

Outlook

3º TRIMESTRE

RESEARCH BiG:

JOÃO LAMPREIA (HEAD)

ANA MENDONÇA

DIANA OLIVEIRA

BERNARDO CÂNCIO

1. ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

1.1 Global

2. EUA

2.1 Enquadramento Macroeconómico

2.2 Política Monetária

2.3 Trump

3. EUROPA

3.1 Enquadramento Macroeconómico

3.2 Política Monetária

3.3 Eleições na Europa

3.4 Brexit

4. EMERGENTES

4.1 China

4.2. Brasil

4.3. *Commodities*

5. MERCADO DE DÍVIDA

6. MERCADO ACCIONISTA

6.1 Avaliação e Performance

6.2 Evolução Receitas e Lucros

6.3 Índices – Cenário Actual vs. Riscos

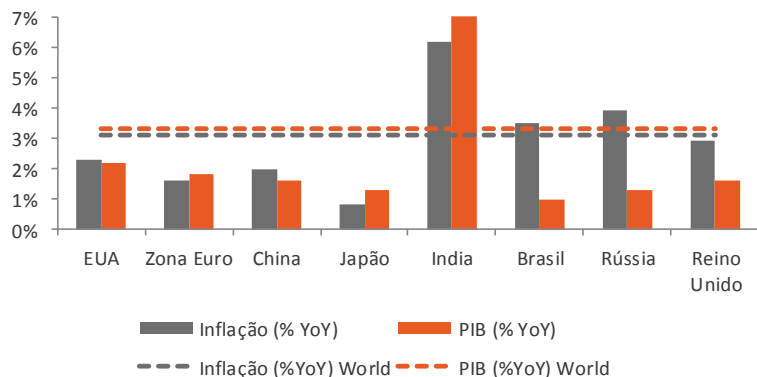
6.4 Índices - Projecções

6.5 Picks do Trimestre

6.6 Portugal

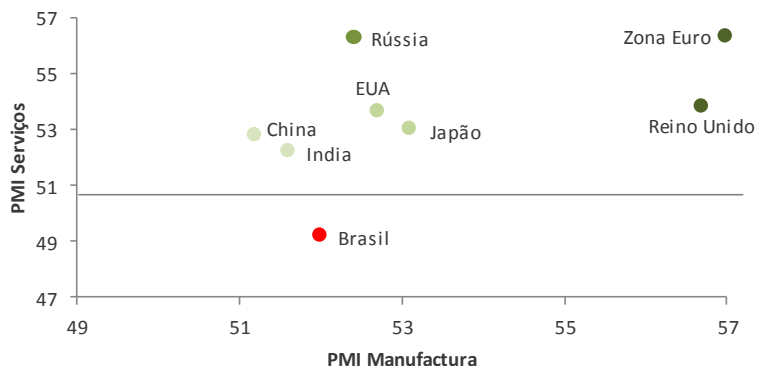
7. SÍNTESE POSICIONAMENTO

Inflação e PIB (% YoY) - 3T Estimado



Fonte: Bloomberg

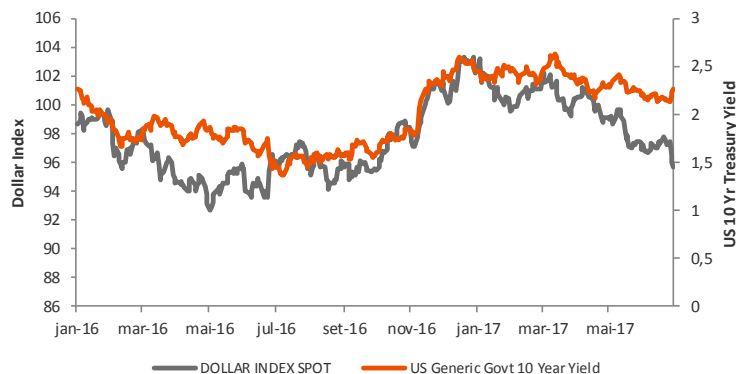
PMI Manufatura vs. Serviços



Fonte: Bloomberg

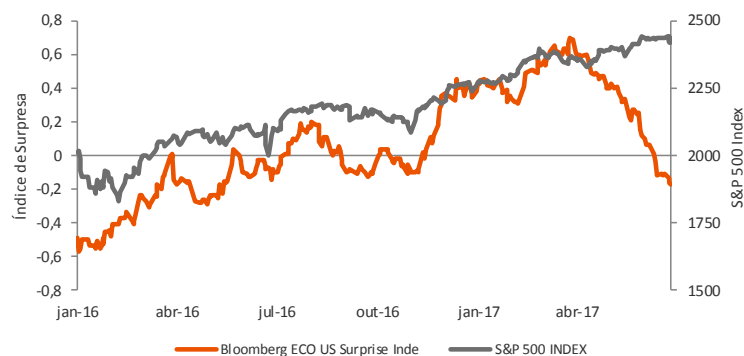
- Tem-se assistido a uma melhoria da actividade económica global, que se revela sustentável e reflecte a evolução de alguns indicadores macroeconómicos. Acreditamos que este *momentum* deverá persistir.
- A economia norte-americana deverá permanecer forte (2,2%) e a economia europeia (1,8%) deverá beneficiar de um aumento do consumo privado.
- Para o terceiro trimestre, a China deverá crescer a 6,6% e o Brasil manterá o ritmo de melhoria (1%).
- O indicador de PMI confirma a expansão económica (superior a 50 pontos), excepção feita para o Brasil, ainda que se tenha observado uma melhoria na última divulgação.
- A Zona Euro é a geografia que apresenta valores mais elevados ao nível do PMI de serviços e manufatura.

USD vs. Treasury



Fonte: Bloomberg

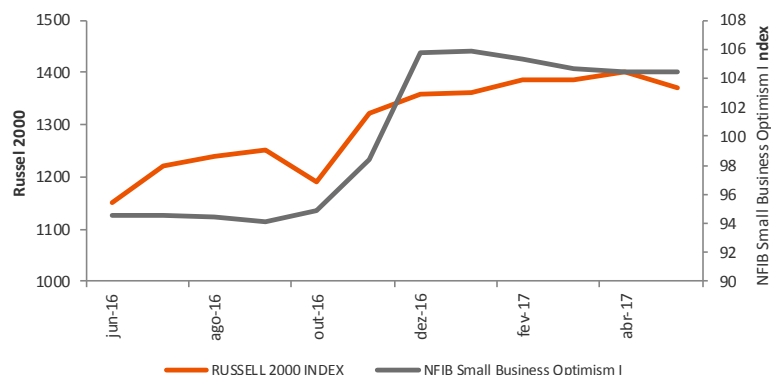
Índice de Surpresa vs. S&P 500



Fonte: Bloomberg

- O processo de normalização da política monetária ocorre num período em que o *trade* reflacionário – i.e. expectativas de crescimento económico via inflação – perdeu fulgor.
- Os mercados accionistas não reflectem ainda esta perspectiva mais negativa, tendo em conta a convicção do mercado no início do ano em 2 calls distintos, mas interrelacionados:
 - dólar norte-americano mais forte;
 - *treasury yields* em tendência ascendente;
- Os mais recentes indicadores económicos nos EUA também confirmam o estágio mais avançado da recuperação económica e apontam para alguma desaceleração.
- O índice de surpresa (que mede a diferença entre o valor reportado e as estimativas do mercado para este), apresenta uma queda expressiva nos últimos meses.
- Não devemos tomar este estágio mais avançado da economia norte-americana como um sinal de uma recessão iminente, apenas como um alerta para a extensão do ciclo actual.

Russel vs. Expectativas de PMEs



Fonte: Bloomberg

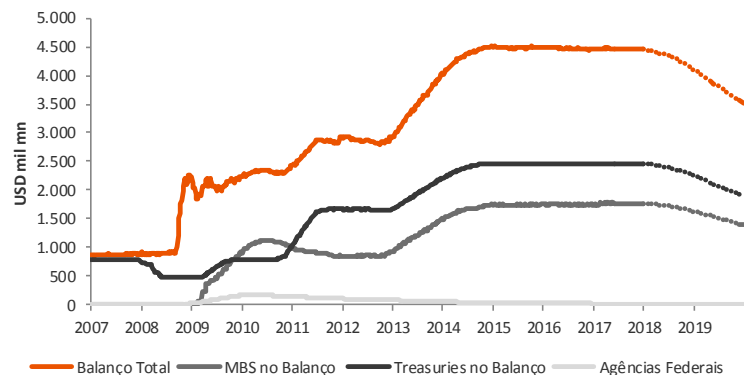
S&P 500 vs. Expectativas de Inflação



Fonte: Bloomberg

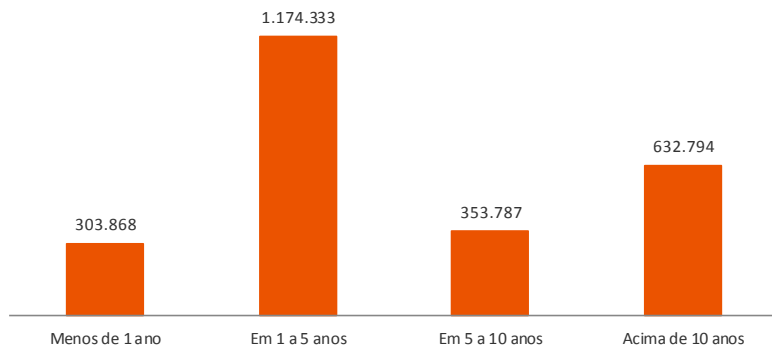
- As empresas de menor dimensão (*small-caps*) figuravam como vencedores num cenário de reflução, sendo um dos activos que mais beneficiou da eleição de Donald J. Trump.
- A perspectiva de menores impostos e reforço do investimento público beneficiou essencialmente o segmento das PMEs.
- Ao contrário das *large caps*, estas refrearam substancialmente os ganhos à medida que a convicção do *trade* reflacionário esvaneceu.
- A queda do BE 10 Yr materializa a desilusão sobre a entrega de Trump, algo que ainda não acarretou um impacto material sobre o mercado accionista.
- Factores como a evolução operacional positiva dos resultados empresariais e o *tech boom* vigente contribuem para justificar os níveis máximos a que o mercado transacciona.

Fed - Balanço e Principais Componentes



Fonte: FRED

Treasuries vencendo em...

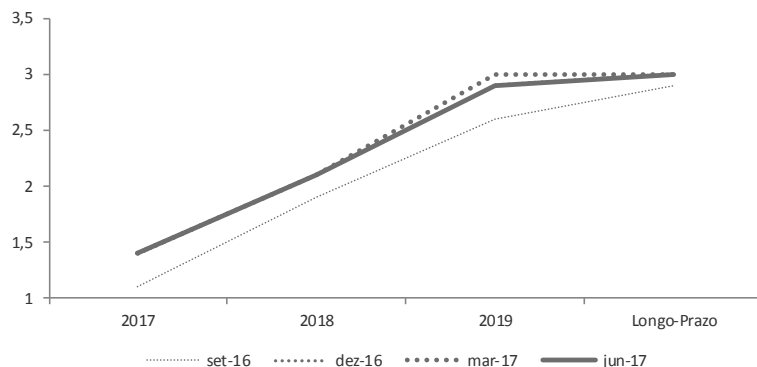


Nota: @ 07/06/2017; Valores em USD mn

Fonte: FRED

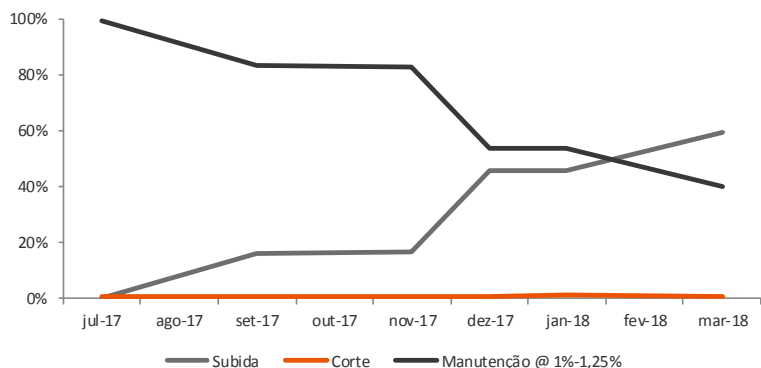
- O processo de normalização da política monetária irá iniciar uma nova etapa no final do ano – Fed iniciará o processo de redução do seu balanço.
- Este balanço cresceu de USD 800 mil mn em 2008 para USD 4,5 triliões actuais, em seguimento do programa de compra de activos iniciado pelo banco central durante a Grande Recessão.
- Em 2013, Bernanke despoletou o *'taper tantrum'* ao sinalizar o fim do QE. A Fed tentará ao máximo evitar uma reacção do mercado similar no que respeita a gestão do seu Balanço.
- Informações preliminares avançadas pelo FED:
 - Não ocorrerá venda directa no mercado de obrigações;
 - Não reinvestimento do valor facial dos activos na sua maturidade:
 - a) Para as obrigações o ritmo de não reinvestimento será USD 6 mil mn/mês, crescendo a cada 3 meses em mais USD 6 mil mn até ao limite de USD 30 mil mn/mês;
 - b) no caso de títulos garantidos por hipotecas e dívida de agências federais o limite de não reinvestimento será de USD 4 mil mn, crescendo a cada 3 meses em USD 4 mil mn até atingir os USD 20 mil mn/mês.

Projeção Taxa de Juro de Referência



Fonte: FOMC

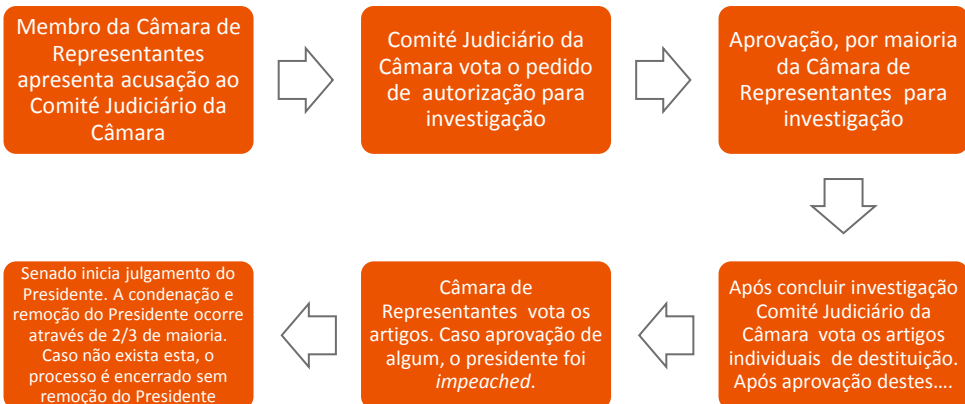
Probabilidade Aumento de Taxas - Mercado



Fonte: Bloomberg

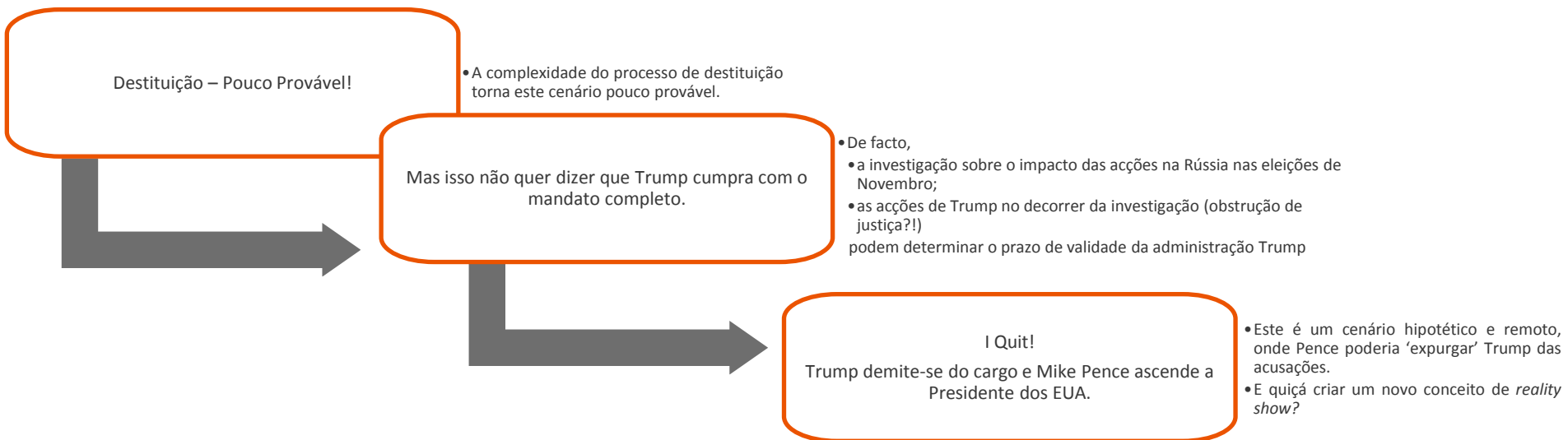
- O FOMC (comité de política monetária da Reserva Federal) aumentou pela 2ª vez no ano a taxa de juro de referência, elevando esta para o intervalo de [1%;1,25%].
- O valor mediano de projecções da Fed Funds para 2017 é de 1,4% vs intervalo de 1-1,25% actual;
- O mercado apresenta-se menos convencido sobre a concretização de um 3º aumento de taxas em 2017, no seguimento de indicadores que apontam para alguma desaceleração do nível de actividade.
- De facto, as actuais probabilidades de aumento de taxas atribuídas pelo mercado apontam para que um novo aumento apenas ocorra em Março de 2018.
- Verifica-se um *mismatch* em relação ao discurso da Reserva Federal e a actual expectativa do mercado, pelo que o *downside* mostra-se mais claro se o FED não suavizar a sua retórica tendencialmente *hawkish*.

Processo de exclusão de Presidente

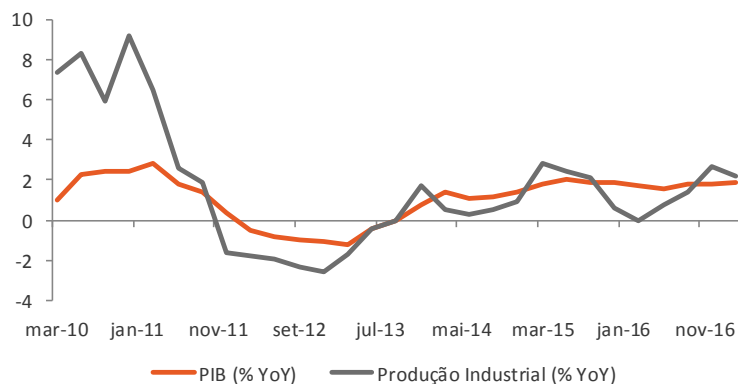


Fonte: Bloomberg

- Um dos temas que é constantemente abordado é a possibilidade de um *impeachment*, decorrente das investigações sobre as relações com a Rússia e/ou a relativa incapacidade de governar exibida por Trump.
- Ainda que 2016 nos tenha ensinado que nada é impossível, é importante destacar que um *impeachment* é um processo complexo, sem que nenhum presidente, nos EUA, tenha sido removido através deste.
- Adicionalmente, e ainda que o Vice-Presidente Mike Pence figure como uma alternativa menos errática e mais conservadora face ao Trump, a instabilidade política poderá extrapolar-se para os mercados.

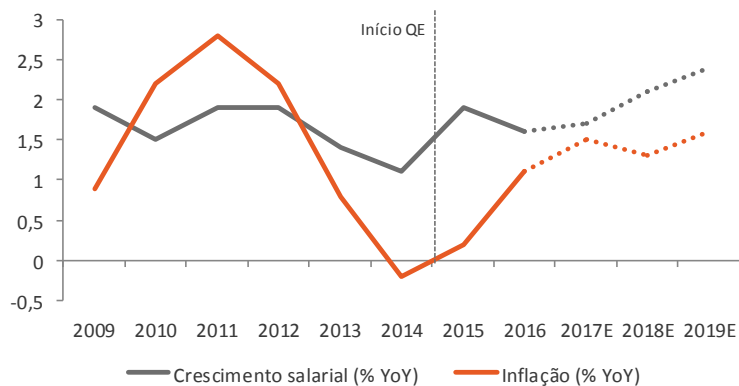


PIB vs. Produção Industrial (% YoY)



Fonte: Research BiG

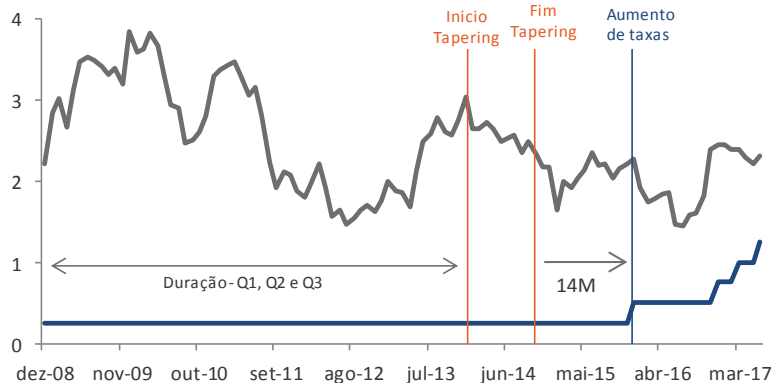
Inflação vs. Crescimento Salarial (% YoY)



Fonte: Research BiG; BCE

- Após um crescimento robusto no primeiro trimestre de 2017, os últimos indicadores – mercado de trabalho, confiança do consumidor – indicam que o *momentum* deverá perdurar.
- Os últimos números divulgados relativos ao 2T17 revelam que a indústria deverá acelerar o crescimento em 2017, com reflexos positivos no crescimento da economia da Zona Euro.
- O mercado de trabalho na Europa tem vindo a melhorar, com a taxa de desemprego a registar valores de 2009. Ainda assim, o crescimento salarial continua fraco, o que reforça a ideia de que ainda é cedo para normalizar a política monetária.
- A subida homóloga do preço do crude no 1S17 acarretou um impacto relevante no pick-up do nível de preços, cujo efeito deverá dissipar-se nos próximos trimestres.

Evolução Treasuries 10Y e Fed Funds Rate



Fonte: Bloomberg; Research BiG

- Apesar do início do *tapering*, as taxas de juro nos EUA continuaram a cair, tendo o maior movimento de subida ocorrido aquando da eleição de Donald Trump.
- Na Europa, acreditamos que o BCE deverá apenas começar a subir taxas após reduzir as suas compras a zero. A taxa de depósitos deverá manter-se inalterada, pelo menos até ao fim do QE, uma vez que os efeitos negativos estão limitados.
- A duração do *tapering* poderá ser mais rápida (o consenso aponta para 9 meses) do que o ocorrido com o Fed (11 meses).
- Ainda assim, as *yields* das obrigações soberanas poderão apresentar uma volatilidade adicional se houver surpresas ao nível da implementação do *tapering* (ex. uma implementação mais rápida do que o esperado).

2017

A reunião de Setembro poderá trazer novidades relativamente aos planos de *tapering*. No entanto, o BCE só irá proceder se:

- A economia continuar a *performar* bem
- Suavização da fragmentação financeira
- Ausência de choques externo e de redução de riscos políticos na Europa

2018

Primeiro semestre : Implementação do *tapering*

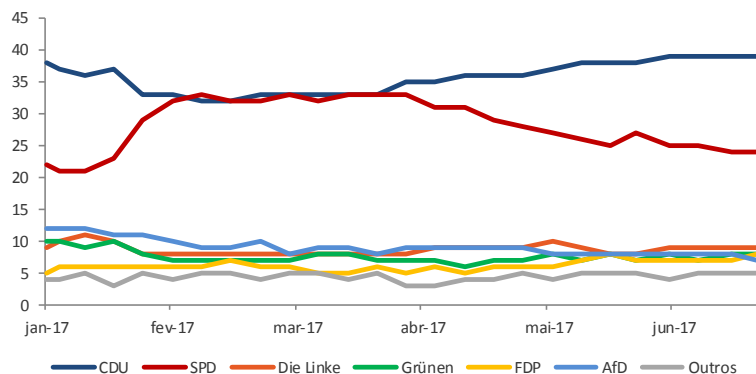
Terceiro trimestre :

Conclusão do *tapering* e final do programa de QE.
Subida de taxa Depo

2019

Aumento de taxa refi

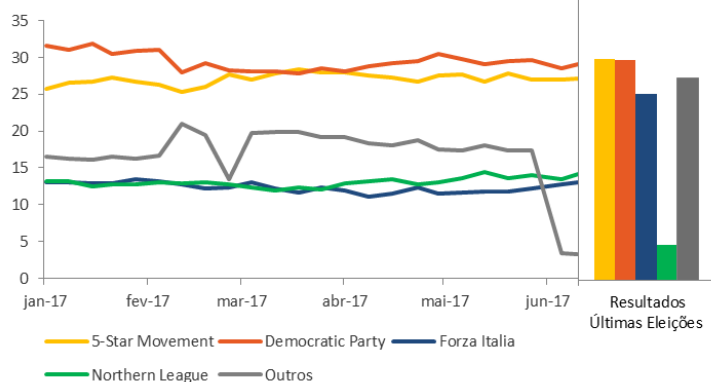
Evolução sondagens Alemanha (% intenção de voto)



Fonte: Sondagem – Emnid; Research BiG

- Recentemente a CDU de Angela Merkel (38%) alargou o diferencial face ao SPD de Martin Schulz (27%), beneficiando dos resultados das eleições regionais, onde o SPD foi o ‘grande’ derrotado. As eleições realizam-se a 24 de Setembro.
- Salientamos, que em 2005, o partido de Merkel seguia com uma vantagem de 21% face ao SPD, mas perdeu fulgor ao longo da campanha encerrando com um diferencial de apenas 1%.
- O mercado encontra-se já a estudar as seguintes possibilidades de coligação: “Grande Coligação” (CDU/SPD); “Jamaica coalition” (CDU/FDP/Green); Coligação ‘Centro-direita’ (CDU/FDP) e “Red-Red-Green”(SPD/Linke/Green).

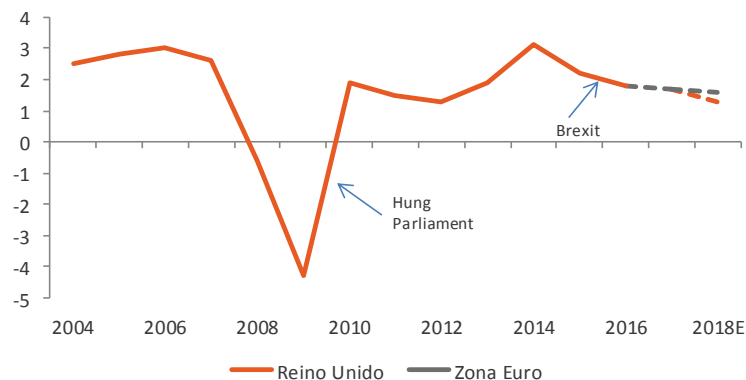
Sondagens Itália (% intenções de voto)



Fonte: Sondagem – SWG; Research BiG

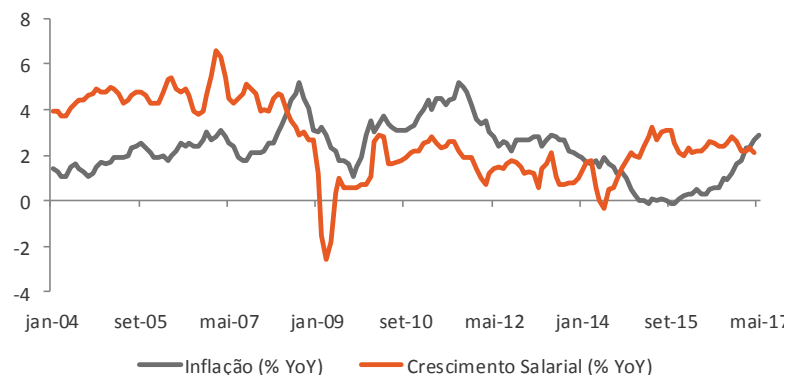
- As eleições legislativas em Itália, marcadas para Maio 2018, poderão ser antecipadas para este Outono - probabilidade 50%. Deverá ocorrer após ser aprovada a nova lei eleitoral (Julho), que tem como objectivo harmonizar o sistema de votação.
- Apesar do risco de haver um Parlamento sem maioria, estas eleições antecipadas poderão desacelerar a progressão dos partidos ‘anti-sistema’. O mais provável é uma coligação entre os principais partidos.
- Não obstante, alertamos que considerando os problemas estruturais da economia italiana, a mesma encontra-se vulnerável a ‘choques’. Para 2017 espera-se, um crescimento económico mais lento (1%) do que na Zona Euro (1,7%).

Evolução PIB (% YoY)



Fonte: Office for National Statistics; Bloomberg

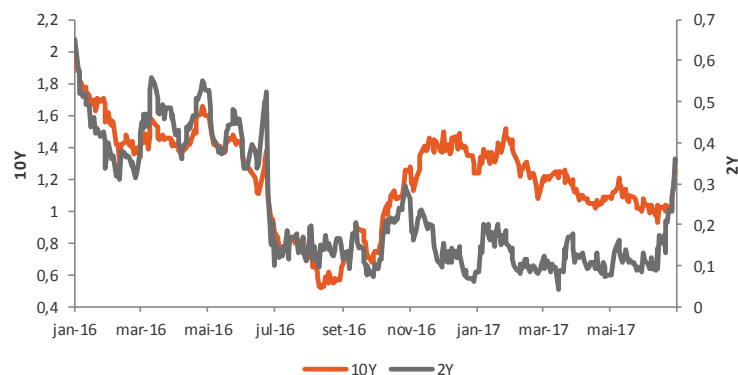
Inflação vs. Crescimento Salarial (% YoY)



Fonte: Office for National Statistics; Bloomberg

- A economia britânica mostrou-se resiliente em 2010 com um *'hung parliament'*. No entanto, o voto a favor do Brexit em 2016 e o resultado das últimas eleições poderão ter impacto – empresas adiam a decisão de alguns investimentos e os consumidores reduzem o nível de consumo.
- Como consequência, já se espera que a economia britânica cresça a um ritmo mais moderado que a economia europeia (1,3% vs. 1,6% da Zona Euro em 2018).
- Pela primeira vez, desde meados de 2014 que o crescimento salarial está a crescer a um ritmo inferior à inflação.
- Se esta tendência se mantiver – aumento de inflação e menor crescimento dos salários - os 'orçamentos' domésticos ficarão mais apertados. O BoE, na última reunião, referiu que prevê que a inflação alcance os 3% no Outono.

Evolução Yields 2Y vs. 10Y



Fonte: Bloomberg

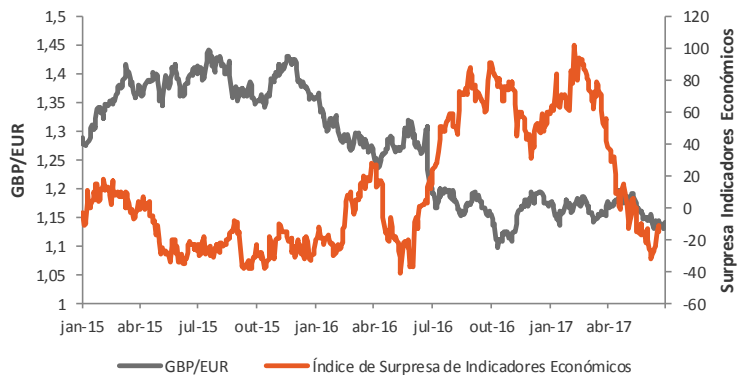
Evolução Índice FTSE e GBP



Fonte: Bloomberg

- O recente aumento das taxas a dois anos no Reino Unido fez crescer, em quase 50%, a probabilidade de um aumento de taxas este ano.
- Já na última reunião do BoE, três dos oito membros votaram a favor de um aumento de taxas para 0,50% , devido ao forte *pick-up* da inflação nos últimos meses.
- O índice FTSE tem vindo a *outperformar* desde o Brexit, em parte porque as empresas multinacionais têm os seus lucros em dólares. Já a libra foi um dos activos mais penalizados com o voto a favor do Brexit.
- Se ocorrer um ‘soft Brexit’ e a libra recuperar, é provável que se assista a uma lateralização ou queda do índice accionista britânico.

GBP/EUR vs. Surpresa Indicadores Económicos



Fonte: Bloomberg

- A perda da maioria por parte dos Conservadores criou alguma instabilidade política, o que poderá atrasar o processo de negociações, aumentando a probabilidade de ocorrer um 'soft Brexit' - Participação no Mercado Único, mantendo as regras da UE e a livre circulação de pessoas, à semelhança da Noruega.
- O partido DUC - tem uma aliança com o partido de May que lhe permitirá aprovar legislação – defende tanto a facilidade de comércio com actuais/novos mercados, como restrições à política migratória, só possível com a saída do Mercado Único.
- Além do mais, do lado da Europa, alguns países podem defender o 'hard Brexit' (saída sem acordo com a UE – acordo via membro OMC) para beneficiar da saída de empresas de Londres e desencorajar outros países a abandonarem a União Europeia.
- A instabilidade no R.U. têm pressionado a libra e os indicadores recentes decepcionaram as expectativas de mercado.

Julho '17	Outubro a Dezembro '17	Outubro '18	Março '19
Segunda ronda de negociações	1ª fase concluída, sendo definidos os primeiros termos do 'divórcio'.	Ratificação do acordo	Saída do Reino Unido da União Europeia

União Europeia



Cenários

Hard Brexit

Acordo básico, relativo aos direitos dos cidadãos

Os dois lados chegam a acordo no comércio de bens mas não de serviços

Acordo União Aduaneira, deixando o controle das próprias tarifas

Acordo de Comércio Livre, dando um papel importante ao TJE

Soft Brexit

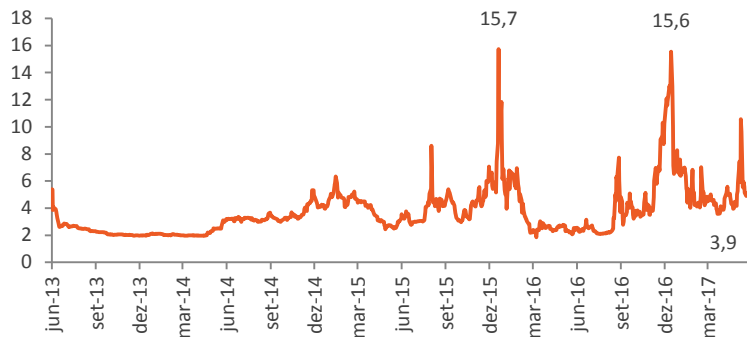
Reino Unido



Após Eleições (Junho '17)



CNH Hibor 1 mês (taxa interbancária do yuan em Hong Kong em %)

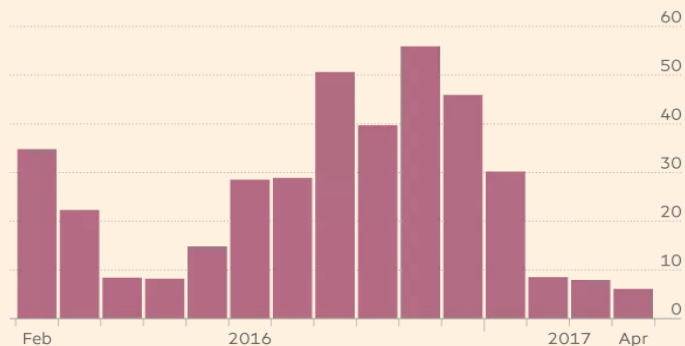


Fonte: Bloomberg

- O banco central chinês continua a fazer um bom trabalho na gestão da potencial instabilidade financeira na China. O gráfico da esquerda é ilustrativo, com as taxas de juro do mercado interbancário chinês a tenderem a ser cada vez mais altas e a registarem “picos” cada vez mais frequentes.
- Estes “picos” travam as fugas de capitais durante algum tempo, mas não evitam essa tendência.

China central bank continues to sell dollars

FX market intervention has slowed but not stopped (monthly FX sales, \$bn)



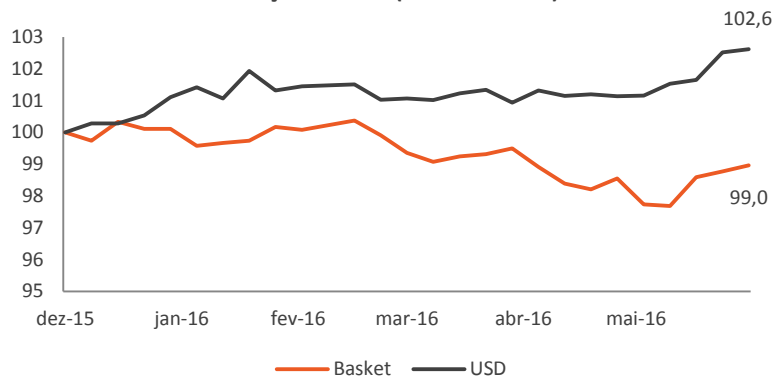
Sources: People's Bank of China; CEIC; FT calculations

FT

Fonte: FT

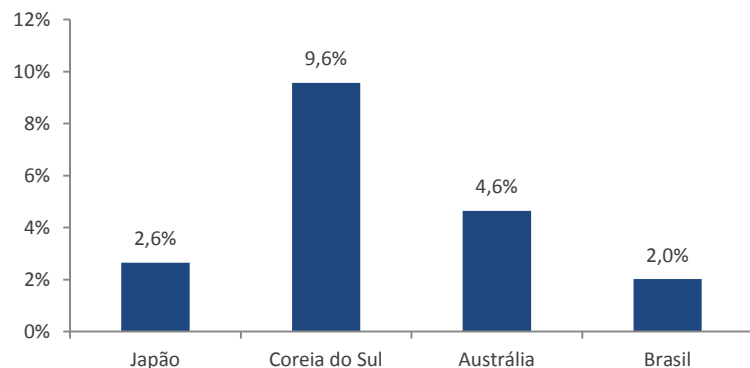
- Um dos temas mais abordados no início do ano foi a diminuição do balanço de reservas de internacionais do banco central chinês, que indiciava que este estava a ter dificuldades em evitar a desvalorização do *yuan*.
- O valor das Reservas Internacionais manteve-se acima dos USD 3 tri, beneficiando da valorização das *treasuries*, ao passo que a desvalorização do USD limitou a necessidade da venda de reservas, cuja tendência ainda assim persiste – cristalizando os riscos de fuga de capital no médio prazo.

Variação do CNY (Dez 2016=100)



Fonte: Bloomberg

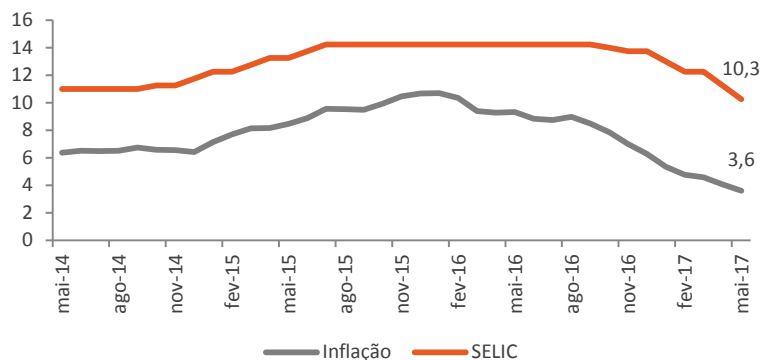
Exportações para a China (% do PIB)



Fonte: OEC

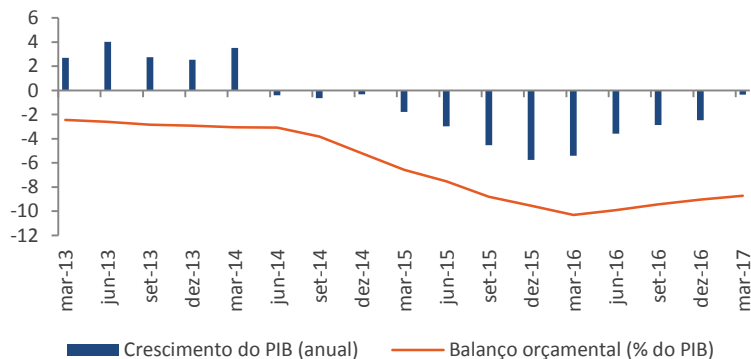
- Outra das medidas tomadas pelo banco central chinês ao longo do último trimestre foi a reversão da flexibilização da gestão cambial. O regulador indicou que vai voltar a fazer uma gestão mais estrita em relação ao dólar americano, contrariando o que havia decidido no ano passado.
- A divisa chinesa tem valorizado contra o USD em 2017, mas desvalorizou contra a maior parte dos outros pares cambiais.
- A valorização contra o dólar é uma ilusão da recuperação da divisa chinesa.
- Os factores apontados levam-nos a concluir que o banco central chinês está efectivamente a fazer uma boa gestão da delicada situação cambial do país, mas que a tendência de fuga de capitais não se dissipou. Continuamos portanto a apontar a desvalorização do *yuan* chinês como uma tendência importante para os próximos trimestres.
- A Coreia do Sul, a Austrália, o Japão e Brasil são os países que mais exposição têm a esta desvalorização, tendo em conta o peso das exportações para a China em % do PIB.

Inflação e taxa de juro



Fonte: Bloomberg

PIB e saldo orçamental do Brasil



Fonte: Bloomberg

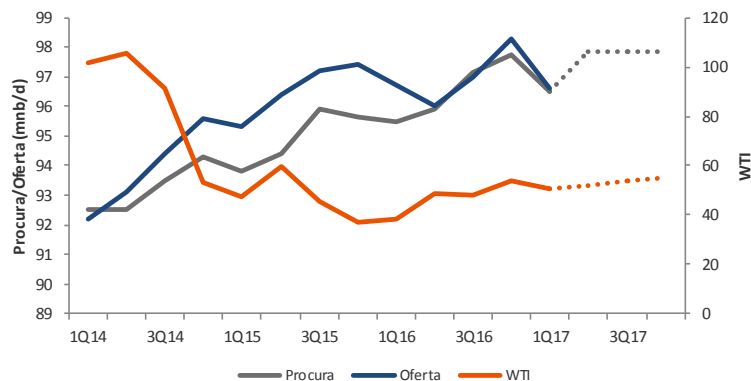
- No Brasil, a tendência de estabilização da inflação - queda das taxas de juro e recuperação económica mantém-se, de acordo com o que tínhamos projectado no passado.
- A continuação da tendência desinflationista é particularmente importante já que permite ao banco central baixar as taxas de juro, beneficiando a economia.
- O cenário económico mantém-se numa tendência favorável, pese embora os riscos políticos flagrantes.
- O calcanhar de aquiles da recuperação económica do Brasil continua a ser os altos défices orçamentais e a instabilidade política.
- A recente evidência de que Temer possa ter feito subornos relacionados com o caso Lava Jato trazem de novo para cima da mesa a possibilidade da destituição do Presidente, o que põe em causa o trabalho de consolidação orçamental que tem sido feito pelo actual Governo.
- Apesar disso, mantemo-nos positivos em relação aos activos brasileiros, com preferência a acções com exposição à economia doméstica do Brasil (*small caps*).

Decoupling entre Commodities e Emergentes



Fonte: Bloomberg

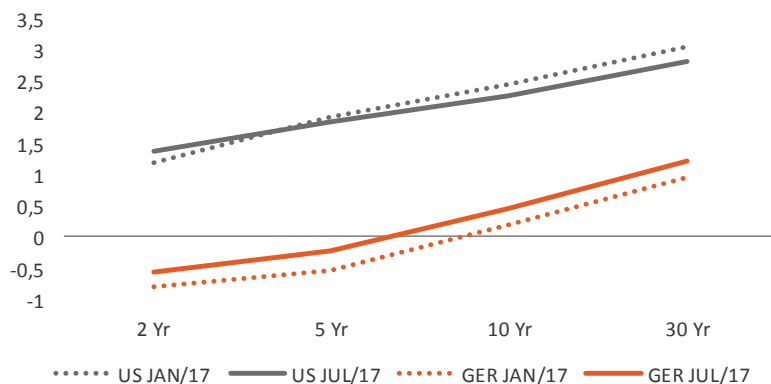
Enquadramento Mercado Crude



Fonte: Bloomberg

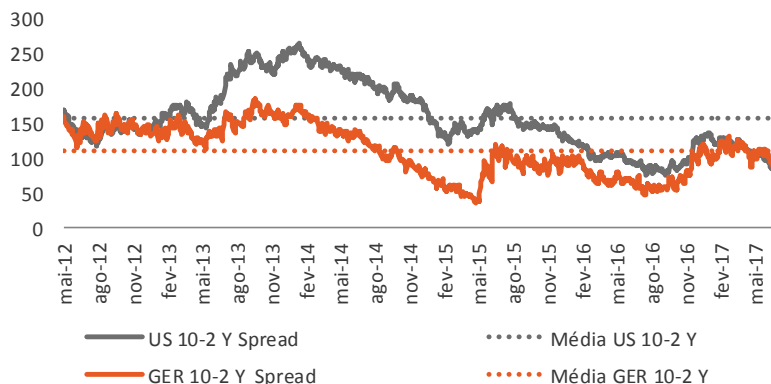
- Historicamente, as economias emergentes (Equity e cambial) apresentam uma correlação positiva com a evolução das *commodities*, evoluindo em concomitância com as últimas.
- Contudo, a evolução mais recente dos mercados emergentes aponta para uma desvinculação face às *commodities*, evidenciando a menor exposição das economias a estas.
- O acordo de redução de produção pela OPEP e parceiros, que foi prolongado até Março de 2018, decorre há 6 meses, e já apresenta efeitos na oferta de crude, que contraiu no 1º trimestre de 2017.
- Ainda assim, esta contracção não é suficiente para o equilíbrio da oferta de crude no mercado, com os ganhos de eficiência na produção de crude de xisto a levarem a *breakevens* cada vez menores.
- A evolução desta produção não-convencional irá funcionar cada vez mais como um “cap” para o nível de preços.

Evolução Yield Curve - US/GER ytd%



Fonte: Bloomberg

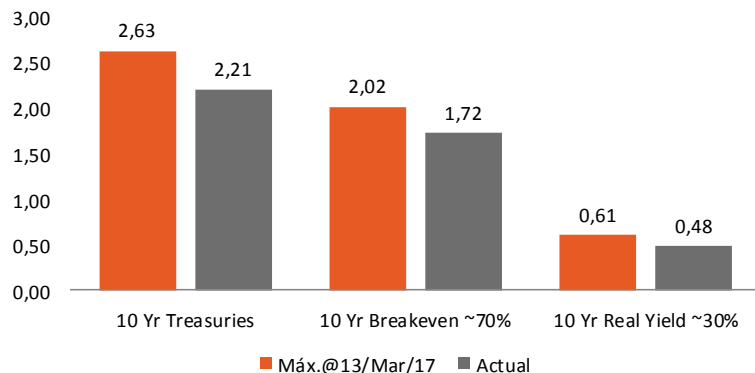
Inclinação Yield Curve - US/GER



Fonte: Bloomberg

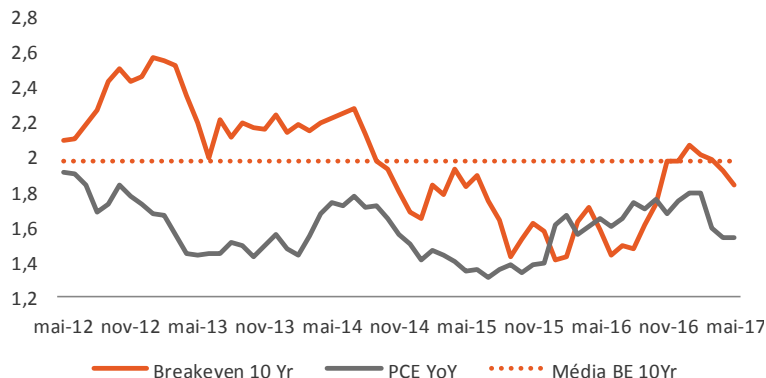
- A maior robustez do contexto económico na Europa e a perspectiva do anúncio do *tapering* pelo BCE determinou o *pick-up* das *yields* ao longo da curva germânica.
- O arrefecimento das expectativas da política reflacionária de Trump e a acção moderadamente *hawkish* do FED acentuou o aplanamento da *yield curve* americana.
- A reversão (parcial) destes dois factores poderia motivar uma gradual inclinação da curva americana – seria favorável para o contexto económico e evolução dos activos de risco.
- A inclinação da curva alemã (Spread 10-2 Yr) regista um nível coincidente com a média dos últimos 5 anos, pese embora a distorção induzida pelo QE (duração da dívida alemã detida pelo BCE ~7,2 anos) e valor da taxa de depósitos (-0,4%).
- A curva americana denota um aplanamento moderadamente agressivo, salientando os riscos em torno da sustentabilidade do actual ciclo de expansão.

Retracement US Treasuries



Fonte: Bloomberg

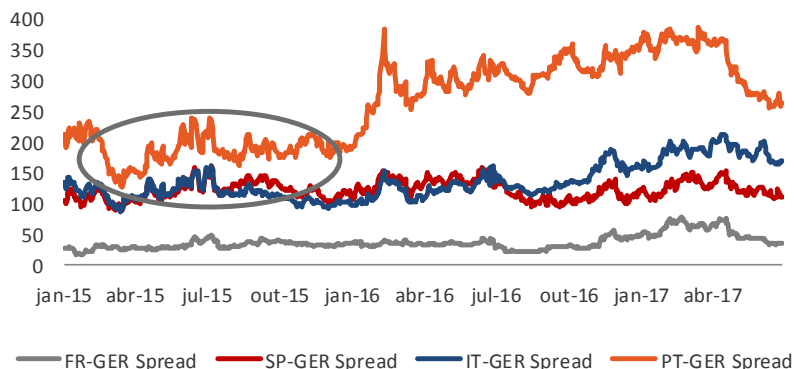
Breakeven 10 Yr vs PCE



Fonte: Bloomberg

- O *retracement* das taxas de juro nominais foi determinado essencialmente (~70%) pela reversão das expectativas do trade reflacionário de Trump.
- O actual nível de taxas de juro reais mostra-se ainda relativamente baixo face ao ciclo económico (PIB real ~2%) e à normalização monetária em curso pelo FED (1-1,25%).
- A flutuação das expectativas do mercado em torno das políticas de Trump tem sido algo extremada, sobretudo no momento da sua eleição, mas também ao longo de 2017.
- Com o BE (10 Yr) a fixar novamente valores abaixo da média de 5 anos e com o diferencial deste face ao PCE relativamente estreito, voltamos a identificar valor relativo em instrumentos de dívida Inflation Linked (TIPS).

Evolução Spreads Periferia vs Bunds



Fonte: Bloomberg

Targets 2017 YE

POR-GER Spread: ~200-250pb

ITA-GER Spread: ~150pb

ESP-GER Spread: ~100pb

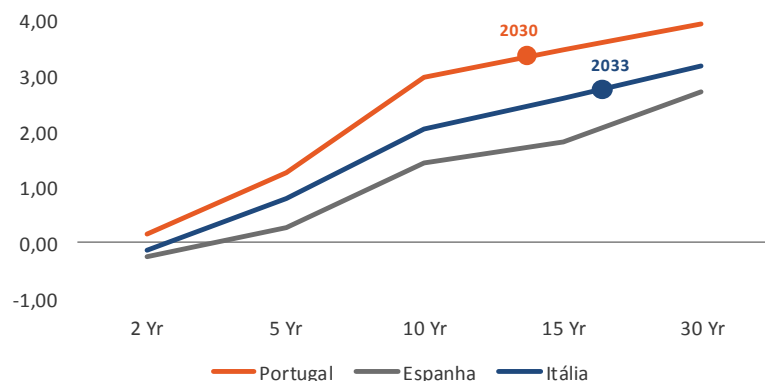
FR-GER Spread: ~50pb

BUNDS: 60-100pb

Fonte: Bloomberg

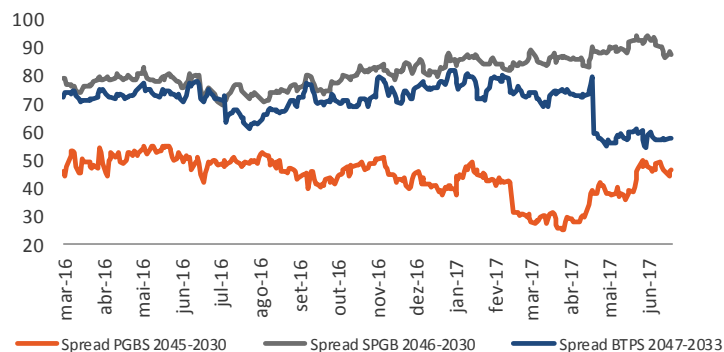
- A decisão de Bruxelas em retirar Portugal do Procedimento por Défice Excessivo e a dinâmica favorável do binómio crescimento económico e consolidação orçamental são factores que justificam o *rally* da dívida Portuguesa em 2017.
- O valor relativo da dívida Portuguesa (vs periferia) mantém-se interessante, sobretudo tendo em conta uma eventual revisão do *rating* para Investment Grade - spreads PGB-BUNDS poderiam fixar níveis idênticos ao observado em 2015.
- A data de 15/Dez. (decisão rating de Portugal pela Fitch) revela-se crítica neste sentido.
- O fulgor da recuperação do ciclo económico na Europa e a suavização dos riscos políticos no bloco levam a que os nossos targets 2017YE para os níveis de *spread* Periferia-Bunds já estejam praticamente alcançados.
- A tendência de compressão de *spreads* Periferia-Bunds deverá manter-se no curto prazo, ainda que riscos em torno do anúncio de *tapering* poderão limitar a dimensão deste movimento.

Yield Curve Periferia - Valor Relativo



Fonte: Bloomberg

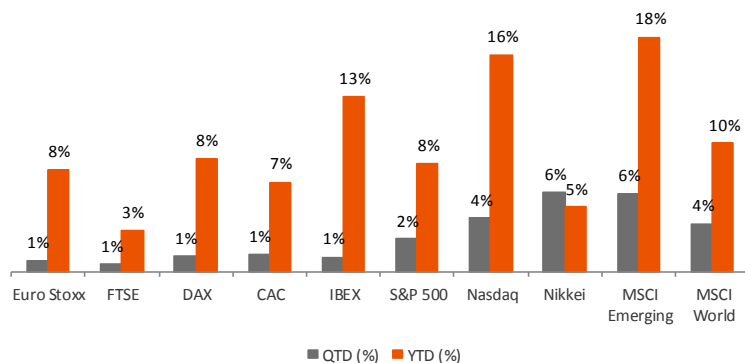
Inclinação Periferia - Valor Relativo (p.b.)



Fonte: Bloomberg

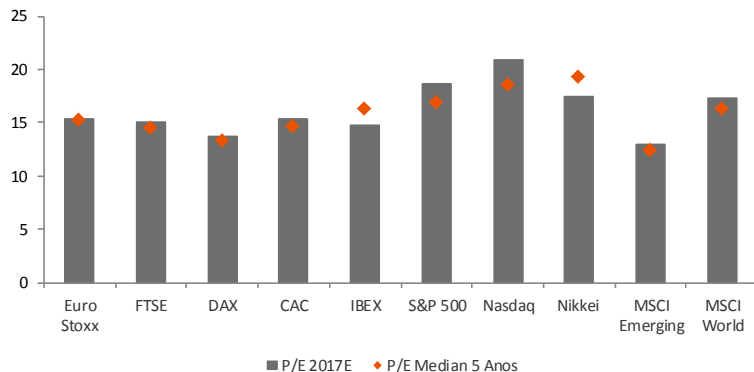
- Numa avaliação estritamente relativa entre as curvas de rendimento na Periferia, continuamos a identificar valor em determinados segmentos da curva de dívida Portuguesa e Italiana.
- Identificamos as PGBS 3,875%/2030 e BTPS 2,45%/2033 como os *sweetspots* das respectivas curvas de rendimento.
- As curvas de rendimento de Portugal e Itália revelam um aplanamento significativo nas maturidades 30-15 Yr face ao que se observa no caso Espanhol.
- Ainda que a perspectiva de algum risco de crédito trespasse para um maior aplanamento das *yield curves*, consideramos que este diferencial face a Espanha revela-se excessivo.
- A exposição a PGBS 2030 e BTPS 2033 revela-se interessante numa lógica de gradual inclinação das curvas de Portugal e Itália (*bull steepening*) com menor risco de *duration*.

Evolução Mercados - QTD vs. YTD



Fonte: Bloomberg

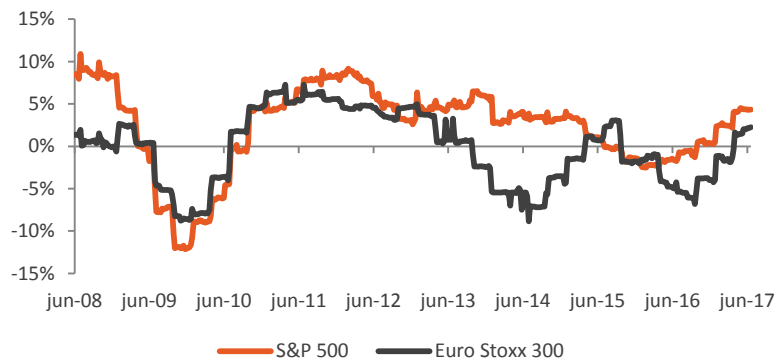
Avaliação Fundamental



Fonte: Bloomberg

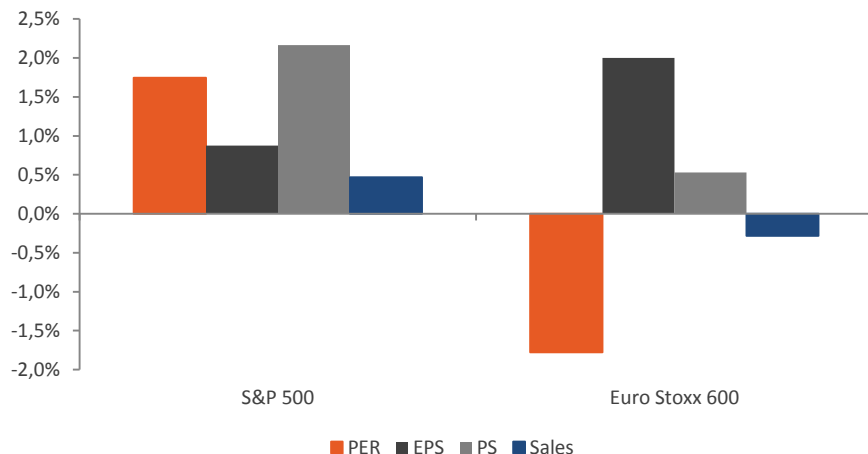
- O desempenho do mercado accionista continua amplamente positivo desde o início do ano, ainda que o 2T17 tenha marcado um arrefecimento no sentimento positivo.
- A desilusão em torno do *trade* reflacionário de Trump e, sobretudo, o maior *pricing-in* do mercado para o eventual anúncio de *tapering* do BCE justificaram este movimento.
- O sector tecnológico norte-americano e o bloco emergente permanecem como *winners* em 2017.
- O nível de avaliação do mercado accionista mostra-se relativamente dispendioso, ainda para mais numa fase relativamente adiantada do ciclo da economia líder (EUA).
- A distância para o pico do *earnings cycle* revela-se uma variável fulcral para melhor perceber a extensão (indeterminada) do que nos parece ser o actual *rally* de final de ciclo.
- Ainda que as taxas de juro permaneçam a níveis historicamente reduzidos, o ritmo de normalização monetária será decisivo para o ajustamento das avaliações do Equity.

Crescimento das vendas por ação (% yoy)



Fonte: Bloomberg

Variação de indicadores chave (qoq)



Fonte: Bloomberg

- Durante o último trimestre, continuámos a assistir a uma aceleração do crescimento das vendas dos principais índices da Europa e dos EUA.
- No caso dos EUA assistiu-se a uma aceleração mais fraca do que na Europa, o que é sintomático da fase do ciclo. O crescimento das vendas nos EUA será mais exigente em relação à expectativa de incremento do *topline* na Europa.
- Observando a evolução dos principais múltiplos de preço e métricas operacionais dos índices no 2T17, notamos um encarecimento mais expressivo no lado norte-americano, ainda que as subidas de preço não foram acompanhadas proporcionalmente por melhorias ao nível das vendas e lucros.
- Na Europa, o encarecimento não se materializou no 2T17 devido à melhoria dos lucros. Parte significativa desta melhoria advém do sector bancário, no qual foram ultrapassados alguns efeitos não recorrentes de limpeza de balanço.

Euro Stoxx 50 a 2 anos:



Fonte: BiGlobal Trade

CENÁRIO ACTUAL:

- Economia europeia continua a ganhar tracção sem apresentar sinais inflacionistas.
 - ✓ BCE tem portanto flexibilidade para manter política monetária expansionista caso ache necessário.
- Optimismo generalizado em relação à economia e à situação política deixam pouca margem para mais surpresas positivas.
- Cenário técnico actual representa um entrave relevante a novas subidas.

RISCOS:

- O facto da inflação se manter baixa permite que o BCE mantenha a política monetária expansionista. Surpresas em alta da inflação teriam impacto negativo para as acções.
- As negociações do *Brexit* podem tomar proporções mais negativas.
- A instabilidade social na Grécia pode continuar a piorar, com consequências imprevisíveis.

Riscos

Nível de Risco

Inflação surpreende em alta



Brexit gera instabilidade política adicional



Grexit?



Cenário Técnico



S&P 500 a 2 anos:



Fonte: BiGlobal Trade

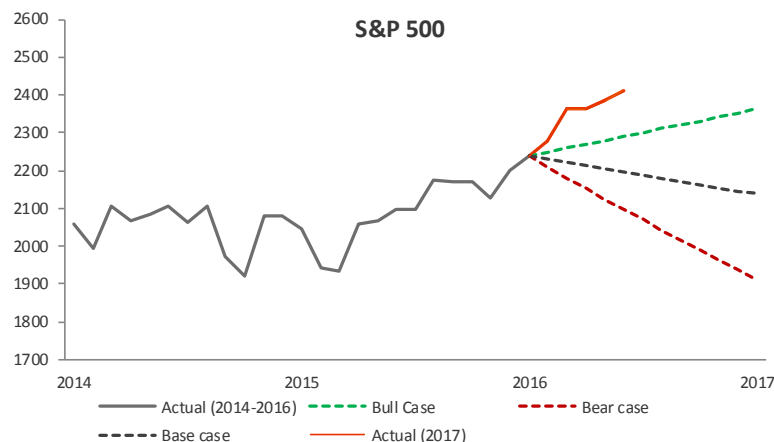
CENÁRIO ACTUAL:

- Economia norte-americana deu alguns sinais de desaceleração, o que suscitou a preocupação de que possa efectivamente abrandar.
- Tecnológicas alimentaram grande parte do *rally* do último trimestre, conduzindo o sentimento geral.
- Investidores começam a aperceber-se que Trump deverá implementar pouco do que prometeu.

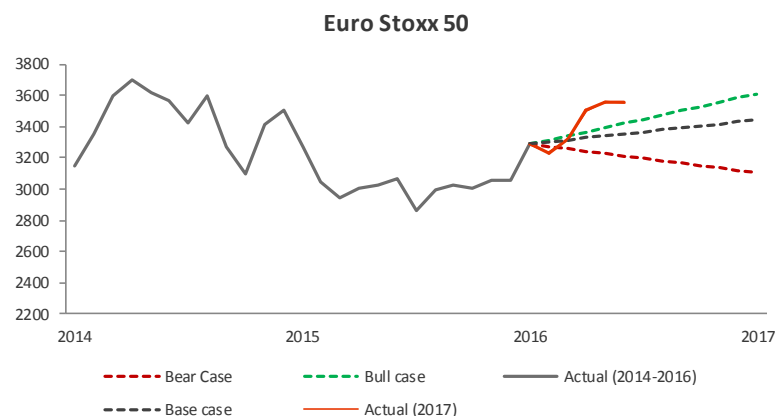
RISCOS:

Riscos	Nível de Risco		
Economia desilude e inflação sobe			
Sector Tecnológico alvo de regulação			
Trump?			
Cenário Técnico			

- A sustentabilidade do crescimento da actividade económica emerge como preocupação. Sinais de arrefecimento adicionais serão um problema.
- Sector tecnológico alimentou a subida mas parece estar iminente investidas regulatórias sobre os gigantes do sector, o que exacerba riscos descendentes.
- Trump é sempre uma incógnita e continua a representar algum risco.



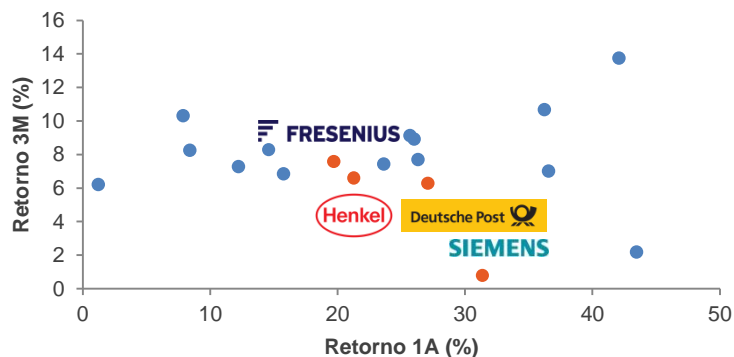
Fonte: Bloomberg;



Fonte: Bloomberg

- Os mercados norte-americano e europeu mantiveram a tendência positiva do 1º trimestre, ainda que denotando um arrefecimento que considerávamos expectável neste período.
- O rally dos índices norte-americanos mantém-se ininterrupto desde meados de 2009. O valor do S&P 500 é já superior ao nosso cenário mais bullish traçado até final do ano.
- O Euro Stoxx 50 negocia dentro do cenário mais *bullish* que havíamos projectado. A robustez dos indicadores recentes e o *flow* positivo a nível político e obrigacionista poderá levar o índice SX5E a quebrar em alta os nossos *targets*.
- Optámos por manter as nossas projecções, considerando: i) potencial efeito negativo do arrefecimento nos EUA; ii) reacção adversa dos mercados ao evoluir da política do FED; iii) anúncio de retirada dos estímulos pelo BCE;
- A atractividade do binómio risco-retorno para os índices accionistas no 2º semestre revela-se menos evidente, algo que já se materializou no 2T17.

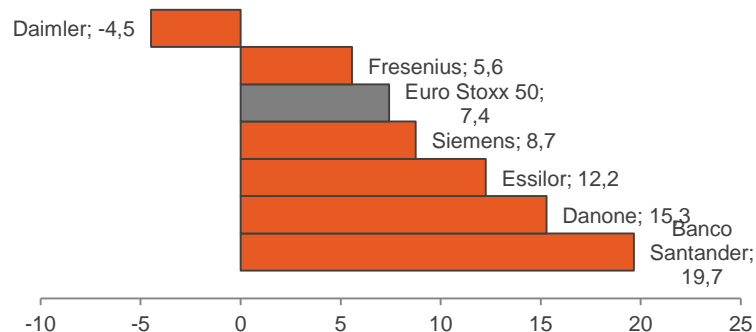
Picks 3T2017



Fonte: Bloomberg; Research BiG

- Voltamos a fazer um exercício de filtragem de acções onde tentamos identificar oportunidades de investimento atractivas no curto-prazo, dentro do universo de acções que consideramos investimentos atractivos de longo-prazo.
- Este trimestre as oportunidades em que temos mais convicção são:
 - ✓ Siemens
 - ✓ Fresenius
 - ✓ Henkel
 - ✓ Deutsche Post

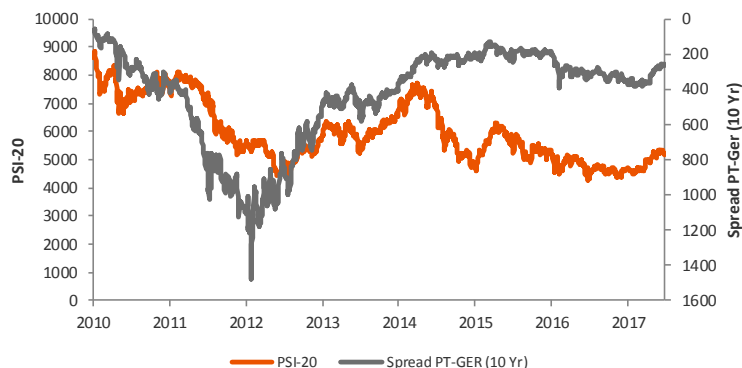
Picks do Outlook 2017 (% YTD)



Fonte: Bloomberg

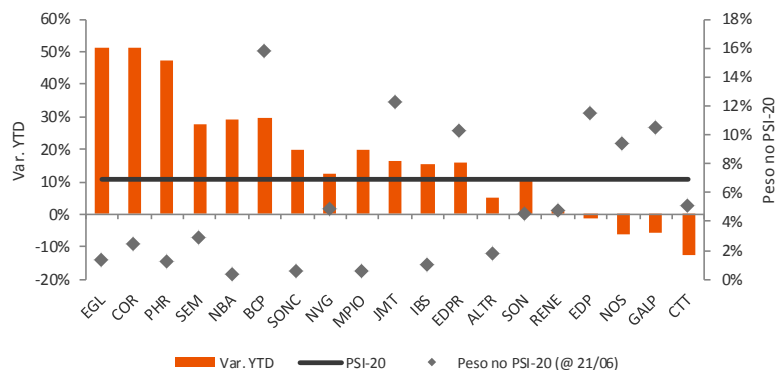
- Dois destes títulos fazem parte do leque de *picks* escolhidos no *Outlook 2017*, mas que estão um pouco mais aquém das restantes escolhas para o ano. Acreditamos que tanto a Fresenius quanto a Siemens têm espaço para subir mais que o mercado nos próximos trimestres.
- Quanto aos outros *picks*, tanto o Santander, Danone e a Essilor, atingiram níveis técnicos que se podem revelar uma barreira a novas subidas. É natural que a *performance* destes títulos seja mais contida nos próximos trimestres.

PSI-20 vs. Prémio de Risco



Fonte: Bloomberg

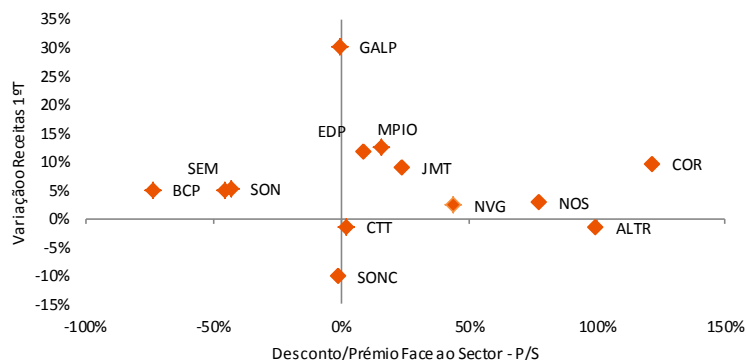
Desempenho Cotadas PSI-20



Fonte: Bloomberg

- O PSI-20 figura como uma das estrelas do mercado accionista europeu, com ganhos ytd acima dos 11%, o que compara com a valorização de 8% do Euro Stoxx e é apenas superado pela valorização observada pelo IBEX (+14%).
- A recuperação do mercado accionista Português decorre de vários factores: i) pick-up do contexto macro na Europa; ii) crescimento acima do esperado da economia nacional; iii) redução do prémio de risco atribuído à Portugal;
- A manutenção dos factores supracitados sustenta um racional favorável para a evolução do PSI-20 no médio prazo.
- O 1º semestre do ano 'viu' várias cotadas a apresentar ganhos expressivos. Ainda assim, devido às regras de constituição do índice, o peso destas cotadas é relativamente baixo - suavizando o respectivo impacto global.
- Entre as empresas com o maior peso no índice (>10%), o BCP e Jerónimo Martins sumarizam os principais contribuidores para os ganhos do mercado.

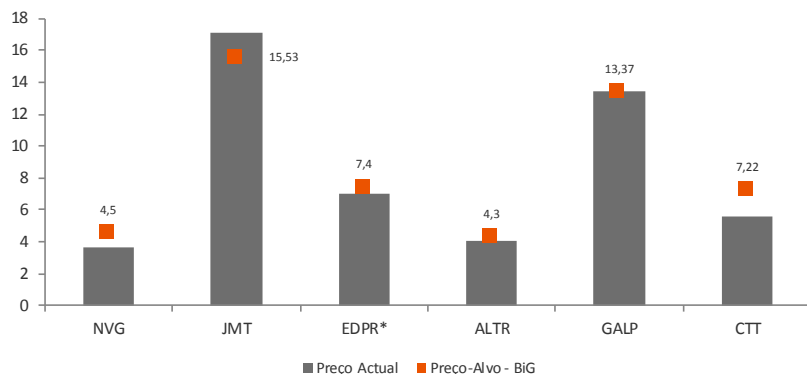
Receitas vs. P/S



Fonte: Bloomberg

Nota: Excluiu EDP; RENE; PHR; IBS; PHR; NBA

Preço - Actual vs. Preço- Alvo Research BiG



Fonte: Bloomberg;

Nota: A EDP Renováveis é alvo de uma OPA pela EDP.

- Considerando a evolução individual de algumas destas cotadas, uma questão é imperativa: Será que as evoluções actuais são justificáveis pelos fundamentais das empresas?
- Uma comparação do múltiplo de Preço/Vendas vs. crescimento das receitas no 1º trimestre permite concluir que a maior parte das empresas do PSI-20 encontra-se a prémio face ao seu sector. O superior nível de crescimento das receitas pode justificar este prémio.
- Dentro das empresas que transaccionam a desconto face ao sector e que ostentam uma evolução operacional favorável, continuamos a destacar o potencial de médio prazo da Sonae - revela-se um dos *top picks* anuais do Research BiG.
- Face às avaliações do Research BiG, o potencial de valorização das cotadas revela-se em alguns casos menos significativo.
- Empresas como The Navigator Company (+14%) e CTT (+30%) apresentam ainda um potencial de valorização considerável.

Equity		
GEOGRAFIAS	EUA	→
	Europa	→
	Portugal	→
	Emergentes	→

Dívida		
SOBERANA	Treasuries (10 Yr)	→
	Bunds (10 Yr)	→ *
	Periferia Europa - Soberano	→
CORPORATE	Investment Grade Europa	→
	Investment Grade EUA	→
	High Yield Europa	→
	High Yield EUA	→ **

Outras Classes de Activos		
FX	EUR-USD	→
	USD-JPY	→
	EUR-GBP	→
Outros	Commodities	→
ESTILO	Defensivas	→ *
	Cíclicas	→ **
	Large Caps (US)	→
	Small Caps (US)	→ *

** Downgrade; * Upgrade

Sectorial Europa		
Banca	→	**
Mat.-Primas	→	
Retail	→	*
Consumo	→	
Autos	→	**
Tecnología	→	
Const. & Materiais	→	**
Industrial	→	
Oil&Gas	→	
Químico	→	
Food&Beverage	→	**
Healthcare	→	
Telecoms	→	*
Segurador	→	
Media	→	*
Utilities	→	

** Downgrade; * Upgrade

Top Picks		
Health Care	Fresenius	↑
Industrial	Siemens	↑
Industrial	Henkel	↑
Postais	Deutsche Post	↑

Top Picks - Portugal		
Postais	CTT	↑
Pasta & Papel	The Navigator Company	↑

Legenda	
Overweight	↑
Slight Overweight	→
Neutral / Market Perform	→
Slight Underweight	→
Underweight	↓

DISCLAIMER

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e 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 é 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. 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. Este documento não foi preparado com nenhum objectivo específico de investimento. Na sua elaboração, não foram consideradas necessidades específicas de nenhuma pessoa ou entidade. O BiG, ou seus colaboradores, poderão deter, a qualquer momento, uma posição, sujeita a alterações, em quaisquer dos títulos referenciados nesta nota. 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.

BiG. O Banco que entende os seus valores.

BiG BANCO DE
INVESTIMENTO
GLOBAL