Outlook 2015

Equipa Research:
João Lampreia (Head)
José Ramada/ Ana Mendonça/ Diana Oliveira

15 Janeiro 2015

Global Economic Outlook
Sumário Executivo

1. Enquadramento
- 1.1 Crescimento Global
- 1.2 Desequilíbrios Macroeconómicos
- 1.3 Política Monetária
- 1.4 Evolução Cambial vs Classe de Activos

2. EUA
- 2.1 Mercado vs Composição Política
- 2.2 Indicadores Macroeconómicos
- 2.3 Impacto QE
- 2.4 Inclinação da Curva
- 2.5 *Backtesting* – FED: ciclos de *tightening*

3. Europa
- 3.1 Arrefecimento Core
- 3.2 Custos de Financiamento
- 3.3 Fragmentação Financeira
- 3.4 Drivers QE – BCE
  - 3.4.1. Riscos Deflacionistas
  - 3.4.2. Target de expansão do Balanço
- 3.5 A "Japanização" da Europa?

4. Emergentes
- 4.1 Enquadramento
- 4.2 O "novo" paradigma divergente
- 4.3 Fluxos de Capital

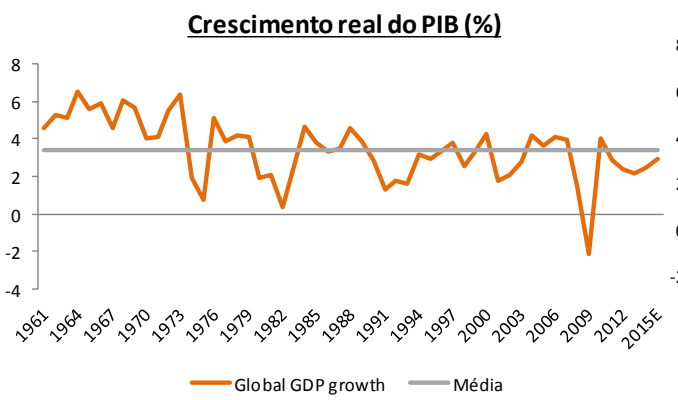
5. Crude
- 5.1 Enquadramento
- 5.2 Backtesting & Projecções

6. Mercados e Perspectivas
- 6.1 Crédito
- 6.2 Métricas de Avaliação Índices
- 6.3 Posicionamento vs Classe de Activos
- 6.4 Evolução Lucros Europa vs EUA
- 6.5 Posicionamento Geográfico
- 6.6 Sectores Europa
- 6.7 Posicionamento empresas Europa
- 6.8 Avaliação relativa PSI-20

7. Síntese Posicionamento

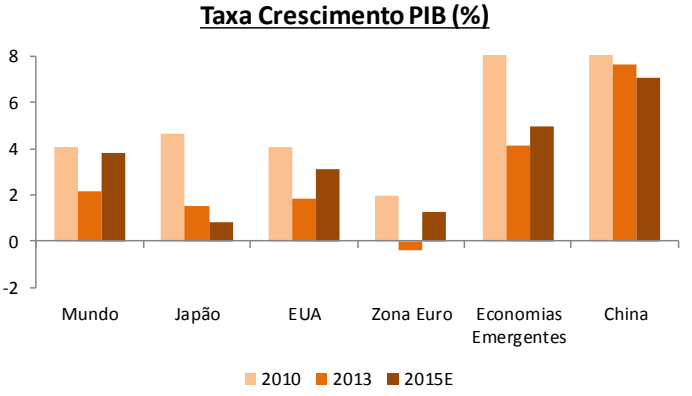
Desequilíbrios do crescimento global acentuam fragilidade da recuperação

Aceleração moderada do crescimento global mantém-se abaixo da média histórica



Fonte: World Bank; Bloomberg.

Divergência do ritmo de crescimento global cristaliza idiossincracias dos diferentes blocos



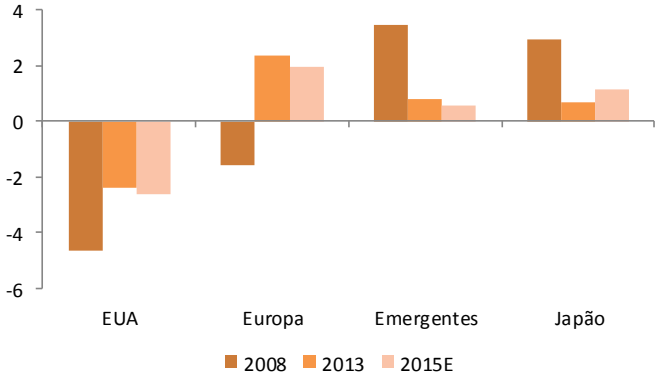
Fonte: FMI.

Robustez da economia americana altera dinâmica dos fluxos comerciais

A economia mundial poderá beneficiar pelo duplo efeito do perfil de crescimento "único" dos EUA e pelo fortalecimento do USD

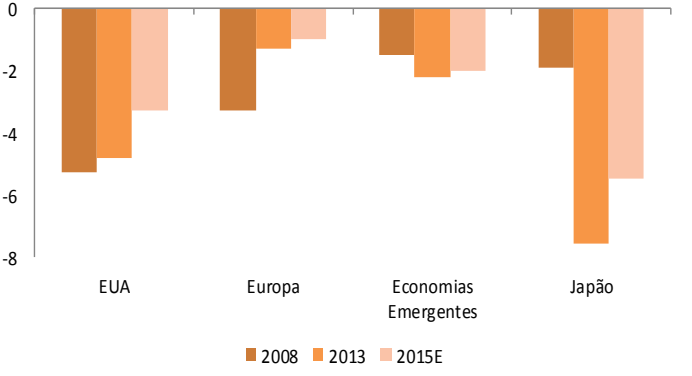
A perspectiva de uma maior neutralidade fiscal confere suporte à recuperação global

Conta Corrente em % PIB



Fonte: Bloomberg.

Ajustamento Défice Estrutural (%PIB)



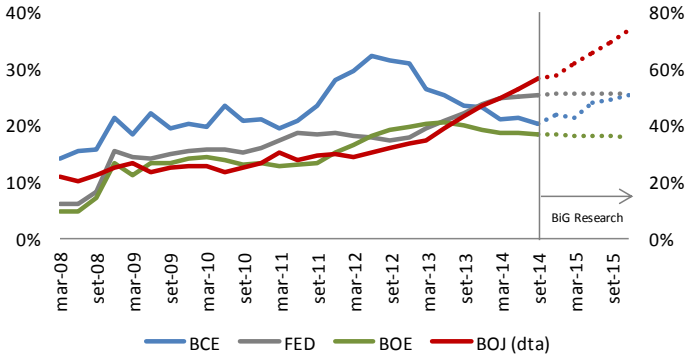
Fonte: Bloomberg.

Bancos Centrais promovem políticas expansionistas sem precedentes

Ineficácia das políticas convencionais obrigou Bancos Centrais a expandir os Balanços para níveis historicamente elevados

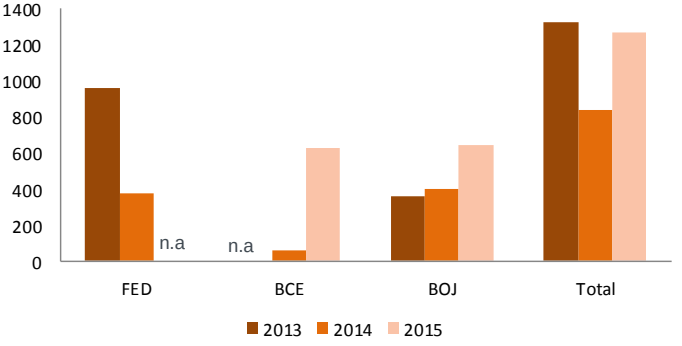
Reversão dos estímulos monetários pelo FED contrasta com a política de flexibilização adoptada pelo BOJ e BCE

Balanço Bancos Centrais (em % PIB)



Fonte: Bloomberg.

Compras Bancos Centrais (USD mil mn)



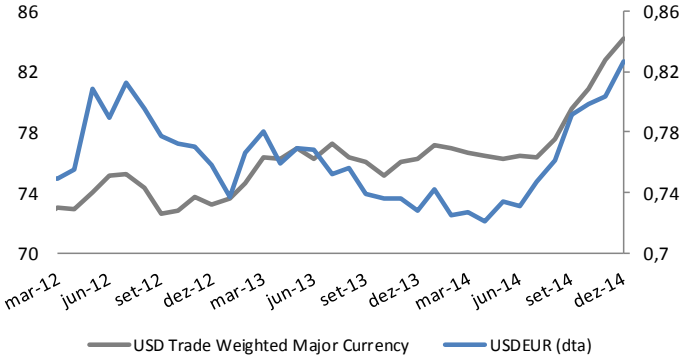
Fonte: Bloomberg.

Robustez do USD acarreta impactos distintos sobre classes de activos

Divergência do ciclo macroeconómico e monetário nos EUA deverá continuar a suportar o momento positivo do USD

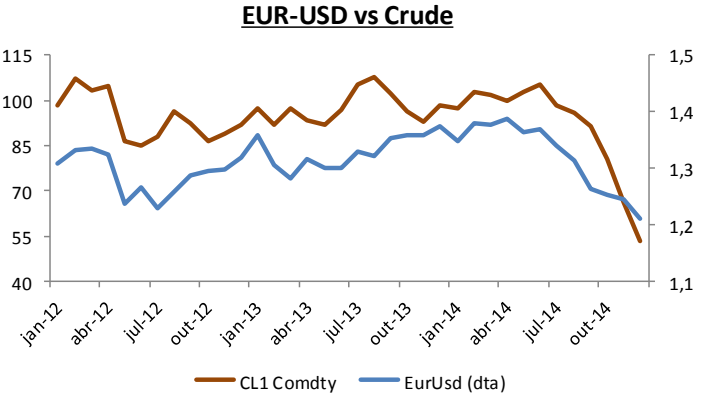
As matérias-primas e o crude em particular deverão manter-se pressionadas no curto/médio prazo

Evolução Cambial - USD vs Major Currency



Fonte: Bloomberg.

EUR-USD vs Crude

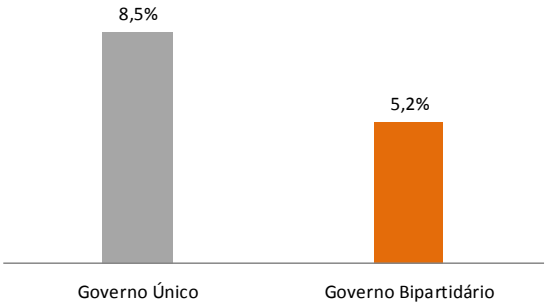


Fonte: Bloomberg.

Eleições intercalares não dirimem totalmente riscos de bloqueio político

Contrariando as expectativas, o mercado accionista regista a melhor *performance* histórica em períodos de Governo único

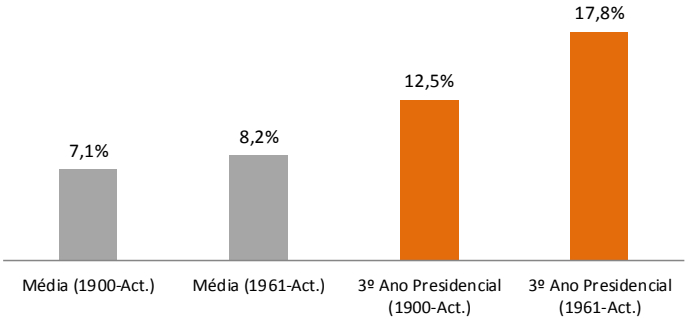
DJ Industrial vs Média: Retorno Anual
- Composição Governativa -



Fonte: Bloomberg; BR Institute; Banco BiG Research

O 3º ano de mandato afigura-se como um período de mercado historicamente positivo no âmbito do ciclo presidencial

DJ Industrial vs Média: Retorno Anual
- Ciclo Presidencial -



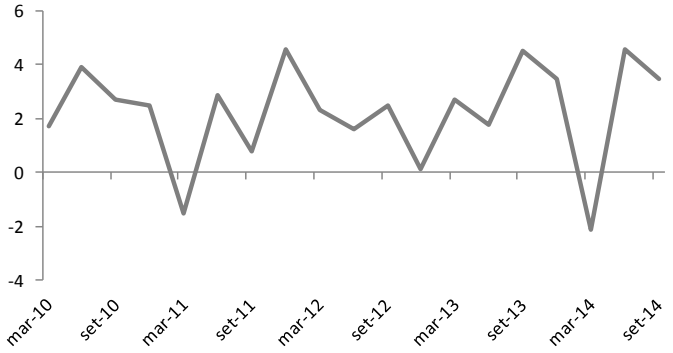
Fonte: Bloomberg; BR Institute; Banco BiG Research

Momentum da economia norte-americana permanece robusto

Evolução trimestral do PIB mostra-se consistente com actual período de expansão

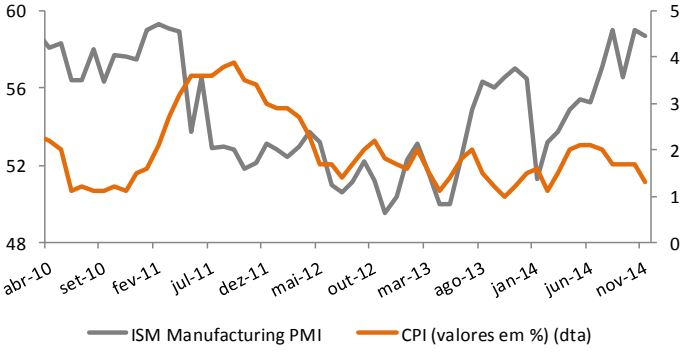
Dinamismo da economia poderá exacerbar pressão crescente sobre níveis de inflação

PIB QoQ(%) EUA



Fonte: Bloomberg.

CPI vs ISM Manufacturing PMI



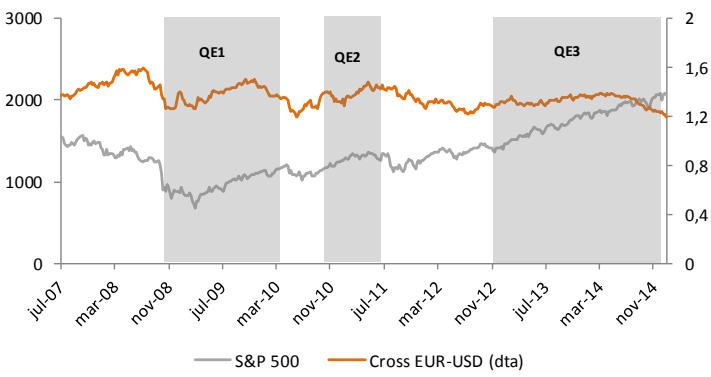
Fonte: Bloomberg.

Impacto do *Quantitative Easing* revela-se distinto entre classes de activos

Mercado accionista e cross Eur-Usd registam valorizações significativas enquanto vigoraram as políticas de QE

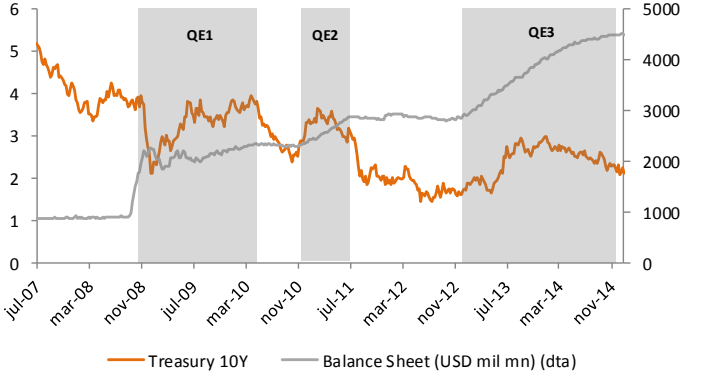
A apreciação das Treasuries decorreu sobretudo em antecipação à implementação do QE

Cross EUR-USD vs S&P 500



Fonte: Bloomberg.

Treasury 10Yr vs Balanço Fed

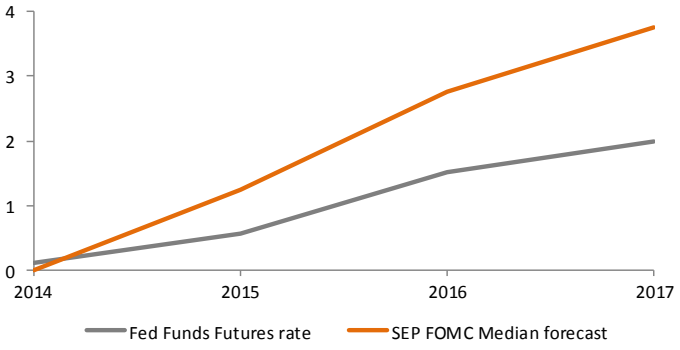


Fonte: Bloomberg.

Fim do QE e expectativa de *tightening* gera incerteza sobre inclinação da curva

Expectativa de mercado para actuação do FED mostra-se globalmente mais *dovish*

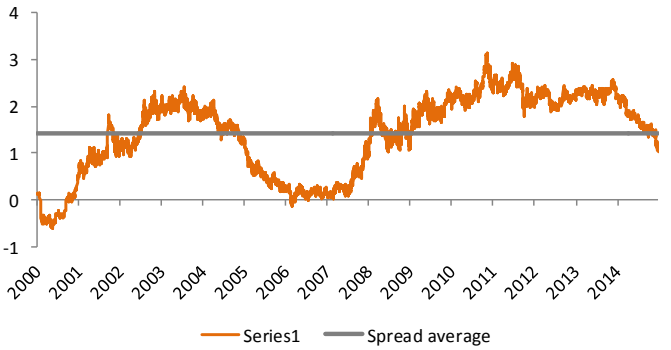
Target Fed Funds rate at year-end



Fonte: FOMC September 2014; Bloomberg.

Curva de rendimentos norte-americana revela uma fraca inclinação perante actual contexto de expansão

Evolução US Treasuries 30Yr-5Yr Spread



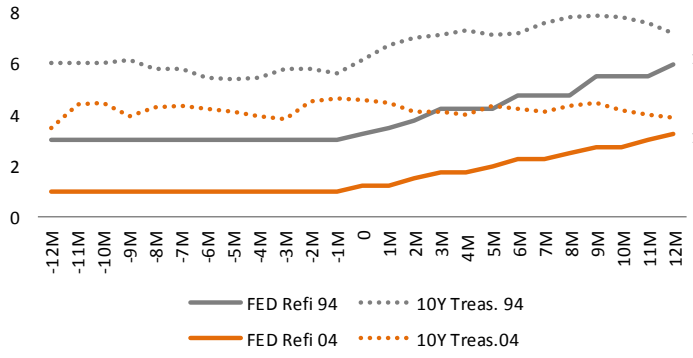
Fonte: Bloomberg.

Legado/Amplitude da crise 2008 sugere actuação mais moderada do FED

Dimensão da crise 2008 e fragilidade da recuperação global (externo) deverão implicar uma actuação mais *dovish* do FED vs 94/04

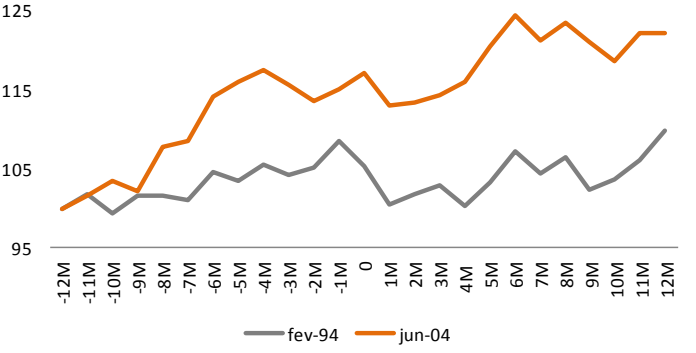
Backtesting realizado sobre os 2 últimos períodos de *tightening* (94/04) espelha resiliência do mercado accionista

FED Refi vs 10 Yr Treasuries



Fonte: Bloomberg.

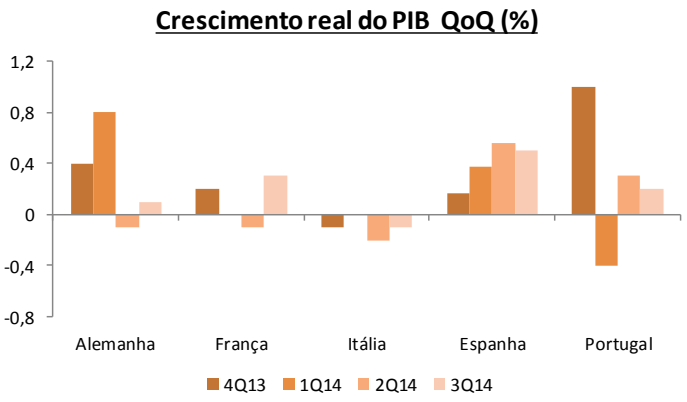
SPX vs Início subida taxas 2 anos



Fonte: Bloomberg.

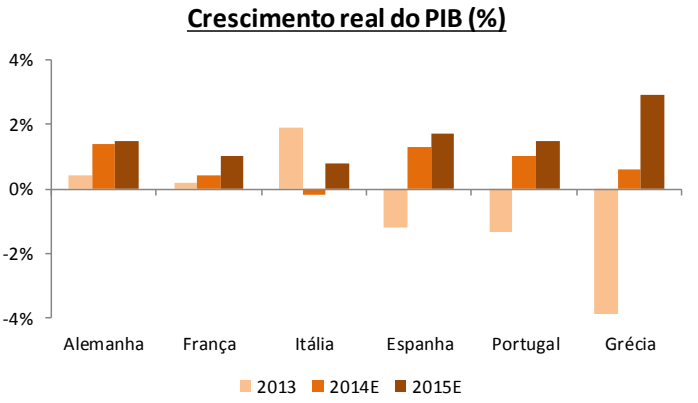
Desaceleração económica incide essencialmente sobre países Core

Evolução trimestral do PIB amplifica riscos de estagnação económica na Europa



Fonte: Bloomberg.

Na Zona-Euro, o outlook económico mostra-se mais cauteloso para as Economias Core/semi-core



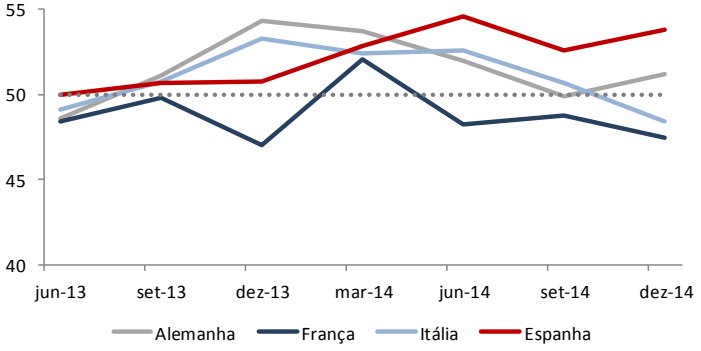
Fonte: FMI; Bloomberg.

Política de forças Europeia gravita no eixo Alemanha vs França/Itália/Espanha

Indicador (avançado) de Manufactura industrial na Z.E. regista clara quebra em 2014

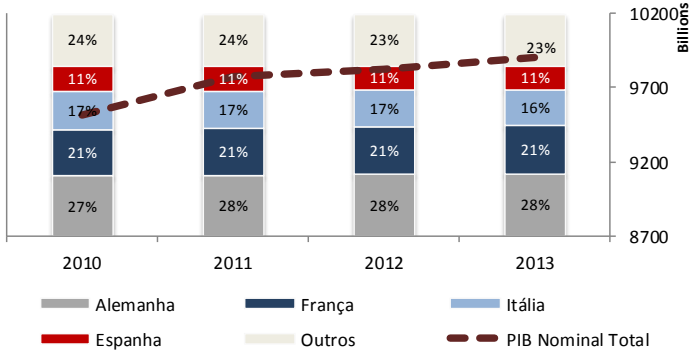
"Motor" Alemão reforça importância no PIB da Zona Euro e ascende a quase 30% vs 49% afectos aos outros 3 países

Evolução PMI



Fonte: Bloomberg.

Evolução PIB nominal



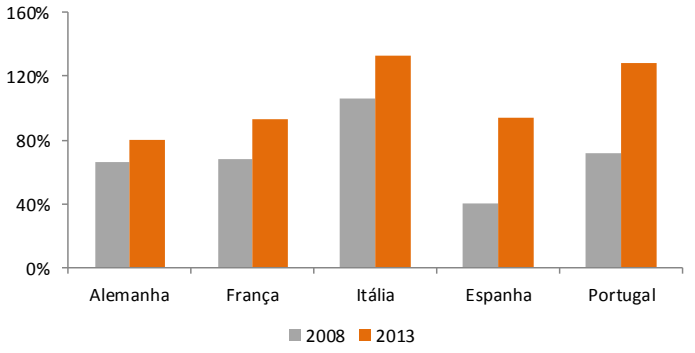
Fonte: Bloomberg.

A problemática do endividamento Público num bloco assimétrico

Sustentabilidade da dívida pública na Europa depende da alavanca do crescimento e de condições de financiamento favoráveis

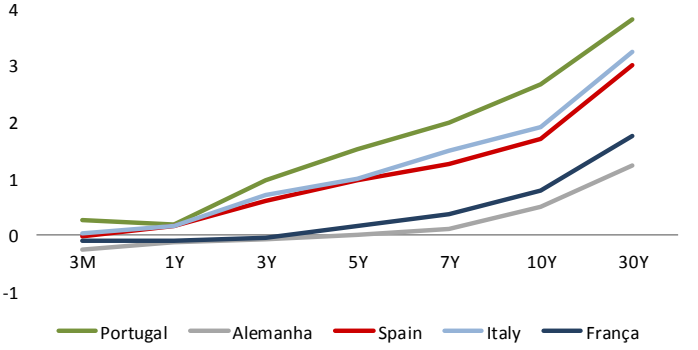
Diferencial de taxas implícito na curva de rendimento da dívida Pública Europeia revela condições desiguais

Evolução Debt/ GDP



Fonte: Bloomberg.

Yield Curve



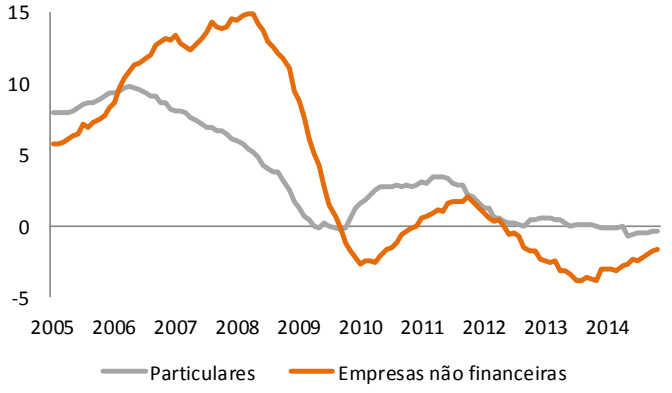
Fonte: Bloomberg.

Progressos na União Bancária não impedem actual fragmentação financeira

Esforço de recapitalização da Banca Europeia não propiciou aumento da concessão de crédito

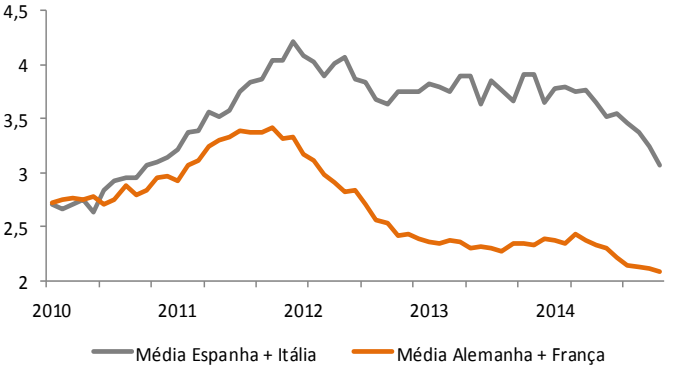
Débil procura (Empresas) em função do cenário macro e desequilíbrios do lado da Oferta (Bancos) motivam restrições de financiamento

Evolução concessão de crédito



Fonte: Bloomberg.

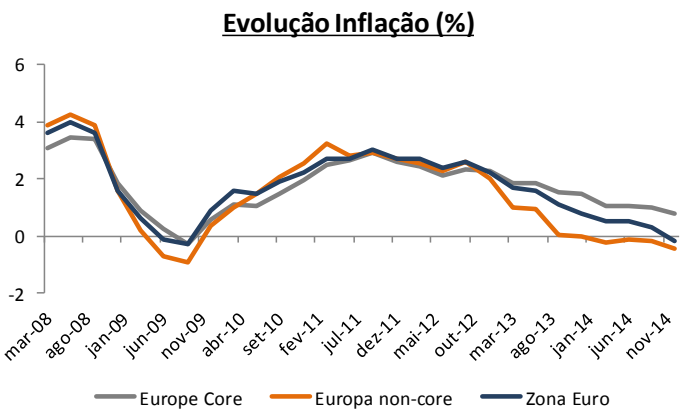
Custo empréstimos a empresas não financeiras



Fonte : ECB.

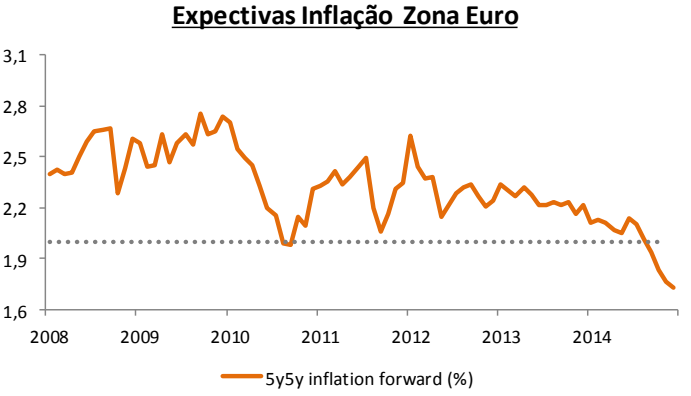
Riscos deflacionistas e/ou expectativa de desinflação forçam actuação do BCE

Quebra do preço das matérias-primas (Energia) acentua espiral desinflacionista na Zona Euro



Fonte: Bloomberg.

Expectativa de inflação de longo prazo na Zona Euro mostra-se abaixo do objectivo do BCE



Fonte : Bloomberg.

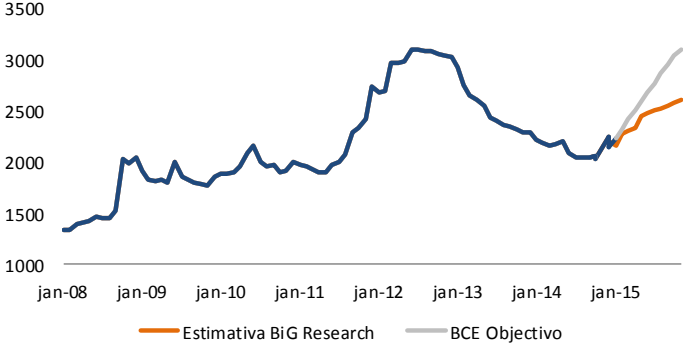
Expansão do Balanço do BCE cria pressão para compra de dívida Soberana

O actual programa de compra de Cov. Bonds e ABS não permitirá o BCE atingir o seu *target* de expansão do Balanço, pelo que...

...o cumprimento desse objectivo torna mais provável a adopção de um programa de compra de dívida Soberana elegível

Evolução Balanço BCE: 2008-15E

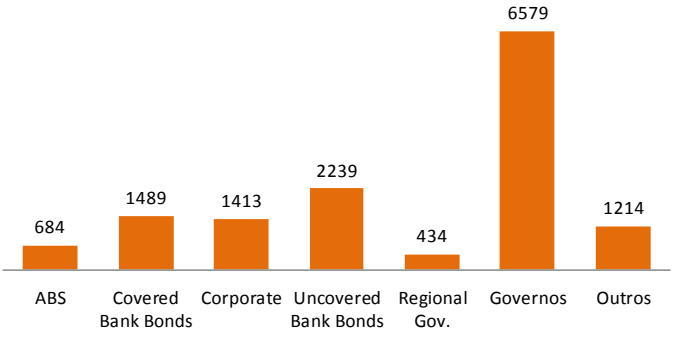
(valores em EUR mil mn)



Fonte: Bloomberg.

Activos elegíveis - BCE

(Valores em EUR mil mn)



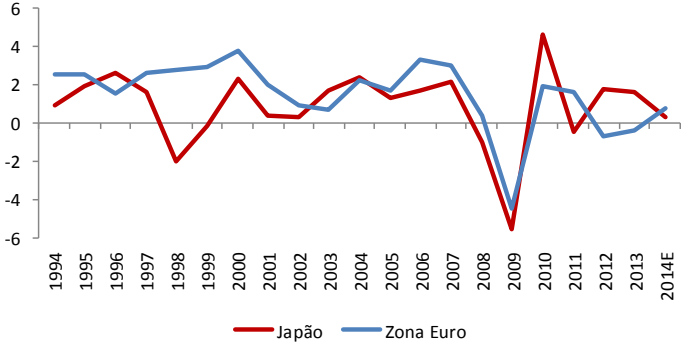
Fonte : Bloomberg.

Fundamentais da Economia Europeia afastam riscos de "Japanização secular"

Quebra do PIB Europeu mostra-se mais ligeiro face ao histórico Japonês, ainda que trajectória de recuperação permanece incipiente

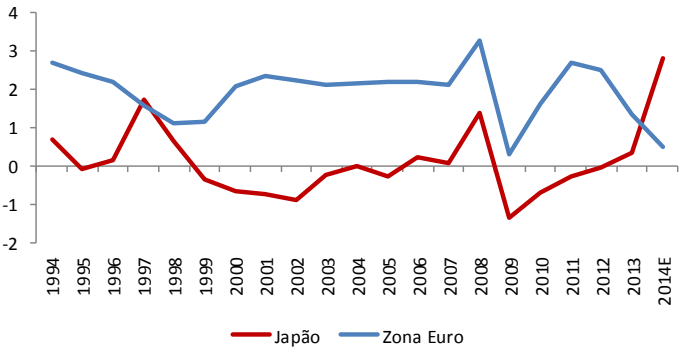
Espiral recente desinflacionista contrasta com o período deflacionista nipónico observado no decénio 1998-2008

Evolução PIB (% YoY)



Fonte: Bloomberg.

Evolução Inflação (% YoY)



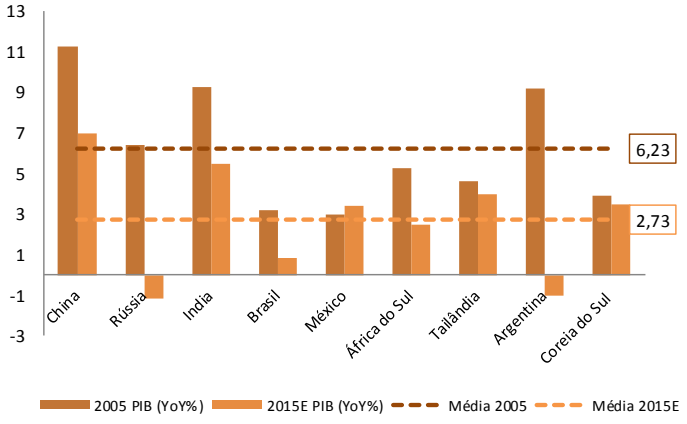
Fonte : Bloomberg.

Desequilíbrios estruturais acentuam trajectória de abrandamento secular

Perda de competitividade relativa acentua fenómeno de desaceleração do bloco emergente

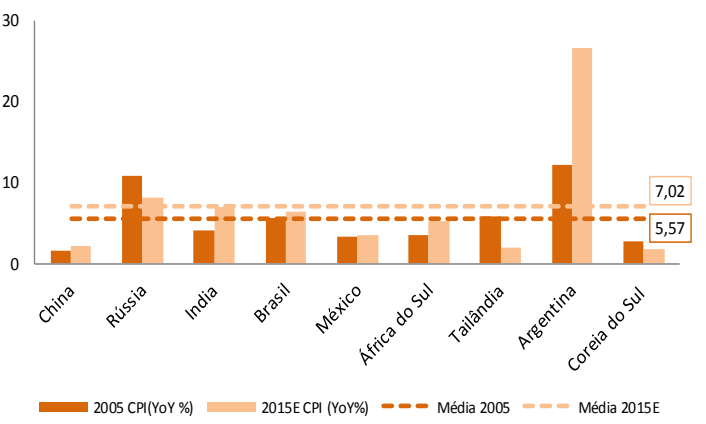
Dinâmica inflacionista persiste/agrava-se, não obstante a forte quebra do crescimento real

Crescimento Real do PIB (%)



Fonte: Bloomberg.

Taxa de Inflação (%)

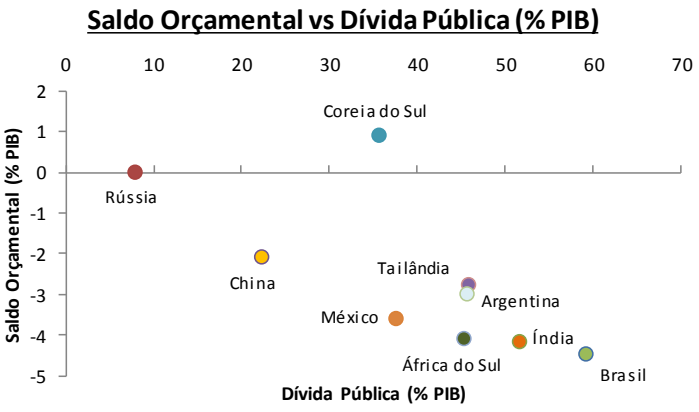


Fonte : Bloomberg.

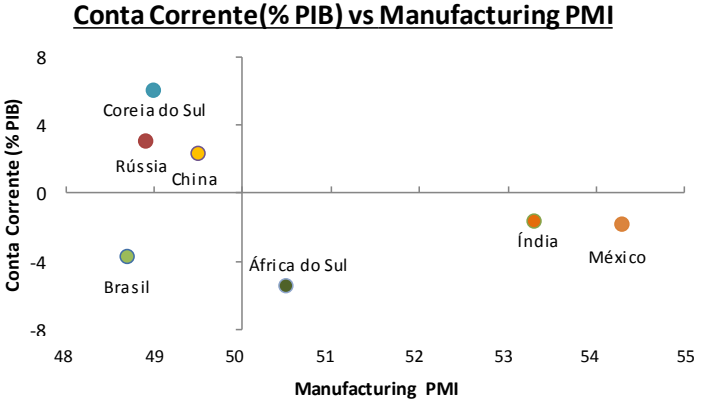
Contexto de maior selectividade exacerba diferentes perfis estruturais

O relativo baixo nível de endividamento ainda permite acomodar a existência de défices públicos moderadamente elevados

A evolução distinta do saldo externo permanece como o principal factor de competitividade estrutural entre as economias do bloco emergente.



Fonte: Bloomberg.



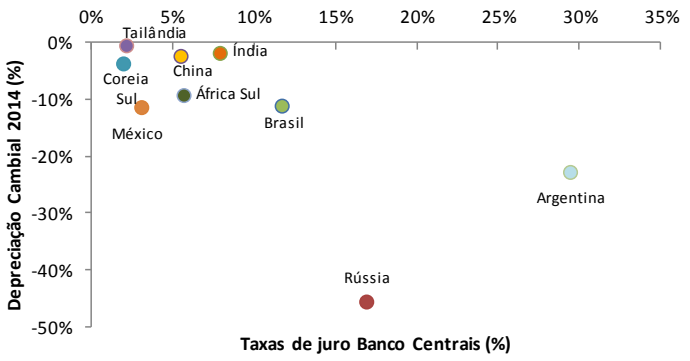
Fonte : Bloomberg.

Incerteza crescente reforça paradigma da divergência do bloco emergente

Outflows de capital e agravamento de tensões inflacionistas obriga actuação monetária decisiva nos países mais débeis

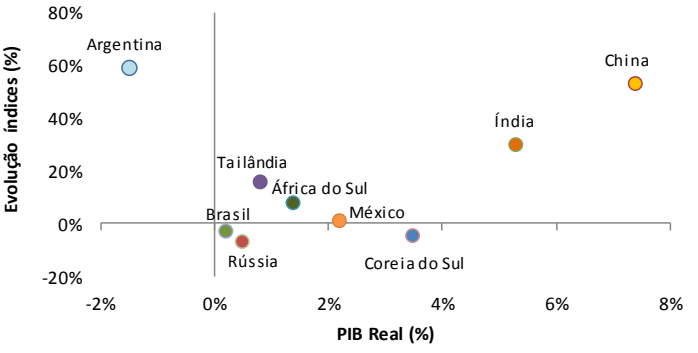
À excepção da Argentina, o melhor desempenho económico esteve associado a ganhos mais significativos do respectivo mercado accionista

Depreciação Cambial vs Taxas de juro Bancos Centrais



Fonte: Bloomberg.

Evolução índices vs PIB Real



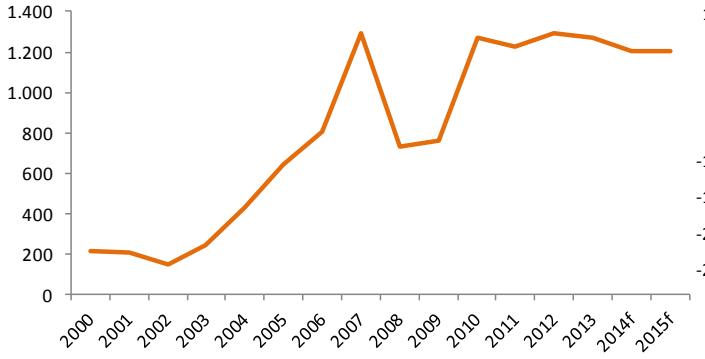
Fonte : Bloomberg.

Instabilidade no bloco emergente condiciona evolução de fluxos de capital

A instabilidade no período recente e a expectativa de *tightening* nos EUA tem penalizado a evolução dos fluxos de capital para o bloco emergente

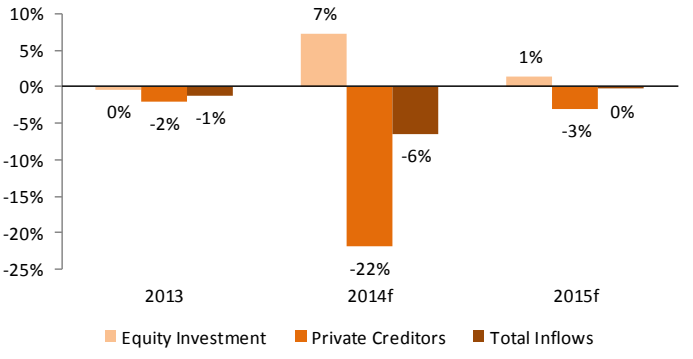
O segmento de dívida registou a maior quebra ao nível dos influxos de capital

Capital Inflow Mercados Emergentes (USD mil mn)



Fonte: Bloomberg.

Inflow capital privado % YoY



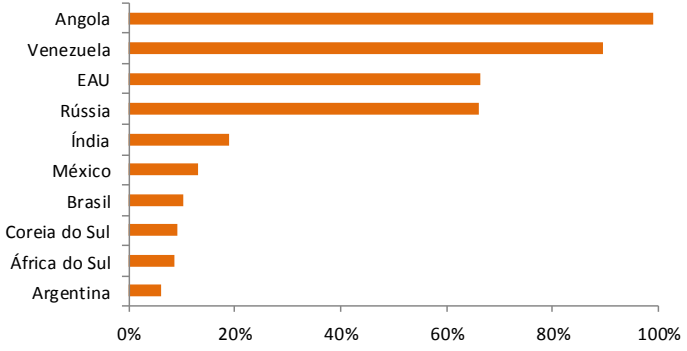
Fonte : Institute of International Finance.

Colapso do Crude exacerba instabilidade nos países produtores

Os custos de produção superiores incorridos por países como Angola, Venezuela e Rússia agravam incerteza sobre este grupo

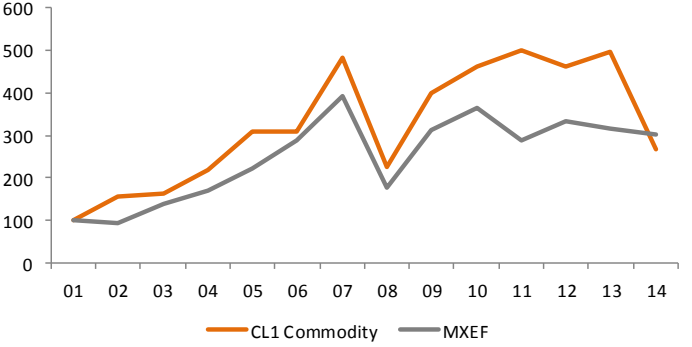
O final do superciclo das *commodities* acabou por dirimir o nível de correlação entre o preço do Crude e a evolução do Equity no bloco Emergente

Exportações de energia (% total exportações)



Fonte: OEC;Banco BiG Research.

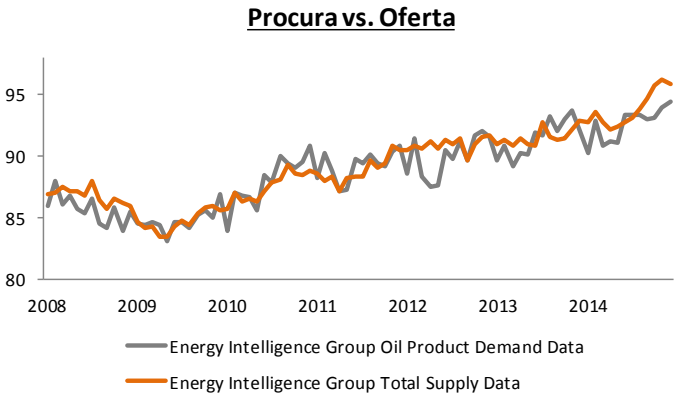
Evolução crude vs índice emergentes



Fonte : Bloomberg.

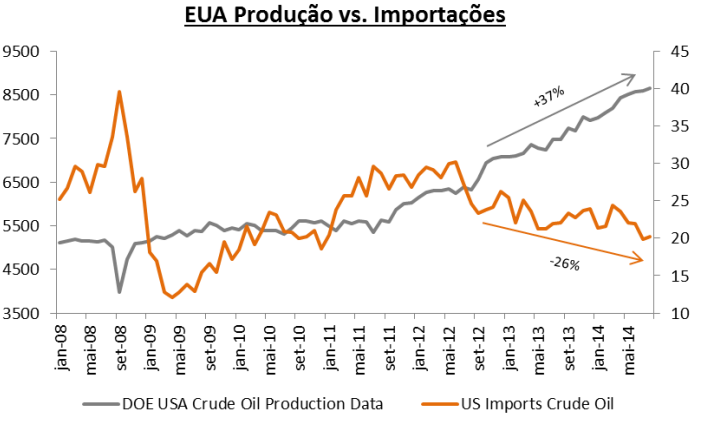
Alterações estruturantes no binómio Oferta-Procura justificam queda

O arrefecimento da procura global e o advento de exploração do Gás de Xisto (EUA) desestabilizaram o binómio Oferta-Procura de crude



Fonte: OEC;Banco BiG Research.

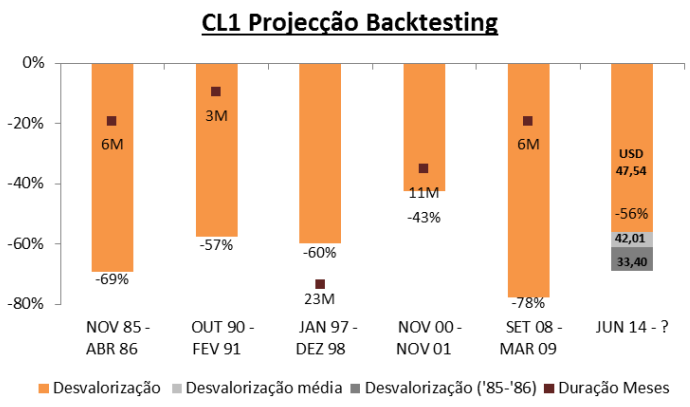
O espectacular incremento da produção (boe) nos EUA desde 2013 (+30%) motivou uma quebra das importações de crude numa proporção idêntica



Fonte : Bloomberg.

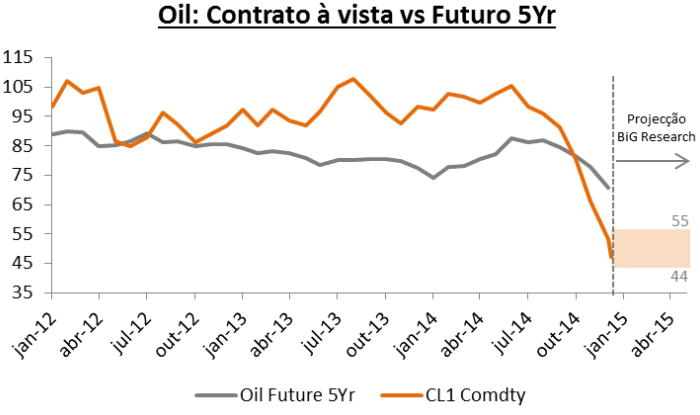
Factores de estabilização do crude de médio-prazo mitigam variáveis estruturais

O *backtesting* (30Y) aos períodos de queda histórica do preço do crude poderá levar o mesmo a atingir (cenário extremo) USD 33/barril



Fonte: Bloomberg; Banco BiG Research.

A normalização desconto dos contratos à vista do crude face aos respectivos futuros (5Y) indicia uma tentativa de estabilização entre USD 44-55 barril



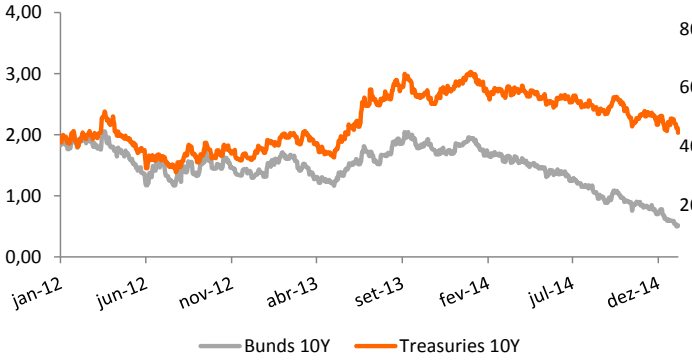
Fonte : Bloomberg; Banco BiG Research.

Incerteza geopolítica e desaceleração macro retém interesse em *safe-havens*

Divergência do ciclo monetário acelera *decoupling* na dívida sem risco

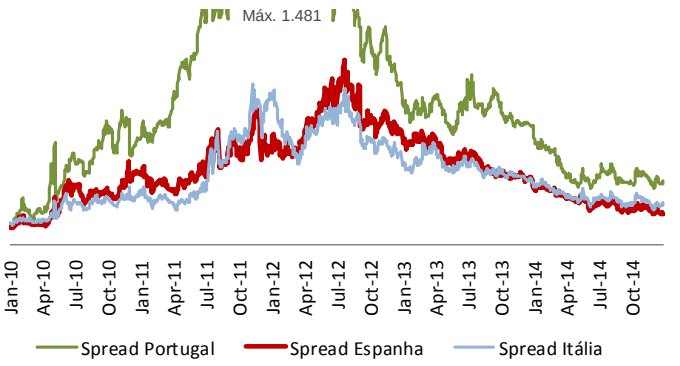
Yields da Periferia acompanham movimento de compressão, ainda que *spreads (vs Bunds)* tenham alargado globalmente desde o início de 2015

Bunds vs Treasuries



Fonte: Bloomberg.

Spread Periferia



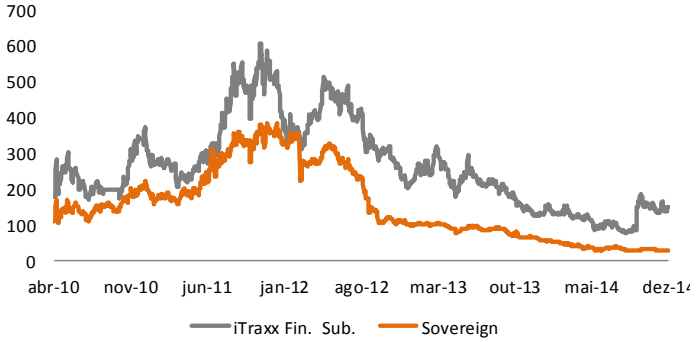
Fonte : Bloomberg.

Antecipação de QE exacerba compressão de spreads no Soberano

Dilatação de spreads Financial-Sovereign indicia um relativo decoupling entre as duas classes de crédito

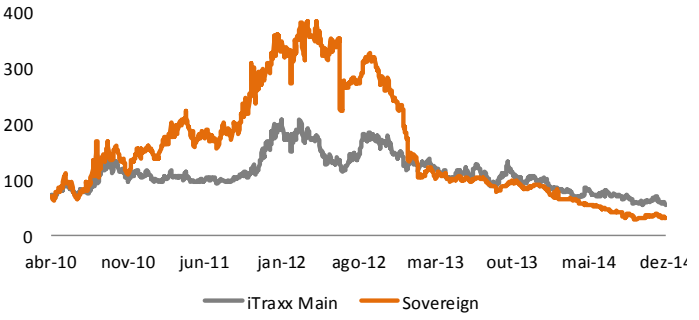
Rally de dívida pública na Europa desde anúncio de OMT normaliza relação spreads Soberano vs Corporate

Sovereign CDS vs iTraxx Financials



Fonte: Bloomberg.

Sovereign CDS vs iTraxx Main



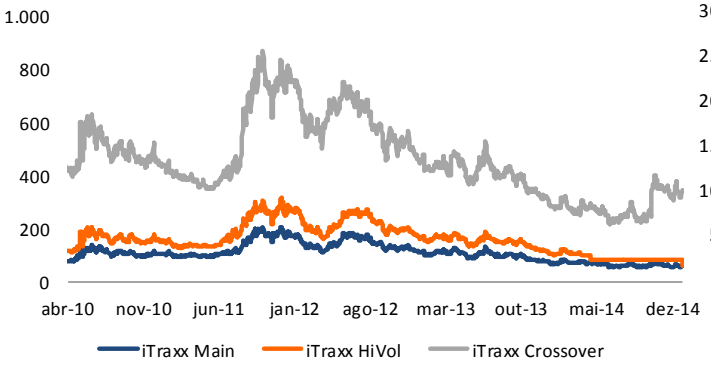
Fonte : Bloomberg.

Dívida Corporate mantém trajectória de compressão de spreads

Expectativa sobre eventual programa de QE sobre Corporates acentua estreitamento de spreads neste segmento

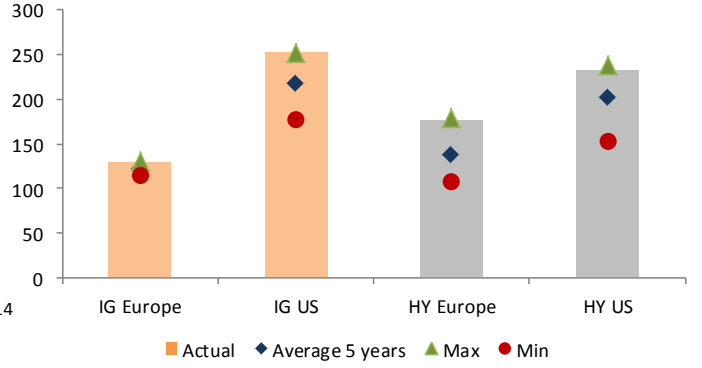
Preferência por empresas IG na Europa e EUA, não obstante ligeiro incremento de spreads HY US no período recente.

Evolução Índices iTraxx



Fonte: Bloomberg.

Credit indexes valuation



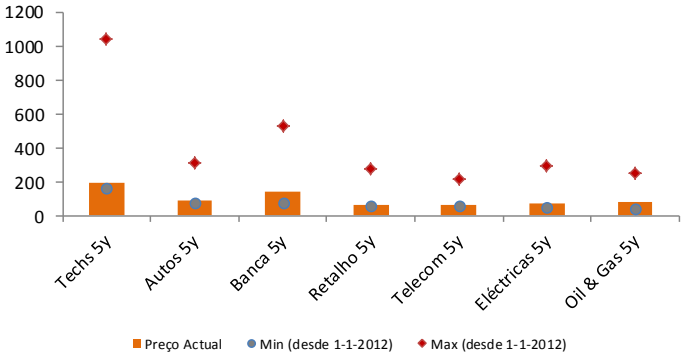
Fonte : Bloomberg.

Estreitamento de spreads corporate revela-se transversal a nível sectorial

A recuperação de "anjos Caídos" potenciou uma recuperação (preço) mais significativa em sectores de maior ciclicidade (Autos & Techs)

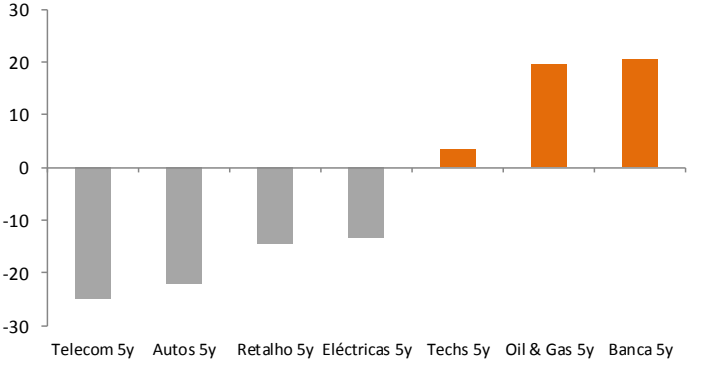
Queda histórica do preço do crude determina alargamento de spreads de dívida neste segmento

Evolução Spread Sectores



Nota: pool de CDS empresas europeias representativas dos respectivos sectores
Fonte: Bloomberg.

Evolução Spread Sectores (2014)



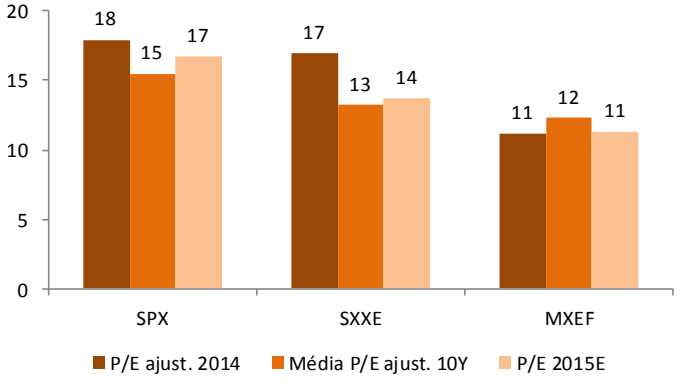
Nota: pool de CDS empresas europeias representativas dos respectivos sectores
Fonte: Bloomberg.

Métricas de avaliação desafiam movimento ascendente

Avaliação do mercado de acções no bloco desenvolvido revela-se moderadamente dispendiosa numa perspectiva histórica...

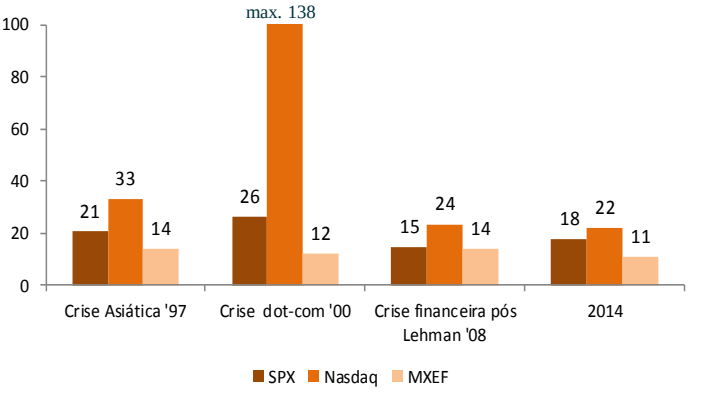
...ainda que os níveis de avaliação accionista comparem de forma amplamente positiva face ao histórico dos últimos períodos de pré-crise

Avaliação geográfica histórica P/E



Fonte: Bloomberg.

Avaliação histórica pré-crise

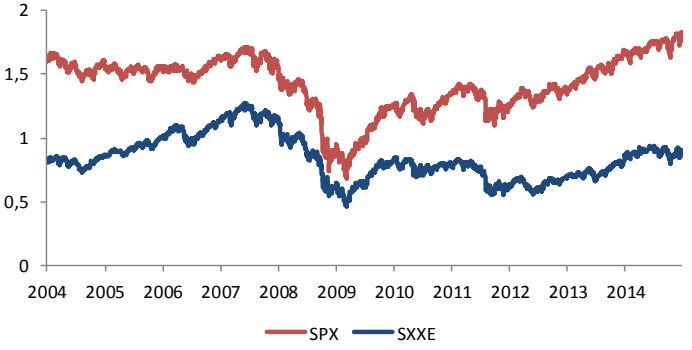


Fonte : Bloomberg.

Outros indicadores atestam relativa sobrecompra dos índices norte-americanos

Evolução mais modesta do *topline* despoleta expansão do múltiplo P/Sales

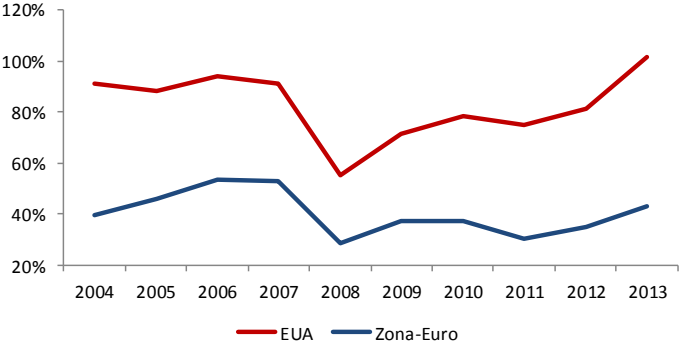
Evolução P/ Sales



Fonte: Bloomberg.

Indicador MKT CAP/PIB indicia o nível mais dispendioso (S&P 500) da última década

Evolução Mkt Cap/ PIB (%)

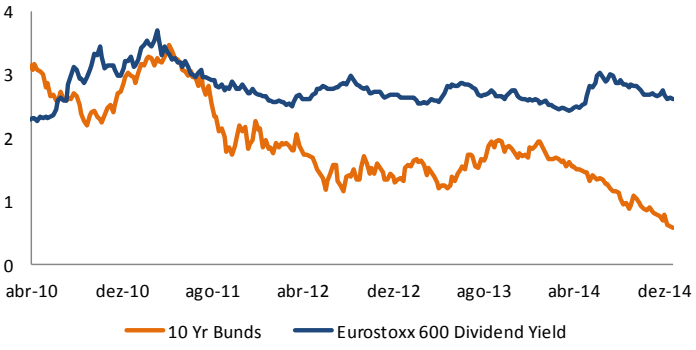


Fonte : Bloomberg.

Procura por '*Yield*' suporta *momentum* do mercado accionista

Mercado de acções revela diferencial de retorno histórico face ao mercado de dívida soberano sem risco…

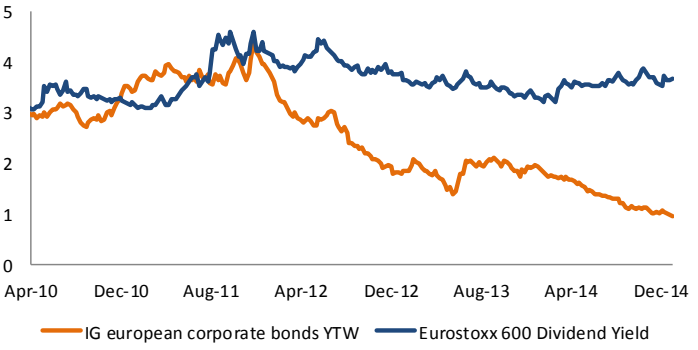
Dividend yield SXXP vs Bond yield (Bunds)



Fonte: Bloomberg.

… o diferencial de retorno mostra-se idêntico caso a análise incida sobre o segmento de dívida corporativa.

Dividend yield SXXP vs Bond yield (I.Grade)



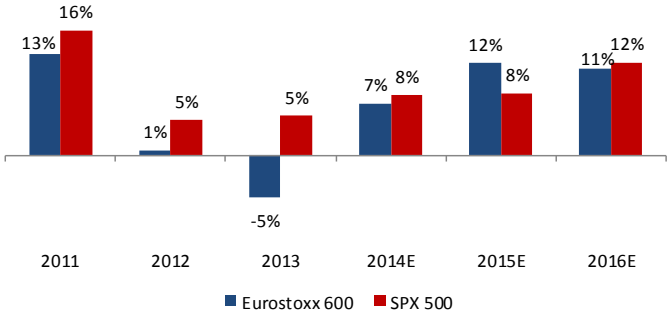
Fonte : Bloomberg.

Crescimento de lucros mostra-se alinhado com recente ciclo de expansão

Expectativa de diferencial de crescimento dos lucros em 2015 mostra-se favorável à Europa vs EUA

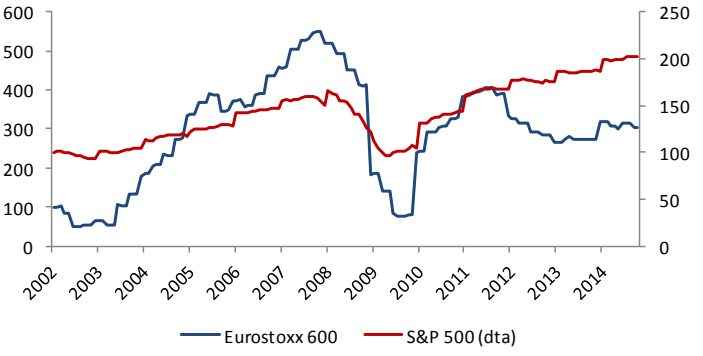
Enquadramento histórico e menor recuperação do ciclo económico/empresarial na Europa justificam diferencial

Evolução EPS (Europa vs EUA)



Fonte: Bloomberg.

Evolução lucros S&P vs Eurostoxx 600



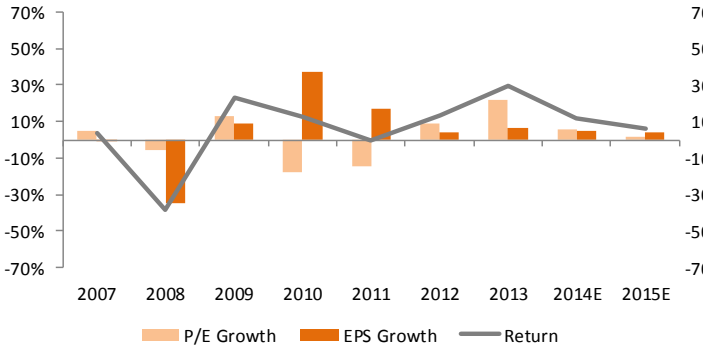
Fonte : Bloomberg.

Expansão dos lucros traduz *driver* principal na revalorização do Equity em 15E

A expansão do múltiplo e o crescimento do EPS apresentaram um contributo idêntico na valorização do S&P 500 verificada em 2014

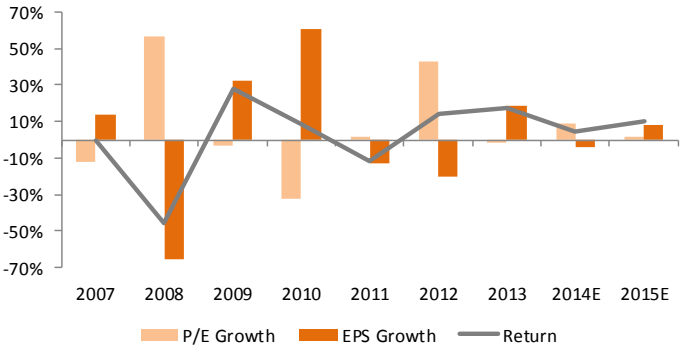
A valorização mais ligeira do Equity na Europa foi alcançada essencialmente por via da expansão do múltiplo P/E.

S&P 500



Fonte: Bloomberg.

Eurostoxx 600



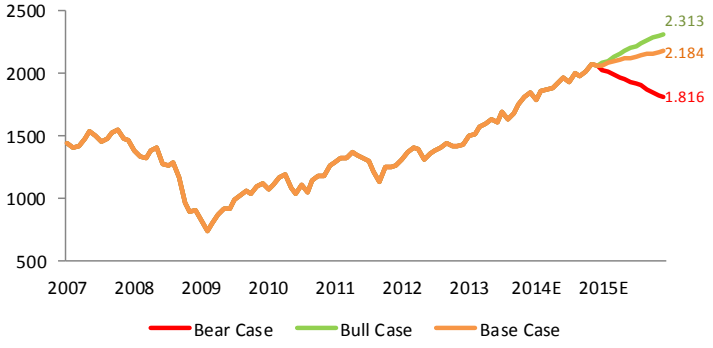
Fonte : Bloomberg.

Nível de recuperação dos lucros na Europa justifica projecção mais optimista

O cenário base projecta um retorno esperado do S&P de 6% - assente no crescimento de EPS em 4% e uma ligeira expansão do múltiplo

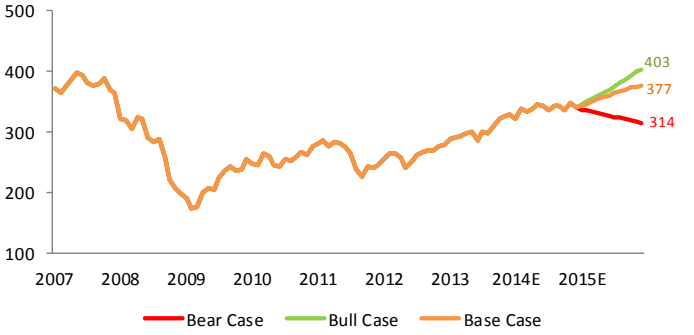
A expectiva de crescimento do EPS em 12% na Europa indicia um retorno superior. Os cenários Base-Bull projectam uma valorização entre 10%-18%

Projecção S&P 500



Fonte: Bloomberg.

Projecção Eurostoxx 600



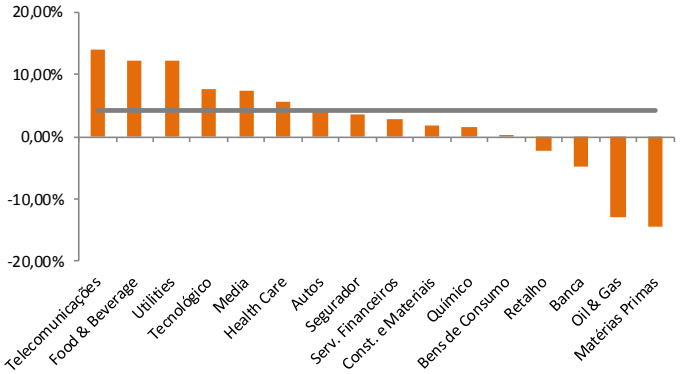
Fonte : Bloomberg.

Perfil cíclico e *dividend play* revelam enquadramento distinto

Sectores defensivos no bloco europeu ostentam *outperformance* YTD generalizada

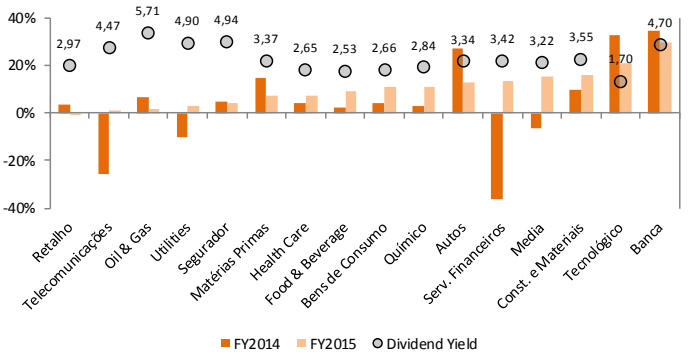
Empresas cíclicas apresentam as melhores perspectivas de crescimento de lucros para 2015

Sectores Europa (2014) vs Eurostoxx 600



Fonte: Bloomberg.

EPS Estimado vs Dividend Yield



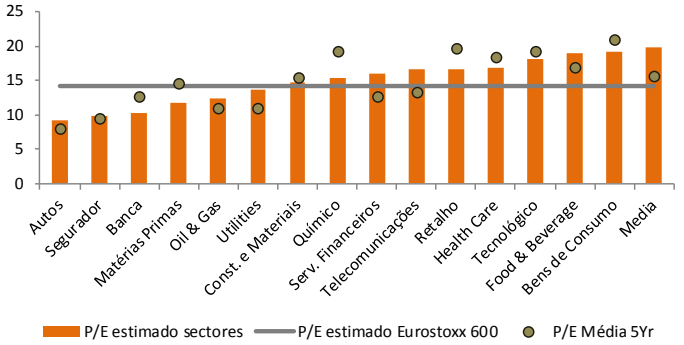
Fonte : Bloomberg.

Fragilidade do Euro acentua atractividade de alguns players cíclicos

Sectores Automóvel e Segurador mostram-se globalmente atractivos nas principais métricas fundamentais...

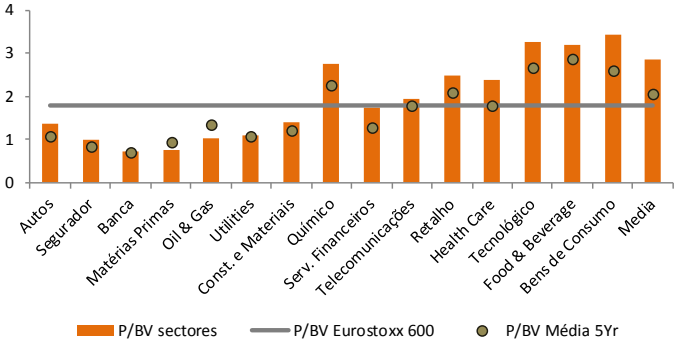
...Por oposição aos sectores de Media e *Food & Beverage* que negoceiam com as principais métricas a prémio face ao índice de referência

P/E ajustado 2015 vs Média 5Yr



Fonte: Bloomberg.

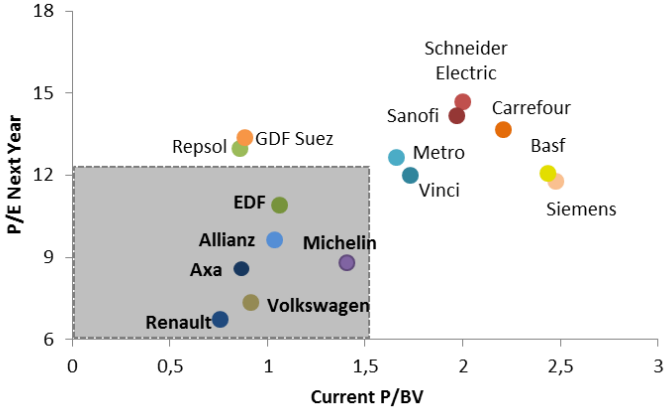
Price to Book value vs Média 5 Yr



Fonte : Bloomberg.

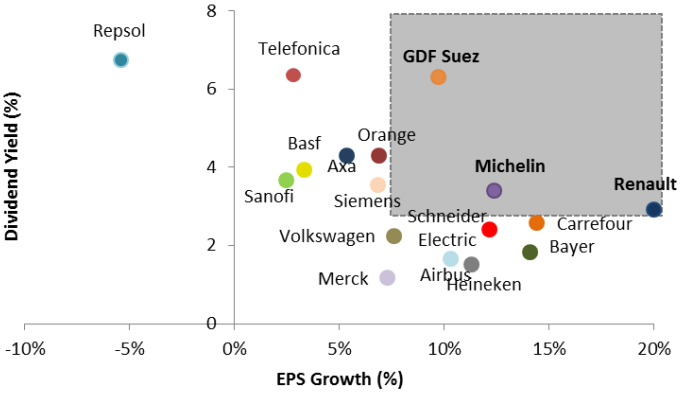
Valorização do *Equity* não acarretou expansão indiscriminada dos fundamentais

Avaliação atractiva dos subsectores Automóvel e Segurador destacam-se no espaço Europeu



Fonte: Bloomberg.

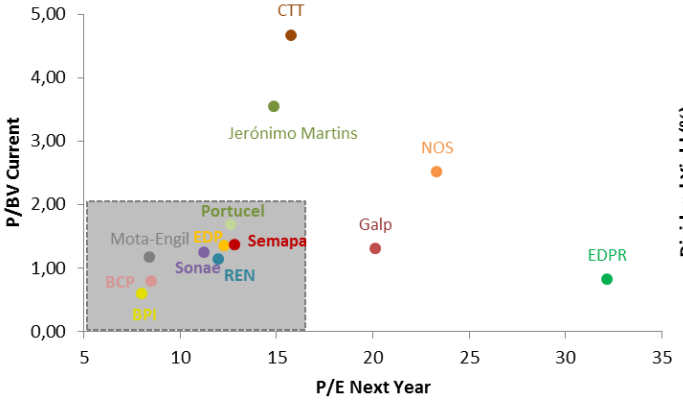
Sector de *Utilities* e Industrial também se destacam mediante outros critérios de avaliação



Fonte : Bloomberg.

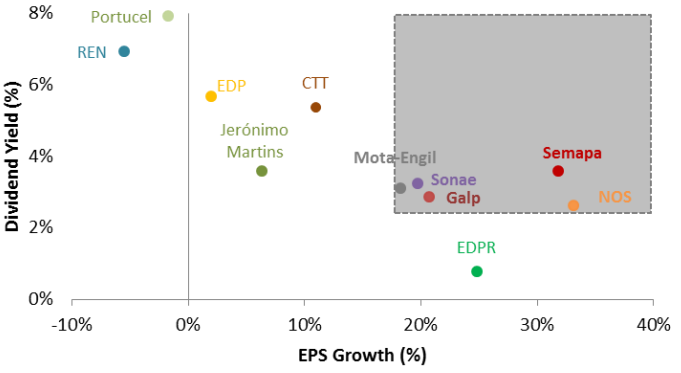
Correcção do PSI-20 em 2014 despoleta oportunidades

Enquadramento do sector financeiro e da Portugal Telecom explicam níveis de avaliação deprimidos



Fonte: Bloomberg.

História de consolidação bem sucedida justifica o maior nível de crescimento dos lucros esperado para a NOS em 2015 vs PSI-20



Fonte : Bloomberg.

Síntese Posicionamento

EQUITY				
GEOGRAFIAS	EUA		●	
	Europa			●
	Portugal			●
	Emergentes		●	

CRÉDITO				
SOBERANO	Treasuries (10 Yr)	●		
	Bunds (10 Yr)	●		
	Periferia Europa - Soberano			●
CORPORATE	Investment Grade Europa			●
	Investment Grade EUA			●
	High Yield Europa		●	
	High Yield EUA		●	

OUTROS				
FX	EUR-USD	●		
	USD-JPY			●
	EUR-GBP	●		
ESTILO	Defensivas		●	
	Cíclicas			●
	Large Caps		●	
	Small Caps		●	

SECTORIAL			
Banca		●	
Mat.-Primas	●		
Retalho		●	
Bens de Consumo		●	
Autos			●
Tecnologia		●	
Const. & Materiais		●	
Airlines			●
Oil&Gas		●	
Químico		●	
Food&Beverage	●		
Healthcare		●	
Telecoms		●	
Segurador			●
Media	●		
Utilities			●

DISCLAMER

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.

BANCO BiG

BANCO DE INVESTIMENTO GLOBAL

© Banco de Investimento Global, S.A. 2015.

© Banco de Investimento Global. 2015