

Repricing de expectativas com optimismo exagerado

Retracção após um *rally* de euforia

Empresas com fundamentais sólidos e dividendo atractivo



Proteccionismo comercial EUA – China

Acordo de cavalheiros deverá permitir retoma temporária do sentimento económico



Combinação de estímulos monetários e fiscais

perante desaceleração económica cada vez mais pronunciada



Eleições europeias forçam o surgimento de certezas no Brexit *case study* de Theresa May



Perspectivas positivas na China

Incremento de *flows* de capital e adopção de estímulos fiscais e monetários mitigam riscos



Oportunidade em Emergentes

Perfis idiossincráticos distintos não demovem interesse naquela que consideramos a região mais atractiva na recta final do ciclo



Obrigações Soberanas

- Investimento nos EUA mais atractivo
- Oportunidade na dívida Italiana
- Expectativas deprimidas (ex-EUA) relevam atractividade de Linkers globais

Obrigações Corporativas

- Evitar exposição a *High Yield* nos EUA
- Forte quebra da taxa de juro sem risco nos EUA realça oportunidade no segmento de Floaters e dívida Corporativa Investment Grade

Acções

- Prémio das acções norte-americanas mais difícil de justificar perante a realidade macroeconómica
- Japão apresenta maior atractividade fundamental
- Prováveis choques de volatilidade em virtude da desaceleração global e eventos geopolíticos

Matérias-primas

- Mercado de crude em equilíbrio prematuro sustenta o preço, mas Donald Trump deverá forçar limites da subida
- Catalisadores positivos para o ouro prevalecem não obstante possível subida contida do USD e inflação muito moderada

Divisas

- EURUSD muito dependente de eventos políticos. Reserva Federal e BCE com posicionamento amplamente *dovish*
- Libra posicionada para recuperação à medida que a incerteza se dissipa e o cenário de segundo refendo se torna mais provável

1. Mapa de Alocação por Activo

Classes de Activos	Índices	Defensivo	Moderado	Dinâmico	Alteração*	Visão Macro
Acções		25%	40%	55%		
Europa - estilo valor	MSCI Europe Value	3%	3%	5%	↓	Slight Overweight
Europa - dividendo	EURO STOXX Select Dividend 30	3%	5%	4%		Overweight
Utilities	STOXX Europe 600 Utilities	2%	2%	3%		Slight Overweight
Bancos	STOXX Europe 600 Banks	3%	4%	5%	↑	Overweight
Cuidados de Saúde	STOXX Europe 600 Health Care	2%	2%	3%	↓	Slight Overweight
Reino Unido (small caps)	FTSE Small Capitalisation	2%	3%	5%	↑	Slight Overweight
EUA (Qualidade)	MSCI USA Quality	5%	8%	10%		Slight Overweight
Japão	Nikkei 225 JPY	2%	5%	8%	↓	Slight Overweight
Mercados Emergentes Global	MSCI Emerging Markets	3%	8%	12%		Slight Overweight
Obrigações Soberanas		21%	18%	15%		
Soberanas Core Europa	Germany 10-Year	0%	0%	0%		Underweight
Soberanas Periferia Europeia	Italy 10-Year	5%	6%	6%		Slight Overweight
Soberanas EUA	US 10-Year	2%	0%	0%		Neutral
Soberanas Reino Unido	UK 10-Year	2%	3%	3%		Neutral
Curta Duração	BBG Barclays Global Agg. Low Duration	6%	3%	0%	↓	Neutral
Global Inflation-linked	BBG Barclays World Gov. Inflation-Linked	6%	6%	6%		Overweight
Obrigações Corporativas		21%	17%	11%		
Investment Grade - Europa	BBG Barclays Pan European Corporate	0%	0%	0%		Slight Underweight
Investment Grade - EUA	BBG Barclays US Corporate	5%	3%	2%		Neutral
Investment Grade - EUA Floaters	BBG Barclays US Corp Ffloaters	6%	3%	0%		Neutral
High Yield - Europa	BBG Barclays Pan-European HY	0%	2%	2%	↑	Slight Underweight
High Yield - EUA	BBG Barclays US Corporate HY	0%	0%	0%		Underweight
Convertíveis	Exane European Convertible Bonds	10%	9%	7%		Overweight
Divisas (cash)		16%	10%	8%		
EUR	EURO	7%	2%	2%		Slight Overweight
USD	US DOLLAR/EURO	4%	3%	2%		Neutral
GBP	BRITISH POUND/EURO	2%	3%	4%		Neutral
JPY	JAPANESE YEN/EURO	3%	2%	0%	↑	Neutral
Matérias-primas		17%	15%	11%		
Ouro	UBS BBG Gold Euro Hedged	14%	9%	4%	↑	Slight Overweight
Matérias-primas	Bloomberg Commodity	3%	4%	4%		Neutral
WTI Petróleo	WTI Cushing Crude Oil Spot Price	0%	2%	3%	↓	Neutral
Total		100%	100%	100%		

Exposição Cambial	Defensivo	Moderado	Dinâmico
EUR	52%	46%	42%
USD	32%	28%	24%
GBP	8%	11%	14%
JPY	5%	7%	8%
Outros G10 - CAD, AUD, NZD, SEK, DKK	0,3%	0,3%	0,3%
Mercados Emergentes - Moeda Local	3%	8%	12%

*Alteração relativa à visão exteriorizada no trimestre anterior.

1.2. Performance dos Perfis Multi-Activo

	1st Quarter 2019		Since Inception (02-04-2018)		Sharpe Ratio* (1 Year)
	BiG Research	vs. Benchmark**	BiG Research	vs. Benchmark**	
Defensive	6,94%	2,94%	6,69%	4,41%	1,75
Moderate	9,35%	3,05%	8,59%	4,40%	1,76
Dynamic	11,33%	2,89%	8,93%	2,31%	1,43

*Risk-free rate corresponds to the 3-month yield associated with the portfolio's base currency (EUR)

**Performance in excess or deficit of benchmark

Performance até 29-03-2019

Fonte: Bloomberg, BiG Research

- Durante o primeiro trimestre de 2019 praticamente todas as classes de activos encetaram uma tendência ascendente. Os nossos perfis de alocação beneficiaram expressivamente desta tendência, superando confortavelmente todos os respectivos *benchmarks* (que, ao contrário dos perfis BiG Research, incluem comissão de gestão). O perfil Dinâmico obteve o maior retorno absoluto (11,3% vs. *benchmark* 8,4%), a segunda maior apreciação pertenceu ao perfil Moderado (9,35% vs. *benchmark* 6,3%) e, em linha com a conjuntura de mercado, o perfil Defensivo registou a *performance* mais contida (6,9% vs. *benchmark* 4%). De modo assinalável, todos os activos dentro dos três portefólios registaram um retorno absoluto positivo.

Melhor rentabilidade no 1º Trimestre de 2019 (EUR)

Crude WTI	35,20%
MSCI USA Quality	19,15%
MSCI Ásia ex-Japan	13,68%

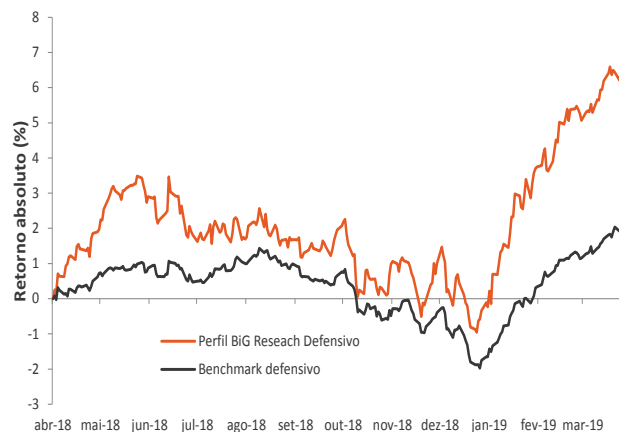
Pior rentabilidade no 1º Trimestre de 2019 (EUR)

Investment Grade - US Floaters	1,53%
Japanese Yen	1,17%
Gold Euro Hedged	0,16%

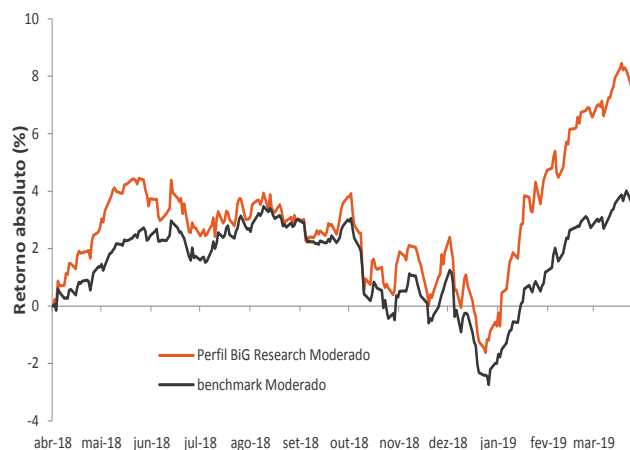
Fonte: Bloomberg; BiG Research

Performance desde 02-01-2019 a 29-03-2019

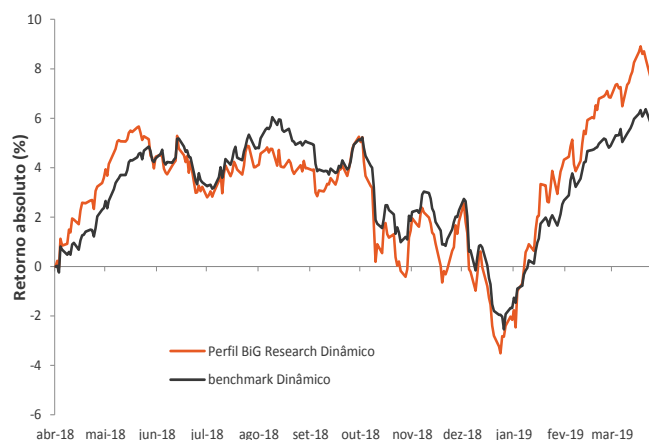
- A nova e reiterada postura *dovish* da Reserva Federal norte-americana e a expectativa de um acordo comercial que colocasse termo à escalada proteccionista entre as duas maiores economias mundiais foram os alicerces da força compradora transversal que se verificou nos mercados financeiros. O reequilíbrio antecipado do mercado de petróleo, com um ligeiríssimo défice de oferta já em Fevereiro, permitiu uma impressionante recuperação do crude. Em linha com o que perspectivávamos, dentro da euforia, os investidores privilegiaram empresas norte-americanas com perfil de qualidade e as empresas asiáticas reflectiram a robustez fundamental das suas economias, assim como a apreciação das respectivas divisas, com as quais as acções ostentam uma correlação forte e historicamente positiva. Neste contexto, os activos de refúgio foram preteridos, tendo ainda assim conseguido parcas variações positivas.



Fonte: Bloomberg, BiG Research; Benchmark Defensivo: Portefólio de fundos com pesos iguais. CaixaGestSelecção Global Defensivo, Santander Select Defensivo, JPMorgan Global Income Conservative Fund, BlackRock Global Multi-Asset Income Fund e Fidelity Global Multi Asset Tactical Defensive.



Fonte: Bloomberg, BiG Research; Benchmark Moderado: Portefólio de fundos com pesos iguais. CaixaGestSelecção Global Moderado, Santander Select Moderado, JPMorgan Global Balanced Fund, BlackRock Flexible Multi-Asset Fund e Fidelity Global Multi Asset Tactical Moderate.



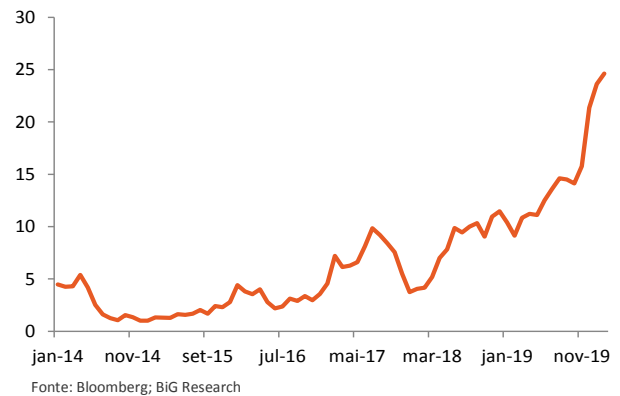
Fonte: Bloomberg, BiG Research; Benchmark Dinâmico: Portefólio de fundos com pesos iguais. CaixaGestSelecção Global Dinâmico, Santander Select Dinâmico, BlackRock Global Allocation Fund e Fidelity Global Multi Asset Income.

2. Enquadramento Macro Global - Sinopse

• Estados Unidos da América (gráf. Indicador recessão)

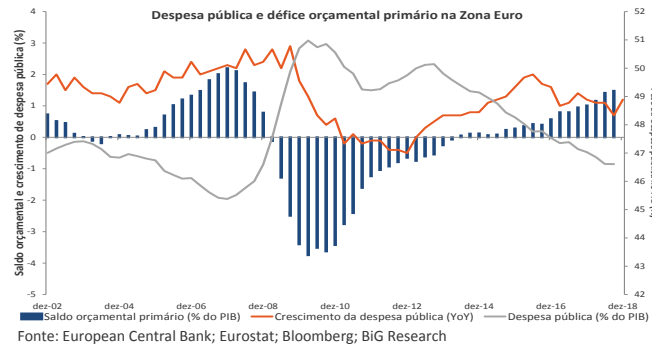
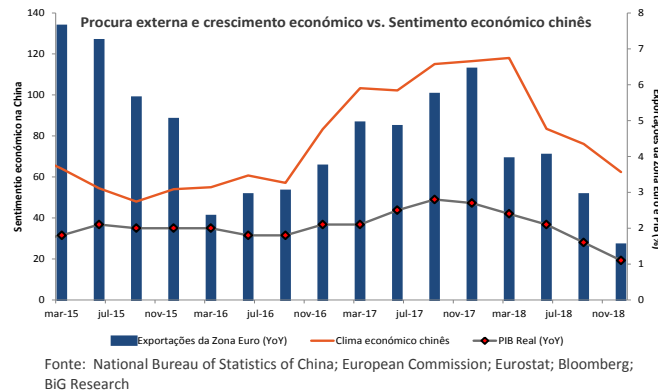
- O consumo privado e o investimento empresarial deverão ser as principais rubricas afectadas pelo cenário de desaceleração, isto para além da dissipação dos efeitos fiscais realizados nos últimos dois anos.
- Os indicadores avançados registaram uma queda significativa desde o início de 2019, em linha com os indicadores de actividade de PMI.
- A desaceleração vigente motivou um rápido pick-up do indicador que mede a possibilidade de ocorrência de uma recessão nos próximos 12 meses. Este nível de probabilidade parece-nos adequado, ainda que as eleições presidenciais em 2020 e o FED menos restritivo poderá diferir no tempo a inevitável recessão.

NY FED PROBABILIDADE DE RECESSÃO EUA (12M EST.)



• Europa

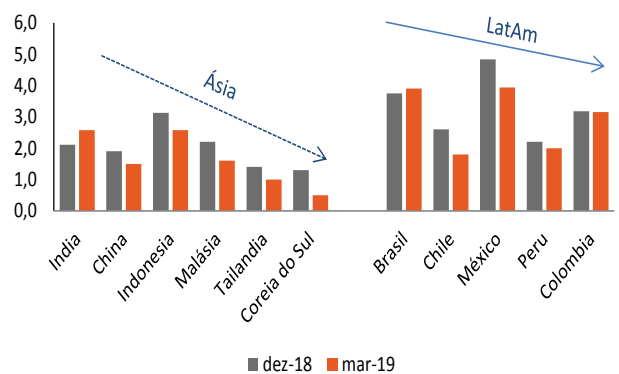
- Duas das três maiores economias da Zona Euro atravessam um árduo período de crescimento. Itália encontra-se em recessão técnica e aparentemente sem espaço para medidas extraordinárias de estímulo orçamental e a Alemanha, amplamente prejudicada pela realidade do sector automóvel e por uma procura externa debilitada, está em pleno abrandamento.
- Perante a evidente e prolongada desaceleração europeia, o BCE reviu expressivamente em baixa as projecções de crescimento e inflação e estabeleceu que não haverá subidas da taxa de juro este ano. Os governos de vários Estados membros deverão finalmente adoptar políticas orçamentais vincadamente expansionistas.
- As eleições europeias, para as quais se espera um crescimento das franjas populistas/eurocépticas com um simultâneo declínio dos partidos tradicionais, serão decisivas para as reformas e maior integração europeia, para o Brexit e até mesmo para o eventual fenómeno de “japanização” da Europa.



• Emergentes

- A desaceleração económica global tem obviamente acarretado um efeito nefasto sobre os agregados do bloco emergente, em particular na América Latina que revela maior debilidade estrutural e denota um perfil de volatilidade a nível político claramente superior.
- A dinâmica inflacionista revela-se mais contida no bloco asiático, tendo a desaceleração vigente restringido a evolução dos níveis de inflação, retirando assim alguma pressão aos Bancos Centrais.
- A possibilidade de um acordo comercial entre Trump e Xi, o FED em pausa e um diferencial razoável entre o nível de taxas directoras e o respectivo valor de inflação, permite-nos antever uma sustentada recuperação do bloco emergente e do moderado regresso dos *flows* de capital à região.

Dinâmica Inflação YTD - Bloco Emergente



3. Visões-chave

1. EUA – Volatilidade deverá regressar, mas risco de *upside* permanece no médio prazo

Não obstante a suavização dos benefícios relacionados com o choque fiscal implementado por Trump, continuamos a acreditar no risco de *upside* da economia líder, nomeadamente pelo mercado laboral ultra-apertado e pela postura surpreendentemente *dovish* do FED – mais preocupado com riscos de recessão a médio prazo do que com o cenário de abrandamento vigente que nos parece natural. A pausa prolongada do FED deverá conceder uma folga adicional à economia americana, isto para além de nos estarmos a aproximar de novas eleições presidenciais no país (2020) – pelo que Trump tudo fará para sustentar o ritmo de crescimento actual. Ainda que correcções técnicas se afigurem lógicas, continuamos a acreditar no risco de *upside* de empresas Quality nos EUA e de uma moderada inclinação da curva de dívida norte-americana.

- Sobreponderar acções de qualidade nos EUA
- Sobreponderar Obrigações corporativas Investment Grade e *floaters* nos EUA

2. Europa – manutenção de *Value/procura por dividendo/dívida italiana* ainda com moderado valor relativo

A desaceleração económica, o potencial arrefecimento do optimismo em relação a um acordo comercial entre EUA e China, a latente ameaça de maior protecção norte-americano em relação às exportações automóveis europeias e a garantia de taxas de juro muito baixas durante 2019, levam-nos a privilegiar uma postura accionista mais defensiva e com maior foco na remuneração.

O *spread* entre as *yields* de dívida soberana de Itália, compreendidas entre as maturidades de 2 e 10 anos, ostenta ainda um prémio bastante substancial face ao *spread* homólogo em Portugal e Espanha. Perante a incerteza das eleições legislativas neste último país e com base numa crença de que o risco de crédito italiano já esteja maioritariamente descontado, identificamos valor neste *pair trade* de dívida.

- Sobreponderar acções de valor e acções com elevado dividend yield
- Sobreponderar dívida italiana entre os 2 e os 10 anos

3. Reino Unido – Extensão longa cristaliza condições para a realização de um segundo referendo

Após três rejeições parlamentares do Brexit *deal* defendido por May, as eleições europeias forçarão alguma certeza em todo o processo para Brexit. O governo britânico deverá acabar por aceitar uma extensão longa concedida pela UE, mediante a clarificação de qual será a estratégia que o executivo e o parlamento britânicos adoptarão doravante. Antecipamos um desfecho benigno: união aduaneira permanente com a UE ou mesmo um segundo referendo, para o qual acreditamos numa vitória da permanência na UE. Menor incerteza e mais tempo para uma conclusão do processo deverão permitir uma recuperação mais sustentada da libra e maior atractividade de empresas britânicas mais dependentes da economia nacional.

- Sobreponderar libra e acções britânicas ligadas à economia britânica

4. Bloco Emergente continua a representar categoria *best-in class* na recta final do ciclo

Tal como os restantes índices globais, o bloco emergente recuperou de forma assinalável ao longo do primeiro trimestre do ano – algo que não nos surpreendeu tendo em conta os choques assimétricos que abalaram a região no ano passado. Com uma dinâmica macro-estrutural globalmente favorável - crescimento PIB, dívida externa, competitividade, inflação contida, políticas expansionistas, entre outras - e com o “FED em pausa”, acreditamos que os *flows* de investimento deverão regressar à região – a qual continua a afigurar-se, a nível macro e fundamental, o *sweet spot* geográfico para o investimento na recta final do actual ciclo.

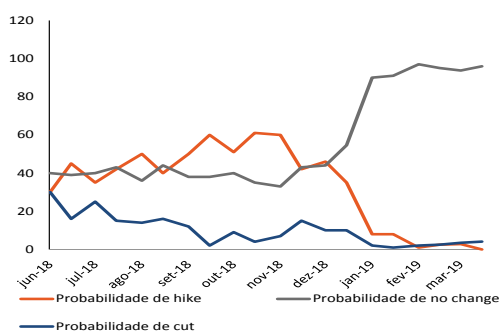
- Sobreponderar índices globais de acções e dívida do bloco Emergente

4. Análises em Destaque

A. Loading 2019 – Clivagem entre desaceleração macro vs preços/fundamentais

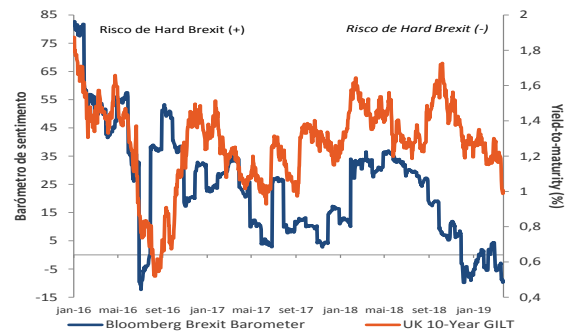
Ao contrário do início de 2018, em que as expectativas dos investidores eram demasiado “douradas” - ficando conhecido o termo “Goldilocks” – o arranque de 2019 acabou por ser materialmente distinto e perfeitamente dicotómico no que respeita o sentimento amplamente negativo no final de 2018 e o *price-action* superlativo das classes de activos no primeiro trimestre de 2019. Quanto a nós, este fenómeno não foi de todo surpreendente, ainda que por ventura a dimensão da recuperação (sobretudo em Janeiro) terá sido relativamente excessiva face à renormalização dos fundamentais e tendo em conta a longevidade do actual ciclo. Por curiosidade, o desempenho do S&P 500 em Janeiro/19 foi o 2º melhor (referindo-nos estritamente aos meses de Janeiro) dos últimos 40 anos, ao passo que o 1T19 foi o melhor da última década.

Gráfico 1. FED – Probabilidade alteração taxas



Fonte: Bloomberg; BiG Research

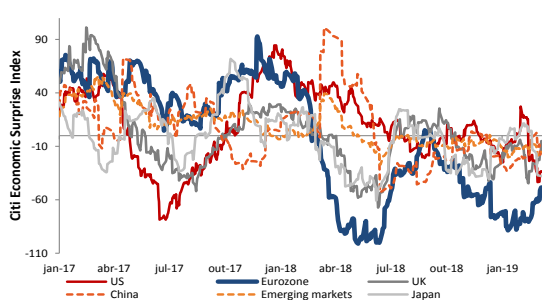
Gráfico 2. Brexit Barometer & 10 Yr UK Bond



Fonte: Bloomberg; BiG Research

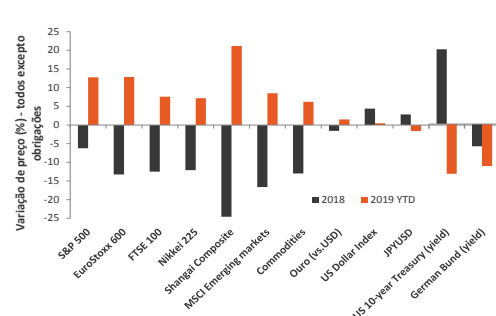
A suavização dos principais riscos no início do ano justificaram o fenomenal comportamento das classes de activos, entre os quais: i) tréguas / proximidade de acordo das tensões comerciais entre EUA-China, materializando-se na significativa *outperformance* dos activos Chineses e *players* exportadores; ii) menor risco de Hard Brexit levou a uma queda expressiva das taxas das obrigações de UK (10 Yr) e uma retracção significativa do barómetro Brexit; iii) FED surpreendentemente *dovish* ao revelar uma pausa prolongada da trajectória de subida da refi, aliviando os riscos sobre o final do ciclo e em relação à instabilidade observada nos emergentes.

Gráfico 3. Citi – Economic Surprise Index



Fonte: Citi Group Global Markets Inc; Bloomberg; BiG Research

Gráfico 4. Classe de Activos Performance 2018/19 (%)



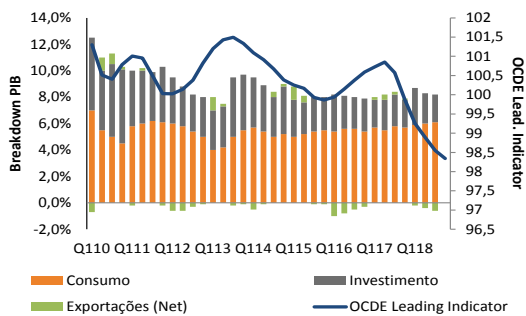
Fonte: Bloomberg; BiG Research

Com uma multiplicidade de factores positivos já incorporados pelo mercado, o binómio risco-retorno afigura-se pouco atractivo – ainda para mais no quadro de desaceleração global. O 2T19 poderá oferecer um confronto directo entre a deterioração macro e o respectivo nível de preços/avaliação das classes de activos. Tendo por base o desempenho inesperadamente positivo tanto dos activos de risco como de refúgio em 2019, esta correlação deverá ser quebrada, ainda que numa direcção incerta, nos próximos meses.

B. China – Ressurgimento ou afrouxamento do grande Dragão?

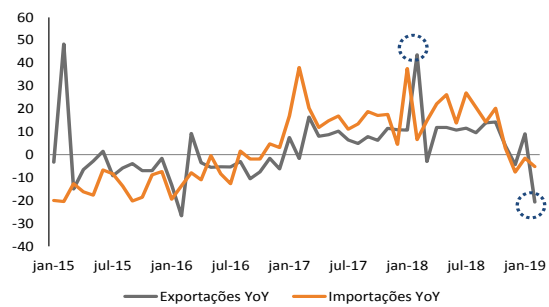
A economia Chinesa continua a encetar o seu trajecto de desaceleração lógico, reflexo da dimensão da economia actual e da alteração do paradigma de crescimento para um peso crescente do consumo interno, em detrimento de exportações de reduzido valor acrescentado. Apesar da opacidade do modelo Chinês, consideramos que o governo Chinês tem sido hábil a gerir os desequilíbrios que esta transição acarreta, sendo que em 2019 continuamos a não acreditar num *hard landing* da economia chinesa – apesar da deterioração dos indicadores macro e da quebra significativa das exportações, esta última relacionada com o efeito de *one-off* do *pick-up* das exportações Chinesas em Fev-18 que precedeu a implementação das tarifas comerciais pela administração Trump.

Gráfico 1. Evolução Agregados PIB



Fonte: BiG Research; Bloomberg

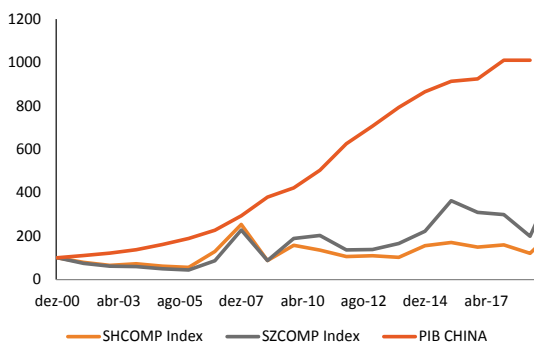
Gráfico 2. Exportações vs Importações (var.%)



Fonte: BiG Research; Bloomberg

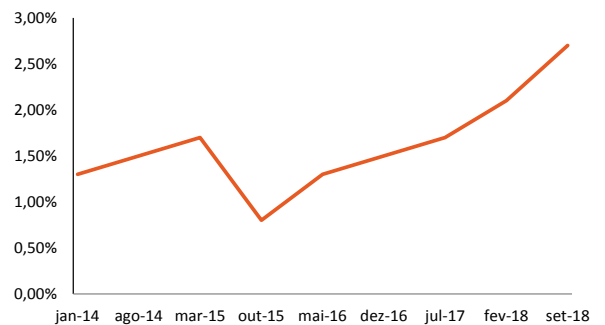
Na base do nosso maior optimismo para a evolução da economia Chinesa no curto prazo, residem sólidos fundamentais macroeconómicos (dívida e inflação contida, excedentes externos, reservas internacionais estáveis desde a eclosão da crise no final de 2015) e o espaço de acção para flexibilizar a política fiscal e monetária. Com efeito, já em 2019, o Governo reforçou medidas de estímulos fiscais que totalizam mais de 1,5% do PIB, ao passo que o PBOC tem margem para continuar a descer as taxas de juro de referência (como tem feito ao nível do rácio de reservas exigida aos Bancos), uma vez que a inflação continua a revelar-se contida junto dos 2%.

Gráfico 3. Evolução Economia vs Equity



Fonte: BiG Research; Bloomberg

Gráfico 4. Evolução Foreign Holdings (Equities %total)



Fonte: BiG Research; Bloomberg

A possibilidade de um acordo com os EUA, pelo menos ao nível do reequilíbrio das tarifas comerciais, deverá continuar a favorecer o sentimento do mercado de capitais Chinês, o qual revela uma subdimensão evidente face ao explosivo crescimento económico que se observou desde o início do século. Acreditamos que este diferencial irá estreitar-se no longo prazo, sendo que uma das pretensões norte-americanas passa pela gradual abertura da economia a capital estrangeiro. Efectivamente, a percentagem de *holdings* totais sobre o Equity Chinês tem vindo a crescer sustentadamente nos últimos anos, algo que deverá manter-se tendo em conta o reforço do peso dos títulos domésticos nos índices de referência internacionais no longo-prazo. Assim, o sopro do Dragão parece ter ainda alguma pujança na fase final do ciclo!

C. “Japanização” da Europa?

A manutenção de uma postura extraordinariamente expansionista por parte do Banco Central Europeu e a pronunciada desaceleração económica europeia levaram a *yield* de dívida soberana alemã a 10 anos (*Bund*) a mergulhar para valores inferiores a zero, pela segunda vez na história (a primeira foi em 2016, em pleno *quantitative easing* do BCE), ressuscitando as comparações com pendor mais pessimista entre as economias europeia e japonesa, conhecidas na gíria de mercados como “japanização” da Europa. Subjacente a este termo está sobretudo a “década perdida” que o Japão atravessou nos anos 90, após o colapso da bolha imobiliária e accionista, caracterizada por crescimento praticamente nulo e forte aumento do desemprego, enquanto a taxa de juro directora foi cortada de 6% para valores a rondar os 0%.

As semelhanças entre a segunda e a quarta maiores economias mundiais (agregado da Zona Euro e Japão, respectivamente) remontam a uma realidade ainda anterior à recente e incontornável intervenção ultra-acomodatória dos respectivos bancos centrais. Em ambos os casos, o financiamento do tecido empresarial estava – e, em boa parte, ainda continua – muito dependente do sistema bancário, que, uma vez mais em ambos os casos, se encontrava pouco capitalizado e ostentava elevados níveis de *non-performing loans* (no Japão o rácio de NPL face a empréstimos totais terá atingido 11%, em 1998, e na ZE alcançou o máximo de 7,5%, em 2012). No âmbito de insolvência bancária, a ZE e o Japão também optaram por uma predominância de intervenções estatais, originando um não-negligenciável número de instituições “*zombie*”, em vez de permitir, de forma mais directa, a sua falência. No que diz respeito a medidas monetárias não-convencionais, ambos os bancos centrais parecem igualmente ter demorado mais tempo a actuar que o seu homólogo norte-americano: o Banco do Japão por ter sido pioneiro em *quantitative easing* e o BCE muito provavelmente por ter sido forçado a esperar por expectativas de deflação para finalmente conseguir ultrapassar impedimentos políticos, decorrentes da natureza divergente dos vários países que integram a Zona Euro.

A demografia é outra variável de extrema relevância nesta comparação. Enquanto a sociedade nipónica é actualmente a mais envelhecida e das mais homogéneas do mundo (98,5% é de etnias japonesas), com 1/3 da população a exhibir uma idade igual ou superior a 60 anos, a europeia está ainda numa fase de envelhecimento, beneficiando de uma heterogeneidade que tem contribuído para os crescentes níveis de emprego. No entanto, o Eurostat projecta que o crescimento populacional na Europa atinja o seu máximo em 2045, com uma contracção a ocorrer logo em 2050, ano em que se deverá materializar uma queda de quase 58 milhões de pessoas com idade igual ou inferior a 64 anos, da qual 85% pertencerá à faixa etária típica da população activa (20-64 anos). Em assinalável aproximação à actual demografia japonesa, é previsto que a camada populacional com idade igual ou superior a 65 anos expanda cerca de 84 milhões, concretizando o sentimental e economicamente pesado estatuto de sociedade envelhecida. Apesar de para nós não ser claro qual será o efeito líquido deste envelhecimento para a inflação daqui a 25/30 anos, teoricamente, uma população envelhecida contribui para uma atenuação dos preços, conforme corrobora a persistente inflação anémica no Japão (média de 0,5% nos últimos três anos).

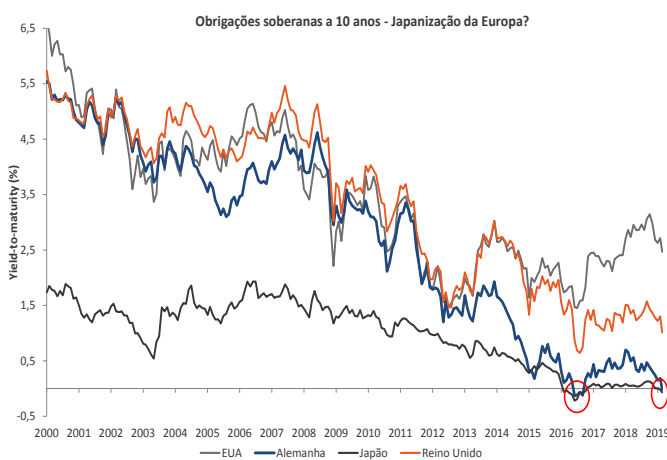
Não obstante a existência de cada vez mais semelhanças entre Europa e Japão, diferenças significativas subsistem. A situação política é nitidamente distinta. A União Europeia é ainda composta por 28 Estados, cada um com o seu governo, acompanhados por uma não-tão-simples rede de instituições supranacionais. O crescimento dos movimentos populistas e a real ameaça de perda do segundo maior contribuidor para o PIB da UE (Reino Unido) criam um período de elevada instabilidade política, que dificulta o combate coordenado à actual pronunciada desaceleração económica. Contrariamente, a actual realidade política japonesa é, por comparação, relativamente monótona, com Shinzo Abe a realizar o seu terceiro mandato como primeiro-ministro, desde 2012, dando continuidade ao seu programa económico faseado e com uma visão a longo prazo.

Independentemente de taxas de juro em valores grosso modo equivalentes – entre zero e negativos – a política monetária entre os dois bancos centrais revela algumas diferenças. O Banco do Japão (BoJ) assume uma postura ainda mais *dovish* que o seu congénere da Zona Euro, permanecendo em plena compra de activos, ao passo que o BCE já terminou o seu programa de *quantitative easing* e equaciona um aumento de taxas de juro já em 2020, ainda que prevendo a manutenção da sua política de reinvestimento além dessa

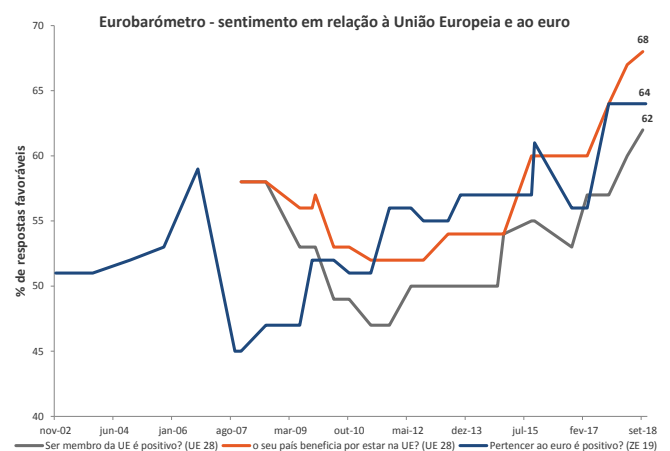
data. Efectivamente, em termos comparativos, a normalização de política monetária afigura-se bastante mais viável na Zona Euro que no Japão, dado um rácio de dívida pública face ao PIB de 87% (não obstante fortes disparidades entre os estados membros) *vis-à-vis* 253% e uma taxa inflação actualmente superior em cerca de 100 pontos base.

Fazendo um balanço, compreende-se que apesar de todos os factores supramencionados e de o mercado de dívida corporativa europeia *investment grade* ter cerca de 16% do seu valor a negociar com *yields* negativas – prejudicando fortemente investidores institucionais, de certo modo forçados a ter exposição a estas obrigações –, a Europa não é o Japão, e pelo crescimento económico e inflação verificados em 2018 ainda parece estar relativamente longe de o ser. Todavia, a conjectura de “japanização” é autêntica, uma vez que a efectividade do *quantitative easing* foi real, mas efémera, perante fundações pouco robustas para dar continuidade à recuperação económica, especialmente num contexto de actuação a solo do BCE, visto que os governos dos vários países estavam amarrados pela austeridade, num respeito quase cego pela disciplina de finanças públicas imposta pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento da UEM.

Para além do crescimento moderadamente fraco, da inflação consistentemente abaixo do objectivo do BCE (2%), de um sector bancário ainda com alguma fragilidade e de um panorama político cada vez mais instável deixarem antever que taxas de juro muito baixas (ou mesmo negativas) prevaleçam vários anos, haverá mais algum factor que justifique que os investidores estejam disponíveis para teoricamente perder dinheiro num empréstimo a 10 anos ao Estado alemão? Na nossa opinião, sim. Embora o sentimento em relação à UE e ao euro esteja, segundo o Eurobarómetro da Comissão Europeia, em máximos históricos, acreditamos que as *yields* alemãs reflectem duas realidades que estão, de certa forma, relacionadas: uma gradual e futuramente possível “japanização da Europa” (claramente, em maior escala) e também receios quanto a um potencial fracasso e fim do projecto europeu (com menor preponderância).



Fonte: Bloomberg; BIG Research



Fonte: European Commission Eurobarometer; BIG Research

D. Theresa May e Brexit, o duplo case study político do século XXI até à data

Após ter perdido o referendo que convocou como instrumento eleitoral e para o qual realizou uma campanha inequivocamente favorável à permanência, David Cameron demitiu-se, abandonando a liderança do governo britânico e do Partido Conservador. Curiosamente, nenhum dos *Tories* que se posicionavam (e posicionam) como acérrimos defensores do Brexit teve vontade, coragem e/ou apoio partidário suficiente para assumir o cargo de primeiro-ministro. Com efeito, perante uma silenciosa e curta crise de liderança, uma figura política, na altura, com uma posição tão sólida quanto internacionalmente discreta deixou o cargo que ocupava há mais de seis anos, como ministra da Administração Interna, para, em Julho de 2016, encabeçar o executivo com a mais difícil e inglória missão dos últimos 100 anos, em períodos de paz.

Não obstante uma predominância de votos eurocépticos durante a sua carreira política (em conformidade com a tradicional maioria na história recente do Partido Conservador), no referendo sobre a permanência do Reino Unido na UE, Theresa May, em acção coesa com a posição do seu governo, votou “Remain”.

O mandato de Theresa May como primeira-ministra está marcado, desde o seu início, por movimentos e estratégias políticas verdadeiramente erráticas. As desventuras mais expressivas começaram com a perda de maioria parlamentar do governo que herdara, como resultado de eleições antecipadas que visavam fortalecer a sua posição. Seguiu-se um penoso período, superior a 19 meses, para alcançar um acordo com a União Europeia que viabilizasse um *Soft Brexit*. Compreendendo que este acordo rapidamente se tornara um nado morto, May iniciou uma estratégia “*run down the clock*”, cuja consequência foi o seu governo ser o primeiro da história britânica a cair em descrédito parlamentar (*contempt of parliament*). Enquanto sobrevivia a duas moções de censura em apenas dois meses – uma partidária à sua liderança e uma parlamentar ao seu governo – o *Brexit deal* foi chumbado nos três “*Meaningful Votes*” realizados na Casa dos Comuns, por 230 (maior derrota parlamentar da história do Reino Unido), 149 e 58 votos, respectivamente. Após várias recusas, finalmente formalizou à UE um pedido de extensão do prazo para Brexit até 30 de Junho (inicialmente agendado para 29 de Março) e o mesmo foi-lhe negado, sendo-lhe concedida uma primeira extensão apenas até 12 de Abril, com o Reino Unido a ter de sair no dia 22 Maio, independentemente de ser através de *Soft* ou *Hard Brexit*, ou a ser forçado a participar nas eleições europeias, como condição necessária para uma extensão mais longa, que requer também que o governo de May clarifique a estratégia alternativa que pretende seguir para resolver o impasse.

Descartando já um cenário de *Hard Brexit* e embora não esperássemos que a cimeira europeia extraordinária de dia 10 de Abril resultasse numa extensão de apenas seis meses, continuamos a antever que a Casa dos Comuns não consiga defender maioritariamente nenhuma solução alternativa (também aceitável para a UE) e que, por conseguinte, o Reino Unido participe nas eleições europeias.

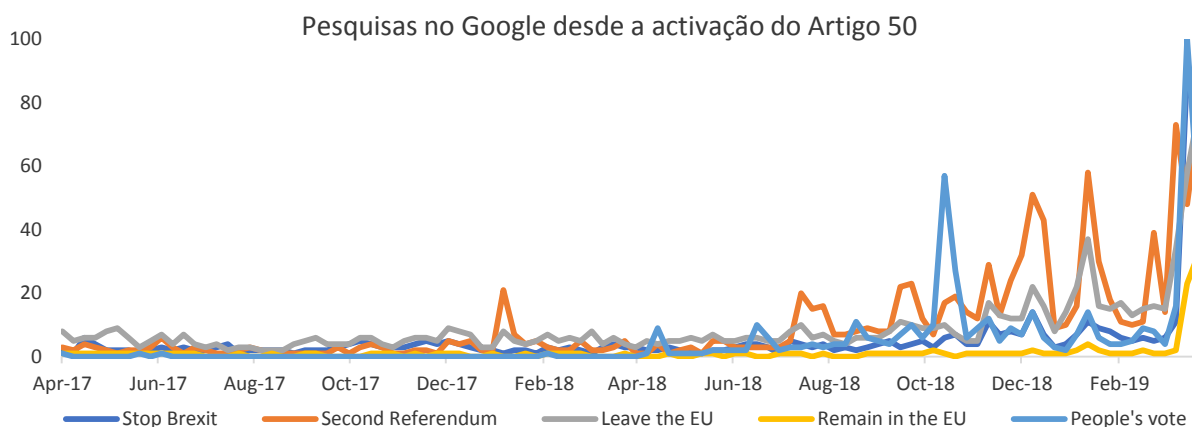
As eleições europeias emergem assim como um elemento decisivo em todo o processo Brexit. Este sufrágio, que decorrerá entre 23 e 26 de Maio, força o surgimento de um grau mínimo de certeza e, simultaneamente, a respectiva taxa de participação registada no Reino Unido – tradicionalmente inferior à média da UE (52,1%) – servirá como barómetro de sentimento em relação à União Europeia. Após um período de aproximadamente três anos em que o Brexit foi um tema dominante nas esferas política, económica e social do Reino Unido, a consciencialização dos cidadãos britânicos em relação à UE deverá ter aumentado substancialmente. Com efeito, esperamos assistir a um significativo incremento na taxa de participação, cuja média histórica corresponde a 33,8%, com os resultados da votação – para a qual perspectivamos que os candidatos assumam posições claras a favor ou contra a UE – a representar uma relativa aproximação aos resultados de um eventual segundo referendo.

Num cenário de extensão longa, antecipamos que Theresa May permaneça na liderança do governo (o Partido Conservador não pode lançar mais nenhuma moção de censura até Dezembro de 2019 e deverá igualmente votar contra qualquer tentativa de eleições antecipadas), com uma figura política deveras enfraquecida por múltiplas derrotas, pelas demissões cumulativas de 41 membros do seu executivo (31 dos quais por razões relacionadas com a política de May para o Brexit) e por um Partido Conservador indubitavelmente fragmentado. Esta parece ser uma conjuntura ideal para os membros do parlamento pró-União Europeia intensificarem os esforços para a convocação de

um “People’s Vote”, um segundo referendo à permanência do Reino Unido na UE. Com inquestionável reflexo no caos político vivido no Reino Unido, o Brexit revela-se cada vez menos apelativo para várias forças partidárias e todos os agentes económicos, parecendo existir uma crescente vontade de abandono do mesmo. Adicionalmente, trata-se de um evento que reverte quase 50 anos de integração, uma mudança absolutamente estrutural e potencialmente catastrófica a todos os níveis, acerca da qual os membros do parlamento não conseguem chegar a consenso. Perante esta conjuntura, acreditamos que a falta de coragem dos defensores do Brexit e vontade da permanência daqueles que são contra a sua consumação deverá conduzir os membros do parlamento à devolução da responsabilidade à população, que cada vez mais se manifesta a favor de um segundo referendo. A população agora muito melhor informada, desgastada por três anos de incerteza fortemente prejudiciais para a economia e com uma base eleitoral rejuvenescida deverá votar a favor da permanência. Para além da vantagem ainda tangencial que as recentes sondagens revelam a favor da permanência e dos questionários de arrependimento em relação ao resultado do primeiro referendo estarem perto de níveis máximos, acreditamos que os padrões de pesquisas, realizadas por utilizadores do Reino Unido, no Google poderão igualmente constituir um indicador sobre a crescente preocupação com o tema e a vontade cada vez maior de um determinado desfecho. Neste espaço, ainda que as pesquisas por “Leave the EU” estejam em máximos desde a activação do Artigo 50, já foram ultrapassadas pelo interesse nos termos “People’s Vote” e “Second Referendum”. Ainda que com menor volume de pesquisa, as expressões “Stop Brexit” e “Remain in the EU” registam um crescimento estratosférico desde Março. Numa perspectiva de segmentação geográfica de pesquisas dentro do Reino Unido, Inglaterra e País de Gales – que votaram maioritariamente a favor da saída – lideram algumas das pesquisas pela realização de um segundo referendo.

Assim sendo, Theresa May poderá acabar por – ao contrário do que sempre tem pública e politicamente defendido desde que é primeira-ministra – entregar o resultado no qual votou aquando do primeiro referendo (permanência), ficando historicamente conhecida como uma das figuras políticas que mais derrotas e humilhações políticas sofreu, tendo conseguido, precisamente devido a essa realidade, salvar o Reino Unido do provável colapso – um fenómeno que potencialmente assinalaria igualmente o início da fase mais decadente do mundo ocidental desenvolvido. Terá sido uma estratégia premeditada?

Não só o Brexit consiste num evento digno de figurar em todos os livros de história a nível mundial, como Theresa May representa um dos mais profundos e intrigantes *case studies* políticos.



Fonte: Google Trends referentes a Reino Unido; BiG Research

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:
 - Comprar, expectativa de retorno absoluto superior a 15%;
 - Acumular, expectativa de retorno absoluto entre +5% a +15%;
 - Manter/Neutral, expectativa de retorno absoluto entre -5% a +5%;
 - Reduzir, expectativa de retorno absoluto entre -5% a -15%;
 - 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.

PSI20 Notes nos últimos 12 meses e à data de 31 de Março de 2019:

	Número de Recomendações	%
Acumular/Comprar	1	33,3%
Manter/Neutral	1	33,3%
Reduzir/Vender	1	33,3%
Total	3	100,0%

Fonte: Research

Trading Ideas nos últimos 12 meses e à data de 31 de Março de 2019:

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	8	50,0%
Stop Loss	8	50,0%
Em Vigor	0	0,0%
Total	16	100,0%

Pair Trades nos últimos 12 meses e à data de 31 de Março de 2019:

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

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.