



Mercados

- A aceleração do PIB no terceiro trimestre poderá ter-se revelado uma moratória no reforço do cariz ultra-acomodatício da política monetária da Fed.
- Análise de Mercados e Perspectivas
- Empresas e Sectores
- Recomendações e Price Targets
- Serviço de Alertas



Esta semana...

- **Boas oportunidades para o alto rendimento**
Tendo em conta os actuais níveis de avaliação, há inegáveis vantagens, do ponto de vista estratégico, em incluir o alto rendimento numa carteira diversificada.

Mais ➤



Ranking

- Fundos
- Certificados



Visite a área de Bolsa do site do Millennium bcp



Mercados

A aceleração do PIB no terceiro trimestre poderá ter-se revelado uma moratória no reforço do cariz ultra-acomodatício da política monetária da Fed

No terceiro trimestre, o consumo manteve-se resiliente,...

Depois de dois trimestres de ténido crescimento, a expansão do PIB do terceiro trimestre em 2,5% face aos anteriores 1,3% (em termos anualizados) aparentou reflectir boas notícias. Contudo estes dados ofuscam debilidades estruturais persistentes que deverão limitar a sustentabilidade do actual ritmo de crescimento. A contribuir para a aceleração da economia esteve o comportamento do consumo privado (2,4%) que se mostrou ligeiramente mais dinâmico do que a média registada desde o fim da recessão (2,2%), desde o terceiro trimestre de 2009, à custa duma redução da taxa de poupança de 5,3% do rendimento disponível, em Junho, para 3,6% em Setembro. Este comportamento mostrou resiliência por parte das famílias que enfrentaram (i) uma fraca criação de emprego, em torno dos 130 mil postos de trabalho por mês (superior em apenas 32 mil empregos em relação ao trimestre anterior) associada a decréscimos salariais em termos reais, (ii) uma queda em cerca de 17% do mercado accionista entre Julho e Setembro, (iii) e a redução das transferências do estado para as famílias nesse mesmo período. Este dinamismo da procura, confirmado pela robustez das vendas, em termos reais, contrastou com níveis ainda muito deprimidos de alguns índices de confiança dos consumidores, próximos dos patamares de 2009 (ver gráfico "Apesar do dinamismo da procura,...").

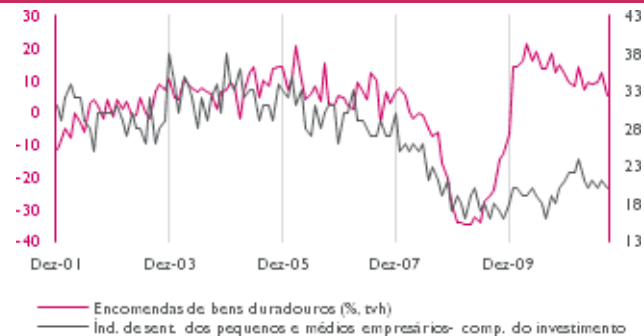
...assim como o investimento,...

A expansão das vendas tem-se traduzido na redução do rácio entre as existências e as vendas, que tem vindo a estabilizar em torno de 1,27 o que compara com 1,49 em Janeiro de 2009, no auge da crise. Apesar de, no terceiro trimestre, as existências terem registado a variação mais reduzida desde Dezembro de 2009, o investimento permaneceu robusto, em especial no que respeitou a bens de equipamento (17,4%) e infra-estruturas (13,3%), em contraste com o fraco crescimento do investimento residencial (2,4%). Este dinamismo reflectese em especial nas grandes empresas, em dissonância com as fracas intenções de investir por parte das pequenas e médias empresas, em níveis de 2009 (ver gráfico "...os pequenos e médios empresários..."). Esta discrepância entre pequenas e médias empresas e as de maior dimensão, para a qual contribuiu a suavização das condições de concessão de crédito por parte dos bancos às segundas, parece reflectir-se nas respectivas intenções de contratar novos empregados (ver gráfico "...mostram-se mais cautelosos em contratar").

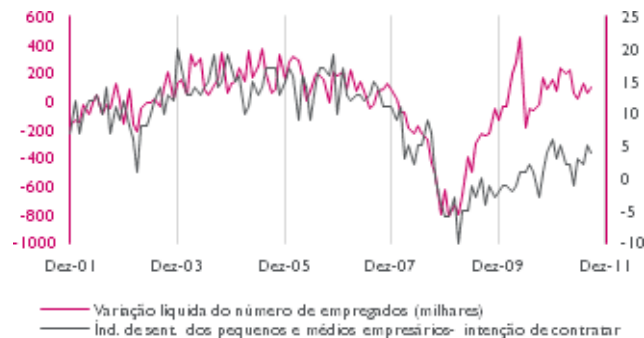
Apesar do dinamismo da procura...



...os pequenos e médios empresários...



...mostram-se cautelosos em contratar.



Fonte: Bloomberg, Research de Mercados Financeiros MIB e Millennium bcp

...mas este dinamismo continua a revelar-se estéril para o emprego

Esta diferença estrutural, é um dos problemas que, desde a crise de 2008/2009, está a condicionar a recuperação sustentada do mercado laboral. Apesar de ter mostrado melhorias, o ritmo da expansão do emprego (1,2% em termos homólogos) ainda se encontra aquém do dinamismo do PIB (1,6%) e insuficiente para mitigar o efeito devastador da anterior crise, que destruiu 6,5 milhões de postos de trabalho o que corresponde a 5% do actual número de empregados. Por outro lado, a necessidade de reduzir despesas por parte do governo, que se reflectiu em despedimentos em Outubro, pelo terceiro mês consecutivo, deverá continuar a pesar negativamente na evolução do emprego. Em Outubro, a taxa de desemprego caiu de 9,1% para 9,0% mas ainda se encontra muito elevada, tanto na perspectiva da média histórica em torno dos 5,5% como no que respeita a uma possível meta entre os 7% e os 7,5% que alguns membros da Fed, entre os quais Charles Evans, defendem poder vir a ser introduzida como um novo parâmetro vinculativo de política monetária. Tendo em conta as projecções mais recentes da Fed para a taxa de desemprego, que apenas deverá cair para baixo dos 7% em 2014, esta condição a ser implementada, poderá implicar o compromisso de manter taxas baixas para lá de meados de 2013, horizonte temporal definido na reunião de Agosto passado. Perante a passividade do conselho de governadores na passada reunião de política monetária de 2 de Novembro, Charles Evans votou contra a maioria, manifestando a necessidade de medidas adicionais de estímulo. Pela primeira vez desde a crise de 2008, um dos membros da autoridade monetária apelou a uma postura ainda mais acomodatória do que a adoptada pela maioria.

O próximo passo da Fed deverá ficar condicionado...

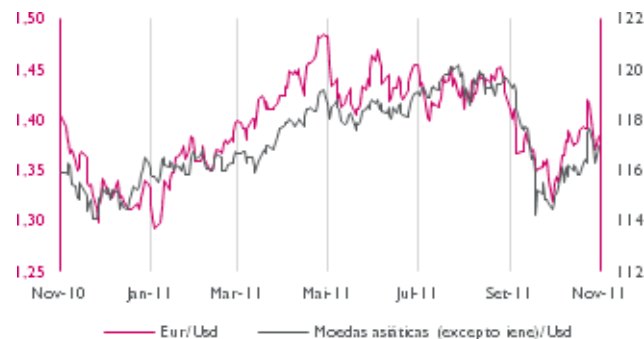
Supletivamente à situação do emprego, as preocupações da autoridade monetária continuam a centrar-se no mercado imobiliário, cuja debilidade crónica persiste desde 2006, apesar dos esforços de várias naturezas por parte das autoridades. Para além da Administração Obama ter anunciado o alargamento dos apoios ao refinanciamento das habitações avaliadas em montantes inferiores aos empréstimos a elas

associadas (no âmbito do programa *Making Home Affordable*), também a Fed continua a reconhecer a necessidade de estímulos adicionais ao imobiliário. Na última conferência de imprensa de Ben Bernanke, este responsável salientou que um novo programa de compra de activos titularizados por créditos hipotecários (*Mortgage Backed Securities*,) continua a ser equacionado pelo Banco Central. Esta iniciativa, que se assemelha ao *QE1*, deverá ficar condicionada à evolução da economia assim como da inflação, cujas previsões foram revistas em alta para 2011, mas voltando a uma situação de estabilidade, em 2012, 2013 e 2014, compatível com o objectivo "não oficial" de longo prazo entre 1,5% e 2,0%.

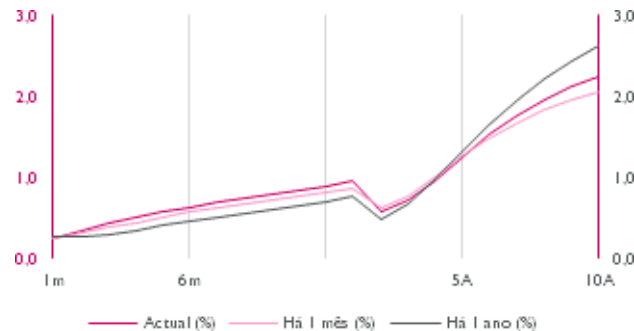
...à evolução da economia

Os índices de sentimento dos empresários, ao registarem uma expansão moderada em Outubro, sugerem um ténido crescimento do PIB, em torno dos 2% em termos homólogos para o próximo trimestre. Também nesse mesmo sentido têm vindo a sugerir os indicadores avançados do PIB, como se a actividade tivesse a ser cristalizada num paradigma de crescimento que já não consegue ir mais para além, até que os problemas estruturais consigam ser resolvidos. Do lado da inflação, a subida do preço do petróleo em Outubro, em mais de 20%, deverá reflectir-se no índice geral de preços. Contudo, a nível do índice subjacente, as pressões desinflationistas deverão, a prazo, contribuir para oferecer à Fed margem de manobra na implementação de medidas acomodáticas adicionais. Em causa está o abrandamento do ritmo de utilização da capacidade produtiva assim como a desaceleração do aumento das compensações salariais. Se no primeiro caso este efeito já se deverá começar a sentir no quarto trimestre deste ano ao nível da inflação subjacente, no segundo caso este efeito descendente deverá fazer-se sentir apenas a partir do terceiro trimestre de 2012, compatível com uma subida da inflação subjacente até 2,5%. O risco para a subida de preços permanece numa eventual persistente valorização das *commodities*, gerada por um possível *QE3*, com repercussões inevitáveis na subida generalizada dos preços.

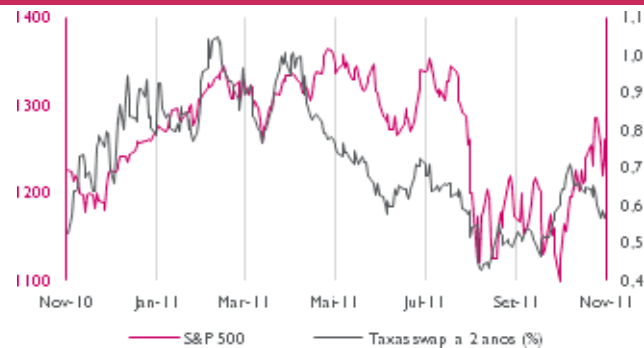
Câmbios



Curva de rendimentos (euribor e swap)



Mercados accionistas e taxas swap a 2 anos



Fonte: Bloomberg, Research de Mercados Financeiros MIB e Millennium bcp

Saiba mais sobre os principais Mercados Financeiros na área de Research do site do Millennium bcp

Maria Luís Borges de Castro
Research de Mercados Financeiros do Millennium bcp

[Topo](#)



Mercados

Análise de Mercados e Perspectivas

A semana foi mais uma vez negativa para os mercados.

O sentimento continuou deprimido pela crise de dívida soberana da zona euro, na semana em que o Tesouro alemão não conseguiu colocar o montante total de dívida pública a 10 anos que pretendia.

Ainda a condicionar a evolução dos índices esteve o menor crescimento que o esperado do PIB norte-americano, o reforço da oposição de Merkel quanto à emissão de *eurobonds* e o corte dos *ratings* de Portugal e da Hungria.

O EUROSTOXX perdeu 5,3%, o DAX 5,3%, o S&P 500 4,7% e o DOW JONES 4,8%.

A Fitch cortou o *rating* de Portugal de BBB- para BB+ (Lixo), com *outlook* negativo, devido aos grandes desequilíbrios fiscais de Portugal, o elevado endividamento de todos os sectores e as fracas perspectivas macroeconómicas.

A Moody's reduziu o *rating* da Hungria em um nível para Ba1 (Lixo) de Baa3, com *outlook* negativo, duvidando da sua capacidade de reduzir o défice orçamental.

A Fitch alertou que o *rating* de França, actualmente em AAA, poderá ser reduzido caso a economia sofra choques adicionais, o que deverá resultar num agravamento do seu défice.

A S&P afirmou que a situação financeira do Japão está a degradar-se gradualmente, o que pode sinalizar um corte do *rating* (actualmente em AA-, com *outlook* Negativo).

O Tesouro alemão não conseguiu colocar os 6 mil milhões € de Obrigações do Tesouro a 10 anos que pretendia e emitiu apenas 3,644 mil milhões € a uma taxa média de 1,98% (inferior aos 2,09% de Outubro) e com a procura praticamente a igualar a oferta (*bid to cover ratio* de 1,1 em linha com último leilão).

O Tesouro de Espanha colocou 2,01 mil milhões € de Bilhetes do Tesouro a 3 meses a uma taxa média de 5,11% (bastante superior aos 2,292% de Outubro) e um *bid to cover ratio* de 2,9 (abaixo dos 3,1 do último leilão) e 965,9 milhões € de Bilhetes do Tesouro a 6 meses a uma taxa média de 5,227% (bastante acima dos 3,302% de Outubro) e um *bid to cover ratio* de 4,9 (superior aos 2,6 do último leilão).

As actas da última reunião da Fed revelaram que alguns membros do Banco Central acreditam que poderá ser necessário aplicar novas medidas para fomentar o crescimento da economia.

A Fed reviu em baixa as previsões de crescimento do PIB para o triénio 2011-2013 e reviu em alta as estimativas de desemprego para o mesmo período.

A Bloomberg noticia ainda que a Fed irá sujeitar 31 grandes bancos norte-americanos a testes de solidez financeira para garantir que a sua estrutura de capital suporta os cenários mais adversos.

Os Flash PMI Indústria da zona euro e da Alemanha caíram mais que o esperado em Novembro, apontando para contracção económica, e o Serviços, subiu de modo inesperado, continuando a indicar contracção na zona euro e expansão na Alemanha.

O indicador de sentimento alemão IFO subiu inesperadamente em Novembro após quatro meses consecutivos em queda.

A segunda estimativa aponta para um crescimento do PIB do Reino Unido de 0,5% no 3º trimestre, o que não trouxe surpresas para o mercado.

De acordo com o valor final, a economia alemã cresceu 0,5% no 3º trimestre, o que veio em linha com o consenso e denota uma aceleração face ao crescimento de 0,3% registado no 2º trimestre.

A segunda estimativa do PIB norte-americano aponta para uma expansão de 2% (taxa anualizada) no 3º trimestre, uma revisão em baixa face à primeira estimativa de 2,5%.

A Confiança medida pela Universidade de Michigan aumentou menos que o esperado em Novembro e as Vendas de Casas Usadas nos EUA aumentaram inesperadamente em Outubro.

Fonte: Millennium investment banking

[Topo](#) 



Mercados

Empresas e Sectores

O PSI20 acompanhou as perdas internacionais e desceu 4,3% para os 5206 pontos.

As empresas que mais caíram foram a Sonae (-10,8%), o Banif (-7,4%) e o BES (-6,9%), por contrapartida do BCP (+4,1%), da Brisa (+1,1%) e da Portucel (+1%).

A contribuição mais negativa para o índice nacional pertenceu à Jerónimo Martins (-5%) e a mais positiva ao BCP.

Empresa	Tipo de Risco	Preço (Eur)	Preço Alvo final 2012 (Eur)	Potencial de Valorização
Sonae Indústria	Alto	0,53	1,95	265%
BES	Alto	1,15	3,15	175%
Novabase	Alto	1,80	4,10	128%
Sonae	Médio	0,44	0,92	112%
Zon Multimédia	Médio	1,87	3,70	98%

Preço de Fecho de 25/11/2011

Mota-Engil **Compra, Risco Alto, Preço Alvo final de 2011 1,60 €**

A Mota-Engil divulgou os resultados do 3º trimestre de 2011.

As receitas vieram em linha com as nossas estimativas mas a margem operacional surpreendeu pela positiva.

No entanto, a evolução da dívida líquida é menos favorável que as nossas estimativas para o final do ano.

Mantemos a valorização, mas necessitamos de fazer alguns ajustamentos ao nível das estimativas para final do ano.

Para mais informação ler *Snapshot* divulgado, dia a 21 de Novembro, *Working Capital still an issue*.

António Seladas, CFA
Millennium investment banking

Media Sector - RTP sem publicidade em 2013

De acordo com declarações do Ministro Adjunto e dos Assuntos Parlamentares, Miguel Relvas, o Governo decidiu que após a alienação de um dos canais estatais, o canal subsistente que ficará na esfera pública não terá publicidade comercial.

Este objectivo será concretizado em 2013.

Deste modo, os minutos totais de publicidade por hora em TV aumentariam de 30 para 36 minutos (+20%), em linha com as nossas estimativas, pelo que reiteramos as nossas avaliações sobre o sector.

As nossas avaliações de Media tem implícito um acréscimo de 20% na oferta de publicidade em TV: cenário actual são 30 minutos (6 min RTP 1 + 0 min RTP2 + 12 min SIC + 12 min TVI) e prevê-se assim atingir os 36 min (0 min canal estatal + 12 min canal a privatizar + 12 min SIC + 12 min TVI).

Recorde-se que as nossas avaliações de Media têm como pressuposto o aumento de 6 para 12 minutos (por hora) da publicidade na RTP1 (ou no canal a privatizar) a partir de 2013, em linha com o que

acontece na TVI e SIC), mas não acrescentando publicidade ao canal de serviço público que ficaria na esfera estatal.

Impresa	Reduzir, Risco Alto, Preço Alvo final de 2012 0,38 €
----------------	---

Media Capital	Sem Recomendação, Preço Alvo final 2012 2,70 €
----------------------	---

Cofina	Compra, Risco Alto, Preço Alvo final de 2012 0,48 €
---------------	--

João Flores
Analista de Acções
Millennium investment banking

Sonae	Compra, Risco Médio, Preço Alvo final de 2012 0,92 €
--------------	---

A Sonae apresentou os resultados do 3º trimestre de 2011.

As receitas consolidadas registaram uma ligeira queda de 1% YoY, para 1,468 mil milhões € (ligeiramente abaixo dos 1,487 mil milhões € esperados).

No entanto, os resultados operacionais atingiram os 182 milhões € (acima dos esperados 179 milhões €), com a margem operacional a fixar-se nos 12,4% (vs 12,1% estimado) beneficiando da surpresa positiva da margem no segmento do retalho alimentar (e dos bons números da Sonae RP) o que compensou o regresso a terreno negativo das margens no retalho especializado (penalizado pelos custos com aberturas de lojas, entrada em novos mercados e reflexo do ambiente económico difícil).

Destacamos os ganhos de quotas de mercados no retalho e a continuação do reforço das vendas de marca própria.

A unidade imobiliária continua a reflectir o efeito negativo da expansão das *yields* em Portugal, embora tal seja parcialmente compensado pelo aumento da valorização dos activos no Brasil, resultado de ganhos na actividade operacional.

Para mais informação por favor consulte: *Snapshot: Sonae - 3Q11 Earnings Highlights - Food margins offset non-food margins.*

João Flores
Analista de Acções
Millennium investment banking

Sonae Capital	Compra, Risco Alto, Preço Alvo final de 2012 0,28 €
----------------------	--

A Sonae Capital divulgou os resultados do 3º trimestre 2011.

De uma forma geral os resultados vieram acima das nossas estimativas essencialmente devido às vendas no Troia Resort (foram efectivadas 3 escrituras vs. as nossas estimativas de zero), os bons resultados da Norscut e pelo desempenho da unidade de Energia e Ambiente que iniciou as operações de co-geração no Centro Comercial Colombo.

Mantemos, no entanto, as nossas estimativas e valorização, uma vez que não nos parece fácil manter o

ritmo de vendas no Troia Resort.

Para mais informação ler relatório publicado no dia 23 de Novembro - *Positive figures...*

António Seladas, CFA
Millennium investment banking

Portugal Telecom

Compra, Risco Medio, Preço Alvo final de 2011 7,10 €

De acordo com o Jornal de Negócios a Portugal Telecom vai decidir a atribuição de dividendo intercalar apenas em Dezembro, com base nas contas até final de Novembro.

O dividendo deverá assim ser pago em meados de Dezembro.

O CEO da PT, aquando da divulgação dos resultados do 3º trimestre afirmou que mantinham a intenção de proceder ao pagamento de um dividendo intercalar até ao final do ano.

A empresa comprometeu-se a pagar um dividendo de 0,65 € por acção relativamente ao exercício de 2011, sendo que o dividendo intercalar será uma antecipação de parte deste valor.

A nossa estimativa é que o dividendo intercalar seja de 0,26 € (40% do valor anual).

De acordo com o Jornal de Negócios, o dividendo intercalar ainda não foi aprovado pelo Conselho de Administração porque se está à espera do fecho das contas de Novembro.

Segundo o Código das Sociedades Comerciais, as empresas só podem distribuir até metade dos lucros individuais obtidos de acordo com as normas contabilísticas nacionais.

Considerando os resultados até Setembro de 2011 o lucro apurado de acordo com estas regras era de 315 milhões €, o que permitia o pagamento de 0,18 € por acção.

Considerar o lucro apurado até final de Novembro vai permitir pagar um dividendo intercalar superior.

Alexandra Delgado, CFA
Analista de Acções
Millennium investment banking

Zon Multimédia

Compra, Risco Medio, Preço Alvo final de 2012 3,70 €

Notícias publicadas indicam que Pais do Amaral deverá ganhar os direitos de transmissão dos jogos da Liga Europa (épocas 2013/2014 a 2015/2016), tendo superado a oferta da Sport Tv.

O empresário Pais do Amaral pretende lançar um novo canal desportivo em 2012, concorrente da Sport Tv.

Pais do Amaral detém os direitos de transmissão da Liga Espanhola nas épocas 2012/2013 a 2014/2015 e segundo notícias na imprensa estará a negociar com o Benfica os direitos de transmissão dos jogos do campeonato disputados em casa a partir da época de 2013/2014.

A Sport Tv tem direito de preferência sobre os direitos do Benfica, mas ainda não chegou a acordo com o clube.

Lembramos ainda que a Sport Tv ganhou em Setembro o exclusivo dos direitos de transmissão dos jogos da Liga dos Campeões nas épocas 2012/2013 a 2014/2015.

Esta notícia, a confirmar-se, reforça a oferta no novo canal e é por isso negativa para a Sport Tv e para a Zon (que detém 50% da Sport Tv).

No nosso modelo de avaliação da Zon já estamos a incorporar um ambiente difícil para a Sport Tv nos próximos anos, mais especificamente uma quebra de 18% das receitas entre 2010 e 2013.

A Zon Multimédia anunciou que não irá participar no leilão da 4ª geração móvel.

A Zon considera que não estão asseguradas as condições regulatórias necessárias para garantir a entrada sustentável de um novo operador no mercado móvel em Portugal, nomeadamente as condições mínimas de acesso a *roaming* nacional de serviços de voz e dados móveis 3G.

Esta decisão vem de encontro às nossas expectativas, já que não antecipávamos que a Zon fizesse um investimento significativo nas frequências em leilão.

Realçamos também que o facto de a Zon não avançar para o investimento numa rede móvel dá força a uma fusão futura com a Sonaecom.

Os participantes confirmados até agora para o leilão são os três operadores já no mercado - Portugal Telecom, Vodafone e Sonaecom - o que a confirmar-se, deverá limitar os preços de licitação e o encaixe do Estado.

Alexandra Delgado, CFA
Analista de Acções
Millennium investment banking

Brisa

Compra, Risco Baixo, Preço Alvo final de 2012 3,35 €

De acordo com a imprensa escrita, o Ministério do Ambiente está a estudar a introdução de portagens nas cidades, sendo que aparentemente prefere uma solução tipo "car pooling" (partilha de carro).

Não nos parece que a introdução de portagens nas entradas das cidades seja algo a acontecer num futuro imediato, essencialmente pela dificuldade de implementação.

Dito isto, tendo em conta que uma parte importante do nosso desequilíbrio externo provém das importações de petróleo para alimentar o parque automóvel, as regras de poluição que nalgumas zonas das cidades atingem ou estão perto dos limites aceitáveis e o excesso de capacidade instalada existente nos transportes públicos juntamente com a intenção do actual Governo em privatizar os transportes públicos nas cidades de Lisboa e Porto.

Julgamos que existem uma pressão estrutural relevante para reduzir o tráfego automóvel nas cidades, que se manifesta actualmente pelo aumento dos preços dos parques de estacionamento nas zonas centrais e poderá à semelhança de outras cidades europeias, passar pela introdução de portagens nas zonas centrais das cidades semelhante às coroa existentes para definir os preços de estacionamento.

Ou seja, existe sem dúvida uma ameaça ao tráfego nas principais auto-estradas de acesso às cidades, boa parte delas detidas pela Brisa.

Não temos modelizado este fenómeno específico, mas porque estamos conscientes dele, as nossas estimativas para o crescimento de tráfego nos próximos 25 anos na A5 (auto-estrada Cascais/Lisboa), essencialmente uma auto-estrada de percurso casa /trabalho/ casa são 0,6% CAGR.

Portanto, estamos confortáveis com as estimativas, ainda que o risco, nos pareça, seja de revisão em baixa.

António Seladas, CFA
Millennium investment banking

[Topo](#) 

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 PSI20**
- **Situação das suas Ordens de Bolsa**

O envio de Alertas via SMS tem um valor associado de 0,125 EUR + IVA. Consulte o preço no site do Millennium bcp.

[Topo](#) 



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	15-11-2011	Neutral	0,15
UBS	03-11-2011	Neutral	0,17
BBVA	02-11-2011	Underperform	0,30
ESER	05-10-2011	Restricted	---
BPI	20-09-2011	Hold	0,31
Merril Lynch	16-09-2011	Underperform	0,27
Nomura	13-09-2011	Neutral	0,35
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 '12 (Eur)	Potencial Valorização	Recomendação	Risco
BCP ¹	0,13	-	-	-	-
BES	1,15	3,15	175%	Compra	Alto
BPI ⁴	0,43	-	-	-	-
Portugal Telecom ³	4,48	7,10	58%	Compra	Médio
Zon Multimédia	1,87	3,70	98%	Compra	Médio
Sonaecom	1,19	2,10	76%	Compra	Alto
Impresa	0,40	0,38	-5%	Reduzir	Alto
Media Capital ²	1,34	2,70	101%	-	-
Cofina	0,40	0,48	19%	Compra	Alto
Novabase	1,80	4,10	128%	Compra	Alto
EDP	2,23	3,05	37%	Compra	Baixo
EDP Renováveis	4,07	6,00	48%	Compra	Baixo
REN ⁴	1,93	-	-	-	-
Brisa	2,38	3,35	41%	Compra	Baixo
Sonae	0,44	0,92	112%	Compra	Médio
Semapa	5,22	9,35	79%	Compra	Alto
Sonae Capital	0,21	0,28	33%	Compra	Alto
Jerónimo Martins	12,29	15,85	29%	Compra	Médio
Sonae Indústria	0,53	1,95	265%	Compra	Alto
Altri	1,10	1,20	9%	Manter	Alto
Portucel	1,77	2,60	47%	Compra	Médio
Cimpor ³	4,65	6,35	37%	Compra	Médio
Mota-Engil ³	1,04	1,60	53%	Compra	Alto
Martifer ⁴	1,07	-	-	-	-
Galp Energia	11,59	18,15	57%	Compra	Alto

(1) Restrito

(2) Sem recomendação devido a reduzida dispersão bolsista

(3) Preço Alvo Fim 2011

(4) Sob Revisão

*Valores à data de 25/11/2011

Europa				
Empresa	Revisão	De(Eur)	Para(Eur)	Entidade
AXA	Recomendação	Neutral	Conviction Buy	Goldman Sachs
Telefónica	Recomendação	-	Buy	Santander
Telefónica	Preço Alvo	19,70	17,80	Santander
Veolia Environnement	Recomendação	-	Buy	Deutsche Bank
Veolia Environnement	Preço Alvo	27,00	10,00	Deutsche Bank
ArcelorMittal	Recomendação	-	Buy	Societe General
ArcelorMittal	Preço Alvo	20,00	16,00	Societe General
Thyssen Krupp	Recomendação	Buy	Hold	Societe General
Xistrata	Recomendação	-	Buy	Societe General
Xistrata	Preço Alvo	1.500,00	1,20000	Societe General
Anglo American	Recomendação	Buy	Hold	Societe General
Unicredit	Recomendação	Overweight	Equal Weight	Barclays
Unicredit	Preço Alvo	1,40	0,70	Barclays



Esta semana...

Boas oportunidades para o alto rendimento

Apesar de, em termos históricos, as obrigações de alto rendimento terem proporcionado excelentes oportunidades de investimento a longo prazo, os investidores têm tendência a subestimar a classe de activos. No entanto, tendo em conta os actuais níveis de avaliação, há inegáveis vantagens, do ponto de vista estratégico, em incluir o alto rendimento numa carteira diversificada.

Os *spreads* atractivos proporcionam oportunidades de investimento

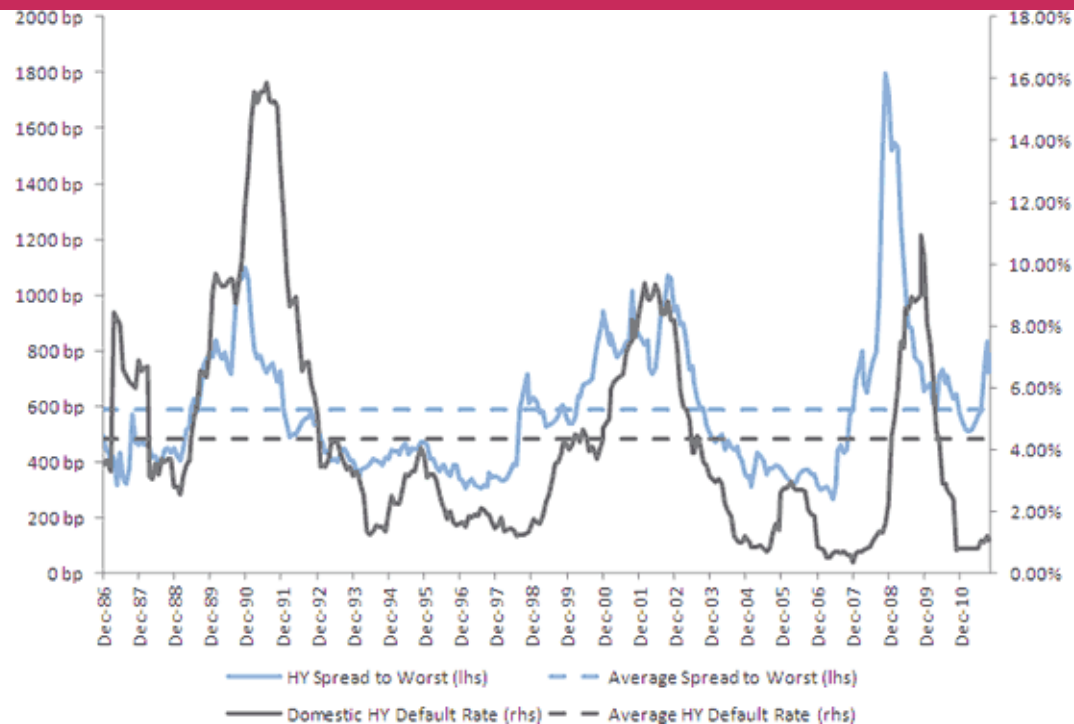
As obrigações de alto rendimento são títulos de dívida emitidos por empresas classificadas abaixo do grau de investimento pelas agências de *rating*. Para compensar o aumento do risco, as obrigações de alto rendimento pagam uma taxa de juros superior às das obrigações com grau de investimento, proporcionando muitas vezes proveitos atractivos e um bom aumento de rendimento, permitindo constituir uma almofada contra o aumento da inflação.

Actualmente, os rendimentos das obrigações de alto rendimento são significativamente superiores aos dos títulos com grau de investimento e das obrigações de dívida pública. Nesta altura, nos Estados Unidos, as obrigações de alto rendimento apresentam rendimentos superiores a 8,5%, ou seja, mais de 700 pontos base acima do rendimento disponível das obrigações do Tesouro. Esta diferença chama-se *spread*.

Os *spreads* elevados podem ser um sinal perturbador no mercado de alto rendimento, mas também podem representar uma oportunidade de compra. Se os *spreads* baixarem novamente, as obrigações de alto rendimento podem proporcionar uma oportunidade de valorização do capital a longo prazo. A redução dos *spreads* pode ser desencadeada por uma actualização do *rating*, por uma retoma económica ou por um melhor desempenho financeiro de uma empresa emissora.

Como se mostra na Figura 1, o *spread* das obrigações do Tesouro diminuiu significativamente em Outubro, à medida que subiam os activos de risco devido à melhoria das perspectivas macroeconómicas. No entanto, a volatilidade verificada em Novembro provocou uma nova subida, mantendo-se o *spread* acima da média dos últimos 25 anos, com valores consideravelmente mais elevados do que no início deste ano.

Historical *spread* level and default rate relationship



Fonte: J.P.Morgan

As perspectivas económicas melhoraram nos Estados Unidos

Este Verão, o mercado de alto rendimento apresentou fraco desempenho, reagindo à crescente incerteza em torno das perspectivas económicas nos Estados Unidos. Normalmente, quando as perspectivas macroeconómicas pioram, a rentabilidade das empresas sofre uma quebra, e aumentam as taxas de incumprimento das mesmas. Para compensar este risco adicional, os investidores incrementam os rendimentos mais elevados, o que faz cair o preço.

Nos Estados Unidos, os dados económicos mais recentes surpreenderam pela positiva e fizeram-no de modo significativo, reduzindo o risco de recessão. Embora os dados talvez não sejam tão impressionantes como se esperava, as obrigações de alto rendimento não precisam de um forte crescimento para apresentar um bom desempenho, numa situação em que os rendimentos, situados acima dos 8%, e os *spreads* continuam a apresentar valores que indiciam uma alta probabilidade de recessão.

Os fundamentos do alto rendimento são favoráveis

As obrigações de alto rendimento assentam em fortes fundamentos. As empresas de alto rendimento ainda não começaram a aumentar os seus empréstimos desde a recessão de 2008, e a crescente incerteza económica dos últimos meses deverá reduzir as perspectivas de aquisições e as operações com retorno para os accionistas, controlando a alavancagem.

As actuais posições de liquidez das empresas de alto rendimento também são melhores do que normalmente sucede no final de ciclos de crédito. O refinanciamento activo dos vencimentos da dívida de curto prazo ao longo dos últimos dois anos e meio implica que apenas uma pequena parte da dívida de alto rendimento deverá vencer nos próximos três anos. Por isso mesmo, mesmo que a melhoria do curto prazo que se está a verificar na economia dos Estados Unidos comece a desaparecer, as condições actuais são muito mais favoráveis para as empresas de alto rendimento do que anteriormente.

Os títulos do Tesouro dos Estados Unidos e os *spreads* de alto rendimento apresentam valores que indiciam uma situação de recessão

Na conjuntura actual, em que muitas empresas mostram uma saúde financeira relativamente forte e a economia dá sinais de estabilização, as taxas de incumprimento têm apresentado valores muito baixos. Este ano, até agora, houve apenas oito situações de incumprimento com empresas de alto rendimento, em comparação com as 21 verificadas em 2010. O mercado de alto rendimento é extenso, apresenta liquidez e está a financiar empresas com fundamentos relativamente fortes.

Em termos históricos, em situações de recessão, a taxa de incumprimento em obrigações de alto rendimento sofre aumentos drásticos e normalmente apresenta picos acima de 10%. Actualmente, o mercado de alto rendimento apresenta valores de taxas de incumprimento que rondam os 7%, o que aponta claramente para um cenário de recessão. Actualmente, as taxas de incumprimento apresentam valores da ordem de 1%, pelo que será inevitável um aumento mais tarde ou mais cedo, mas não prevemos que a subida seja drástica. Estamos em crer que as taxas, em termos médios, e a longo prazo, irão situar-se abaixo de 4%, o que, mais uma vez, indica que as avaliações actuais são atractivas.

What is factored into spreads today?

Current Spread (as of 11/10/11)	746 bps
Risk Premium (as of 11/10/11)	250 bps
Excess Spread	496 bps

Excess spread (in bps) required for various default and recovery assumptions

		Recovery Rates				
		20 %	25 %	30 %	35 %	40 %
Annual Default Rate	1 %	80	75	70	65	60
	2 %	160	150	140	130	120
	3 %	240	225	210	195	180
	4 %	320	300	280	260	240
	5 %	400	375	350	325	300
	6 %	480	450	420	390	360
	7 %	560	525	490	455	420
	8 %	640	600	560	520	480

Fonte: JPMorgan Global HY Index as of November 10, 2011

Como encontrar valor numa conjuntura complicada dos mercados

A Reserva Federal está empenhada em manter, a longo prazo, uma política de abaixamento das taxas de juro, pelo que as obrigações de alto rendimento proporcionam uma boa oportunidade para obter bons rendimentos. Com os actuais níveis de spread, as obrigações de alto rendimento proporcionam igualmente uma protecção significativa contra um potencial aumento dos rendimentos dos títulos do Tesouro dos Estados Unidos.

Embora as nossas previsões apontem a manutenção de uma recuperação económica anémica e para a subida das taxas de incumprimento, os fundamentos corporativos das empresas de alto rendimento continuam fortes, pelo que estamos em crer que os investidores estratégicos conseguirão encontrar valor na actual conjuntura. Apesar da dificuldade e da volatilidade que caracterizam os mercados a curto prazo,

estamos em crer que, a longo prazo, os *spreads* de alto rendimento irão sofrer reduções que os colocarão nos seus valores médios a longo prazo, o que proporcionará retornos atractivos para os investidores, sobretudo na actual conjuntura, caracterizada por baixas taxas de juros.

Saiba mais sobre os Fundos da JP Morgan na área de Fundos do millenniumbcp.pt



[Topo](#) 

★★★★☆ Ranking

Fundos

Top 5 rendibilidade (últimos 12 meses)

	Rendibilidade	Classe de Risco
1º JP Morgan Global Healthcare	7,40%	(6)
2º Amundi Global Inflation	6,21%	(2)
3º Schroder US Dollar Bond	5,45%	(4)
4º UBS Emerging Economies Latin America	4,56%	(4)
5º Morgan Stanley Emerging Markets	3,42%	(4)

Top 5 subscrições (semana de 2011/11/21 a 2011/11/25)

- 1º Millennium Mercados Emergentes
- 2º Millennium Acções Portugal
- 3º Fidelity Blue Chip
- 4º Millennium Eurofinanceiras
- 5º Millennium Eurocarteira

As rendibilidades apresentadas foram actualizadas e calculadas tendo por base o valor da unidade de participação em euros, à data de 2011/11/25 de acordo com os regulamentos da CMVM, tendo por base as seguintes datas de início: 2010/11/25 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

[Topo](#) 

Top rentabilidade (últimos 12 meses)

Os mais rentáveis		Os menos rentáveis	
Brent	23,58%	Banca	-46,02%
Ouro	22,19%	PSI20	-31,75%
Dow Jones	0,40%	Value Growth EU	-30,91%
Value Growth US	0,18%	Recursos Naturais	-30,77%
S&P 500	-3,31%	CAC40	-24,03%

Top 5 negociação (semana de 2011/11/21 a 2011/11/25)

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

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 site do Millennium bcp 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	Out-11	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	71%	93%	76%	79%	79%	79%	77%	70%	63%	54%	41%	37%	30%	63%
Manter	7%	0%	14%	14%	7%	11%	7%	11%	15%	4%	27%	11%	40%	6%
Reduzir	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	7%	7%	0%	0%	21%	5%	6%
Vender	4%	0%	0%	4%	4%	7%	3%	0%	4%	0%	14%	16%	5%	0%
Sem Recom./Solo Revisão	18%	7%	10%	4%	11%	4%	13%	11%	11%	42%	18%	16%	20%	25%
Variação	-0.4%	-19.6%	-5.5%	2.2%	1.1%	6.3%	-13%	-4%	33%	-51%	16%	30%	13%	na
PSI 20	5,870	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.

www.millenniumbcp.pt

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

Atendimento telefónico personalizado 24 horas