

BREXIT- Interpretação e análise de um fenómeno histórico

Contexto

As implicações da vitória do Brexit no referendo da passada quinta-feira continuam a ser digeridas pela comunidade internacional, havendo apenas uma certeza: a União Europeia alterou, de forma praticamente irrevogável a sua arquitectura, com a intenção do abandono pelo Reino Unido do “clube Europeu” a que se havia juntado em 1973.

Num continente assolado por múltiplos conflitos bélicos desde a Idade Média e, mais recentemente, o bloco que despoletou as duas Guerras Mundiais que ocorreram em pleno século XX, a constituição do projecto Europeu surge, de forma natural, como um propósito de obtenção de paz de longo prazo, celebrado na expressão protagonizada por Winston Churchill que, no epílogo da II Guerra Mundial, reclamou a necessidade de uma criação dos “Estados Unidos da Europa” para assegurar esse objectivo. No final da II Guerra Mundial, ainda que a Europa se mantivesse dividida entre Leste e Ocidente ao longo de 40 anos que marcaram o período da Guerra Fria, estavam reunidas as condições para o lançamento das bases do projecto Europeu, o qual foi impulsionado em 1950 pela declaração do ministro dos Negócios Estrangeiros Francês - Robert Schuman – que propôs a criação da CECA (Comunidade Europeia do Carvão e do Aço) e que foi ratificada em 1951 pelos seus 6 membros fundadores (França, Alemanha, Itália e os 3 países do Benelux), originando a primeira Instituição Supranacional Europeia e que esteve na génese do que é hoje o projecto da União Europeia e o perímetro actual da União Económica Monetária (Zona Euro).

Brexit – Visão geral

O referendo da passada 5ª feira que acabou por dar a vitória, ainda que de forma tangencial, para a saída do Reino Unido da União Europeia acabou por surpreender na generalidade a expectativa de mercado. A nossa própria visão – BIG Research – não atribuía uma probabilidade superior a 20%-25% para tal facto materializar-se, uma vez que os riscos políticos que a Europa enfrentou nos últimos 6 anos (desde a eclosão da crise de dívida Soberana) acabaram por apresentar, de forma generalizada, desfechos relativamente previsíveis e que salvaguardaram o actual *status quo*, não obstante a emergência de retóricas políticas mais radicais, quer à direita e/ou esquerda do espectro político tradicional. Estas adquiriram novo fôlego com base na relativa estagnação/recessão económica de alguns países da União Europeia, no discurso excessivamente tecnocrata das instituições Europeias que retiraram sentido de representatividade democrática às populações dos países que integram a União e, mais recentemente, pelo flagelo da crise dos refugiados provenientes do Norte de África e que acentuaram o discurso xenófobo de determinados partidos populistas nalguns países que constituem a UE. O resultado do referendo no Reino Unido deixou claro que, confrontado com a escolha de eterna segunda potência em relação a alguns dos seus mais importantes parceiros comerciais – Alemanha e EUA – o eixo Atlântico com a antiga colónia Britânica revelou-se preferencial, ainda que a maior parte do comércio do Reino Unido seja, ironicamente, realizado no mercado único Europeu.

Neste particular, as exportações Britânicas para a União Europeia totalizam 52% do total, sendo que o bloco norte-americano é destino de apenas 12% das exportações do Reino Unido.

Inversamente, as exportações da União Europeia para o Reino Unido quedam-se apenas por 6% do total, o que aliado ao facto de mais de 52% do IDE no Reino Unido ser proveniente do bloco Europeu, parece-nos lógico que a economia Britânica terá mais a perder com este desfecho, do ponto de vista estritamente económico-financeiro no curto prazo, do que propriamente a União Europeia. Já do ponto de vista geoestratégico, trata-se de uma derrota muito pesada para os dois intervenientes, o qual continuará a motivar uma progressiva erosão do papel da economia Europeia (perde a sua segunda maior potência que representa actualmente quase 17% do PIB Europeu) no âmbito da nova Ordem Geopolítica, cujo centro mundial se tem deslocado ao longo do século XXI, de forma progressivamente inexorável, para o eixo Transpacífico em detrimento do eixo Transatlântico.

A eventual desagregação do Reino Unido parece começar a ganhar forma, tendo em conta que a Irlanda do Norte e a Escócia votaram pela permanência na União Europeia e, alguns responsáveis políticos destas regiões já salientaram a necessidade de se proceder a referendos para aferir a sua independência que lhes permita manter-se nos quadros da UE, sendo que, no caso dos “verdes”, já circulam notícias em torno de uma eventual proposta para a reunificação da Irlanda do Norte com a República da Irlanda.

Research:

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
Bernardo Cância
research@big.pt

Refira-se que o processo para se consumar a saída do Reino Unido da União Europeia será necessariamente moroso e apenas terá início aquando a activação do art. 50 do tratado de Lisboa, algo que perante a demissão do 1º Ministro David Cameron não deverá ocorrer até que se constitua novo Governo alinhado com os resultados do Referendo (meados de Setembro). Só a partir dessa data, as negociações para o Brexit poderão adquirir fôlego adicional, mas o horizonte temporal de efectivação do divórcio nunca será inferior a 2 anos, não obstante os responsáveis Europeus pretenderem acelerar o processo para conter o risco de contágio a outros países cujos partidos radicais apresentam discursos idênticos (França, Holanda, Suécia e Itália) e que poderão colocar ainda mais pressão sobre a subsistência/arquitectura da União Europeia e da própria Zona Euro nos moldes actuais.

No centro da discussão deste divórcio não amigável estarão os termos relativos aos novos acordos de comércio que se estabelecerão do acesso ao mercado único entre a UE e o Reino Unido (ou somente Inglaterra/Gales no caso de uma desintegração deste último!). Apresentam-se, pelo menos, 3 possibilidades distintas que afluam de seguida:

1 – Regras do Modelo Norueguês: Permanecendo na Área Económica Europeia, o Reino Unido teria acesso ao mercado único Europeu e na participação do livre movimento de trabalhadores, ainda que não tendo poder decisório sobre as diferentes temáticas. Teria igualmente de continuar a contribuir para o Orçamento Comunitário, sendo naturalmente esta a solução preferida pelo sector financeiro que manteria total acesso aos clientes da UE.

2 – Regras de 1 Novo Acordo: redefinição da totalidade das tarifas de comércio entre o Reino Unido e o bloco dos 27, sendo que este processo estender-se-ia ao longo de vários anos para aferir o grau de acesso do R.U. ao mercado único Europeu. A título ilustrativo, a UE demorou 7 anos a negociar os termos de acordo de comércio com o Canadá, sendo que este processo ainda não se encontra ratificado.

3 – Regras do Modelo OMC (Organização Mundial do Comércio): este modelo evitaria a complexidade e morosidade em torno da concretização de um novo acordo entre o R.U. e a U.E., podendo os primeiros estabelecer as tarifas de comércio com a UE (à imagem da Rússia ou Brasil), ainda que não teria qualquer relação favorável com os países da UE, estando por isso o seu acesso ao mercado único Europeu globalmente condicionado.

Efectivamente, a discussão sobre as condições como se concretizará o acesso ao mercado único Europeu pelo Reino Unido será o tema central a partir do momento da activação do art. 50 do tratado de Lisboa, não sendo de esperar qualquer tipo de concessão pelos líderes Europeus, de forma a sustentar movimentos nacionalistas idênticos que possam ocorrer noutros países. A prevenção do efeito de contágio que deverá impactar os países mais débeis da U.E. (p.e. Grécia e Ibéria) deverá ser prioritário para os líderes Europeus, os quais deverão acelerar o projecto de integração (cenário bastante incerto face ao track record político Europeu insípido desde 2010). Já a questão social revela-se incontornável, uma vez que no Reino Unido vivem 3,3 mn de pessoas provenientes da U.E. (mais de 5% da população) e mais de 1,2 mn de Britânicos vivem noutros países da U.E., o que torna esta situação amplamente sensível. Caso o acesso ao mercado único Europeu pelo R.U. seja condicionado, o que se afigura bastante provável com o Brexit, os denominados *Passporting Rights* dos Bancos que operam no Reino Unido e que lhes permite a venda de produtos financeiros da “City” para qualquer ponto da UE sem a necessidade de existência de uma sucursal local poderiam ficar em risco, gerando uma perda de atractividade do centro financeiro Londrino. Desta forma, será lógico que no futuro algum do investimento do sector financeiro se desloque para outros destinos tão ou mais atractivos na U.E. (Dublin, Frankfurt, Paris, Luxemburgo e (imagine-se) a própria Ibéria!). Salientamos que Londres ostenta um impacto económico, naturalmente, significativo na economia Britânica – traduzindo quase 25% do PIB total, o que exacerbaria o efeito negativo sobre o agregado dos indicadores de actividade macroeconómica.

▲ Implicações nas Classes de Activos

1. Perspectiva Macroeconómica

A saída do Reino Unido da U.E. acaba por ter efeitos bastante nefastos para as duas regiões, ainda que objectivamente do ponto de vista estritamente macroeconómico, o primeiro será mais afectado. A OCDE projecta uma redução do PIB em 3,3% (vs cenário de manutenção) até 2020, sendo que no longo prazo a deterioração da riqueza para o R.U. face ao cenário de manutenção na UE poderá ascender a quase 8% (assumindo um cenário mais pessimista). A incerteza que decorre do Brexit terá consequências inevitáveis na

Research:

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
Bernardo Câncio
research@big.pt

confiança e no investimento, prevendo-se uma quebra do FDI, o que face ao défice de conta corrente britânico significativo no final do ano transacto (-5,2% do PIB) poderá implicar maiores restrições de funding. A quebra recorde da libra esterlina face aos seus pares, apesar de motivar uma gradual melhoria do défice de Conta Corrente, poderá gerar um *pickup* da inflação e agravar uma potencial recessão no Reino Unido em 2017 - algumas casas de investimento internacionais nos últimos dias apontam um cenário de recessão moderada em torno de -1% em 2017.

Na mesma linha, ainda que em menor amplitude, a projecção (não oficial) para o crescimento económico na área do Euro (pós-Brexit) contraiu de 2% para 1% respectivamente em 2017, tendo em conta que a dependência da UE via exportações para o R.U. mostra-se claramente inferior face à relação antagónica entre os 2 blocos (52% vs 6% já referidos anteriormente). O impacto do Brexit na U.E. exacerba essencialmente um conjunto de riscos políticos face a este evento sem precedentes, o que gerará efeitos negativos sobre a confiança e o nível de investimento dos agentes de mercado. Não obstante, a manutenção do movimento de quebra do Euro face à generalidade dos pares cambiais deverá contribuir favoravelmente para a evolução da generalidade das exportações da Zona Euro (ex-UK), o que poderá mitigar os efeitos mais extremos de uma potencial desaceleração económica no bloco Europeu.

2. Mercado de dívida Soberana

O incremento do nível de incerteza gerado pelo Brexit motivou, sem surpresa, um movimento de procura sobre activos refúgio - dívida sem risco (EUA, Japão e Alemanha) - independentemente do actual nível de distorção preços em função das políticas monetárias não convencionais implementadas pelos respectivos Bancos Centrais nos últimos anos. O caso da dívida Soberana Europeia revela um cenário dicotómico, num momento em que 40% da dívida Soberana Europeia oferece *yields* negativas, sendo que no caso Alemão as taxas negativas implícitas vão além da maturidade de 15 anos e as emissões de dívida alemã que qualificam para o programa de compra de activos do BCE mostra-se cada vez mais restrito (cerca de 30% do total).

O risco político em torno de um potencial efeito “dominó” que afectaria as economias mais débeis motivou um alargamento dos *spreads* de dívida pública da periferia que, no caso de Itália e Espanha, atingiram máximos do ano (em torno de 160 p.b.), fenómeno relativamente idêntico ao observado no caso Português (*spread* vs Bunds fixou 340 p.b.). Esta situação deveria exigir um esforço político no sentido de integração Europeia mais decisivo, algo que os líderes Europeus têm consistentemente rejeitado nos últimos anos, pelo que não esperamos uma inflexão nesta matéria muito significativa da parte do bloco Alemão, cuja ideologia de intransigência deverá até sair reforçada no pós-Brexit. Cabe assim aos Bancos Centrais continuar a tentar providenciar a estabilidade necessária aos mercados num momento disruptivo. O mercado antecipa que o BOE corte a taxa de referência para 0,25%, para além de estar preparado para a concessão de liquidez de emergência, não sendo previsível uma intervenção no mercado cambial no curto prazo, ao passo que no caso do FED, o mercado incorpora já uma probabilidade superior de um eventual corte de taxas a ocorrer em 2017 (vs subidas de taxas nos EUA –o mercado chegou a incorporar entre 3 a 4 subidas de taxas em 2016).

Em relação ao BCE (próxima reunião ocorrerá a 21 de Julho) e face às restrições do programa de compra de activos vigentes até Março 2017, acreditamos numa eventual flexibilização deste programa. Neste particular, perfilam-se como opções viáveis: i) descida adicional da taxa de depósitos (-0,4%); ii) subida dos limites de emissão (actualmente nos 33%); iii) inclusão de outros activos (*high yield* ou Equity); iv) rebalanceamento do mix de compra de dívida com maior peso sobre periféricos – o qual ostenta *yields* em termos relativos amplamente atractivas no actual contexto – e que concretizaria o objectivo de *ring fencing* político em redor dos países mais débeis. O ónus face à inacção dos agentes políticos – maior integração Europeia e/ou algum relaxamento fiscal - deverá, assim, persistir unicamente sobre a actuação dos Bancos Centrais – cuja eficácia dos planos de *quantitative easing* (com excepção do FED nos EUA – que actuou cedo e de forma agressiva nos primórdios da crise 2008/09) se têm mostrado amplamente questionáveis.

O cenário actual no mercado de dívida incorpora claramente recessão e/ou mesmo o risco de desagregação da Zona Euro – taxas negativas na Alemanha até maturidade de 15 anos e taxa a 30 anos encontra-se no valor mais baixo de sempre (0,38%), pelo que num cenário não catastrofista de longo prazo (cenário base) deverá verificar-se uma forte inversão do movimento de taxas essencialmente na parte longa da curva (*bearish steepening*). A questão essencial é “quando”, uma vez que a volatilidade acrescida por factores políticos (excluindo já os fundamentais e a política monetária) deverá persistir no curto prazo.

Research:

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
Bernardo Cância
research@big.pt

3. Mercado de Acções

O resultado absolutamente impensável do referendo da passada quinta-feira acarretou ondas de choque muito profundas sobre os principais activos de risco, traduzindo-se na maior destruição de valor dos índices accionistas no Mundo (USD 2 tri) desde a data do colapso da Lehman Brothers em Setembro de 2008 (gerou perdas totais idênticas) que lançou o Mundo para a "grande recessão" e que acabou por reconfigurar toda a arquitectura do sistema financeiro a nível Mundial. Durante esse período crítico de enorme volatilidade, o mercado necessitou de aproximadamente 6 meses para encontrar um *bottom* (Abril de 2009), o qual viria a constituir o ponto de inflexão que marcou o impressionante ciclo de expansão actual (sobretudo nos EUA) que já perdura há mais de 78 meses consecutivos (vs 60 meses da média histórica).

O *sell off* global que culminou com a vitória do Brexit foi tremendo, sendo que o epicentro das perdas ocorreu, logicamente, no Velho Continente - com o DAX, CAC e IBEX a recuarem 6,82%, 8,04% e 12,35% na sessão de 6ª-feira pós-referendo. Curiosamente, o principal índice britânico registou perdas menos expressivas (-3,15%), assim como os índices S&P 500 (-3,59%), Nasdaq (-4,07%), Nikkei (-7,92%) e o MSCI World (-4,76%). O evento ocorrido é de tal maneira disruptivo que coloca a Europa, pela primeira vez desde a eclosão da crise de dívida Soberana na Grécia (Junho de 2010), em terreno inédito e absolutamente desconhecido. Após múltiplas ameaças, a abertura da Caixa de Pandora com a saída do Reino Unido da U.E., apresenta consequências imprevisíveis sobre a actual arquitectura da U.E. e deverá colocar ainda mais pressão sobre os países estruturalmente mais débeis que integram a Zona Euro.

A queda do índice Eurostoxx desde os últimos máximos em Maio de 2015 já ascende a 27%, remetendo o índice para níveis idênticos ao observado em Maio de 2013, pelo que do ponto de vista estritamente fundamental, quer do ponto de vista macroeconómico como empresarial, este movimento correctivo - *wipeout* dos ganhos do *equity* nos últimos 3 anos - poderá ter sido globalmente extremado. O cenário de uma recessão moderada no Reino Unido e de um abrandamento, mesmo que razoável, na Zona Euro não seria suficiente para lançar o Mundo para uma nova Recessão e/ou a concretização de um contexto deflacionário global, ainda que desta feita o risco Político do "desconhecido" poderá prevalecer no curto prazo face à lógica dos fundamentais, tanto mais que o mercado exacerba sempre os movimentos extremos - quer no sentido ascendente, quer, sobretudo, no sentido descendente. Continuamos a pensar que os níveis de volatilidade deverão permanecer elevados no curto prazo, sendo que os índices de volatilidade mais representativos - VDAX e VIX - atingiram valores máximos na sessão pós-referendo de 32 e 26 pontos respectivamente, o que não parece configurar ainda sinais de exaustão absoluta e/ou eventual "capitulação". Basta referir que no auge da crise Soberana (meados de 2011), o índice de volatilidade do índice Germânico atingiu 45 pontos e no momento da crise Lehman atingiu a fasquia inacreditável dos 70 pontos!

A nível corporativo, a expectativa do mercado aponta para que os lucros das empresas Europeias registem um declínio de 1,8% em 2016, sendo que o actual movimento de depreciação do Euro face à generalidade dos pares cambiais poderá até oferecer um duplo efeito positivo, seja pela expectável aceleração das exportações e pela repatriação de um mais elevado nível de lucros obtido pela actividade das empresas fora do bloco Europeu. O reforço da integração Europeia ainda nos parece uma quimera demasiado madrugadora, ainda que o papel do BCE (como referimos anteriormente) deverá ser crítico na prossecução da estabilidade financeira e/ou concessão de liquidez aos Bancos na área do Euro.

Em termos de múltiplos de preço, o mercado de acções na Europa exhibe um desconto muito significativo face ao MSCI World - mais de 20% de desconto (níveis máximos desde 2013) - pelo que também não se afigura provável uma extensão muito significativa do actual *sell-off* do Equity na Europa em função do nível de avaliação vigente dos índices accionistas, o qual ainda para mais compara de forma amplamente favorável com o actual nível de preços absolutamente disfuncional do mercado de dívida - essencialmente Soberano Core.

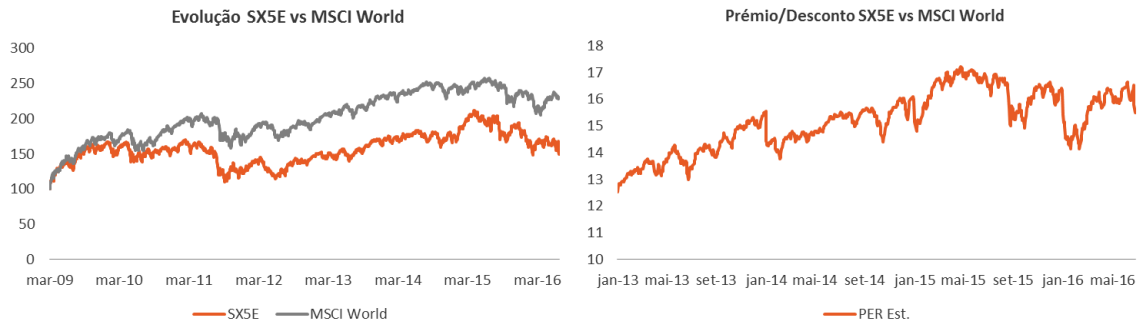
Tendo por base a alteração do paradigma político na Europa com a vitória do Brexit no referendo (os nossos pressupostos assentavam num Bremain), bem como o impacto negativo sobre a actividade económica que este episódio absolutamente histórico acarreta sobre a Zona Euro, optámos por rever em baixa a nossa projecção para o valor estimado no final do ano para o Eurostoxx e S&P 500 para 336,84 pontos (4,1% upside vs preço actual) e para 2060,17 pontos (+1,2% upside vs preço actual) respectivamente. No caso do índice Europeu, o nosso cenário Base passou a incorporar um incremento do EPS de apenas 4% e uma compressão do múltiplo P/E em 6% (menos de metade do movimento registado nas 3 crises anteriores observadas desde 2007 - Lehman, Crise Soberana, arrefecimento da China e conjuntura deflacionista). Já no caso dos EUA, os nossos pressupostos de avaliação incidiram no crescimento de EPS de 2% e uma compressão de múltiplos de

Research:

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
Bernardo Cância
research@big.pt

magnitude semelhante (-2%).

Salientamos que os valores supraidentificados (336,84 para o SXSE e 2060,17 no caso do SPX) comparam desfavoravelmente com a nossa projecção no início do ano de 370,78 e 2143,43 respectivamente, o que equivale a uma revisão em baixa de 9,2% (Europa) e 3,9% (EUA), de forma a incorporar a emergência dos riscos políticos que deverão continuar a assolar o Velho Continente, uma vez que as nossas projecções no início do ano assumiam o pressuposto da vitória do Breinain no referendo conduzido no Reino Unido.



Fonte: Bloomberg; BiG Research

4. Implicações Sectoriais – Equity

Em termos individuais, mostra-se evidente que as empresas Europeias com maior exposição ao mercado Britânico, independentemente, do seu perfil de actividade serão necessariamente mais penalizadas, seja via mercado cambial, seja pela deterioração do quadro macroeconómico regional.

Na esfera sectorial, o maior nível de perdas foi registado (sem surpresa) pelo sector financeiro e segurador que nos últimos 3 dias acumularam perdas de 20% e 13% respectivamente. Independentemente do grau de exposição à economia Britânica, o sector financeiro acaba por ser amplamente penalizado em função do ambiente de taxas cada vez mais negativas, pelo alargamento de *spreads* na periferia e aumento do prémio de risco – factores que poderão gerar mais dificuldades de funding e colocar ainda mais pressão sobre a rentabilidade (já de si bastante fraca) do sector financeiro no momento vigente. A elegibilidade e/ou ponderação dos activos *risk free* na contabilização dos rácios de capital, no âmbito de mais uma revisão regulatória de Basileia deverá ser diferida no tempo face ao actual contexto de incerteza, ainda que continuará a “pesar” sobre as perspectivas do sector financeiro no longo prazo. Ainda assim, os rácios de capital da generalidade da Banca Europeia são hoje mais robustos face ao início da crise (salvaguardando riscos regulatórios) e os fundamentais mostram-se amplamente deprimidos, sendo que o índice do sector Financeiro Europeu transacciona com múltiplos de preço amplamente deprimidos face à média histórica – P/E Est. e P/BV de 8,70x e 0,46x respectivamente.

O sector segurador acaba por registar perdas expressivas neste período (-13%), obviamente também muito penalizado pela curva de estrutura de taxas de juro – responsabilidades de longo prazo tornam-se problemáticas face ao actual enquadramento de taxas negativas na Europa. O nível de avaliação mostra-se atractivo, sendo que o racional de investimento assenta numa perspectiva “*contrarian*”, i.e, numa eventual inclinação da curva Alemã no longo prazo, o que caso não se concretize poderá continuar a pressionar o sector. Não obstante, face à dimensão das perdas absolutas incorridas nas últimas sessões, quer no sector Financeiro como Segurador, antecipamos um movimento de recuperação técnica cujo fulgor posterior dependerá de múltiplas variáveis, logo maior risco, que neste momento apresentam uma visibilidade globalmente reduzida.

Nota final para o sector automóvel – já muito pressionado em 2016 pelo contexto de desaceleração da economia Mundial e, em particular, pelo momento económico de alguns parceiros do bloco Emergente – o que tem penalizado a evolução do *topline* num quadro de margens operacionais relativamente estreito. Ainda assim, o risco político que a Europa enfrenta no médio prazo deverá continuar a pressionar a divisa Europeia face aos seus *peers* – Eur/Usd deverá atingir o limite inferior da projecção do nosso intervalo do ano (1,05-1,15), isto é, deverá aproximar-se do suporte técnico dos 1,05, em resultado do agravamento do contexto de incerteza político na Europa, bem como pelo diferencial de taxas e desempenho macroeconómico entre as economias Europeia e norte-americana. Esta situação deverá, ainda assim, suportar o comportamento em bolsa dos principais nomes deste sector, os quais transaccionam com múltiplos excepcionalmente deprimidos. Excluindo o sector automóvel, outros nomes de perfil essencialmente exportador (Luxo e outras empresas de Consumo Discricionário) também poderão beneficiar do enfraquecimento relativo do Euro face à generalidade dos pares cambiais.

Research:

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
Bernardo Cândia
research@big.pt

Conclusão

- ▲ O Brexit consubstancia-se num evento histórico que agrava o contexto de incerteza político Europeu e que altera, de forma irreversível, a arquitectura da política Europeia que foi idealizada no pós II Guerra Mundial – assente no objectivo de paz, prosperidade e convergência - e que levou à criação da primeira instituição supranacional Europeia em 1950 (CECA).
- ▲ A saída do Reino Unido – 2ª maior economia Europeia – da U.E. enfraquece o estatuto geopolítico da Europa na cena Mundial, cuja importância tem vindo a ser gradualmente dilacerada – sobretudo após a eclosão da crise de dívida Soberana. A nova ordem mundial assenta na transferência da decisão política e geoestratégica do eixo Transatlântico para o eixo Transpacífico, a qual se mostra no presente uma realidade já inexorável.
- ▲ O impacto económico do Brexit é obviamente negativo, tanto para a União Europeia, como sobretudo para o Reino Unido – este corre o risco de desintegração adicional (Irlanda do Norte e Escócia). Assim, o cenário central aponta para uma recessão moderada no Reino Unido já em 2017 (-1%) e um abrandamento do crescimento económico até 1% na UE.. Salientamos que a OCDE projectou que até 2030 o crescimento potencial da economia Britânica será, pelo menos, 8% inferior no caso de Brexit em oposição ao cenário da manutenção do RU. na UE.
- ▲ Num momento de incerteza extrema, a actuação dos responsáveis políticos e dos Bancos Centrais terá de ser bastante incisiva para conter o risco sistémico e/ou eventuais “efeitos dominó”. No pressuposto que a aceleração do esforço da integração Europeia poderá ser uma quimera excessivamente madrugadora (mesmo depois da crise Europeia ter eclodido já em 2010), tendo em conta que a ideologia de intransigência do bloco alemão poderá sair reforçado no pós-Brexit, o ónus de actuação deverá voltar a recair sobre a actuação do BCE.
- ▲ O BCE na próxima reunião (21 de Julho), ou no limite na seguinte, deverá optar pela flexibilização do programa vigente, uma vez que face às restrições impostas ao plano de compra de activos dificilmente este apresenta exequibilidade até Março de 2017 – uma vez que 40% da dívida Soberana oferece *yields* negativas e apenas 30% da dívida alemã qualifica para o programa. O melhor cenário, seria o BCE rebalancear o *mix* de compra de dívida com maior peso sobre periféricos, o qual ostenta *yields* relativas atractivas e concretizaria o ring *fencing* político em redor dos países estruturalmente mais débeis.
- ▲ O mercado de acções sofreu (no dia pós-Brexit) quedas absolutamente históricas – destruição de valor accionista global equiparou-se à crise Lehman em 2008 - e o principal índice Europeu já eliminou 3 anos de ganhos. Do ponto de vista estritamente macroeconómico e considerando as principais métricas fundamentais, este movimento afigura-se extremado – atendendo a que o nosso cenário base não pressupõe que o Mundo resvale para uma recessão global. Não obstante, a incerteza em torno do risco político desconhecido exacerbou o movimento negativo e deverá manter a volatilidade elevada no curto prazo, tanto mais que na Europa como nos EUA os valores dos principais índices de volatilidade ainda não pressagiam sinais de exaustão e/ou capitulação.
- ▲ O *selloff* global penalizou essencialmente os títulos do sector financeiro – com ou sem exposição ao Reino Unido – exacerbando os riscos do actual contexto de taxas de juro negativas e o agravamento do prémio de risco, o que pode gerar restrições de funding e pressão sobre os níveis de rendibilidade (actualmente já paupérrimos).
- ▲ Uma vez que as nossas projecções 2016YE para os valores dos índices SXXP e SPX assumiam o pressuposto do Bremain, optámos logicamente por rever em baixa os nossos *targets* anteriores, de forma a acomodar a emergência de riscos políticos imprevisíveis que deverão continuar a assolar o Velho Continente. Assim, o “novo” cenário Base de avaliação para o índice Europeu (SXXP) e norte-americano (SPX) até final de 2016 atinge os 336,84 (4,1% de upside) e 2060,17 (1,2% de upside) pontos respectivamente, traduzindo as alterações conduzidas à evolução do crescimento dos lucros e da compressão do múltiplo de preço (tendo por base o impacto verificado sobre estas variáveis nos 3 últimos períodos de crise) que foram sinteticamente explicadas acima.
- ▲ Em síntese, as correcções históricas sofridas pelo mercado accionista Europeu detonadas pelo voto favorável ao Brexit – situação que considerávamos bastante improvável - poderão no médio prazo constituir uma oportunidade de entrada muito interessante à luz dos fundamentais macroeconómicos e principais métricas de avaliação globalmente atractivas - assim que o ruído e o cenário nebuloso, de alguma forma, se desintensificar. Não obstante, a variável política – por definição de natureza imprevisível - será o principal *driver* para os activos de risco no curto-médio prazo, pelo que esta situação tenderá a ofuscar os fundamentais macro e corporativos vigentes, mesmo quando os preços do mercado de dívida (Soberana Core) encontram-se amplamente distorcidos pela actuação monetária e num momento em que o ciclo de expansão actual já ultrapassa a respectiva média histórica, o que salienta os riscos num eventual *downside*.

Research:

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
Bernardo Cândia
research@big.pt

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 2016:

	Número de Recomendações	%
Acumular/Comprar	5	55,6%
Manter/Neutral	4	44,4%
Reduzir/Vender	0	0,0%
Total	9	100,0%

Fonte: Research

Trading Ideas nos últimos 12 meses e à data de 31 de Março de 2016:

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	3	37,5%
Stop Loss	5	62,5%
Em Vigor	0	0,0%
Total	8	100,0%

Pair Trades nos últimos 12 meses e à data de 31 de Março de 2016:

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	3	50,0%
Stop Loss	2	33,3%
Em Vigor	1	16,7%
Total	6	100,0%

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.

Research:

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
Bernardo Câncio
research@big.pt

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 que aqui consta 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 na evolução do meio envolvente da empresa analisada ou a modificação dos pressupostos, previsões e métodos 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. 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.