

Goldilocks sob Pressão Política

Economia norte-americana numa fase avançada do ciclo económico

Estímulo fiscal deverá desdobrar ao longo do próximo ano



Riscos geopolíticos no horizonte

Proteccionismo
Tensões na Síria
Guerra Comercial



Maior Convergência na Europa

Macron/Merkel – Reforço de integração no horizonte
Incerteza Política em Itália
“Soft” Brexit como cenário base



Selectividade em Emergentes

China: Abrandamento leve da Economia
Russia: Tensões diplomáticas ofuscam recuperação económica
México: Yield atractiva e rating favorável



Renormalização da Política Monetária



Obrigações de Governos

- Preferência por duração curta
- Continua a convergência entre Periferia e Core Europeu

Obrigações de Empresas

- Evitar exposição a *High Yield*
- Obrigações de empresas Americanas *IG* atractivas com *Treasuries* a 3% yield

Acções

- Europa e Japão são mais atractivos das geografias desenvolvidas
- Rotação para acções *Value* e *Defensivas*

Matérias Primas

- Presença de catalizadores para a subida do preço do petróleo
- Ouro irá beneficiar de tensões geopolíticas e riscos de inflação

Moedas

- Fraqueza do dólar deverá manter-se
- Euro deverá manter a força actual pelo menos até o BCE anunciar mudanças no plano de compras de obrigações Europeias.

Analista:

João Lampreia
Diana Oliveira, CFA
João Calado

João Sàágua
Annika Hofmann

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

1. Visões de Alocação por Activo

| Classes de Activos | Índices | Defensivo | Moderado | Dinâmico | Mudança* | Visão Macro |
|----------------------------------|---------------------------------------|-------------|-------------|-------------|----------|--------------------|
| Acções | | 29% | 41% | 58% | | |
| Europa | MSCI Europe Value | 5% | 5% | 7% | | Slight Overweight |
| Periferia | FTSE MIB | 3% | 5% | 7% | | Overweight |
| Saúde | STOXX Europe 600 Health Care | 3% | 5% | 7% | ↑ | Overweight |
| Seguradoras | STOXX Europe 600 Insurance | 3% | 5% | 7% | ↑ | Overweight |
| Tecnologia | STOXX Europe 600 Technology | 0% | 0% | 0% | ↓ | Underweight |
| Automóveis | STOXX Europe 600 Automobiles | 0% | 0% | 0% | ↓ | Underweight |
| Reino Unido (small caps) | FTSE Small Capitalisation | 5% | 6% | 8% | | Slight Overweight |
| EUA (small caps) | Russell 2000 | 5% | 5% | 7% | ↓ | Slight Overweight |
| Japão | Nikkei 225 | 3% | 5% | 7% | | Overweight |
| Mercados Emergentes | MSCI Emerging Markets | 2% | 5% | 8% | | Neutral |
| Obrigações Governamentais | | 25% | 25% | 14% | | |
| Governos Core Europa | Germany 10 Year | 0% | 0% | 0% | | Underweight |
| Governos Periferia Europeia | Italy 10 Year | 6% | 4% | 4% | | Overweight |
| Governo EUA | US 10 Year | 5% | 5% | 0% | | Neutral |
| Governo Reino Unido | UK 10 Year | 0% | 0% | 0% | | Underweight |
| Governo Japão | Japan 10 Year | 0% | 0% | 0% | | Underweight |
| Mercados Emergentes (México) | Mexico Generic 10 Year | 4% | 6% | 6% | | Overweight |
| Curta Duração | BBG Barclays Global Agg. Low Duration | 10% | 10% | 4% | | Overweight |
| Inflation Linked | BBG Barc. Global Inflat. Linked Bonds | 0% | 0% | 0% | | Underweight |
| Obrigações de Empresas | | 18% | 14% | 12% | | |
| Investment Grade - Europa | BBG Barclays Pan European Corporate | 0% | 0% | 0% | | Slight Underweight |
| Investment Grade - EUA | BBG Barclays US Corporate | 10% | 6% | 4% | | Neutral |
| High Yield - Europa | BBG Barclays Pan-European HY | 0% | 0% | 0% | ↓ | Underweight |
| High Yield - EUA | BBG Barclays US Corporate HY | 0% | 0% | 0% | | Underweight |
| Convertíveis | Exane European Convertible Bonds | 8% | 8% | 8% | | Overweight |
| Moedas | | 8% | 4% | 3% | | |
| EUR | EURO/US DOLLAR | 2% | 0% | 0% | ↓ | Neutral |
| USD | US DOLLAR/EURO | 0% | 0% | 1% | ↑ | Neutral |
| GBP | BRITISH POUND/EURO | 3% | 2% | 1% | ↑ | Neutral |
| JPY | JAPANESE YEN/EURO | 3% | 2% | 1% | | Slight Overweight |
| Matérias Primas | | 20% | 16% | 13% | | |
| Ouro | UBS BBG Gold Euro Hedged | 16% | 10% | 6% | | Overweight |
| Matérias Primas | Bloomberg Commodity | 3% | 4% | 5% | | Neutral |
| WTI Petróleo | WTI Cushing Crude Oil Spot Price | 1% | 2% | 2% | | Neutral |
| Total | | 100% | 100% | 100% | | |

| Exposição Cambial | Defensivo | Moderado | Dinâmico |
|-----------------------------------|-----------|----------|----------|
| EUR | 48% | 44% | 47% |
| USD | 35% | 35% | 28% |
| GBP | 9% | 9% | 9% |
| JPY | 6% | 7% | 8% |
| Mercados Emergentes - Moeda Local | 2% | 5% | 8% |

*A mudança é relativa à nossa visão de início do ano, expressa no nosso documento Outlook Anual.

Analista:

João Lampreia João Saaúga
 Diana Oliveira, CFA Annika Hofmann
 João Calado

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

2. Enquadramento Macro Global - Sinopse

• Global

- O actual contexto de crescimento económico global num quadro de Goldilocks (i.e. aceleração do crescimento e inflação contida) – mantém-se como o nosso cenário base de avaliação.

- Os principais indicadores de actividade (PMI's) apontam para uma ligeira desaceleração no 1T18, uma situação que consideramos natural em função dos níveis historicamente elevados em que se encontram, nomeadamente no bloco desenvolvido.

- O cenário de reflução moderado poderá ser ameaçado no caso de se agravar o actual contexto de transacções comerciais a nível global.

• Europa

- O nível de crescimento económico é o mais elevado de toda a década de 2010, suportado pela convergência da actividade entre os países da Periferia e Core. Pressões inflacionistas subsistem mitigadas, ao passo que riscos políticos de médio prazo (Brexit e Itália) prevalecem.

- A dinâmica favorável da actividade económica na Europa deverá pressionar o BCE a finalizar o programa de compra de activos até final do ano. Junho deverá coincidir com o importante anúncio nesse sentido.

• EUA

- O mercado de taxas norte-americano incorporou, de forma extremada, os efeitos Goldilocks, o que motivou um *repricing* agressivo do mercado no que concerne o ritmo de subida de taxas de juro pela FED.

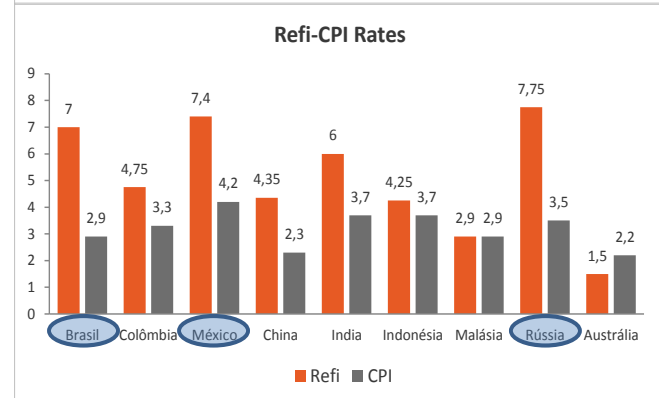
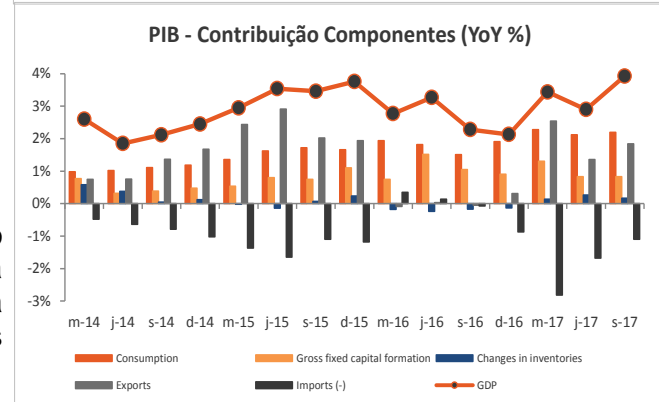
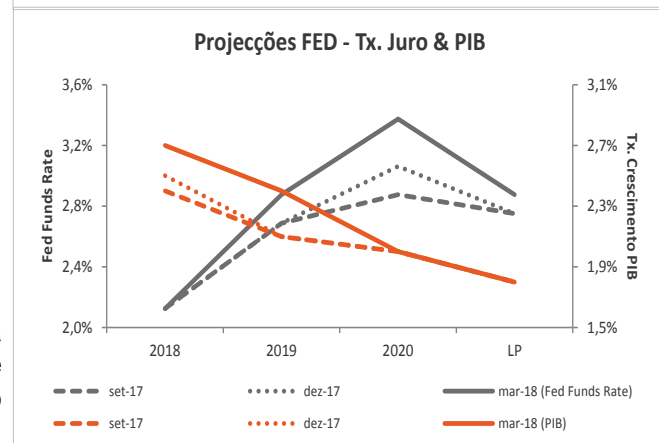
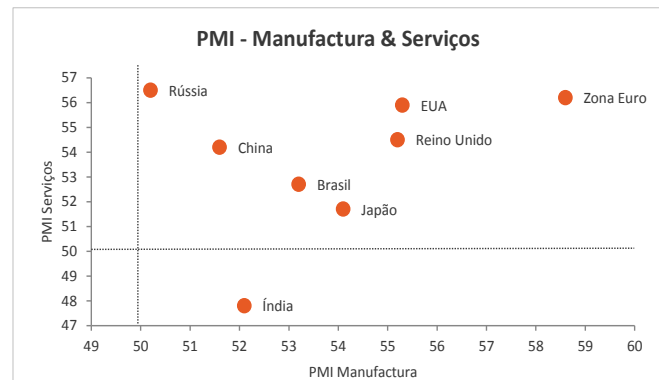
- A subida das yields nos EUA deveu-se essencialmente ao incremento das taxas reais, subsistindo espaço para condições de financiamento mais restritas – tresladando para taxas Breakevens acima dos actuais em função de tensões comerciais mais significativas e riscos inflacionistas.

• Emergentes

- Perfil de crescimento superior e inflação contida deverá continuar a suportar atractividade destas geografias.

- O actual contexto de fragilidade do USD motivou a apreciação generalizada das divisas emergentes em relação ao dólar, reforçando a dinâmica positiva ao nível do sentimento e de *flows* de capital.

- As economias não-Asiáticas exibem a perspectiva mais favorável ao nível da evolução da política monetária, o que resulta do elevado diferencial entre taxas de referência monetária e inflação implícita.



Fonte: Bloomberg; FED; Eurostat

Analista:

João Lampreia João Sàágua
Diana Oliveira, CFA Annika Hofmann
João Calado

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

3. Visões-chave:

1. Volatilidade no Mercado

Trump, igual a si próprio, optou por uma tentativa de reequilibrar os termos de troca entre o Ocidente e o Oriente através de uma potencial guerra comercial com a China. Este é um dos principais temas para o trimestre, sendo que o previsível *pick-up* de volatilidade do mercado favorece um posicionamento tático mais defensivo.

- Sobreponderar Valor na Europa e Neutral em Acções Americanas
- Sobreponderar Sectores Europeus Defensivos - Segurador e Healthcare
- Subponderar Sectores Exportadores – Automóveis na Europa – e sectores dispendiosos nas métricas fundamentais – Tecnologia na Europa
- Sobreponderar Ouro como activo de refúgio

2. Fardo da dívida limita *pick-up* acentuado das taxas de juro sem risco

O fulgor do crescimento global sincronizado, a longa duração do estágio macro cíclico e o escalar de tensões comerciais suportam a tendência global para taxas de juro estruturalmente mais altas, traduzindo nova dinâmica que o mundo terá de lidar para fazer face ao flagelo da dívida. A velocidade do ajustamento será distinto entre regiões, com o foco dos investidores a centrar-se até que ponto o ritmo de normalização monetária nos EUA poderá arrefecer o cenário *Goldilocks* vigente e contribuir para uma desaceleração da economia Americana. Ainda assim, o espaço para um eventual *squeeze* de taxas de juro revela-se mais óbvio na Europa e Japão, ao passo que o segmento High Yield revela excessiva complacência.

- Neutral Periferia Europa vs Subponderar dívida Alemã
- Subponderar High Yield EUA e Europa
- Sobreponderar obrigações convertíveis
- Sobreponderar Obrigações de Curta Duração

3. Banco do Japão menos *dovish*

A baixa inflação no Japão que perdura há décadas faz do Banco do Japão (BoJ) um *dove* (política monetária ultra-expansionista) permanente. Contudo, o nível de preços tem recuperado gradualmente – tanto por motivos endógenos como exógenos. Ainda que a perspectiva de subida de taxas de juro não se profile no horizonte, o início do processo de normalização monetária do BoJ poderá estar mais próximo do que o mercado antecipa, gerando efeitos assimétricos nas principais classes de activos.

- Sobreponderar Financeiras Japonesas
- Sobreponderar ligeiramente JPY

4. Selectividade em Emergentes

O forte crescimento económico, aliado a pressões inflacionistas contidas, reflecte-se numa maior atractividade de investimento selectivo em economias emergentes. No contexto de manutenção da relativa fraqueza do USD, identificamos valor na exposição ao Bloco Emergente, tanto em moeda local como em “Hard Currency”.

- Sobreponderar obrigações do México em Hard Currency

Analista:

João Lampreia João Sàágua
Diana Oliveira, CFA Annika Hofmann
João Calado

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

4. Análises de Destaque

A. Quadro de correlações Multi-Activo

| | S&P 500 | DAX | US 10 Y | GER 10 Y | PT 10 Y | ESP 10 Y | IT 10 Y | EURUSD | WTI Crude | Gold | VIX | Europ. IG | US IG | Europ. HY | US HY |
|-----------|---|------|---------|----------|---------|----------|---------|--------|-----------|-------|-------|-----------|-------|-----------|-------|
| | Current 1 y correlation of weekly returns | | | | | | | | | | | | | | |
| S&P 500 | | 0.73 | 0.20 | 0.17 | -0.06 | -0.22 | 0.01 | 0.10 | 0.16 | 0.00 | -0.80 | 0.24 | 0.19 | 0.57 | 0.71 |
| DAX | 0.21 | | 0.19 | 0.19 | -0.14 | -0.28 | -0.10 | 0.13 | 0.14 | -0.19 | -0.75 | 0.41 | 0.19 | 0.68 | 0.60 |
| US 10 Y | 0.74 | 0.84 | | 0.78 | -0.55 | -0.34 | -0.20 | 0.59 | -0.03 | -0.05 | -0.06 | -0.03 | 0.12 | 0.25 | 0.24 |
| GER 10 Y | 0.79 | 0.84 | 0.32 | | -0.48 | -0.19 | -0.03 | 0.71 | -0.04 | -0.07 | -0.07 | -0.04 | 0.18 | 0.23 | 0.22 |
| PT 10 Y | 0.26 | 0.16 | 0.11 | 0.11 | | 0.57 | 0.78 | -0.87 | 0.08 | -0.02 | 0.09 | -0.17 | -0.25 | -0.29 | -0.31 |
| ESP 10 Y | 0.00 | 0.00 | 0.11 | 0.11 | 0.53 | | 0.69 | -0.50 | 0.01 | -0.11 | 0.18 | -0.35 | -0.20 | -0.44 | -0.38 |
| IT 10 Y | 0.37 | 0.11 | 0.11 | 0.05 | 0.68 | 0.21 | | -0.56 | 0.13 | -0.07 | 0.04 | -0.21 | -0.18 | -0.30 | -0.26 |
| EURUSD | 0.68 | 0.79 | 0.79 | 0.89 | 0.05 | 0.21 | 0.21 | | -0.04 | 0.06 | -0.07 | 0.12 | 0.31 | 0.25 | 0.31 |
| WTI Crude | 0.47 | 0.47 | 0.42 | 0.37 | 0.74 | 0.63 | 0.84 | 0.21 | | 0.35 | -0.12 | 0.17 | 0.08 | 0.27 | 0.42 |
| Gold | 0.42 | 0.32 | 0.37 | 0.37 | 0.37 | 0.32 | 0.26 | 0.42 | 0.79 | | 0.14 | 0.19 | 0.36 | -0.03 | 0.18 |
| VIX | 0.58 | 0.16 | 0.53 | 0.53 | 0.74 | 0.95 | 0.63 | 0.26 | 0.53 | 0.68 | | -0.21 | -0.19 | -0.56 | -0.70 |
| Europ. IG | 0.89 | 0.89 | 0.79 | 0.79 | 0.21 | 0.00 | 0.42 | 0.95 | 0.74 | 0.63 | 0.11 | | 0.51 | 0.58 | 0.31 |
| US IG | 0.84 | 0.95 | 0.89 | 0.84 | 0.11 | 0.21 | 0.42 | 0.95 | 0.63 | 0.74 | 0.11 | 0.16 | | 0.27 | 0.35 |
| Europ. HY | 0.84 | 0.84 | 0.79 | 0.84 | 0.05 | 0.00 | 0.00 | 0.89 | 0.68 | 0.42 | 0.05 | 0.63 | 0.58 | | 0.69 |
| US HY | 0.89 | 0.74 | 0.79 | 0.74 | 0.16 | 0.00 | 0.05 | 0.95 | 0.74 | 0.58 | 0.00 | 0.58 | 0.58 | 0.37 | |

Fonte: Bloomberg; BiG Research;

Nota: Rentabilidades de Obrigações expressadas em Yield. Restantes activos em Preço.

Principais conclusões:

- 1) S&P 500/DAX vs. High Yields europeus e norte-americanos
Correlação positiva acentuada
→ Enquadramento de taxas de juro historicamente baixas reforçou *inflows* para o mercado accionista, não obstante níveis de avaliação mais desafiantes, traduzindo-se numa deterioração da atractividade do prémio de risco do mercado accionista norte-americano (2,9% actual vs 3,8% média de 10 anos). Na mesma lógica, assistimos a uma extensão massiva de fluxos para o segmento de dívida *High Yield*.
- 2) Periferia (PT 10 Y, ESP 10 Y, IT 10 Y) vs. GER 10 Y/US 10 Y
Normalmente correlação positiva, actualmente negativa
→ Yields de taxa de juro americana e alemã a 10 anos mais elevadas ainda não se traduziu no aumento do prémio de risco sobre os países da periferia. Com o aproximar do fim do programa de QE do BCE, antecipamos gradualmente custos de financiamento mais elevados, ao passo que limitações endógenas ao crescimento potencial na periferia deverão pressionar *yields* em alta no longo prazo.
- 3) Periferia (PT 10 Y, ESP 10 Y, IT 10 Y) vs. EURUSD:
Normalmente correlação positiva (yields vs EURUSD), actualmente negativa
→ Comportamento muito positivo dos preços no mercado de dívida periférica suportou a apreciação do Euro. Custos de financiamento historicamente baixos na periferia tornam a Zona Euro, como um todo, suficientemente robusta para enfrentar as condições de mercado pós-QE.
- 4) EURUSD vs. US 10 Y
Normalmente correlação negativa, actualmente positiva
→ Apesar do aumento do diferencial de taxas de juro a favor do dólar, a recuperação do USD mantém-se condicionada por: i) diversificação dos Bancos Centrais para outras moedas que não USD (reservas em USD ~65% do total); ii) menor procura estrangeira pela dívida soberana norte-americana devido a preocupações sobre o rumo da política fiscal.
- 5) WTI Crude vs. Gold
Correlação positiva aplicada
→ Risco ascendente para a inflação e incertezas globais têm reforçado a procura de matérias-primas

Analista:

João Lampreia João Saaúga
Diana Oliveira, CFA Annika Hofmann
João Calado

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** consideradas de confiança. O BiG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. O BiG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

B. Sectores do mercado accionista

| Sector | Tema |
|-------------|---|
| Saúde | <ul style="list-style-type: none"> Múltiplas fusões e aquisições motivadas pela renovação de pipelines Múltiplos abaixo da média histórica |
| Telecoms | <ul style="list-style-type: none"> Leilão de espectro no Reino Unido Revolução 5G |
| Media | <ul style="list-style-type: none"> Fluxo de clientes de TV paga para serviços de streaming. |
| Industriais | <ul style="list-style-type: none"> Retaliação da China pode ter impacto em múltiplas empresas americanas que contavam expandir o seu negócio na Ásia. |
| Financeiras | <ul style="list-style-type: none"> Taxas de juro mais elevadas beneficiam rendibilidade dos Bancos e suavizam responsabilidade das Seguradoras ao nível dos Fundos de Pensões. Sector financeiro deverá ser dos menos afectados no contexto de tensões comerciais |
| Imobiliário | <ul style="list-style-type: none"> Crescimento do turismo e favorável momento económico suporta nível de preços Limite à recuperação da concessão de crédito restringe tendência de apreciação de preço no segmento. |
| Retalho | <ul style="list-style-type: none"> Agravamento das tensões comerciais poderá causar disrupções no <i>supply chain</i> de várias empresas multinacionais. Empregabilidade no sector pode ser afectada mediante aplicação de taxas alfandegárias. |
| Tecnológico | <ul style="list-style-type: none"> Avaliações dispendiosas retiram atractividade Escândalo Facebook é “tiro de partida” para maior regulação no sector |
| Petrolífero | <ul style="list-style-type: none"> Incremento da volatilidade não compromete recuperação operacional Dinâmica da Oferta-Procure deverá confinar movimentos extremados de preços |
| Utilities | <ul style="list-style-type: none"> Elevada alavancagem deteriora resultados no quadro de aumento de taxas de juro Actividade de M&A deverá manter-se intensa para enfrentar declínio de margens e optimização de portfolios |
| Químicos | <ul style="list-style-type: none"> Elevada dependência sobre fluxos comerciais exponencia riscos Perfil exportador dirime atractividade no contexto de apreciação do Euro |

Analista:

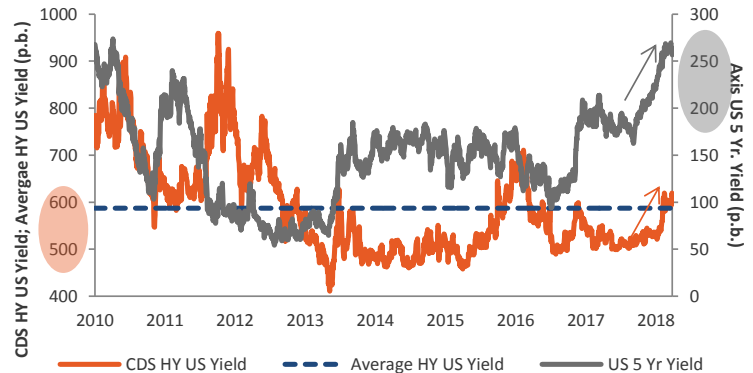
João Lampreia João Sàágua
 Diana Oliveira, CFA Annika Hofmann
 João Calado

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

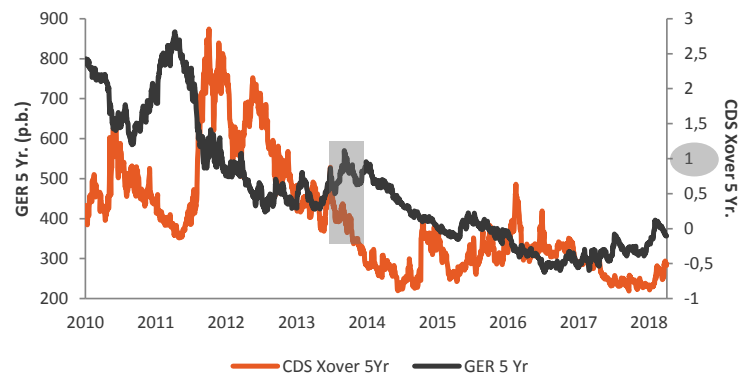
C. Mercado High Yield:

- O pick-up da taxa de retorno do HY nos EUA no 1T18, ficou a dever-se, única e exclusivamente, à subida das taxas de juro sem risco, tal como se observa nas zonas sombreadas a oval.
- Os receios em torno do eventual sobreaquecimento e/ou proximidade crescente do final do ciclo de expansão da economia americana acaba por enfatizar os riscos crescentes do segmento high yield no médio prazo.
- Atendendo à perspectiva da taxa de juro alemã (maturidade de 5 anos) se situar próxima de 1% no final do ano, acreditamos que, ceteris paribus, a taxa de retorno do HY Europeu poderá situar-se na média do intervalo do rectângulo sombreado.
- O segmento HY Europa é, entre todos, o menos atractivo no que concerne o investimento em dívida Soberana e/ou corporativa no espaço Europeu e norteamericano
- O ano de 2017 marca o início da reversão do declínio secular das taxas de juro que vigorou desde os anos 80.
- O risco de reversão dos fluxos é particularmente mais significativo no segmento de high yield, o qual funciona como relativa proxy do Equity.
- A deterioração do binómio risco-retorno do HY no quadro de subida das taxas de juro já começa a ser visível ao nível dos fluxos: ytd já se registou um outflow acumulado de USD 7 mil mi – mais do que o influxo total de USD 5,7 mil mi em 2017.

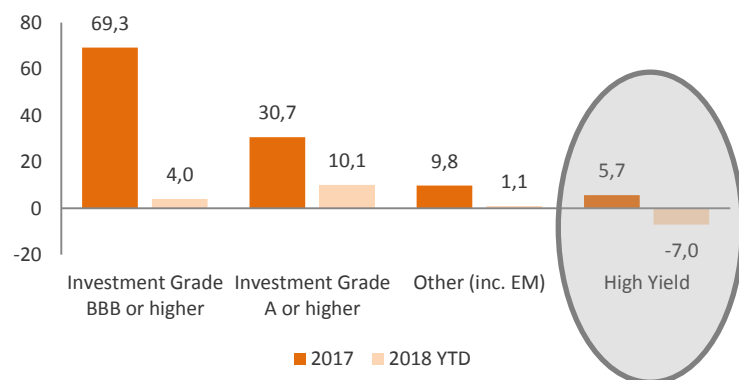
CDS HY US vs. US 5 Yr



CDS Xover 5 Yr. Vs. GER 5 Yr. (2010-2018)



Flows de ETFs de Obrigações (USD mil mi)



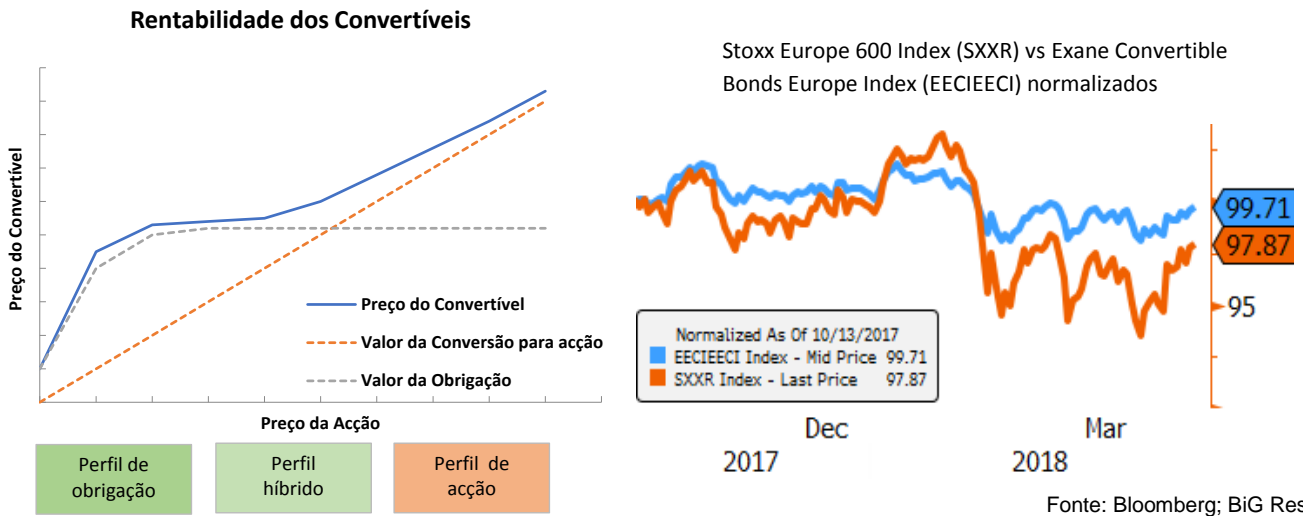
Fonte: Bloomberg; BiG Research

Analista:

João Lampreia João Sàágua
 Diana Oliveira, CFA Annika Hofmann
 João Calado

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

D. Obrigações Convertíveis:



Uma obrigação convertível, permite a conversão da obrigação em acções da empresa subjacente. Tem por isso, 3 perfis distintos dependendo do preço da acção:

- **Perfil de acção:** Devido à opção de convertibilidade, é expectável que a obrigação aumente de valor com o aumento de valor da acção, dado que o investidor possui a possibilidade de converter para acções a sua obrigação e assim beneficiar da valorização da empresa.
- **Perfil híbrido:** À medida que o preço da acção diminui para níveis em que deixa de ser atractiva a conversão, a obrigação passa a ter um perfil híbrido entre obrigação e acção. É aqui que as obrigações convertíveis suscitam mais interesse pois estão entre a possível valorização resultante da subida do preço da acção e a desvalorização limitada pelo perfil de obrigação, caso o preço do subjacente se deteriore.
- **Perfil de obrigação:** Quando o preço da acção cai para níveis em que não é atractiva a conversão do convertível em acções, esta passará a cotar como uma obrigação (menos volatilidade). Estas obrigações normalmente são séniores em relação às acções e por isso caso a empresa entre num processo de reestruturação e falência, apesar da acção deixar de ter valor, pode ainda haver um montante de recuperação.

Tal como é possível observar no gráfico da direita, as obrigações convertíveis não valorizam tanto como as acções mas em momentos de volatilidade tendem a ter uma performance superior.

Analista:

João Lampreia João Sàágua
 Diana Oliveira, CFA Annika Hofmann
 João Calado

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

DISCLOSURES

- O Banco de Investimento Global, S.A. é uma instituição registada e regulada pelo Banco de Portugal e pela Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários, as duas principais entidades responsáveis pela regulação de actividades financeiras em Portugal.
- O BIG dispõe de um Código de Conduta, aplicável a todos os colaboradores que desempenham a actividade de analistas financeiros, no sentido de continuar a assegurar o rigor, a competência e a excelência que caracterizam a sua imagem institucional. O referido documento está disponível para consulta externa, caso se verifique uma requisição nesse sentido.
- Os analistas que compõem a equipa de Research do BIG encontram-se, para todos os efeitos, devidamente registados junto da CMVM.
- Os membros da equipa de Research do BIG não recebem nem irão receber qualquer tipo de compensação no âmbito do exercício regular das suas recomendações, as quais reflectem opiniões estritamente pessoais.
- Não existe uma política de cobertura pré-definida no que respeita a selecção dos títulos alvo de recomendações de investimento.
- Clarificação dos termos qualitativos implícitos às recomendações:
 - o Comprar, expectativa de retorno absoluto superior a 15%;
 - o Acumular, expectativa de retorno absoluto entre +5% a +15%;
 - o Manter/Neutral, expectativa de retorno absoluto entre -5% a +5%;
 - o Reduzir, expectativa de retorno absoluto entre -5% a -15%;
 - o Vender, expectativa de retorno absoluto inferior a -15%;
 A tipologia de investimento supra mencionada mostra-se meramente indicativa e não, globalmente, estrita.
- Salvo disposição em contrário, a validade dos preços-alvo no âmbito das recomendações de investimento emitidas pela Equipa de Research do BIG consiste em 12 meses.
- A actualização dos nossos modelos e respectivos preços-alvo das recomendações de investimento proceder-se-á, habitualmente, num período entre 6 a 12 meses.
- O BIG pode ter, no presente e/ou no futuro, algum tipo de relação comercial com as empresas mencionadas neste relatório, nomeadamente ao nível da prestação de serviços de assessoria de investimento.
- O histórico relativo às recomendações de investimento elaboradas pela equipa de Research encontra-se nas tabelas em baixo, sendo que a consulta externa detalhada das respectivas performances poderá ser disponibilizada mediante uma requisição nesse sentido.

PS120 Notes nos últimos 12 meses e à data de 31 de Março de 2018:

| | Número de Recomendações | % |
|------------------|----------------------------|---------------|
| Acumular/Comprar | 2 | 66,7% |
| Manter/Neutral | 0 | 0,0% |
| Reduzir/Vender | 1 | 33,3% |
| Total | 3 | 100,0% |

Trading Ideas nos últimos 12 meses e à data de 31 de Março de 2018:

| | Número de Recomendações | % |
|---------------|----------------------------|---------------|
| Profit Taking | 7 | 63,6% |
| Stop Loss | 0 | 0,0% |
| Em Vigor | 4 | 36,4% |
| Total | 11 | 100,0% |

Pair Trades nos últimos 12 meses e à data de 31 de Março de 2018:

| | Número de Recomendações | % |
|---------------|----------------------------|-----------|
| Profit Taking | 0 | 0% |
| Stop Loss | 0 | 0% |
| Em Vigor | 0 | 0% |
| Total | 0 | 0% |

Fonte: Research

DISCLAIMER

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informação disponível para o público em geral, recolhida de fontes consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Salienta-se a possibilidade dos resultados previstos serem susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizadas. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro. Alterações nas taxas de câmbio de investimentos não denominados na moeda local do investidor poderão gerar um efeito adverso no seu valor, preço ou rendimento. O BIG, ou seus colaboradores, poderão deter, a qualquer momento, uma posição sujeita a alterações, em qualquer título referenciado neste documento. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

Analista:

João Lampreia João Sàáguas
 Diana Oliveira, CFA Annika Hofmann
 João Calado

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.