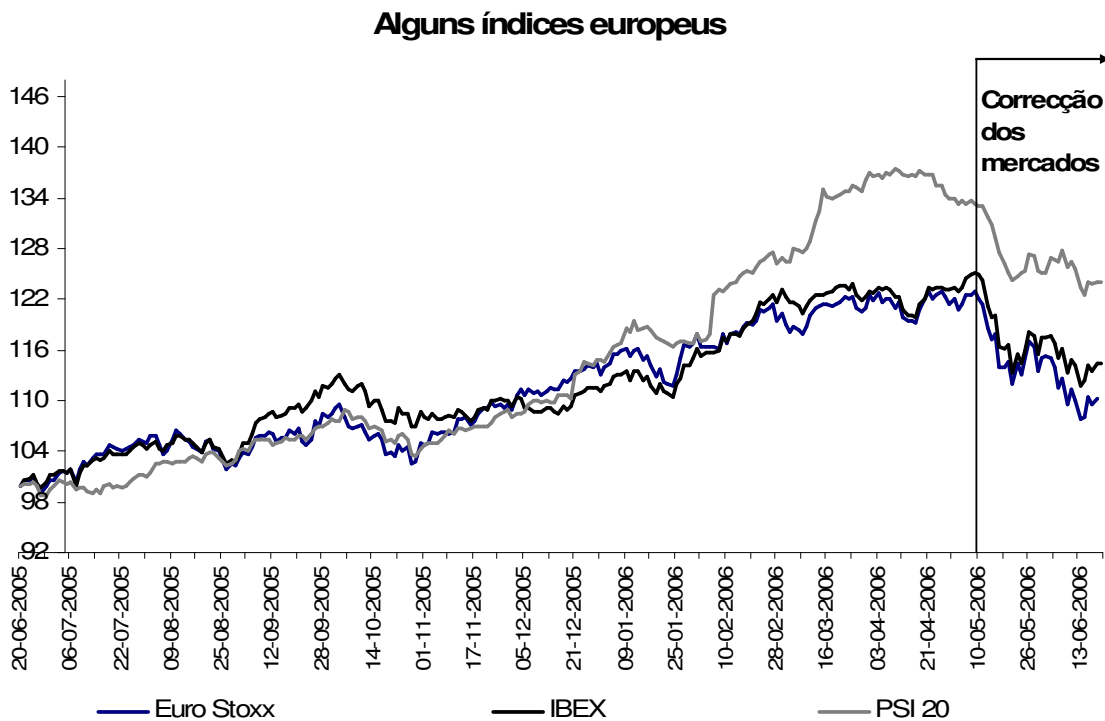


Nota sobre a evolução dos Mercados Financeiros Maio e Junho de 2006

O que aconteceu:

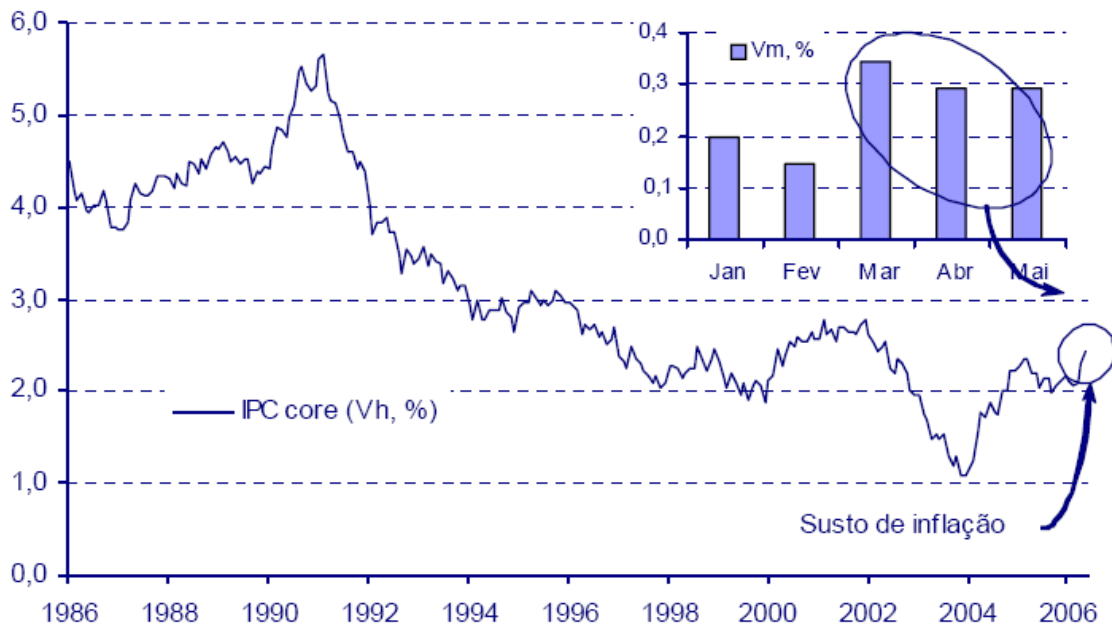
- Os mercados financeiros registaram nas últimas 5 semanas uma correcção extremamente elevada, que levou a que os mercados accionistas mais desenvolvidos “entregassem” os ganhos obtidos em 2006.
- A correcção foi mais fortemente sentida nos mercados emergentes e nas “commodities”, classes mais associadas a risco elevado, o que demonstra um sentimento agudo de aversão ao risco por parte dos investidores.



Porque:

- Esta situação foi provocada por um susto de inflação, com o índice de inflação “core” nos EUA a surpreender pela negativa, registando 3 subidas mensais consecutivas que colocaram a variação homóloga claramente acima de 2%.

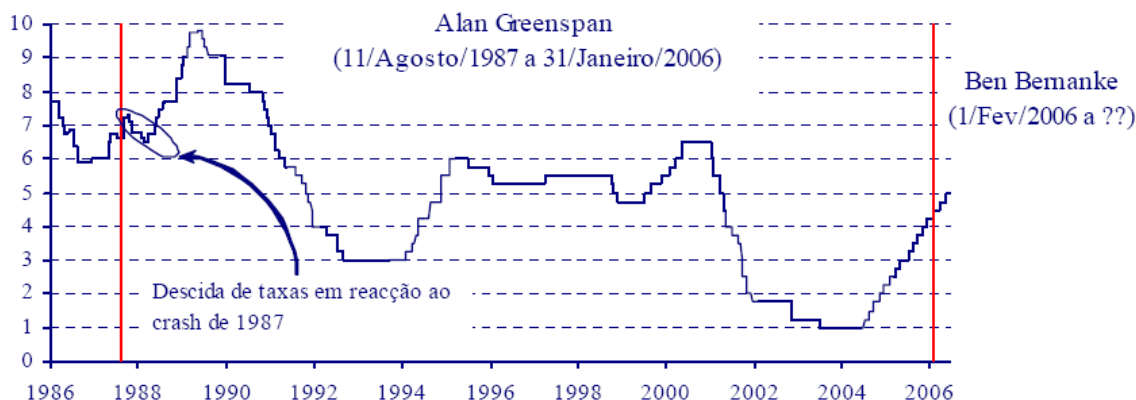
Inflação nos EUA desde 1986



Fonte: Datastream

- O susto de inflação conduziu a uma maior incerteza quanto à evolução futura da política monetária nos EUA. A visibilidade perfeita que foi proporcionada por um processo programado e anunciado de reposição das condições monetárias à situação económica vigente, iniciado em Junho de 2004, acabou.
- Neste período, a Reserva Federal subiu as taxas de juro directoras em todas as reuniões (16) e no mesmo montante (0,25%), passando as taxas de 1% para os actuais 5%.
- Este processo foi tão bem comunicado pela FED e entendido pelos agentes económicos que os mercados não tiveram dúvidas sobre a condução da política monetária, propiciando uma conjuntura de elevada estabilidade monetária, favorável ao crescimento dos mercados.

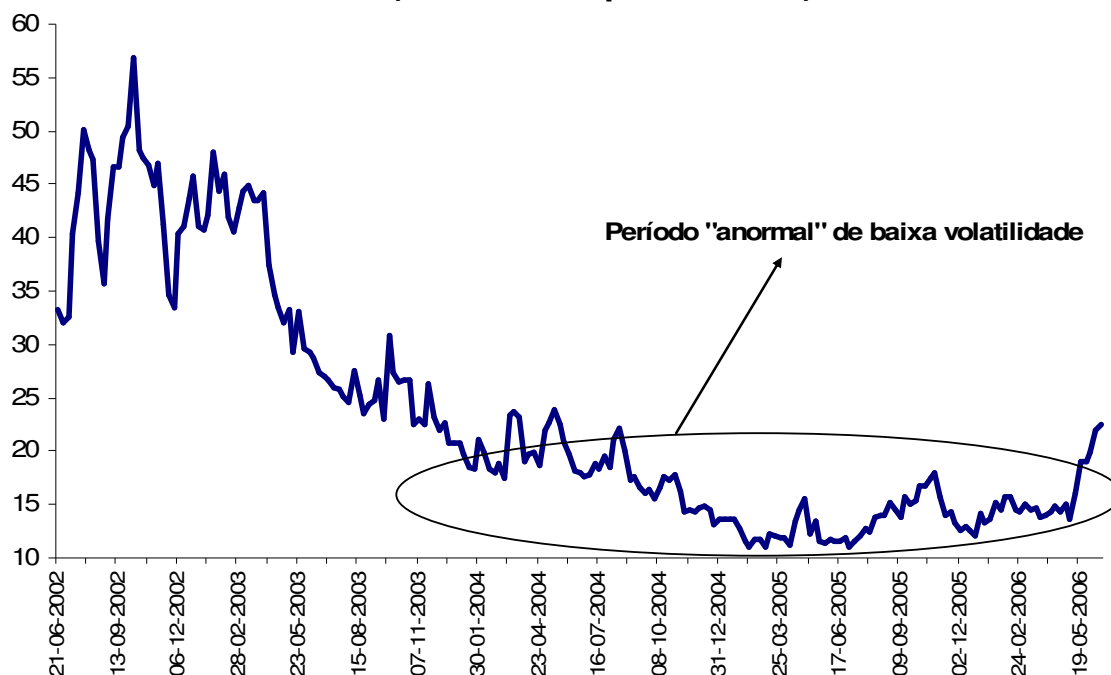
Evolução da "fed funds" desde 1986



Fonte: Reserva Federal dos EUA

- A elevada previsibilidade da condução da política monetária nos principais blocos mundiais e de ampla liquidez proporcionada por um período alargado de baixas taxas de juro propiciou um período “anormal” de baixa volatilidade que se viveu nos últimos 2 anos e meio até Maio.
- O retorno da volatilidade é o elemento mais caracterizador da actual conjuntura, o que significa que enfrentamos uma situação de maior normalidade nos mercados financeiros.

VDAX (Volatilidade Implícita do DAX)



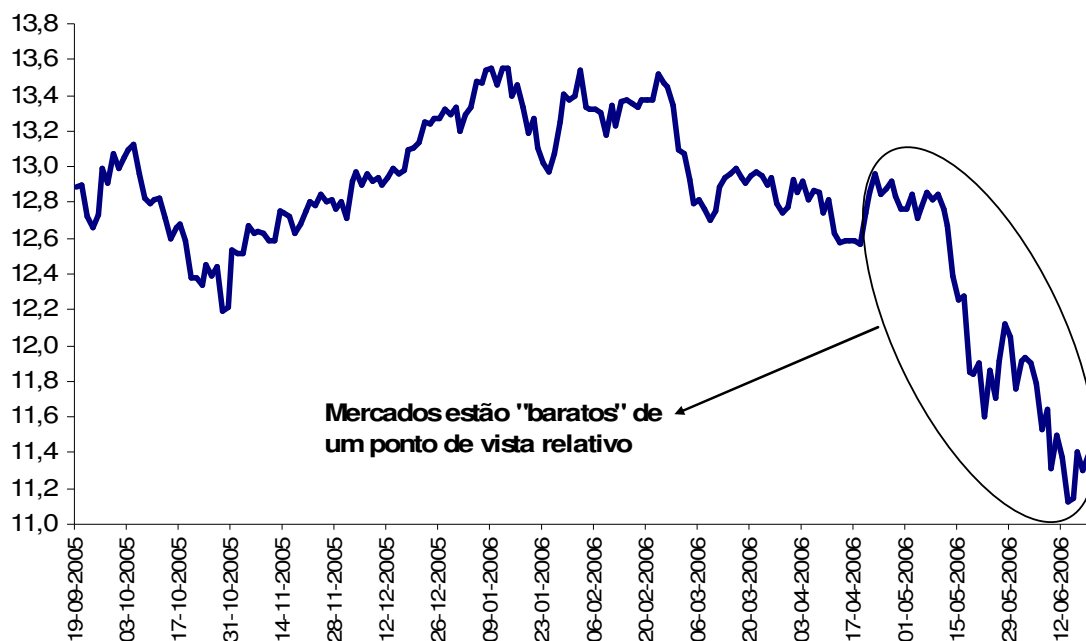
No entanto, acreditamos que:

- A tendência de fundo dos mercados financeiros não foi alterada por esta correcção.
- **Não obstante, mais volatilidade significa necessidade de maior capacidade para suportar variações desfavoráveis nos preços.**

Porquê:

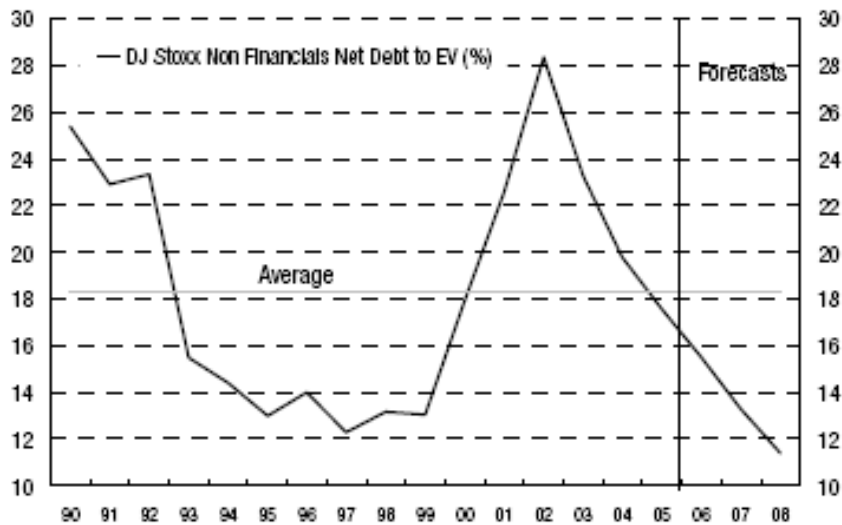
- A subida dos mercados accionistas tem sido conduzida pelo crescimento dos resultados das empresas, o que significa que, do ponto de vista relativo, os mercados não ficaram mais caros. A recente correcção apenas tornou as valorizações ainda mais atractivas.

Evolução do PER Estimado do EuroSoxx



- Os balanços das empresas mostram, em termos genéricos, uma situação saudável, com elevadas margens operacionais, níveis de dívida reduzidos e elevado crescimento de resultados, o que favorece o investimento em acções.

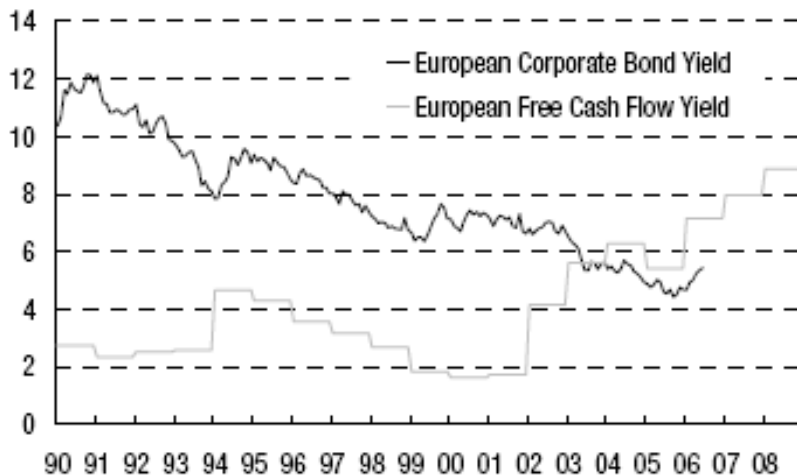
Rácio Dívida Líquida / EV empresas Pan- Europeias (%)



Source: Citigroup Investment Research, company data

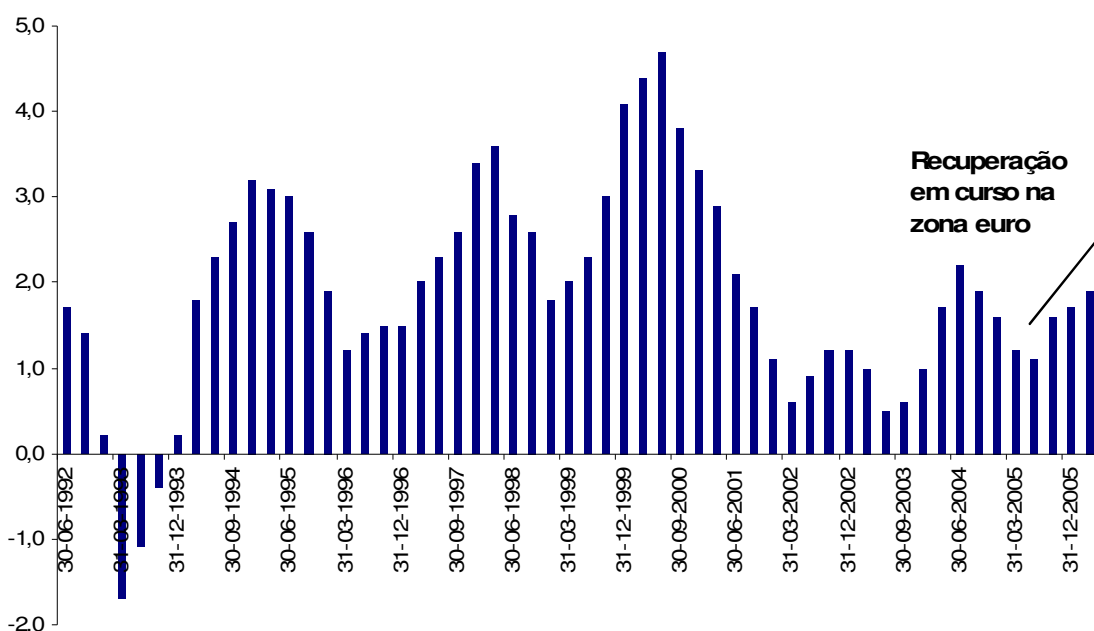
- As empresas continuam a gerar fluxos de caixa livres para os accionistas muito elevados e superiores aos custos da dívida, o que favorece os movimentos corporativos de fusão e aquisição que se têm assistido, particularmente os “leveraged buy-outs”.

Relação entre o Cash Flow Livre e o Custo da Dívida (%)



- O crescimento económico permanece robusto globalmente, com um fortalecimento do crescimento no bloco europeu e no Japão e um abrandamento nos EUA. Este deverá ser o 4º ano consecutivo com crescimento global acima de 4%.
- A nova composição do crescimento, com abrandamento nos EUA e maior dinâmica na zona euro e Japão poderá favorecer a eliminação dos desequilíbrios globais, particularmente o elevado défice externo nos EUA.

Evolução do PIB Trimestral na Zona Euro (YoY)



Em resumo:

- **Consideramos que a classe de ações oferece o melhor perfil de risco-retorno neste momento;**
- **A tendência de subida dos mercados foi interrompida, mas não foi invertida;**
- **A volatilidade vai aumentar, para níveis mais normais.**