólogo.

As vendas de produtos refinados desceram 2,4% face ao período homólogo, com as vendas a clientes

directos a aumentarem cerca de 1% face ao período homólogo (aumentando também face ao trimestre anterior) e as exportações a desceram cerca de 6,9% face ao período homólogo.

Os resultados da Galp serão divulgados dia 28 de Outubro antes da abertura do mercado.

Para mais informação, por favor consulte o nosso "*Snapshot: Galp - 3Q11 Operating Data Comment - Refining still suffering from a depressed environment*".

Vanda Mesquita  
Analista de Acções  
Millennium investment banking

## EDP Renováveis

**Compra, Risco Baixo, Preço Alvo final de 2012 6,00 €**

Actualizámos as nossas estimativas e o nosso Preço Alvo de 6,25 € (preço final de 2011) para 6,00 € (preço final de ano de 2012), mantendo a nossa recomendação de Compra (Risco Baixo).

Em termos de principais ajustamentos, a passagem de ano acrescentou 95 cêntimos, a actualização das estimativas retirou cerca de 1,05 € e, finalmente, a actualização do custo de capital teve um impacto negativo de 15 cêntimos.

Em termos das estimativas, as principais alterações decorreram da revisão em baixa dos preços nos EUA e no resto da Europa e também do aumento do tempo de vida útil das turbinas para 25 anos em vez de 20 anos.

O aumento da vida útil gera valor, uma vez que o parque gera mais receitas e o investimento de substituição dos equipamentos ocorre mais tarde.

Na nossa opinião, a empresa continua a ser uma história muito interessante.

Acreditamos que o principal desafio para a empresa é escolher entre uma história de crescimento ou uma história de valor.

Acreditamos que a empresa escolha uma história de crescimento, mas de crescimento mais lento.

Na nossa avaliação consideramos que a empresa vai instalar anualmente uma média de 500MW desde 2012 até 2020, o que compara com crescimentos mais fortes de cerca de 1.100MW desde 2008 até 2011.

No que diz respeito aos riscos, consideramos que o maior risco continua a ser a regulação, sendo que os maiores riscos regulatórios vêm do surgimento de uma nova legislação nos EUA e em Espanha que será aplicável aos novos parques novos.

Finalmente, gostaríamos de referir que continuamos a ver a empresa muito focada na geração de *cash flow* e ao mesmo tempo focada na diversificação das fontes de financiamento.

Para mais informação, por favor consultar "*Company Update: EDPR - Still an interesting story*".

Vanda Mesquita  
Analista de Acções  
Millennium investment banking

Revimos o nosso modelo de Zon Multimédia, o que resultou na alteração do Preço Alvo de 4,90 € por acção (para o final de 2011) para 3,70 € por acção (para o final de 2012).

Com a acção a oferecer uma valorização potencial de 54% em relação ao nosso Preço Alvo, a nossa recomendação é de Compra, com Risco Médio.

A subida da taxa da dívida pública portuguesa e o seu impacto no custo médio ponderado do capital resultou numa diminuição de 18,8% do nosso Preço Alvo.

A revisão em baixa das nossas estimativas de receitas levou a uma diminuição de 18,1% do nosso Preço Alvo.

Finalmente, a passagem da avaliação para o final de 2012, levou a um aumento de 13,1% do Preço Alvo.

Fizemos a revisão em baixa das estimativas da Zon para incorporar um ambiente económico mais adverso; esperamos que a conjuntura afecte sobretudo as receitas de conteúdos premium (Sport TV, TVCine) com as famílias a cortarem nas despesas consideradas discricionárias.

No entanto, acreditamos que o ambiente difícil leve a que o ambiente competitivo se mantenha estável o que é positivo a nível da margem.

Como tal estimamos que o EBITDA continue a crescer, ainda que a um ritmo mais lento.

A expansão do EBITDA combinada com um investimento menor garante que a geração de *cash flow* vai aumentar.

O aumento de *cash flow* dá flexibilidade para que a empresa aumente o dividendo no próximo ano mas dada a necessidade de assegurar refinanciamento a taxas competitivas, pensamos que a empresa opte por adiar o aumento do dividendo para 2013.

Alexandra Delgado  
Analista de Acções  
Millennium investment banking

Actualizámos as nossas estimativas e o nosso Preço Alvo de 3,35 € (preço final de 2011) para 3,05 € (preço final de 2012), mantendo a nossa recomendação de Compra (Risco Baixo).

Os principais ajustamentos derivam da passagem de ano que acresceu mais 20 cêntimos, da actualização das estimativas que retirou cerca de 45 cêntimos e da actualização do custo de capital que teve um impacto negativo de 5 cêntimos.

Na nossa opinião, a EDP está a enfrentar tempos desafiantes, uma vez que existe uma operação de privatização em curso e que também porque o mandato da actual gestão está a chegar ao fim.

A privatização é uma operação muito importante, na medida em que depois de terminada, um novo accionista irá aparecer (será o maior accionista) e, certamente, os seus planos irão ser determinantes e irão moldar o futuro da EDP.

No nosso ponto de vista, a EDP é uma empresa atractiva, não só devido ao seu *energy mix* baseado

principalmente em energias verdes, mas também devido ao seu grande potencial em termos de *cash flow*.

Se a empresa decidir reduzir o ritmo de novos investimentos, optar por reduzir custos ainda mais do que tem feito e ao mesmo tempo, adoptar uma política de dividendos mais conservadora em termos de médio prazo, o *cash flow* da empresa aumentará de uma forma significativa.

Na nossa opinião, um plano com um menor nível de investimento, juntamente com uma política de dividendos mais conservadora e também com um aumento do *cash flow* impulsionado por novos investimentos levaria a uma maior desalavancagem e a uma redução das necessidades financeiras.

Tendo em linha de conta os crescentes custos de financiamento, parece-nos que a opção de desalavancagem seria a estratégia certa.

Além disso, consideramos que a empresa pode enfrentar mais pressão externa, não só por parte das agências de *rating*, mas também por parte dos bancos (que estão a acelerar as estratégias de desalavancagem para cumprir aos requisitos de capital mais exigentes) para implementar as medidas acima mencionadas.

No entanto, consideramos que ainda há mais espaço para desalavancagem, pois o *capex* ainda pode ser menor (menos do que o que estamos a incluir na nossa avaliação).

Para mais informação, por favor consultar "*Company Update: EDP - Challenging times*".

Vanda Mesquita  
Analista de Acções  
Millennium investment banking

## Cimpor

Compra, Risco Médio, Preço Alvo final de 2011 6,35 €

Francisco Lacerda, Presidente da comissão executiva da Cimpor, revelou, em Rabat, que o grupo vai investir numa nova fábrica em Marrocos.

O CEO explicou que a actual fábrica está no limite da capacidade e que o mercado local está com um bom potencial de crescimento dado o aumento do número de construções e obras públicas.

Revelou ainda que o crescimento do mercado previsto para 2011 é de 7% e que se estima crescimento idêntico para 2012.

O CEO não revelou mais pormenores, tais como capacidade a instalar, montantes de investimento e prazos de execução, sem os quais não poderemos incluir este investimento na nossa avaliação.

De qualquer forma, admitindo valores de investimento médios, este aumento de capacidade deverá ter um impacto positivo no valor do grupo.

Na nossa avaliação actual, Marrocos representa 4,5% do valor da Cimpor e estimamos que atinja este ano (2011) a margem operacional (EBITDA) mais alta entre as regiões do grupo.

João Mateus  
Analista de Acções  
Millennium investment banking

## Serviço de Alertas

Esteja sempre atento para não perder oportunidade de Investimento

Por SMS ou email, subscreva o serviço de **Alertas** e receba a informação sobre:

- Cotações dos Títulos do PSI 20
- Situação das suas Ordens de Bolsa

O envio de Alertas via SMS tem um valor associado de 0,125 EUR + IVA. Consulte o preçário em [millenniumbcp.pt](http://millenniumbcp.pt).

[Topo](#) 

## Mercados

### Recomendações e Price Targets

Em resultado da sua política de identificação e gestão de conflitos de interesses, o Millennium bcp não elabora recomendações de investimento sobre o título BCP e que se destinem a canais de distribuição ou ao público. Assim sendo, apresentamos abaixo, algumas recomendações provenientes de Entidades Externas, sobre a acção BCP:

Analyst / Broker	Data	Recomendação	Price Target (Eur)
Goldman Sachs	13-10-2011	Neutral	0,20
ESER	05-10-2011	Restricted	---
BPI	20-09-2011	Hold	0,31
Nomura	13-09-2011	Neutral	0,35
Merril Lynch	05-08-2011	Underperform	0,39
Macquarie	28-07-2011	Underperform	0,30
KBW	24-07-2011	Underperform	0,38
HSBC	14-07-2011	Underweight	0,31

#### Portugal

Título	Último Preço* (Eur)	Preço Alvo final '11 (Eur)	Potencial Valorização	Recomendação	Risco
BCP <sup>1</sup>	0,17	-	-	-	-
BES <sup>3</sup>	1,89	3,60	90%	Compra	Alto
BPI <sup>3</sup>	0,65	1,15	76%	Compra	Alto
Portugal Telecom	5,31	7,10	34%	Compra	Médio
Zon Multimedia <sup>3</sup>	2,42	3,70	53%	Compra	Médio
Sonaecom <sup>3</sup>	1,32	2,10	59%	Compra	Alto
Impresa	0,42	0,70	67%	Compra	Alto
Media Capital <sup>2</sup>	1,25	3,05	144%	-	-
Cofina	0,48	0,65	35%	Compra	Alto
Novabase <sup>3</sup>	2,18	4,10	88%	Compra	Alto
EDP <sup>3</sup>	2,46	3,05	24%	Compra	Baixo

EDP Renováveis <sup>3</sup>	4,30	6,00	40%	Compra	Baixo
REN	2,14	3,80	78%	Compra	Baixo
Brisa <sup>3</sup>	2,56	3,65	43%	Compra	Baixo
Sonae	0,53	0,87	65%	Compra	Médio
Semapa	5,50	8,25	50%	Compra	Alto
Sonae Capital	0,24	0,49	102%	Compra	Alto
Jerónimo Martins <sup>3</sup>	12,82	15,85	24%	Compra	Médio
Sonae Industria	0,80	3,00	276%	Compra	Alto
Altri	1,26	1,60	27%	Compra	Alto
Portucel	1,87	2,40	28%	Compra	Médio
Cimpor	5,00	6,35	27%	Compra	Médio
Mota-Engil	1,04	1,60	54%	Compra	Alto
Martifer <sup>4</sup>	1,20	-	-	-	-
Galp Energia <sup>3</sup>	14,91	18,15	22%	Compra	Alto

(1) Restrito

(2) Sem recomendação devido a reduzida dispersão bolsista

(3) Preço Alvo Fim 2012

(4) Sob Revisão

\*Valores à data de 14/10/2011

## Europa

Empresa	Revisão	De(Eur)	Para(Eur)	Entidade
Popolare Milano	Preço Alvo	1,30	1,40	Goldman Sachs
BNP Paribas	Recomendação	Buy	Hold	Deutsche Bank
BNP Paribas	Preço Alvo	51,00	46,00	Deutsche Bank
Puma	Preço Alvo		190,00	Commerzbank
Puma	Recomendação	Hold	Reduce	Commerzbank
Societe Generale	Recomendação		Hold	Deutsche Bank
Societe Generale	Preço Alvo	33,00	26,00	Deutsche Bank
Banco Popolare	Preço Alvo	1,30	1,25	Goldman Sachs
Banco Popolare	Recomendação		Neutral	Goldman Sachs
Unicredit	Preço Alvo	1,35	1,25	Goldman Sachs
Unicredit	Recomendação		Neutral	Goldman Sachs
Commerzbank	Recomendação	Buy	Neutral	Goldman Sachs
Banesto	Recomendação	Buy	Neutral	Goldman Sachs
BPI	Preço Alvo	0,90	0,80	Goldman Sachs
BCP	Preço Alvo	0,28	0,20	Goldman Sachs
BES	Preço Alvo	2,75	2,33	Goldman Sachs
Jerónimo Martins	Recomendação	Neutral	Overweight	JP Morgan
Jerónimo Martins	Preço Alvo		14,93	JP Morgan
Intesa Sanpaolo	Recomendação	Hold	Buy	Societe Generale
Nokia	Recomendação	Reduce	Neutral	Nomura
Carrefour	Recomendação	Overweight	Neutral	JP Morgan
Telecom Italia	Preço Alvo	1,24	1,10	Barclays
Telecom Italia	Recomendação		Overweight	Barclays
UniCredit	Preço Alvo	1,60	1,00	Societe Generale
UniCredit	Recomendação		Buy	Societe Generale
UniCredit	Preço Alvo	1,40	1,05	JP Morgan
Commerzbank	Recomendação	Buy	Hold	Societe Generale
Natixis	Recomendação	Buy	Sell	Societe Generale

Credit Agricole	Recomendação	Buy	Hold	Societe Generale
BNP Paribas	Recomendação	Hold	Buy	Societe Generale
H&M	Recomendação	Hold	Buy	Citigroup
SAP	Recomendação	Not Covered	Buy	Citigroup
Cap Gemini	Recomendação	Not Covered	Buy	Citigroup
Accor	Recomendação	Overweight	Equal Weight	Barclays
Accor	Preço Alvo	31,00	24,00	Barclays
Aeroports de Paris	Recomendação	Overweight	Neutral	JP Morgan
Aeroports de Paris	Preço Alvo	75,00	70,00	JP Morgan
Banco Popular	Recomendação	Equal Weight	Underweight	Barclays
Banco Popular	Preço Alvo	3,30	3,00	Barclays
Dexia	Preço Alvo	2,00	1,00	KBC
ASML	Recomendação	Buy	Hold	ING
ASML	Preço Alvo		30,00	ING
Telecom Italia	Recomendação	Neutral	Sell	Goldman Sachs
Telecom Italia	Preço Alvo	1,00	0,76	Goldman Sachs
Telefonica	Preço Alvo	18,60	15,60	Goldman Sachs
Telefonica	Recomendação	Buy	Neutral	Goldman Sachs
Iberdrola	Recomendação	Neutral	Sell	Goldman Sachs
Iberdrola	Preço Alvo	6,70	6,10	Goldman Sachs
Ferrovial	Recomendação		Removed from "Most Preferred" List (Still a Buy)	Citigroup
Intercontinental Hotels	Recomendação	Overweight	Underweight	Barclays
Intercontinental Hotels	Preço Alvo	12,80	9,25	Barclays

Fonte: Millennium investment banking

[Topo](#) 



Esta semana...

## Poderão os mercados emergentes repetir este efeito?

*Com os países desenvolvidos novamente assolados pelo medo da recessão, vivemos num ambiente de activos de risco que se mostra cronicamente instável, devido à incerteza política reinante. Poderão os mercados emergentes, porém, ajudar o mundo a atravessar mais este período conturbado, como aconteceu durante a crise financeira mundial em 2008/2009?*

A correlação entre os mercados accionistas dos países emergentes e os mercados financeiros a nível mundial teima em apresentar níveis elevados, mas vale a pena explorar duas áreas em que os mercados emergentes podem dar cartas: avaliações e flexibilidade monetária.

Quanto às avaliações, se analisarmos o historial da cotação face ao valor contabilístico por acção (P/B) nos mercados emergentes a nível mundial, verificaremos que os dividendos dos investidores têm-lhes permitido manter a classe de activos a um P/B igual ou inferior a 1,5x. De igual forma, as precauções tomadas quando o P/B apresentava valores iguais ou superiores a 2.5x revelaram-se benéficas. A Figura 1 mostra que, durante a maior parte do ano passado, o P/B das acções dos mercados emergentes apresentou valores neutros, situados no intervalo compreendido entre 2.0x e 2.1x, o que consideramos ser um valor justo para a classe de activos.

**Figura 1** - Os mercados descartaram a hipótese de uma recessão, mas não de uma crise



No entanto, a quebra a que temos assistido, nos últimos três meses, nos mercados accionistas a nível mundial, fez com que as acções dos mercados emergentes fossem avaliadas a um P/B da ordem dos 1.5x. Uma correcção adicional com base neste valor proporcionar-nos-ia uma oportunidade de compra inequívoca numa perspectiva de avaliação com horizonte a um, três ou cinco anos.

A mensagem é consistente, se analisarmos a cotação actual face aos resultados por acção (P/E), incluindo valores de P/E referentes tanto a resultados futuros como a resultados passados. Tudo isto nos leva a crer que os mercados emergentes estão a negociar a valores inferiores ao historial de valores médios.

#### **A flexibilidade dos mercados emergentes continua a permitir-lhes recorrer à política monetária convencional para aplicar medidas de abrandamento**

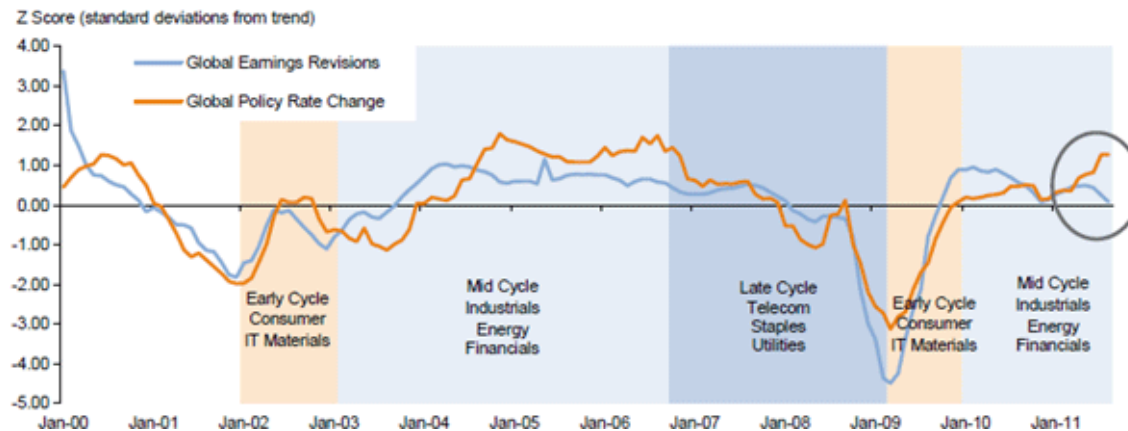
Uma das vantagens apresentadas pelos mercados emergentes é a sua capacidade de recorrer à política monetária convencional para atenuar o choque provocado pelo fraco crescimento dos países desenvolvidos. O Brasil e, de certa forma, a Turquia, já mostraram vontade de baixar as taxas. Nos mercados emergentes, ao contrário do que sucede nos países desenvolvidos, ainda há margem suficiente para baixar as taxas nominais.

Para alguns investidores, esta flexibilização parece prematura e poderá mesmo agravar os problemas de inflação que têm assolado algumas economias emergentes ao longo dos últimos anos. Não negamos que exista esta possibilidade, sobretudo quando assistimos a uma queda abrupta nos países desenvolvidos, que obriga os países emergentes a adoptar medidas políticas extremas.

No entanto, é importante manter uma perspectiva global relativamente à flexibilização dos mercados emergentes e tentar descortinar as suas causas. A Figura 2 mostra os dois indicadores que utilizamos para saber onde estamos situados no ciclo de negócios a nível mundial. Começamos por analisar as sucessivas revisões das estimativas feitas por analistas a nível mundial e, em seguida, examinamos a evolução das taxas de juro, tanto nas economias emergentes como nas desenvolvidas. O gráfico mostra os desvios padrão em relação à tendência geral, de tal forma que as medidas de agravamento e as revisões em alta figuram como leituras positivas no gráfico, e vice-versa.

**Figura 2** - Evolução num mundo em baixo crescimento: ainda a meio do ciclo, mas os riscos de queda

### Os indicadores globais do ciclo: evolução dos resultados anuais e das taxas de juro



Fonte: JP Morgan Asset Management estimates: as at end August 2011  
Earnings revisions are for MSCI ACWI over 6 months. Policy rate change covers over 50 central bank policy rates.

O único aspecto que se destaca na Figura 2 é o fosso que surgiu recentemente entre esses dois indicadores. A linha laranja mostra que a política monetária, de modo geral, sofreu um agravamento durante o último ano, aproximadamente, mas note-se que as revisões feitas pelos analistas estão agora a começar a inverter a marcha, o que nos leva a crer que o agravamento da política monetária conseguiu provocar uma desaceleração do crescimento económico.

Quando isso acontece, provavelmente será necessário, a breve trecho, de acordo com o historial, proceder a um novo abaixamento das taxas de juro directoras a nível mundial, a fim de estimular o crescimento. Desta forma, a política de desagravamento verificado no Brasil (e, potencialmente, noutros mercados emergentes) afigura-se-nos mais razoável quando a analisamos num contexto mundial do que quando a vimos em termos estritamente internos.

No entanto, o ideal seria assistirmos a uma mudança moderada ou gradual, e não repentina, da política de agravamento que temos vindo a sofrer, que nos permitisse regressar às taxas directoras normais ou mesmo alcançar uma situação de estímulo. Uma mudança repentina poderá reacender algumas frentes de inflação ou de crédito em determinados mercados.

#### **Estamos em crer que os mercados emergentes podem impulsionar o crescimento global**

Mantendo a nossa atitude construtiva relativamente aos princípios fundamentais que norteiam os mercados emergentes, estamos em crer que as baixas avaliações acabaram por dar ensejo ao reforço do mercado accionista nos países emergentes.

Do ponto de vista táctico, dentro da classe de activos, preferimos economias de dimensão continental, pelo que as economias BRIC merecem a nossa particular atenção. Agrada-nos a situação da China, país em que as preocupações globais podem apressar o fim da política de agravamento, e do Brasil, que já baixou as taxas. Entre os mercados que se mostram tipicamente defensivos face aos receios referentes ao crescimento global, a Índia tem tido um desempenho francamente inferior ao da Indonésia e, nesta altura, parece ser o mercado mais atractivo.

No entanto, reconhecemos que os mercados emergentes não irão escapar aos efeitos negativos da evolução cíclica das estimativas, pelo que é previsível que haja mais volatilidade a curto prazo, apesar de os princípios fundamentais se mostrarem positivos a longo prazo.

★★★★☆ Ranking

Fundos

Top 5 rendibilidade (últimos 12 meses)

	Rendibilidade	Classe de Risco
1º JPMorgan Global Healthcare	7,44%	(6)
2º JPMorgan Strategic US Value	4,16%	(5)
3º F&C US Smaller Companies	3,88%	(6)
4º UBS Global Multi Tech	3,05%	(6)
5º AF Portfólio Imobiliário	2,86%	(1)

Top 5 subscrições (semana de 2011/10/10 a 2011/10/14)

- 1º BlackRock World Gold
- 2º JPMorgan India
- 3º Fidelity America EUR
- 4º Millennium Mercados Emergentes
- 5º Millennium Eurocarteira

As rendibilidades apresentadas foram actualizadas e calculadas tendo por base o valor da unidade de participação em euros, à data de 2011/10/14 de acordo com os regulamentos da CMVM, tendo por base as seguintes datas de início: 2010/10/14 para um ano. Toda a informação relativa aos Fundos mencionados pode ser consultada no site do Millennium bcp.

Corresponde à Classe de Risco para o período de 1 ano.

As rendibilidades divulgadas representam dados passados, não constituindo garantia de rendibilidade futura, porque o valor das unidades de participação pode aumentar ou diminuir em função do nível de risco que varia entre 1 (risco mínimo) e 6 (risco máximo). As rendibilidades indicadas apenas seriam obtidas caso o investimento fosse efectuado durante a totalidade do período em referência.

Fonte: Interactive Data

★★★★☆ Ranking

Ranking de Certificados

## Top rentabilidade (últimos 12 meses)

Os mais rentáveis		Os menos rentáveis	
Brent	35,67%	Banca	-41,81%
Ouro	22,14%	Value Growth EU	-21,94%
Dow Jones	4,96%	PSI20	-21,51%
S&P 500	4,33%	Recursos Naturais	-21,20%
Value Growth US	-1,20%	MSCI Emerging Markets	-17,27%

## Top 5 negociação (semana de 2011/10/10 a 2011/10/14)

- 1º Certificado BRENT
- 2º Certificado GOLD
- 3º Certificado S&P 500
- 4º Certificado EURO STOXX 50
- 5º Certificado DAX

Fonte: Millennium bcp

[Topo](#) 

Siga-nos no Facebook nas páginas: [Millennium Mobile](#) e [Millennium Sugere](#)

### DECLARAÇÕES ("DISCLOSURES")

#### DIVULGAÇÃO DE RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO

1 - O Millennium bcp procede à divulgação de relatórios de análise financeira ou qualquer outra informação em que se formule, directa ou indirectamente, uma recomendação ou sugestão de investimento ou desinvestimento sobre um emitente de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros e que se destinem a canais de distribuição ou ao público ("recomendações de investimento"). As recomendações de investimento divulgadas pelo Millennium bcp são elaboradas e previamente publicadas pelas entidades referidas em 3.

2 - O Millennium bcp, tem por norma, não efectuar qualquer alteração substancial às recomendações de investimento elaboradas pela(s) entidade(s) referida(s) em 3. Caso o Millennium bcp, por qualquer circunstância, proceda à sua alteração, designadamente através de rectificação ao sentido original da recomendação de investimento, efectuará referência ao facto e cumprirá com todos os deveres de informação expressos na legislação em vigor em Portugal, nomeadamente as disposições do Código dos Valores Mobiliários relacionadas com recomendações de investimento.

3 - A informação divulgada pelo Millennium bcp relacionada com recomendações de investimento e desde que sejam elaboradas pela(s) entidade(s) abaixo indicadas, são publicadas na Newsletter de Investimentos. A Newsletter de Investimentos, é efectuada e remetida com periodicidade semanal via e-mail para os Clientes do millenniumbcp.pt seleccionados. Todas as recomendações aqui apresentadas encontram-se devidamente identificadas pela Entidade responsável da sua divulgação - Millennium bcp Gestão de Activos - Sociedade Gestora de Fundos de Investimento, S.A., Blackrock Merrill Lynch Investment Managers, Fidelity International, JPMorgan Fleming Asset Management, Schroder Investment Management Limited.

#### ELABORAÇÃO DE RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO

4 - Este relatório foi elaborado em nome de Millennium investment banking (Mib), marca registada do Banco Comercial Português, S.A. (Millennium bcp).

5 - O Millennium bcp é regulado pela Comissão de Mercado de Valores Mobiliários.

6 - Recomendações:

Comprar, significa mais de 10% retorno absoluto;  
Manter, significa entre 0% e 10% retorno absoluto;  
Reduzir, significa entre -10% e 0% retorno absoluto;  
Vender, significa menos de -10% retorno absoluto.

7 - Em termos gerais o período de avaliação incluído neste relatório é o fim do ano corrente ou o fim do próximo ano.

8 - Risco é definido pelo analista em termos qualitativos.

9 - Normalmente, actualizamos as nossas valorizações entre 6 e 18 meses.

10 - O Millennium bcp proíbe os seus analistas e os membros dos respectivos agregados familiares ou situações legalmente equiparadas de deterem acções das empresas por eles cobertas.

11 - O Millennium bcp pode ter relações comerciais com as empresas mencionadas neste relatório.

12 - O Millennium bcp espera receber ou tenciona receber comissões por serviços de banca de investimento prestados às empresas mencionadas neste relatório.

13 - As opiniões expressas acima, reflectem opiniões pessoais dos analistas. Os analistas não recebem e não vão receber nenhuma compensação por fornecerem uma recomendação específica ou opinião sobre esta(s) empresa(s). Não existiu ou existe qualquer acordo entre a empresa e o analista, relativamente à recomendação.

14 - A remuneração dos analistas é parcialmente suportada pela rendibilidade do grupo BCP, a qual inclui proveitos de banca de investimento.

15 - O grupo BCP detém mais de 2% da EDP.

- O grupo BCP detém mais de 2% da Cimpor.

- O grupo BCP detém mais de 2% da Sonaecom.

- O grupo BCP detém mais de 2% da Cofina.

- O grupo BCP foi escolhido para avaliar a EDP, relativamente à 8ª fase do processo de privatização.

- O grupo BCP foi escolhido para avaliar a REN, relativamente à 2ª fase do processo de privatização.

- Um membro do Conselho de Administração Executivo do Millennium bcp é membro do Conselho Geral e de Supervisão da empresa EDP

- Energias de Portugal, S.A..

- O Banco Millennium bcp Investimento, S.A. (actualmente incorporado no Millennium bcp) integrou o consórcio, como "joint global coordinator", de IPO (Initial Public Offering) da EDP Renováveis.

- O Banco Millennium bcp Investimento, S.A. (actualmente incorporado no Millennium bcp) integrou o consórcio, como "Co-leader", da operação de aumento de capital do BES, realizada em Abril 2009.

16 - Recomendações s/empresas analisadas pelo Millennium bcp (%)

Recomendação	Set-11	Jun-11	Mar-11	Dez-10	Set-10	Jun-10	Mar-10	Dez-09	Dez-08	Dez-07	Dez-06	Dez-05	Dez-04
Compra	93%	76%	79%	79%	79%	77%	70%	63%	54%	41%	37%	30%	63%
Manter	0%	14%	14%	7%	11%	7%	11%	15%	4%	27%	11%	40%	6%
Reduzir	0%	0%	0%	0%	0%	0%	7%	7%	0%	0%	21%	5%	6%
Vender	0%	0%	4%	4%	7%	3%	0%	4%	0%	14%	16%	5%	0%
Sem Recom./Sob Revisão	7%	10%	4%	11%	4%	13%	11%	11%	42%	18%	16%	20%	25%
Variação	-19.6%	-5.5%	2.2%	1.1%	6.3%	-13%	-4%	33%	-51%	16%	30%	13%	na
PSI 20	5,891	7,324	7,753	7,588	7,508	7,066	8,102	8,464	6,341	13,019	11,198	8,619	7,600

PREVENÇÕES ("DISCLAIMER")

A informação contida neste relatório tem carácter meramente informativo e particular, sendo divulgada aos seus destinatários, como mera ferramenta auxiliar, não devendo nem podendo desencadear ou justificar qualquer acção ou omissão, nem sustentar qualquer operação, nem ainda substituir qualquer julgamento próprio dos seus destinatários, sendo estes, por isso, inteiramente responsáveis pelos actos e omissões que pratiquem. Assim e apesar de considerar que o conjunto de informações contidas neste relatório foi obtido junto de fontes consideradas fiáveis, nada obsta que aquelas possam, a qualquer momento e sem aviso prévio, ser alteradas pelo Banco Comercial Português, S.A.. Qualquer alteração nas condições de mercado poderá implicar alterações neste relatório. As opiniões aqui expressas podem ser diferentes ou contrárias a opiniões expressas por outras áreas do grupo BCP, como resultado da utilização de diferentes critérios e hipóteses. Não pode, nem deve, pois, o Banco Comercial Português, S.A. garantir a exactidão, veracidade, validade

*e actualidade do conteúdo informativo que compõe este relatório, pelo que o mesmo deverá ser sempre devidamente analisado, avaliado e atestado pelos respectivos destinatários. Os investidores devem considerar este relatório como mais um instrumento no seu processo de tomada de decisão de investimento. O Banco Comercial Português, S.A. rejeita assim a responsabilidade por quaisquer eventuais danos ou prejuízos resultantes, directa ou indirectamente da utilização da informação referida neste relatório independentemente da forma ou natureza que possam vir a revestir. A reprodução total ou parcial deste documento não é permitida sem autorização prévia. Os dados relativos aos destinatários que constam da nossa lista de distribuição destinam-se apenas ao envio dos nossos produtos, não sendo susceptíveis de conhecimento de terceiros.*

*Banco Comercial Português, S.A., Sociedade Aberta com Sede na Praça D. João I, 28, Porto, o Capital Social de 6.064.999.986 Euros, matriculada na Conservatória do Registo Comercial do Porto sob o número único de matrícula e de pessoa colectiva 501 525 882*

[www.millenniumbcp.pt](http://www.millenniumbcp.pt)

707 50 24 24 / 91 827 24 24 /93 522 24 24 / 96 599 24 24

Atendimento telefónico personalizado 24 horas