OUTLOOK 2016

EQUIPA RESEARCH:
JOÃO LAMPREIA (HEAD)
ANA MENDONÇA / DIANA OLIVEIRA
JOÃO SALDANHA / BERNARDO CÂNCIO

BiG

Janeiro 2016

BiG BANCO DE INVESTIMENTO GLOBAL

1. **ENQUADRAMENTO**
1. Sinopse Interrogativa
2. Crescimento Mundial
3. Desequilíbrios Macroeconómicos
4. Política Monetária
5. FX e Matérias-Primas

2. **EUA**
1. Economia norte-americana
2. *FED tightening*
3. Eleições

3. **EUROPA**
1. Economia Europeia
2. Inflação
3. BCE - QE

4. **ECONOMIAS EMERGENTES**
1. Dependência em Matérias-Primas
2. Vulnerabilidade ao FED'S *Tightening*
3. China

5. **Matérias-Primas**

6. **Mercados e Perspectivas**
1. Mercado Dívida
2. Mercado Accionista
3. Evolução de Lucros: Europa vs. EUA
4. Projecção Índices accionistas
5. *Overview* Sectorial
6. *Stock Screening*: Europa
7. PSI-20

7. **ALOCAÇÃO TÁCTICA DE ACTIVOS**
1. Resultados *Survey* BiG
2. Síntese Posicionamento

Nos Mercados Financeiros, tal como na Vida, a tendência dependerá da essência das perguntas!

2016

CHINA

O abrandamento chinês e a volatilidade do seu mercado accionista tem exacerbado a instabilidade global. **Haverá um cenário de *hard landing* na China?**

***COMMODITIES*/ CRUDE**

As *commodities* acentuaram uma espiral deflacionária. **Poderá, este facto, levar o mundo a uma recessão global? A que níveis transaccionará o crude em 2016?**

EUA

No final de 2015, o FED anunciou o inicio do período de *tightening* com a primeira subida de taxas. **Qual o ritmo de normalização de taxas que deverá impor em 2016?**

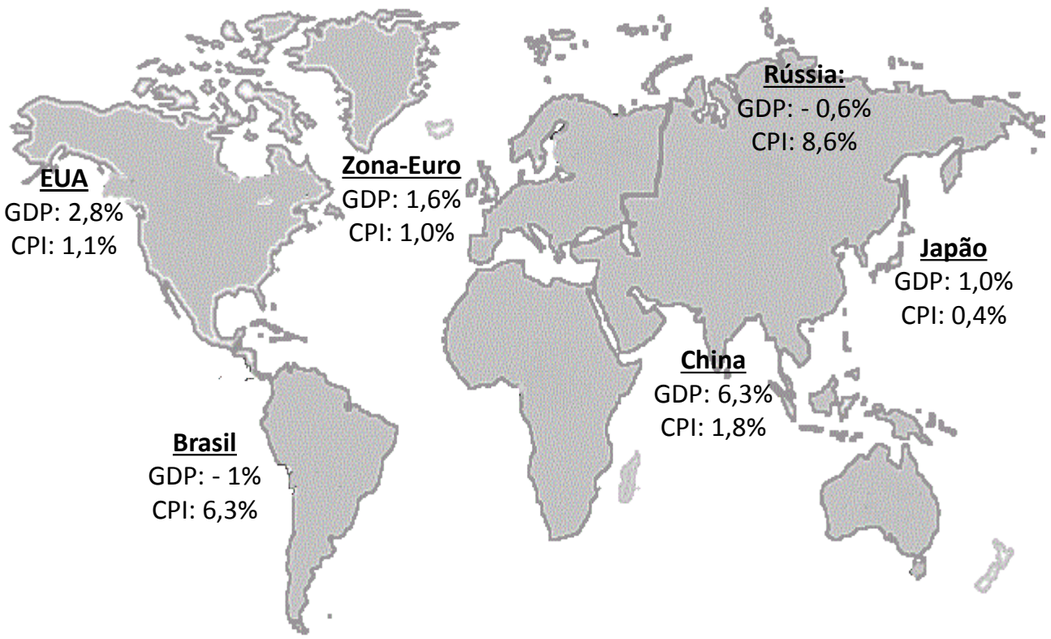
Europa

O BCE já anunciou a primeira extensão do programa de QE que vigora até Março-17. **Assistir-se-á a algum tipo de reforço/ extensão em 2016?**

Recuperação das economias desenvolvidas suporta o crescimento mundial de 3,6% em 2016

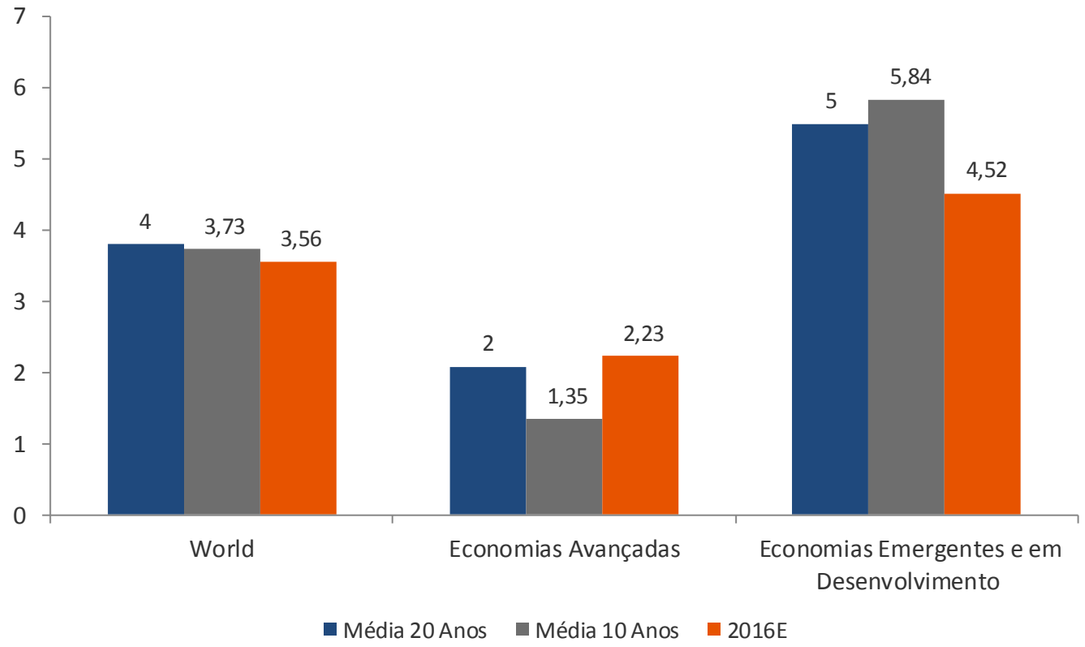
- Divergência macroeconómica e monetária entre os EUA e Europa é um tema contínuo em 2016;
- Inflação global mantém-se insípida em função da contínua fraqueza, plurianual, das matérias-primas.
- Política fiscal e monetária deverá sustentar uma estabilização do abrandamento na economia chinesa;
- Influências/Tendências reflacionárias em países como o Brasil e Rússia poderão acentuar desequilíbrios globais.

CRESCIMENTO REAL DO PIB E INFLAÇÃO ESTIMADO 2016 (%)



Fonte: FMI; Research BiG

CRESCIMENTO REAL DO PIB (%)

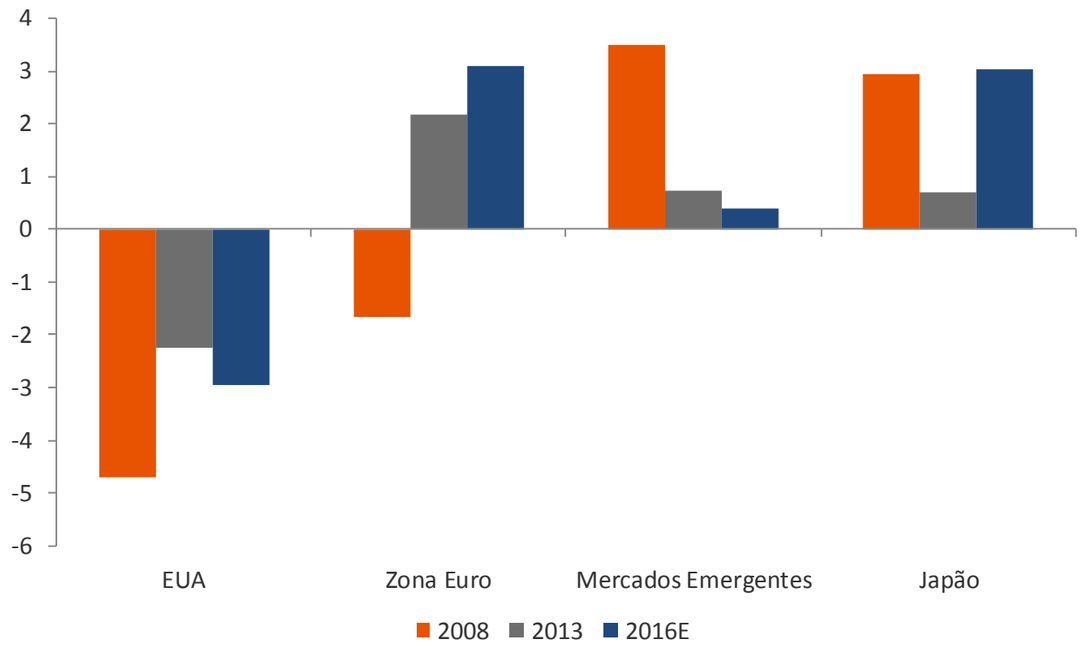


Fonte: FMI; Research BiG

Resiliência da economia dos EUA e valorização do USD suporta dinâmica do comércio global

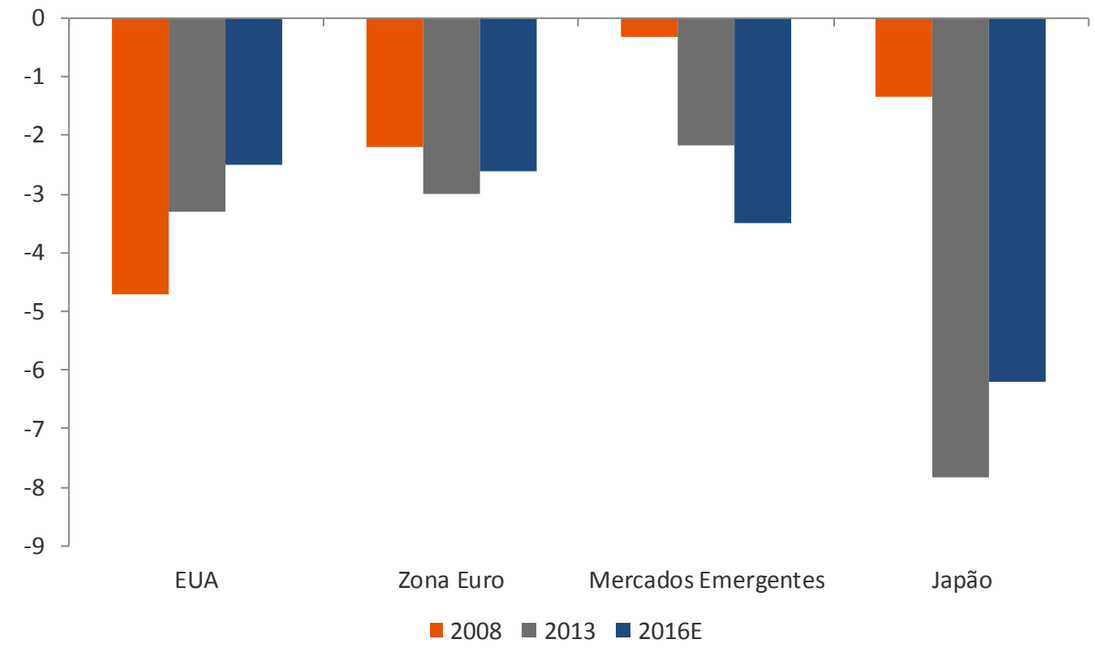
- A economia global deverá continuar a beneficiar do perfil de crescimento único da economia norte-americana;
- O crescimento do défice da balança corrente dos EUA (intensificado pelo fortalecimento do dólar) poderá suportar a evolução do comércio mundial.
- Neutralidade Fiscal – expansionista em alguns países emergentes – deverá favorecer o ritmo de crescimento mundial.

BALANÇA CORRENTE (% PIB)



Fonte: FMI; Research BiG

SALDO ORÇAMENTAL (% PIB)

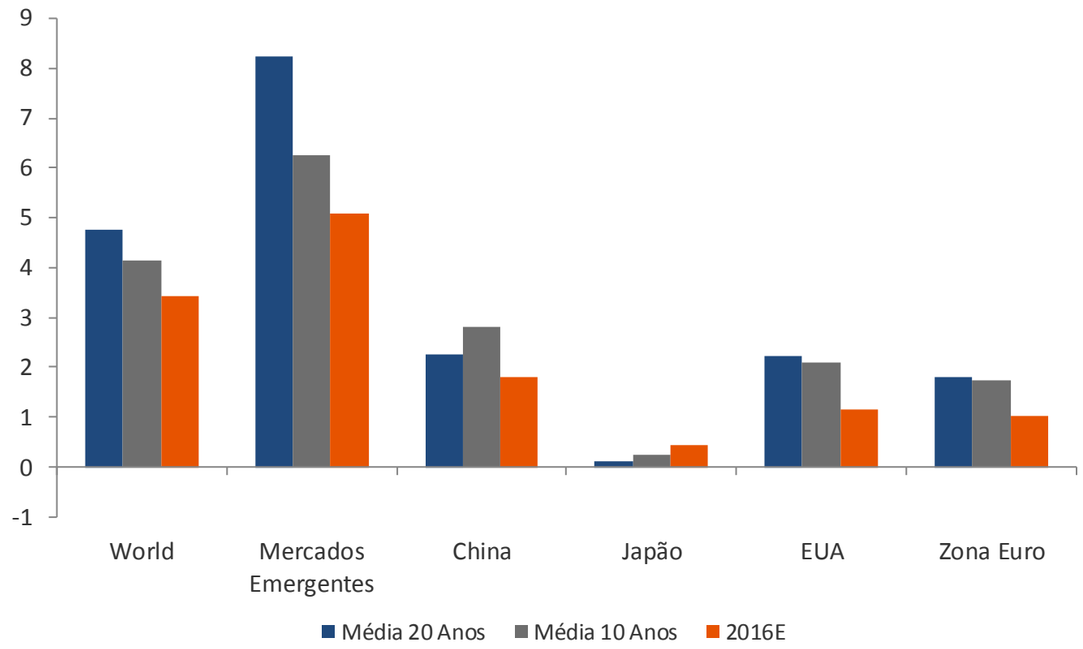


Fonte: Bloomberg; Research BiG

Manutenção de políticas monetárias expansionistas – DM & EM - deverá favorecer sentimento global

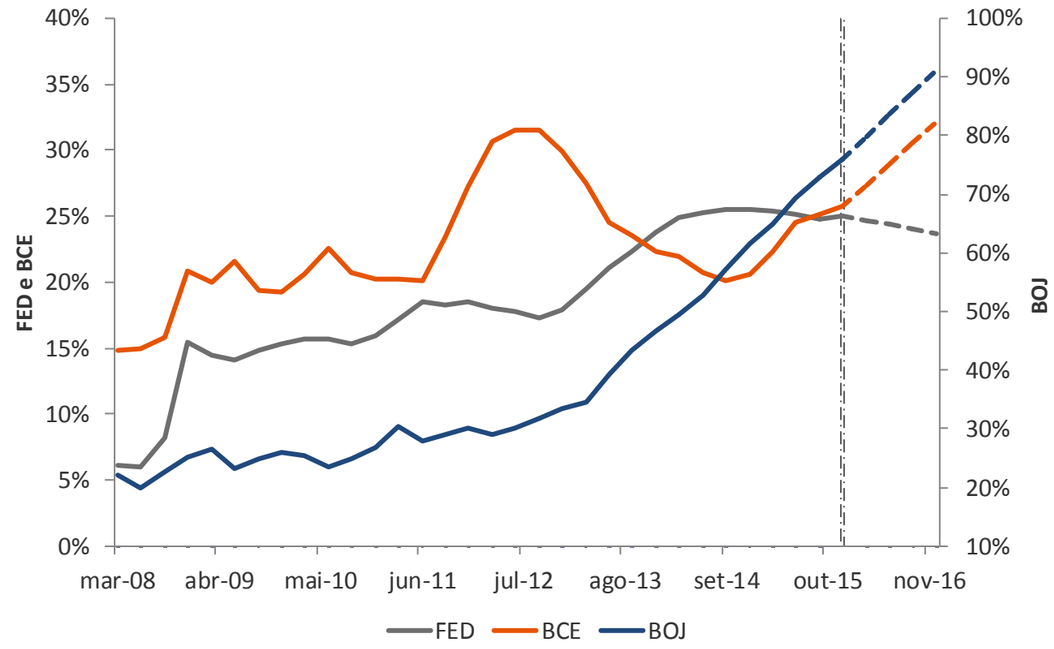
- Pressão inflacionista continua moderada quer nos países desenvolvidos quer em mercados emergentes;
- O BCE deverá assumir o mandato do FED como o gestor primário de riscos entre os Bancos Centrais globais no que se refere a riscos descendentes.
- Política monetária global continuará acomodativa, não obstante o *tightening* do FED;
- O BCE e o Banco do Japão são fortes prestadores de liquidez – compra de activos cumulativa dos bancos centrais deverá replicar os valores "a todo o vapor" do FED em 2013.

INFLAÇÃO (%)



Fonte: FMI; Research BiG

DIVERGÊNCIAS EM BALANÇOS (% PIB)

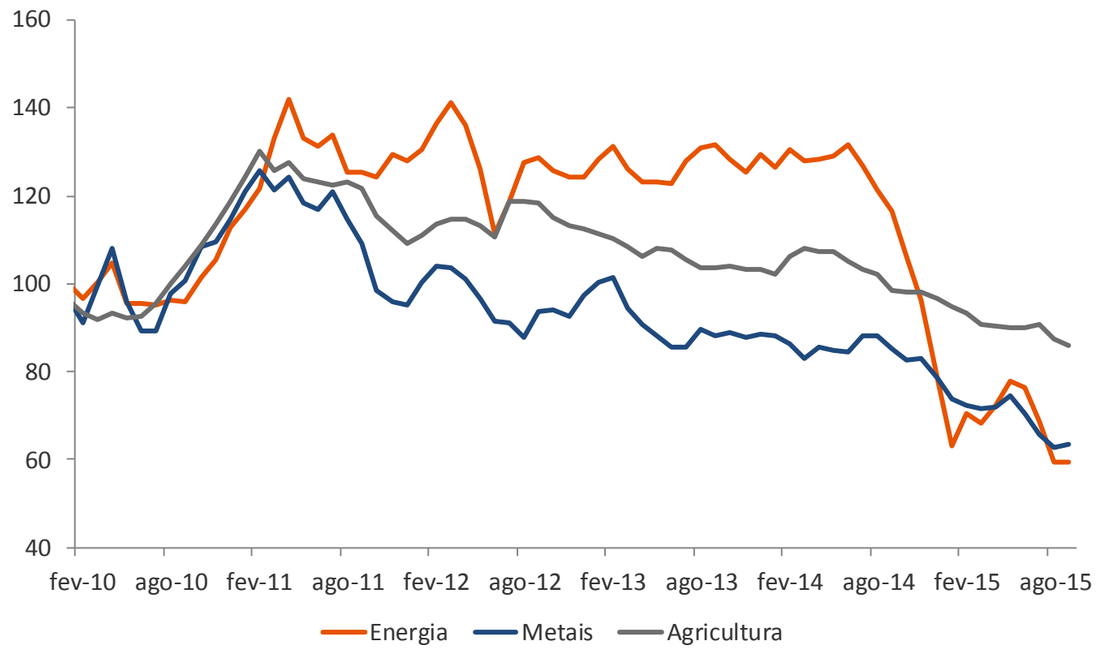


Fonte: Bloomberg; Research BiG

Valorização do dólar poderá aumentar a turbulência de um índice de matérias-primas já deprimido

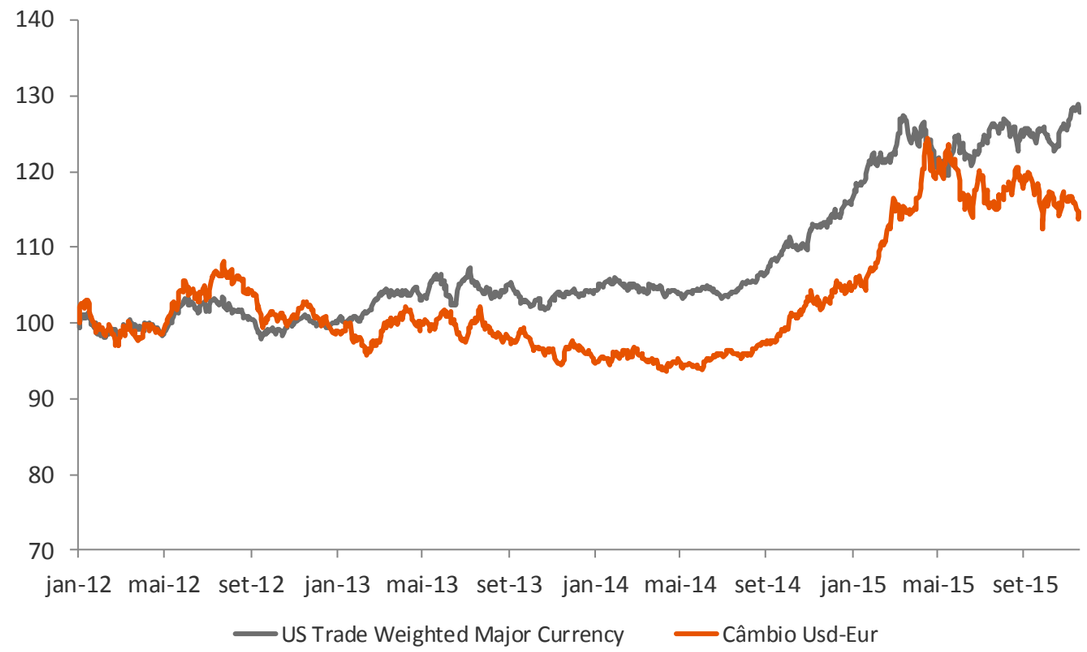
- Fragilidades estruturais dos mercados emergentes, excesso de oferta e a inexpressiva procura justificam os actuais preços depressivos;
- Energia e metais brutos encontram-se entre os mais penalizados no cabaz de matérias-primas.
- Antecipamos alguma estabilização aos níveis actuais, embora uma recuperação expressiva seja apresentada como um cenário pouco razoável, com a continuação de mais turbulência.

ÍNDICES DE MATÉRIAS PRIMAS (USD)



Fonte: Banco Mundial; Research BiG

DÓLAR E EURO: ÍNDICES CAMBIAIS PONDERADOS (2012=100)

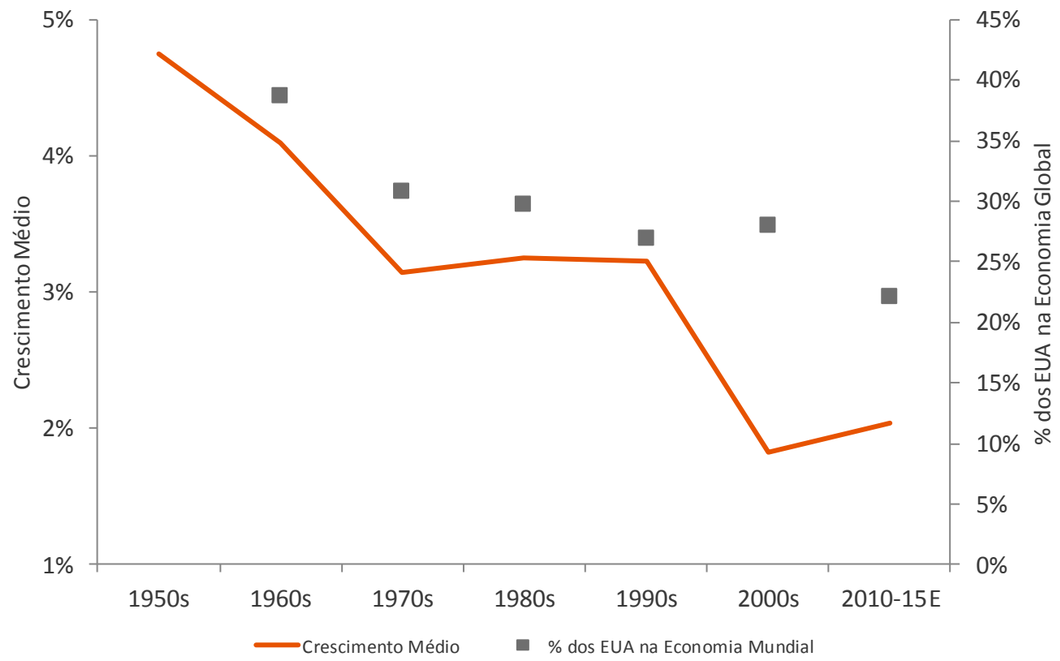


Fonte: Bloomberg: Research BiG

Ciclo actual de expansão nos EUA já ultrapassa a média histórica, embora a um ritmo mais moderado

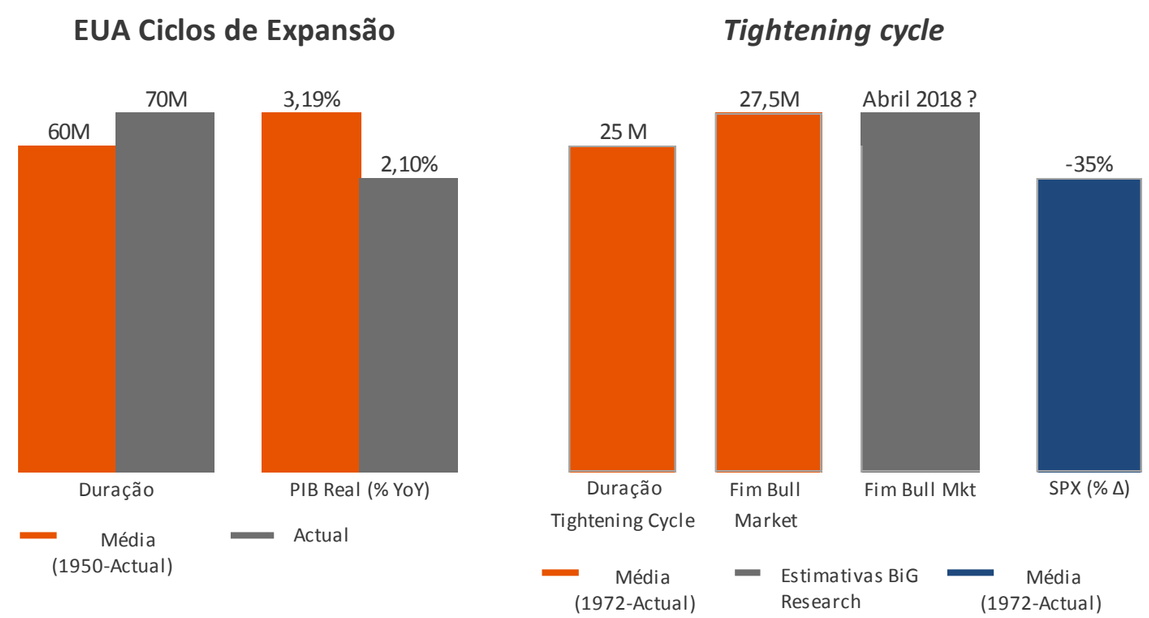
- Ciclo de maturidade na economia norte-americana traduz-se num declínio secular do PIB potencial dos EUA – exacerbado pela crise financeira de 2008;
- Os níveis significativamente deprimidos observados em 2008 sugerem superior espaço para estender o actual ciclo económico positivo.
- O final do ciclo monetário restritivo mantém uma estreita correlação histórica com o epílogo do *bull market* accionista – o qual precede o pico do ciclo económico em aproximadamente 9 meses.

CRESCIMENTO MÉDIO DO PIB POR DÉCADA (%)



Fonte: Bloomberg; Research BiG

CICLO EXPANSIONISTA VS. *TIGHTENING* NOS EUA

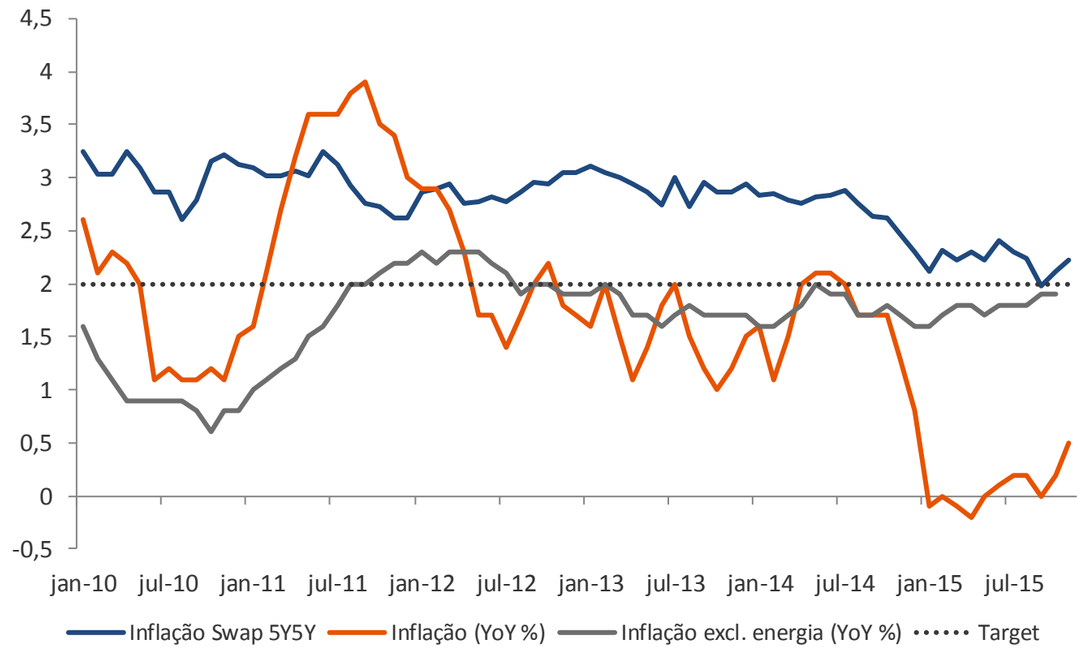


Fonte Bloomberg: Research BiG
M= meses

Estabilização das *commodities* e "força" do mercado laboral acarreta riscos!

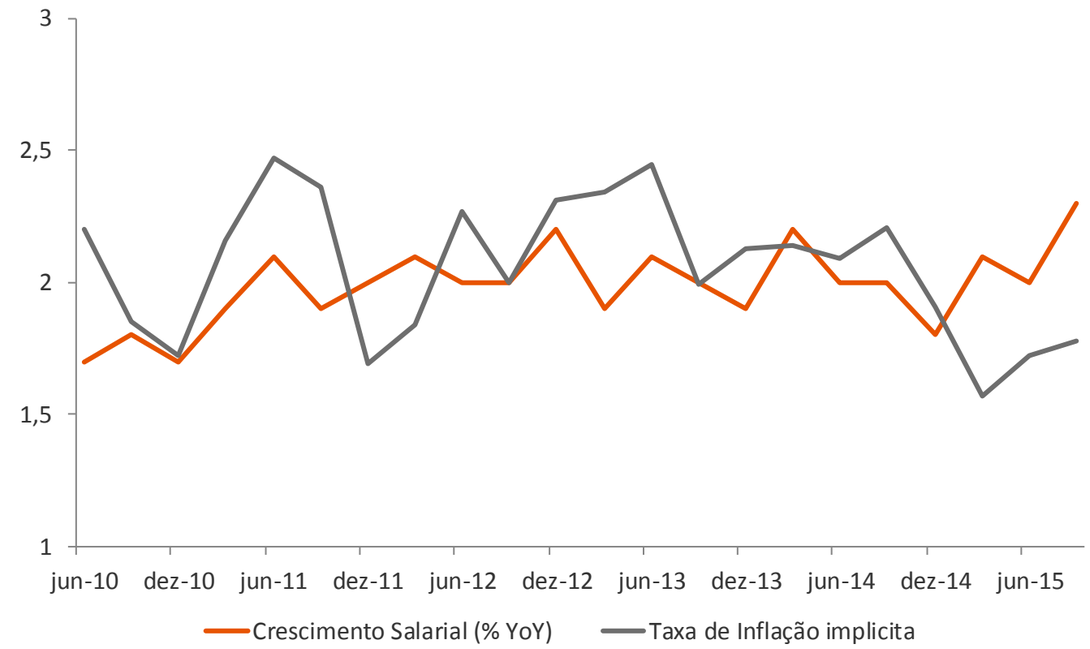
- Níveis de inflação, excluindo preços de energia, encontram-se próximos do *target* do FED.
- Até uma ligeira retoma de preços de matérias-primas – de níveis comparavelmente pressionados – poderá levar a crescente pressões inflacionárias.

INFLAÇÃO(YOY %)



Fonte: Bloomberg; Research BiG

CRESCIMENTO SALARIAL VS. TAXA DE INFLAÇÃO IMPLÍCITA NO MERCADO

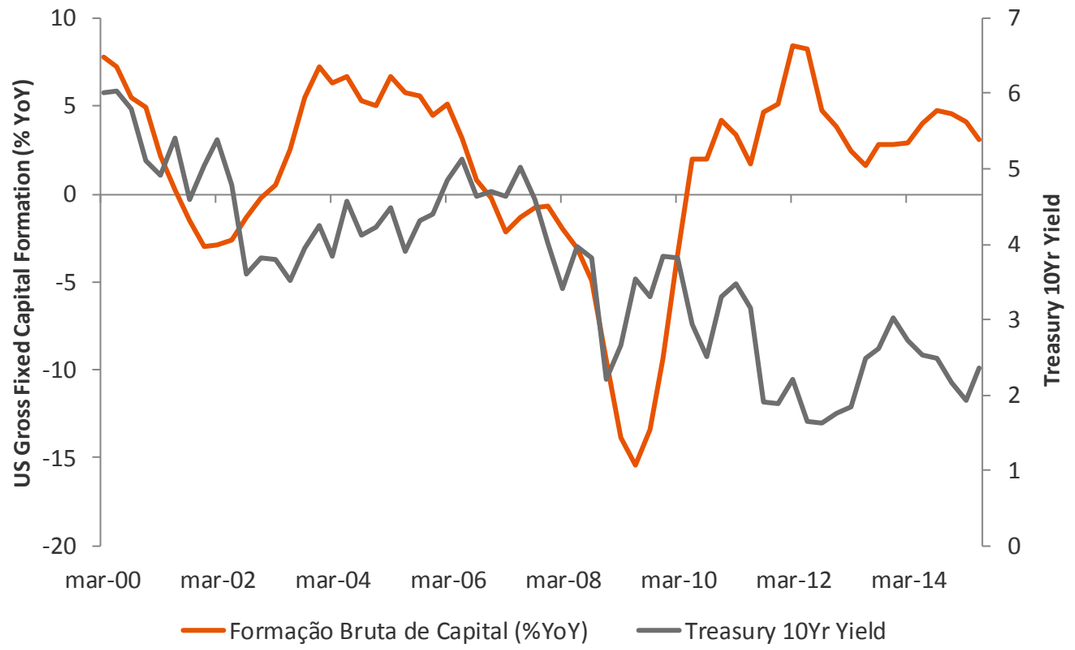


Fonte: Bloomberg: Research BiG

Contexto de reduzidas taxas de juro gera efeitos dicotómicos sobre variáveis relevantes

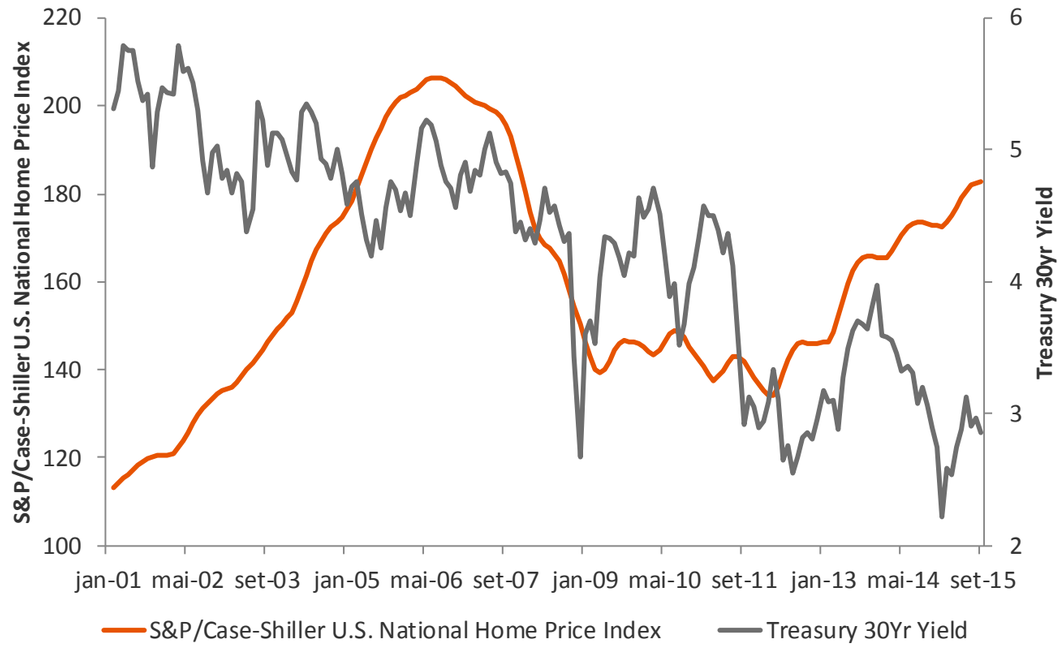
- O investimento não recupera para níveis superiores à média da actividade económica e expectativas;
- O perfil *dovish* do FED alimenta receios "indevidos" sobre o *momentum* da economia americana.
- Recuperação do mercado imobiliário mostra-se avançada e preços actuais não diferem substancialmente dos níveis máximos alcançados na bolha de 2007.

INVESTMENTO (%YOY) VS. TREASURY 10Y YIELD(%)



Fonte: Bloomberg; Research BiG

ÍNDICE DE PREÇOS IMOBILIÁRIO RESIDENCIAL VS. TREASURY 30Y YIELD

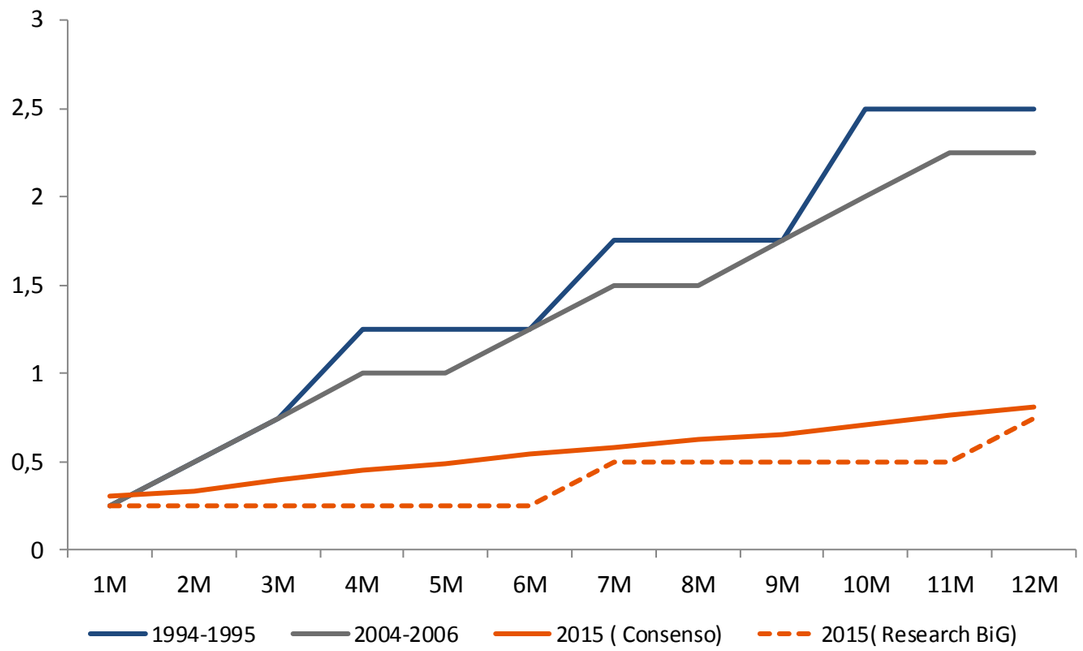


Fonte: Bloomberg: Research BiG

Robustez do USD e riscos exógenos deverão moderar ritmo de subida de taxas pelo FED

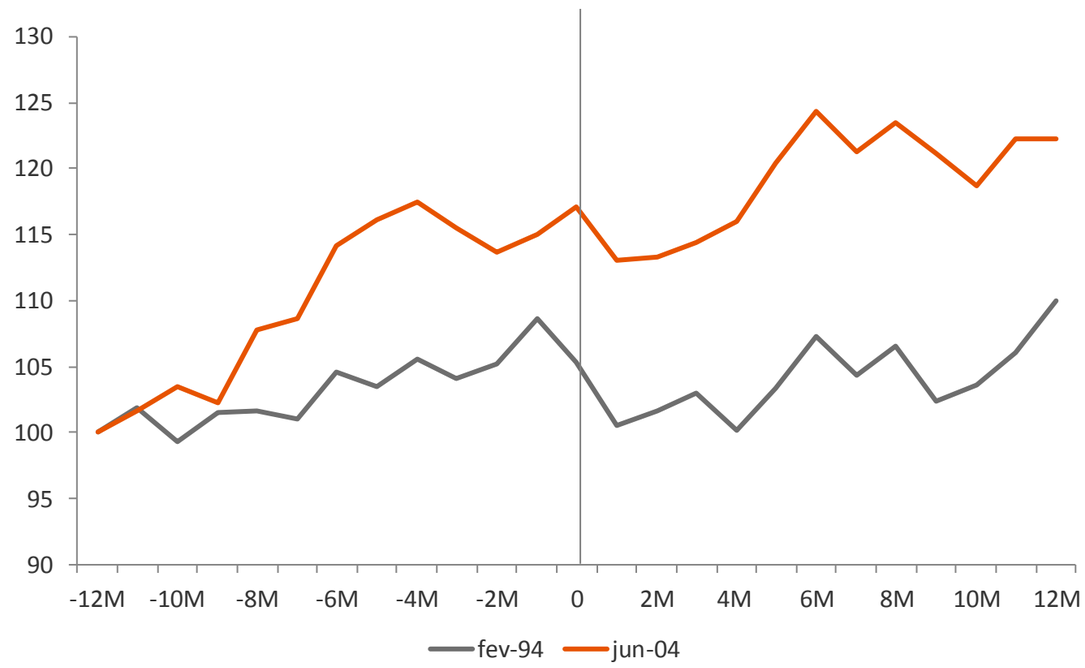
- O Research do BiG estima um ritmo de aumento de taxas gradual – taxa refi deverá atingir 1% até final de 2016 – ligeiramente abaixo do consenso.
- O mercado accionista demonstrou-se resiliente face ao inicio dos ciclos de política monetária restritiva, não obstante os riscos e a volatilidade de curto-prazo.

AUMENTOS NA TAXA DE FUNDOS DO FED (%)



Fonte: Federal Reserve; Bloomberg; Research BiG

BACKTESTING DE 2 PERÍODOS DE CONTRAÇÃO

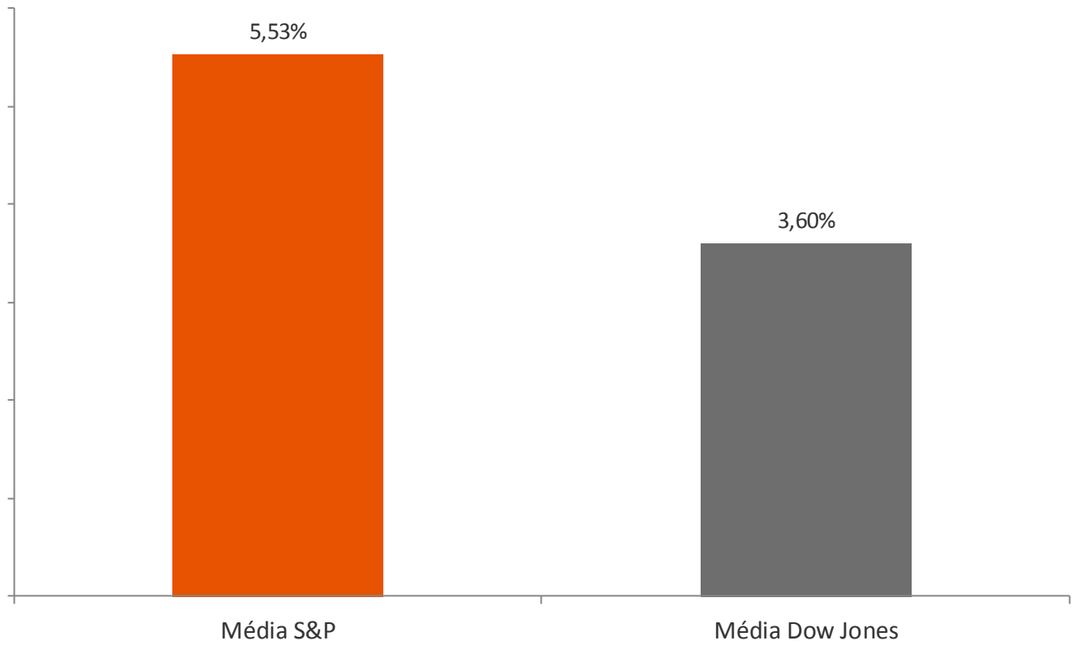


Fonte: Bloomberg: Research BiG

O mercado accionista ostenta retornos positivos em anos de eleições Presidenciais (85% desde 1950)

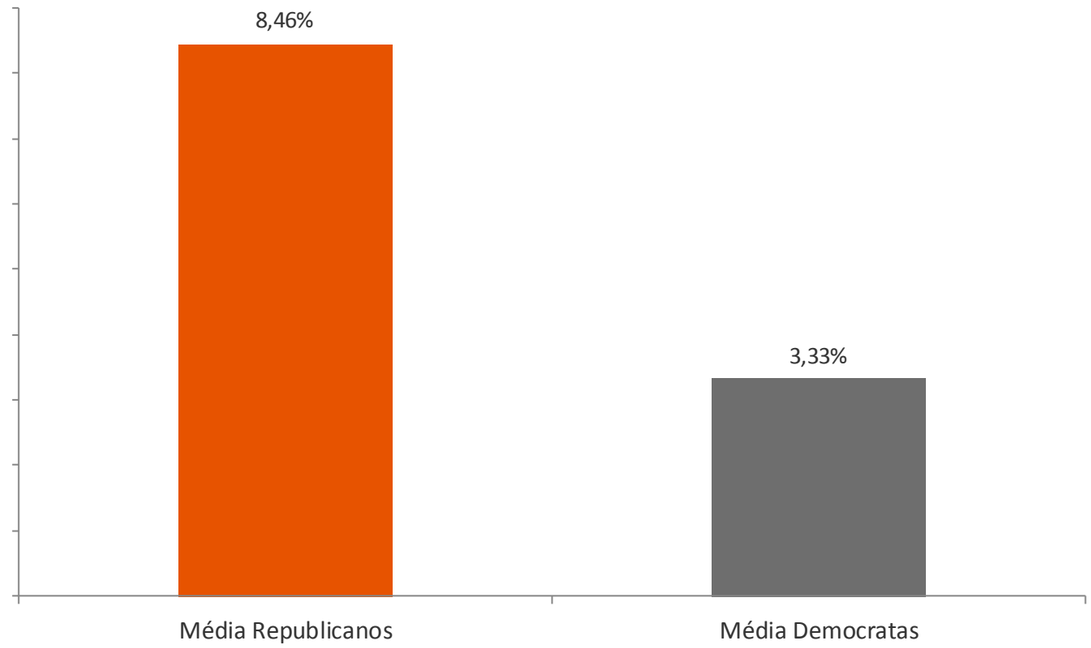
- O retorno médio (S&P e DJ) em anos de eleições presidenciais é perto de 5%;
- Existe um equilíbrio significativo entre presidentes Democratas e Republicanos eleitos, embora o mercado tradicionalmente favoreça os últimos, em anos de eleições.
- Esta é uma visão inconclusiva, pois é sujeita a *outliers* e não tem em consideração a duração total do ciclo presidencial.

DESEMPENHO DURANTE UM ANO DE ELEIÇÕES PRESIDENCIAIS (DESDE 1950)



Fonte: Bloomberg; Research BiG

DESEMPENHO S&P - REPUBLICANOS VS DEMOCRATAS (DESDE 1950)

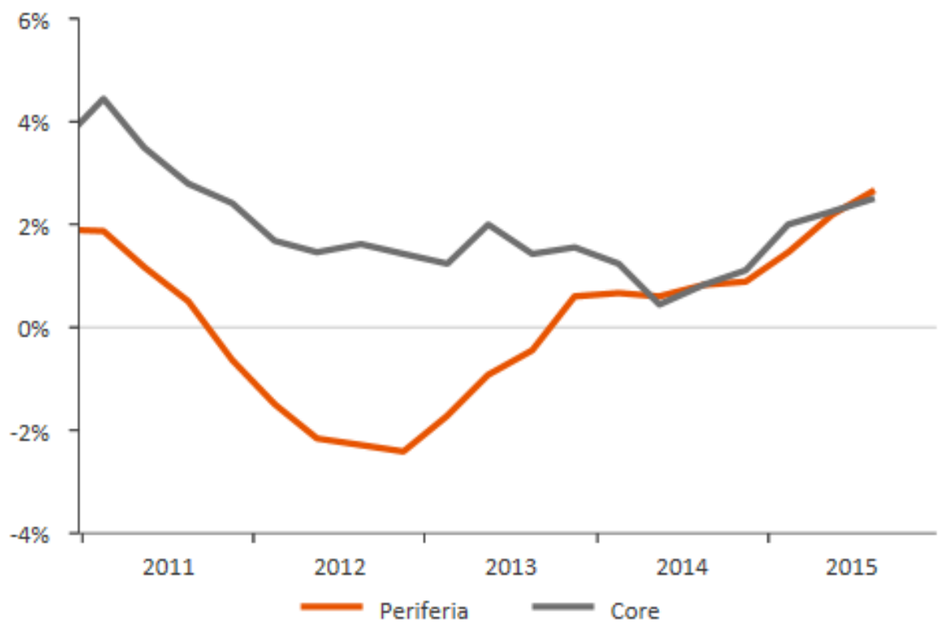


Fonte: Bloomberg: Research BiG

Convergência económica entre economias europeias *core* e periferia deverá persistir no longo prazo

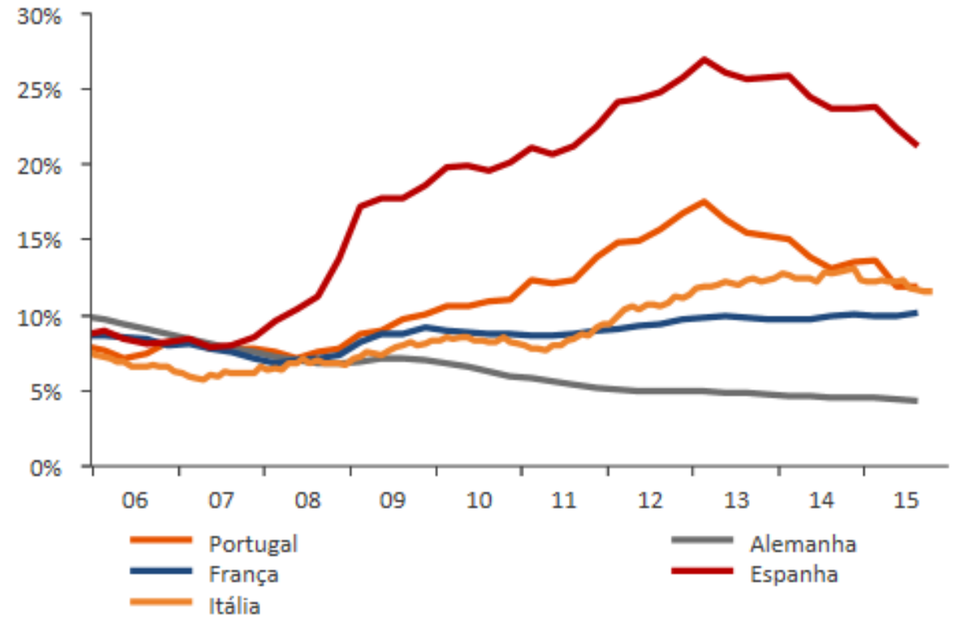
- O efeito positivo do arranque de reformas económicas implementadas em países em crise poderá exacerbar este efeito;
- Emergência de riscos políticos na periferia poderão comprometer a tendência de recuperação nos anos pós-crise.
- A taxa de desemprego diminuiu substancialmente em países periféricos – em Portugal já atingiu níveis pré-crise;
- A adicional desvalorização do Euro deverá proporcionar um estímulo para países europeus com um claro modelo de exportações.

EVOLUÇÃO PIB - PERIFERIA VS. CORE (EM %)



Fonte: Thomson Reuters Datastream, Research BiG

TAXA DE DESEMPREGO POR PAÍS

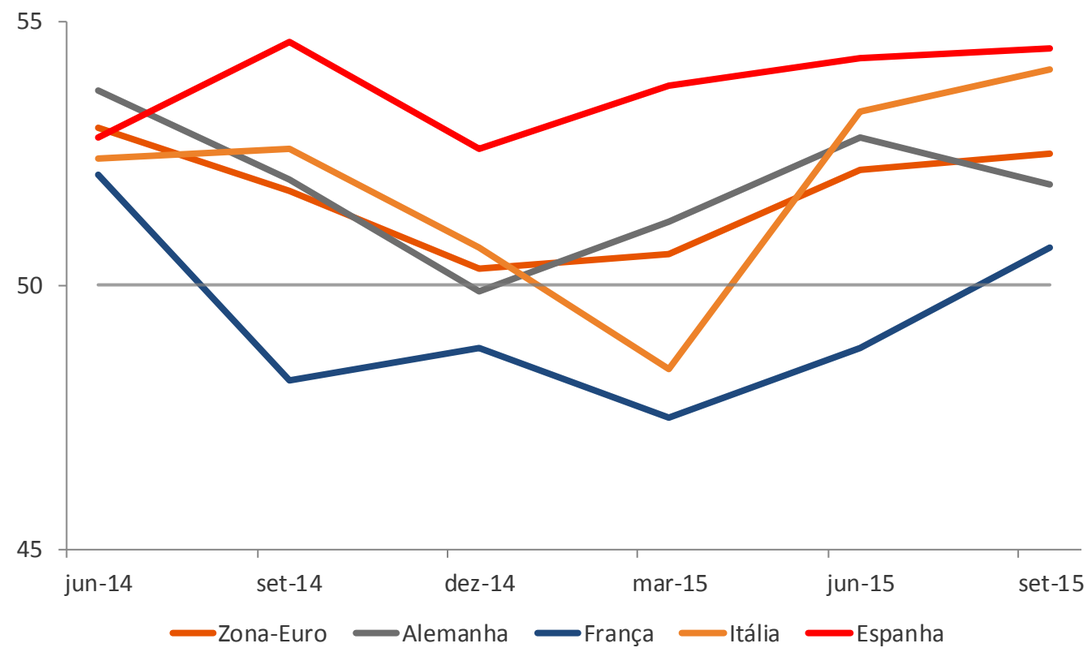


Fonte: Thomson Reuters Datastream, Research BiG

Mudanças estruturais nos anos de crise aperfeiçoaram a competitividade global na Zona Euro

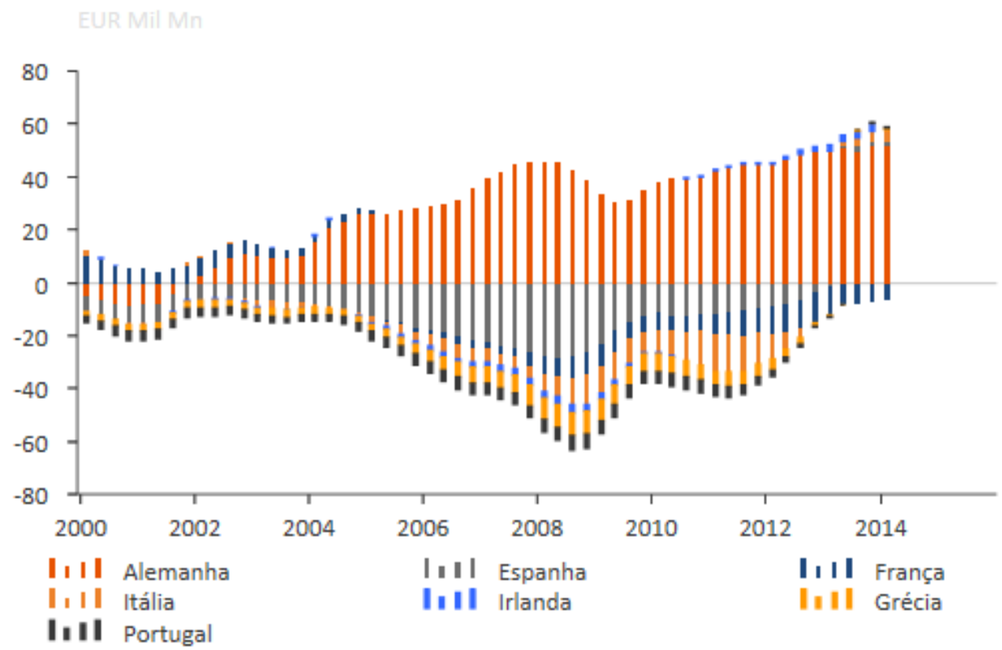
- Actividade industrial recuperou significativamente nos principais países europeus no período pós-crise;
- França mantém um desempenho *lagging* face aos *peers*, o que não é surpreendente face às restrições estruturais que pairam sobre o país.
- A Zona Euro é a região com os maiores *superávit* de balança corrente, após os défices externos observados antes de 2008;
- Tal facto representa uma significativa fonte de competitividade para a economia europeia e deverá definir um mínimo para a desvalorização do Euro aos níveis actuais.

PMI SECTOR MANUFACTURA EUROPA



Fonte: Bloomberg

BALANÇA CORRENTE POR PAÍS

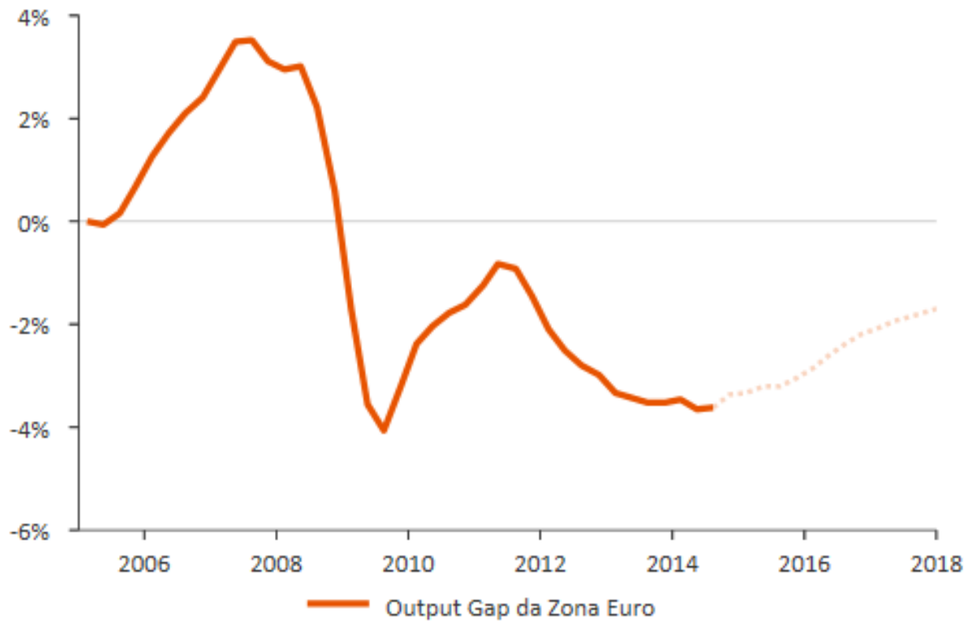


Fonte: Thomson Reuters Datastream, Research BiG

Nível de *output gap* e o lento *pick-up* da concessão de crédito reforçam expectativa de acção do BCE

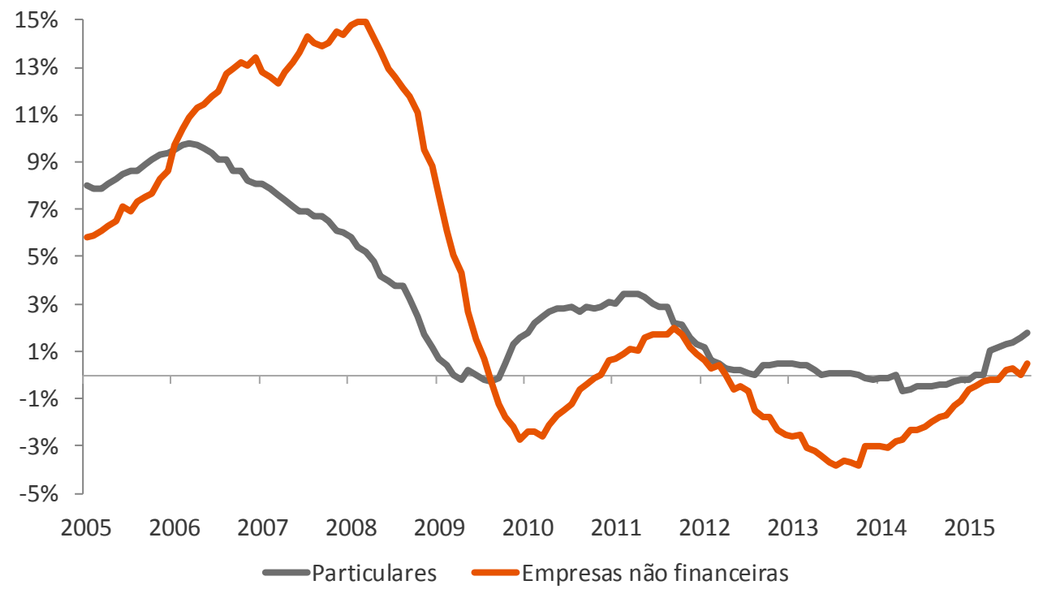
- O *output gap* – diferença entre o PIB potencial e actual – mantém-se em níveis historicamente baixos;
- O impacto de neutralidade fiscal e o efeito de medidas estruturais deverá proporcionar um catalisador para a recuperação do *output gap*.
- A concessão de crédito está a recuperar, embora num ritmo moderado e o crédito continua fragmentado entre os países periféricos e *core.*

DIFERENCIAL FACE AO PIB POTENCIAL (%)



Fonte: Thomson Reuters Datastream, Research BiG

EVOLUÇÃO CONCESSÃO DE CRÉDITO (%)

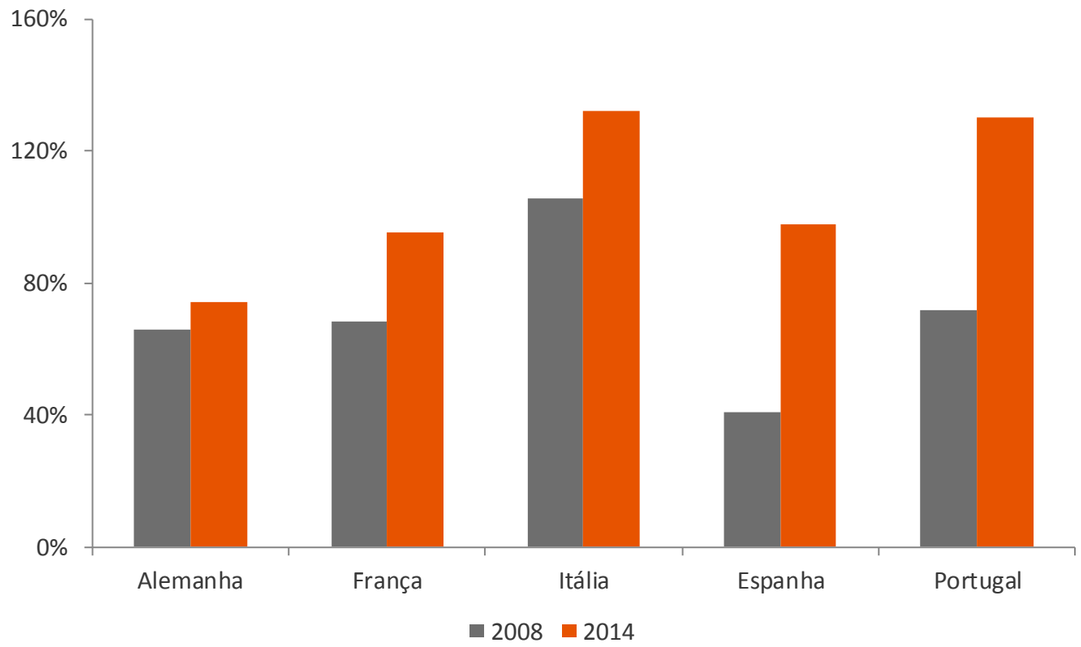


Fonte: Bloomberg

Actual nível de taxas de juro mantém-se necessário face a restrições de crescimento/endívidamento

- Reforço do programa de compra de activos do BCE mantém-se na equação por forma a impulsionar a inflação e reduzir os níveis de dívida pública;
- O contexto de menor crescimento e níveis de endividamento elevados requer baixos custos de financiamento – especialmente ao nível do declínio das taxas de juro reais.

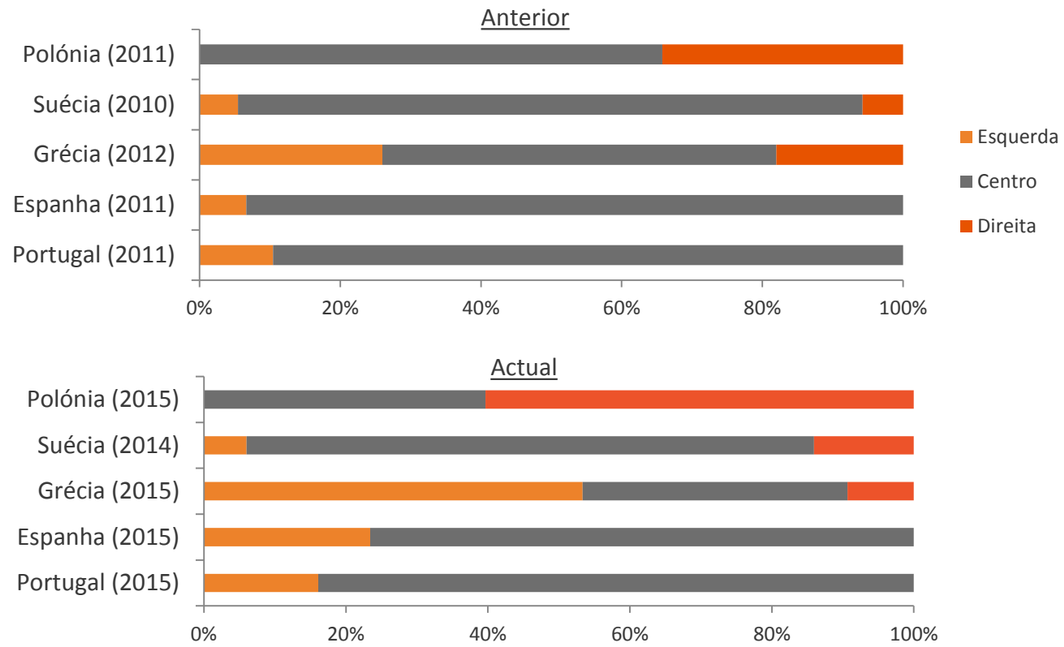
DÍVIDA PÚBLICA (% GDP)



Fonte: Bloomberg, Research BiG

- Os efeitos da crise Europeia geraram pressões para um novo panorama político - forças políticas mais radicais;
- Este fenómeno acarreta uma maior incerteza política e traduz riscos evidentes sobre a expectativa de divergência da competitividade no médio prazo.

POLÍTICA (% NO PARLAMENTO)

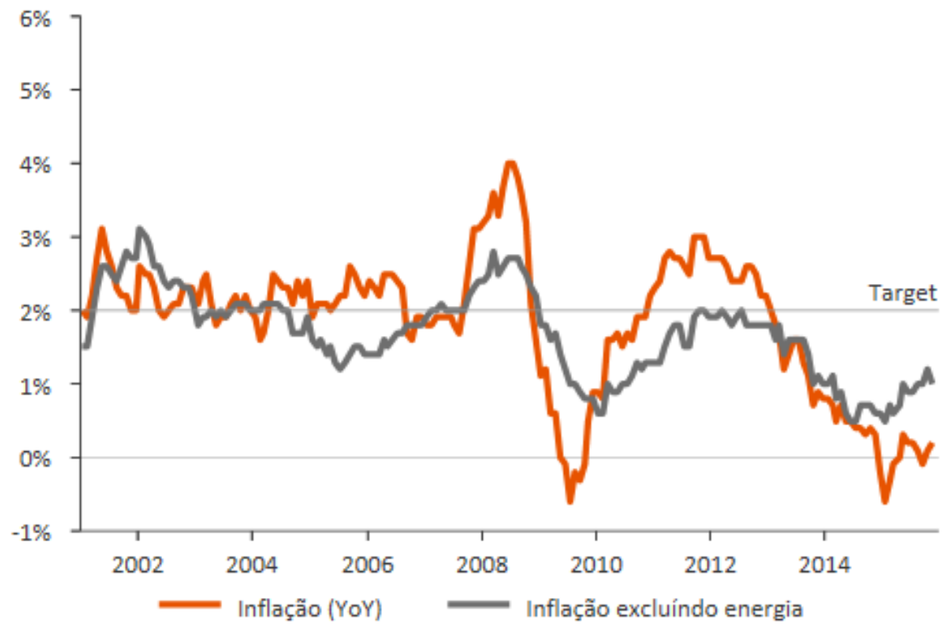


Fonte: Research BiG

Níveis de inflação são inferiores ao objectivo de longo-prazo - 2% é o mandato único do BCE

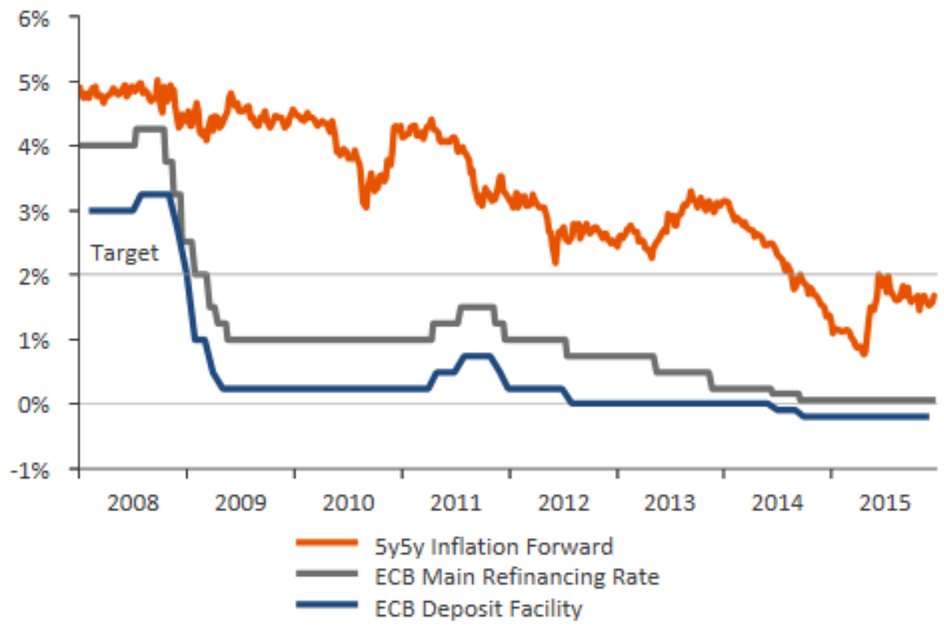
- Os níveis de inflação encontram-se perto de zero e o corte na taxa de depósitos do BCE (-0,3%) não é suficiente para atingir os objectivos de longo prazo;
- As taxas *swap* 5Y5Y continuam inferiores a 2% e têm recuado constantemente desde meados de 2015.
- Instabilidade nos mercados emergentes, volatilidade cambial, e preço deprimido das matérias-primas estão a penalizar os objectivos reflacionários do programa de compra de activos do BCE.

INFLAÇÃO VS. OBJECTIVO (%)



Fonte: Thomson Reuters Datastream, Research BiG

EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO (%)

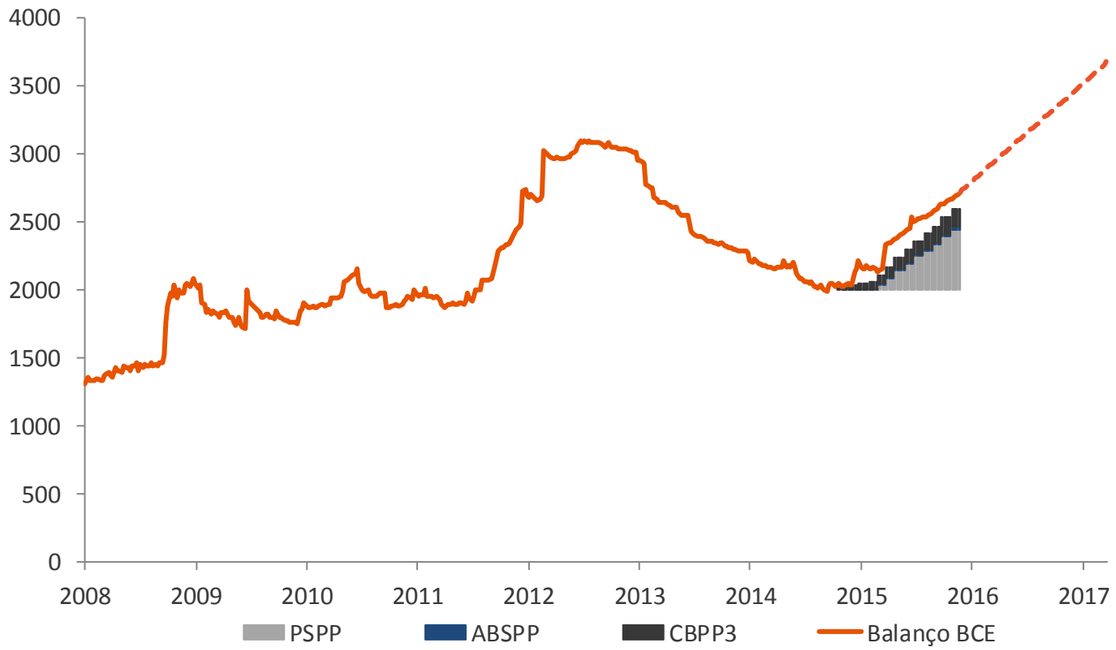


Fonte: Thomson Reuters Datastream, Research BiG

A actual política monetária expansionista do BCE ainda segue as expectativas do mercado

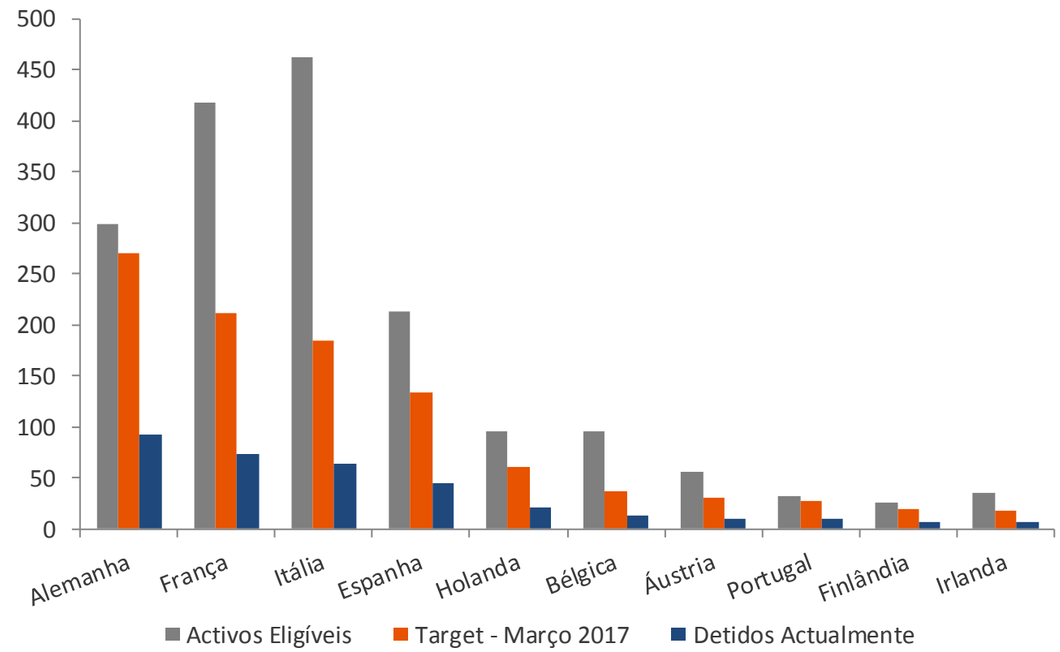
- O anúncio de medidas adicionais de QE até Março de 2017 colocou o target de balanço do BCE próximo de EUR 3,7 tri;
- No último ano o programa responsável pela expansão do Balanço foi o PSPP.
- O montante de obrigações soberanas necessárias para atingir este objectivo encontra-se 'perigosamente próximo' do valor de activos elegíveis para alguns países da Zona Euro.

BALANÇO BCE (EUR MIL MN)



Fonte: Bloomberg; ECB; Research BiG

BCE – OBRIGAÇÕES SOBERANAS ELIGÍVEIS (EUR MIL MN)

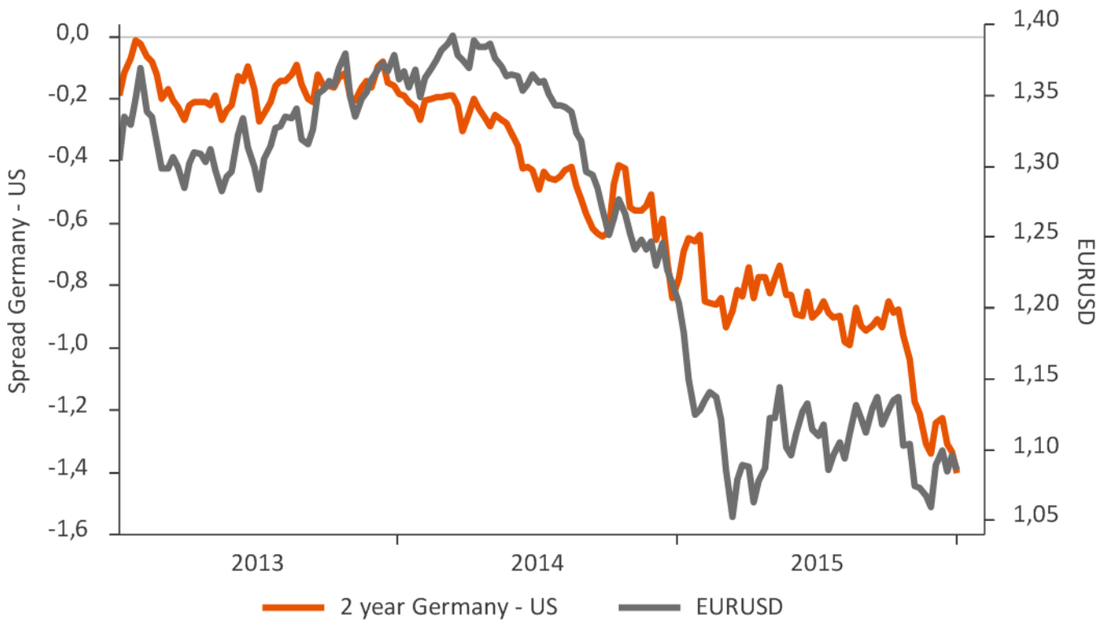


Fonte: Bloomberg; ECB; Research BiG

A forte desvalorização do Euro em 2015 e a correlação com o Equity poderá ser suavizada em 2016

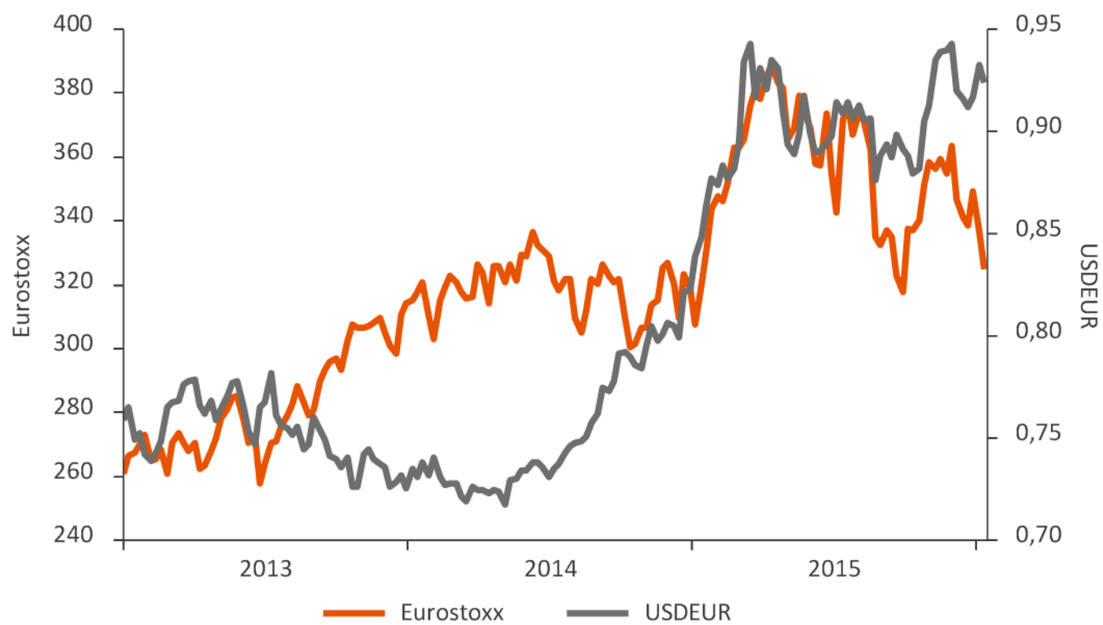
- A divergência monetária e o diferencial de taxas de juro são as principais razões que justificam a forte desvalorização do cross Eur-Usd;
- O posicionamento *crowded* do *short* Eur-Usd e os excedentes externos da zona Euro limitam o *downside* adicional da divisa Europeia.
- Os índices accionistas europeus apresentam uma correlação forte com a depreciação do Euro;
- Acreditamos num range mais limitado para a evolução do cross Eur-Usd, pelo que a correlação do Equity com o FX poderá ser suavizada em 2016.

INTEREST RATE 2 YR SPREAD GER-US VS EUR-USD



Fonte: Thomson Reuters Datastream, Research BiG

EUROSTOXX VS USD-EUR

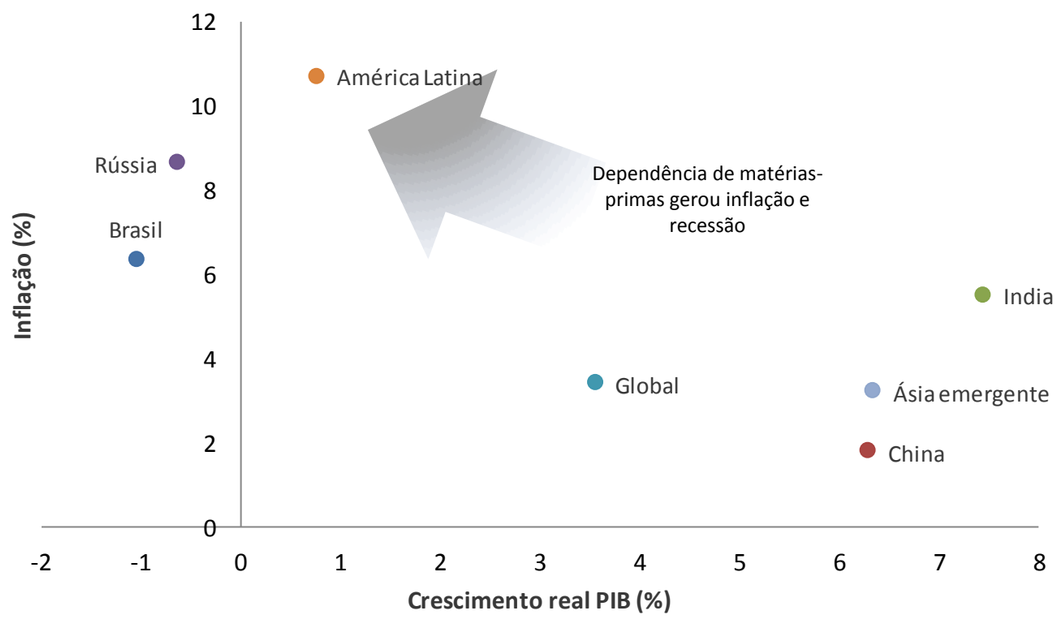


Fonte: Thomson Reuters Datastream, Research BiG

Dependência de matérias-primas gera progressivo *decoupling* entre países do bloco emergente

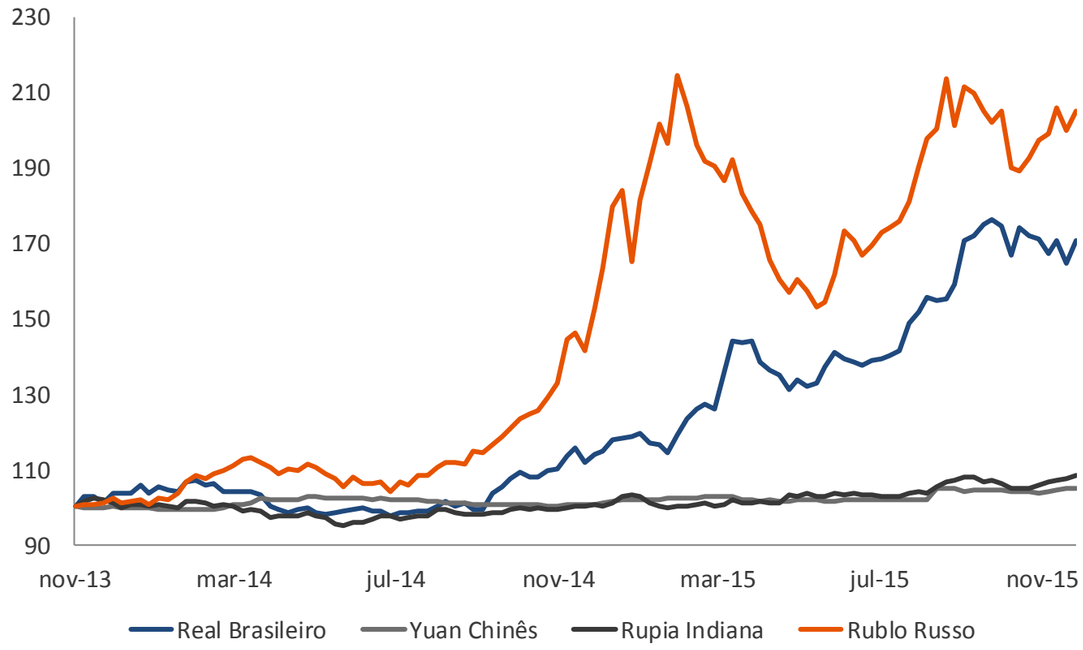
- O novo paradigma de preços baixos das matérias-primas veio fracturar ainda mais o grupo dos mercados emergentes;
- As regiões mais dependentes em *commodities* continuam com estimativas para o crescimento real do PIB negativas, com as taxas de câmbio a serem o mecanismo de ajuste destas economias.
- No caso do Brasil e Rússia, as suas moedas desvalorizaram mais de 40% em relação ao dólar americano;
- Estas depreciações inflacionaram instantaneamente os preços das importações, que consequentemente geraram inflação no resto da economia.

PROJECÇÕES ECONÓMICAS DO FMI PARA 2016



Fonte: FMI

USD CONTRA AS VÁRIAS MOEDAS EMERGENTES (NOV 2013=100)

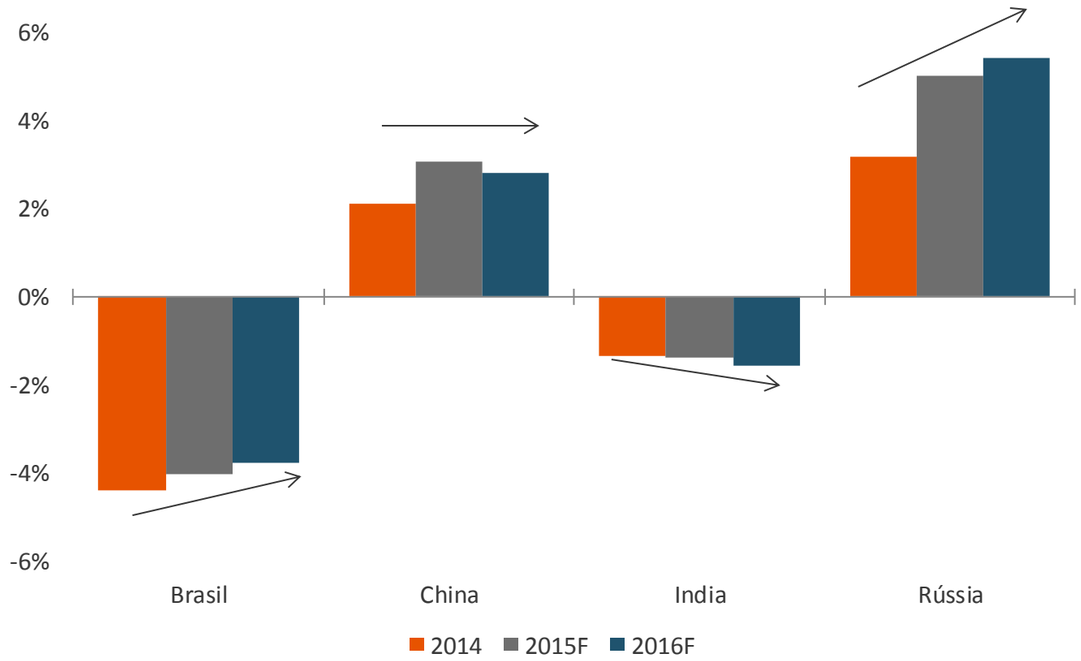


Fonte: Bloomberg

A vulnerabilidade do bloco emergente face ao *tightening* do Fed evidencia um "novo" paradigma

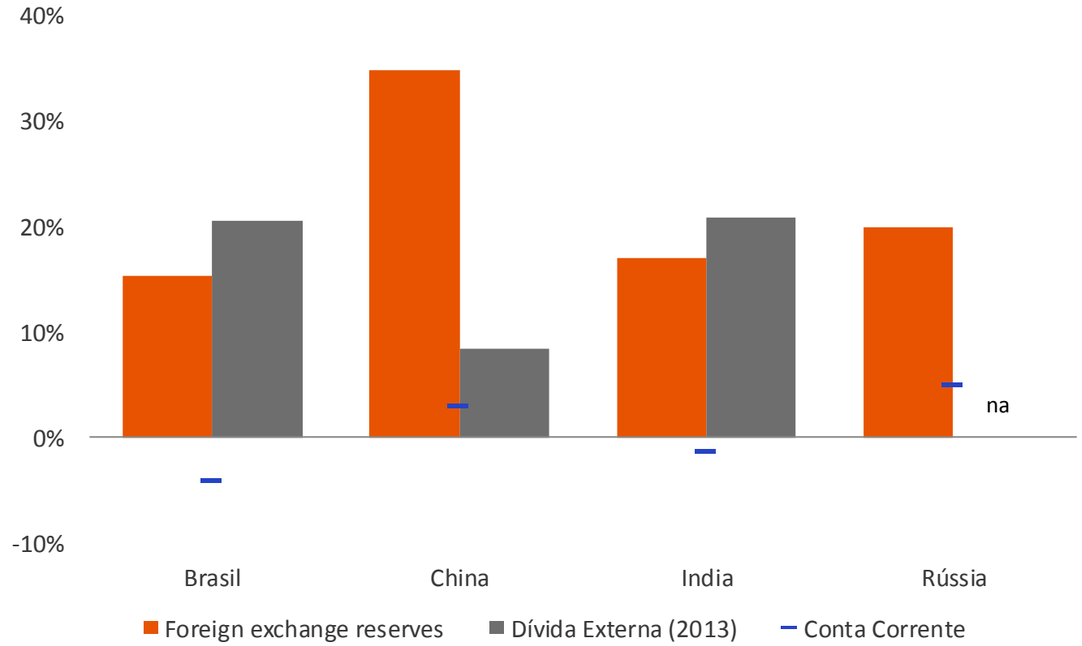
- Os mercados emergentes estão claramente expostos aos riscos de uma politica monetária contraccionista do Fed;
- As diferenças estruturais sugerem que Brasil e Índia são os que se encontram numa posição mais vulnerável, reflectindo a elevada dívida externa, baixas reservas internacionais e *deficits* de conta corrente.
- A situação é particularmente negativa para o Brasil devido às altas taxas de juro praticadas no país, derivadas da instabilidade política e inflação alta;
- Isto torna pouco viável o endividamento adicional, prevendo-se que o país desperdice parte das suas reservas internacionais nos próximos anos.

CONTA CORRENTE (% PIB)



Fonte: FMI

POSIÇÂO EXTERNA (% PIB)

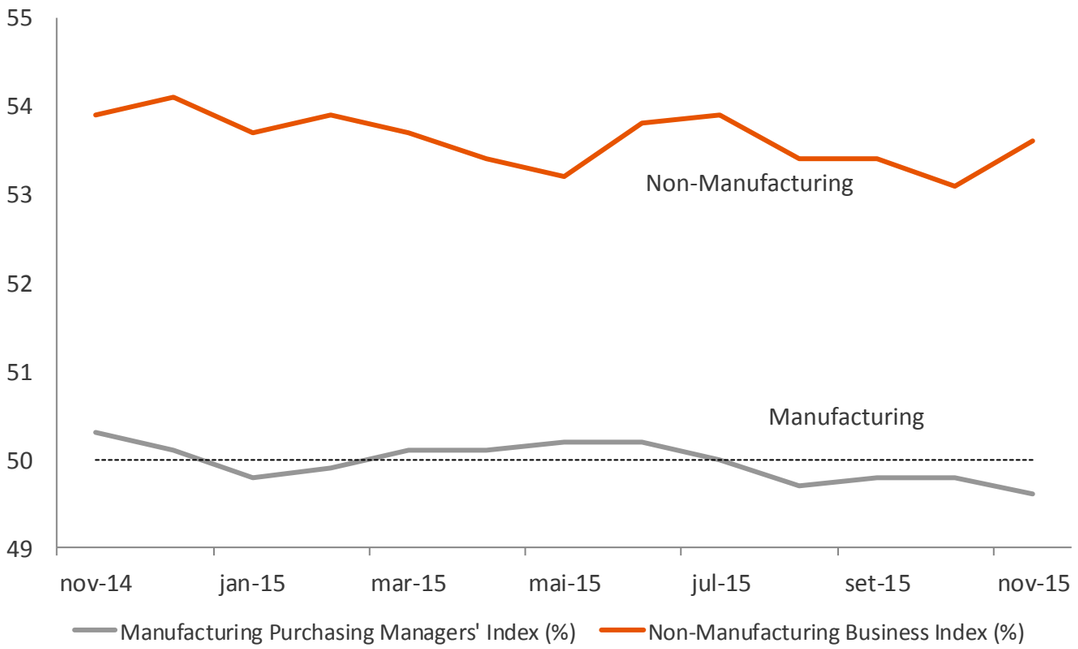


Fonte: FMI; World Bank

Riscos de um *Hard landing* da economia chinesa mantêm-se como preocupação central em 2016

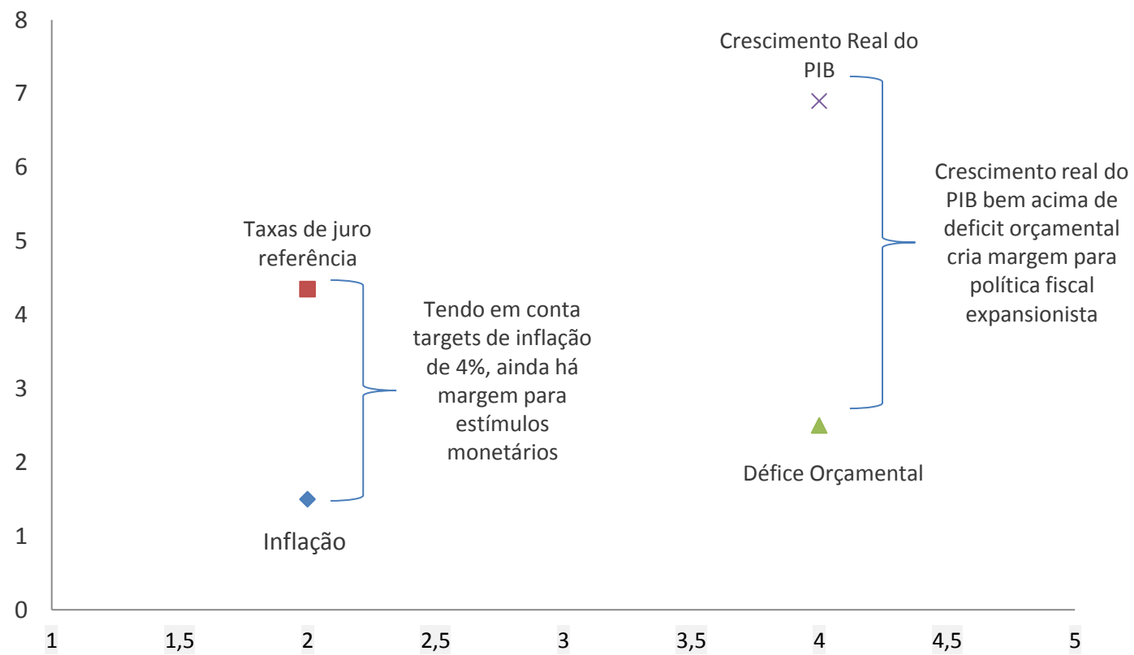
- A China está a transitar de uma economia baseada nas exportações e no investimento em activos fixos para uma economia mais focada nos serviços;
- Esta transição tem gerado algumas dificuldades estruturais e motivado algum abrandamento da economia chinesa.
- Acreditamos que os riscos do actual abrandamento da economia chinesa permanecem restritos, com acções a nível fiscal e monetário;
- O impacto na procura agregada (mesmo com um PIB estimado para 2016 de 6,5%) ainda é positivo para o crescimento global.

ÍNDICES DE ACTIVIDADE ECONÓMICA



Fonte: National Bureau of Statistics of China

POLÍTICA ORÇAMENTAL E POLÍTICA MONETÁRIA (%)



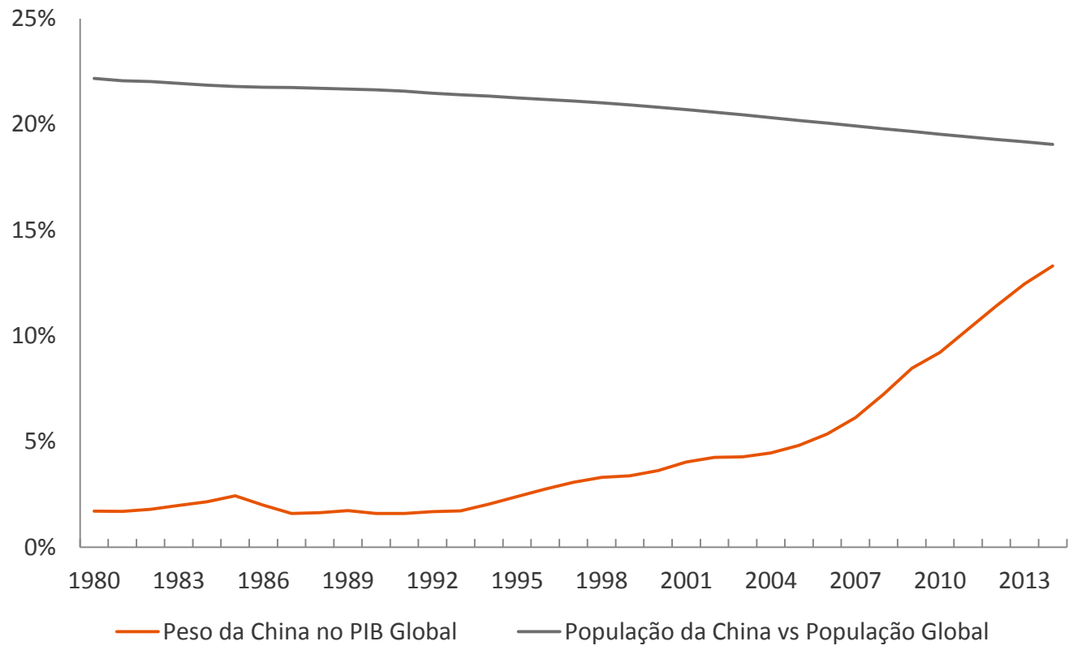
Fonte: Bloomberg

O vector demográfico e a consolidação da China na esfera Mundial confere suporte de médio prazo

- O abrandamento económico acaba por ser uma inevitabilidade visto que a China não apresenta ganhos de produtividade suficientes que justifiquem o aumento do seu peso no PIB global para além daquilo que a sua população representa na população global.

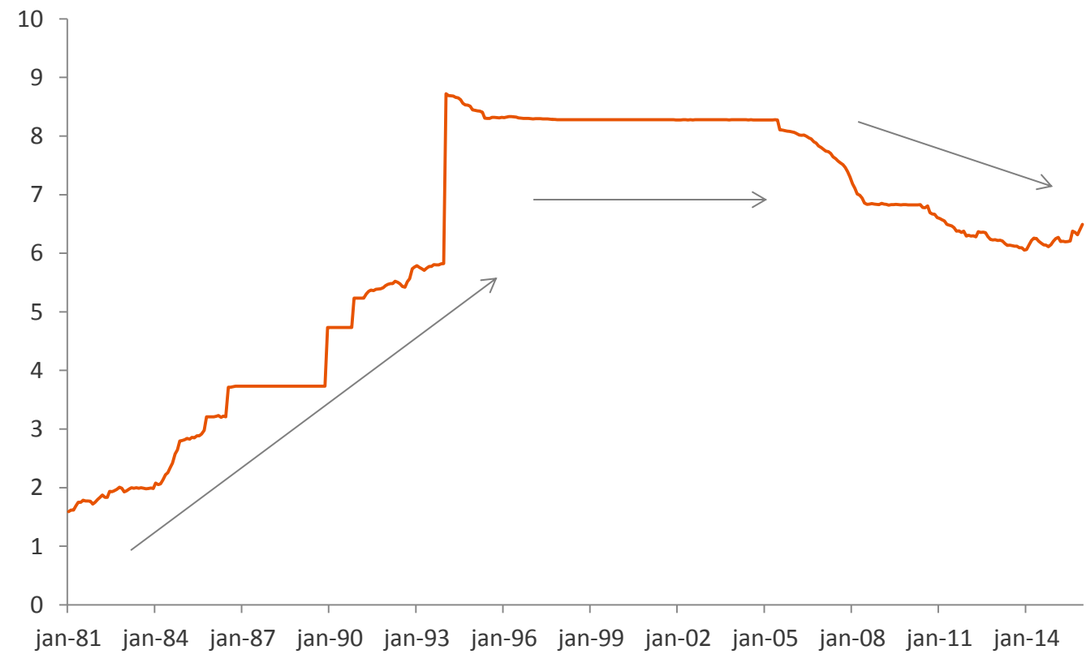
- Mesmo com o abrandamento da economia Chinesa, a exponencial dimensão desta face ao que era continuará a gerar efeitos positivos ao nível da procura agregada global.

PESO DA CHINA (EM %) NO PIB E POPULAÇÃO GLOBAL



Fonte: Bloomberg

DÓLAR AMERICANO VS RENMINBI CHINÊS NO LONGO PRAZO

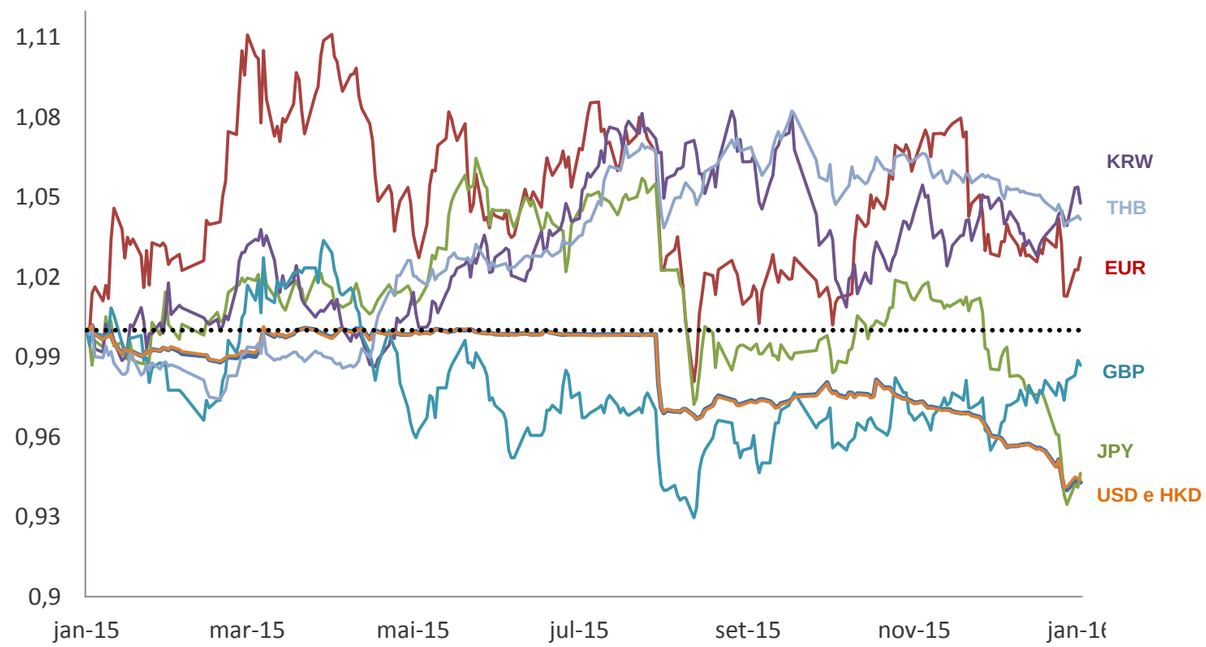


Fonte: Bloomberg

Depreciação da divisa chinesa no período recente terá sido mal interpretada?

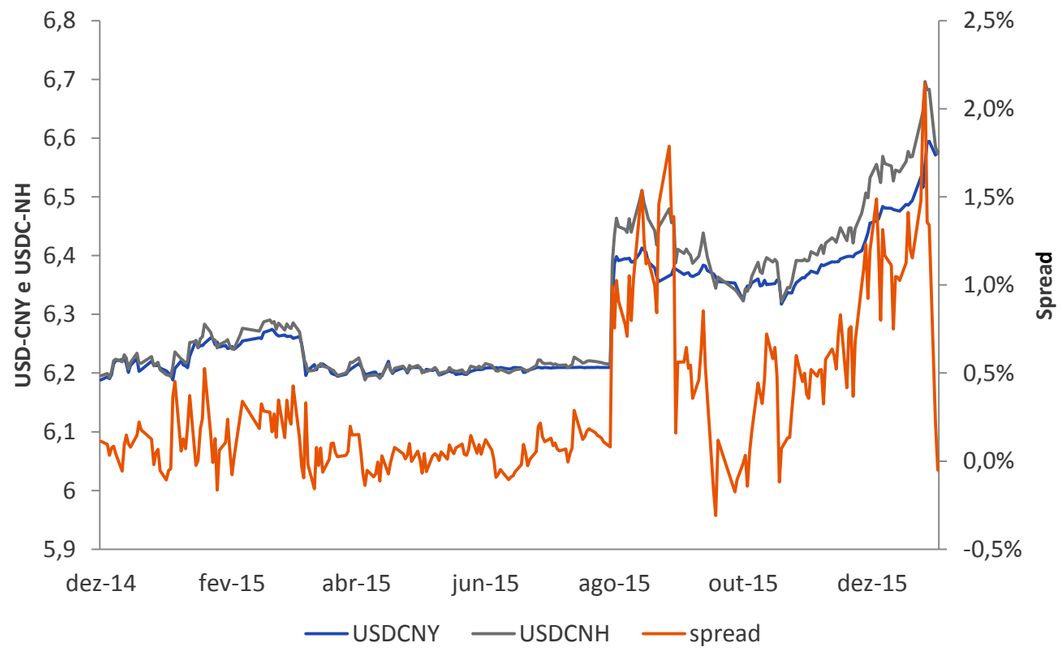
- A entrada do yuan chinês para o cabaz de reservas internacionais do FMI força a que o PboC* gradualmente deixe a moeda negociar mais livremente;
- O USD deixou de ser a referência principal do PboC em prol de um cabaz diversificado, pelo que o receio de mais desvalorizações cambiais revelam-se extremadas.
- A existência de 2 mercados (*on-shore* e *off-shore*) incrementou a volatilidade em função da necessidade dos dois mercados negociarem relativamente alinhados, não obstante o respectivo ajustamento ser efectuado a velocidades distintas.

RENMINBI CHINÊS CONTRA VÁRIAS DIVISAS (JAN 2015=1)



Fonte: Bloomberg
* PboC – People's Bank Of China

SPREAD ENTRE *ONSHORE* E *OFFSHORE* GERA VOLATILIDADE

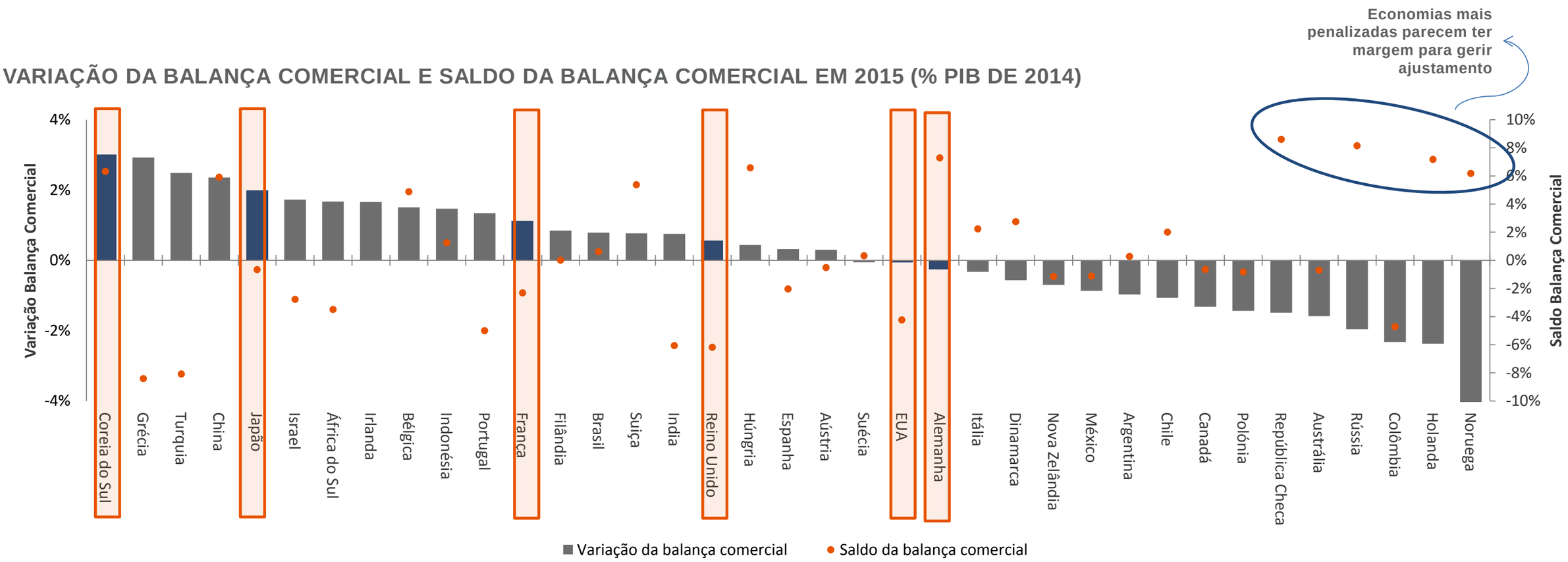


Fonte: Bloomberg

Abrandamento das importações chinesas afigura-se um problema menor no comércio internacional

- Ainda que o abrandamento económico da China, e consequentemente das suas importações seja uma inevitabilidade, as balanças comerciais das economias desenvolvidas apresentam resultados globalmente surpreendentes.
- O ajustamento está a ser realizado por via do preço das matérias-primas e pelo ajustamento automático via FX das *commodity currencies*. O impacto na economia global afigura-se misto e/ou mesmo positivo, caso se verifique uma inversão do preço das *commodities* face aos níveis actuais.

VARIAÇÃO DA BALANÇA COMERCIAL E SALDO DA BALANÇA COMERCIAL EM 2015 (% PIB DE 2014)

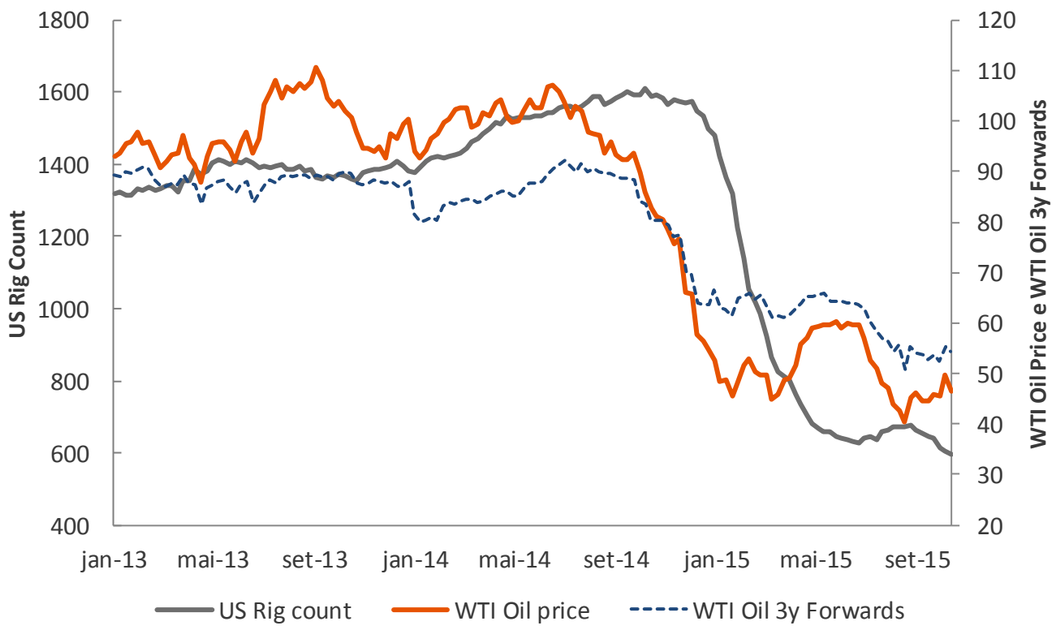


Fonte: OECD; IMF

Observa-se um contínuo ajustamento da oferta do nível das matérias-primas…

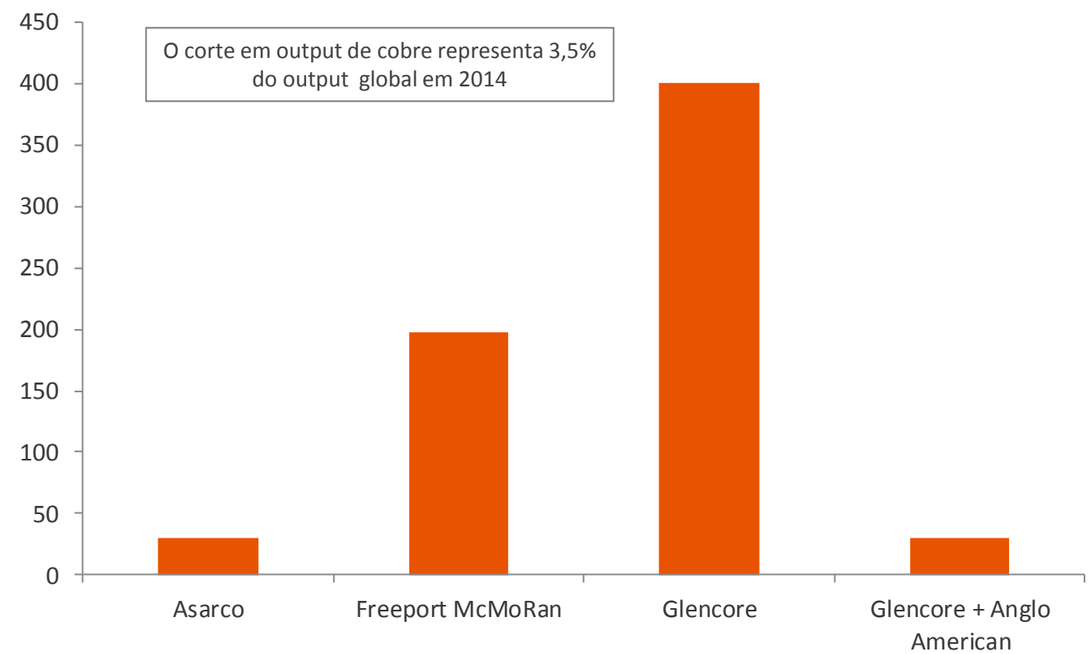
- A queda do preço das várias matérias-primas tem vindo a obrigar a uma redução da oferta através do fecho de unidades de extracção/produção menos eficientes ou com custos mais elevados;
- A redução do Capex, ganhos de eficiência e o M&A realizado no sector mitigam os receios de *oversupply.*
- Esta dinâmica observa-se em sectores como o petrolífero, aço ou cobre, e reflecte o ajustamento necessário a uma nova realidade de menor procura de matérias-primas.

PREÇO WTI CRUDE VS RIG COUNT NOS EUA



Fonte: World Bank

REDUÇÃO DO OUTPUT DE COBRE EM 2015 (milhares de toneladas)

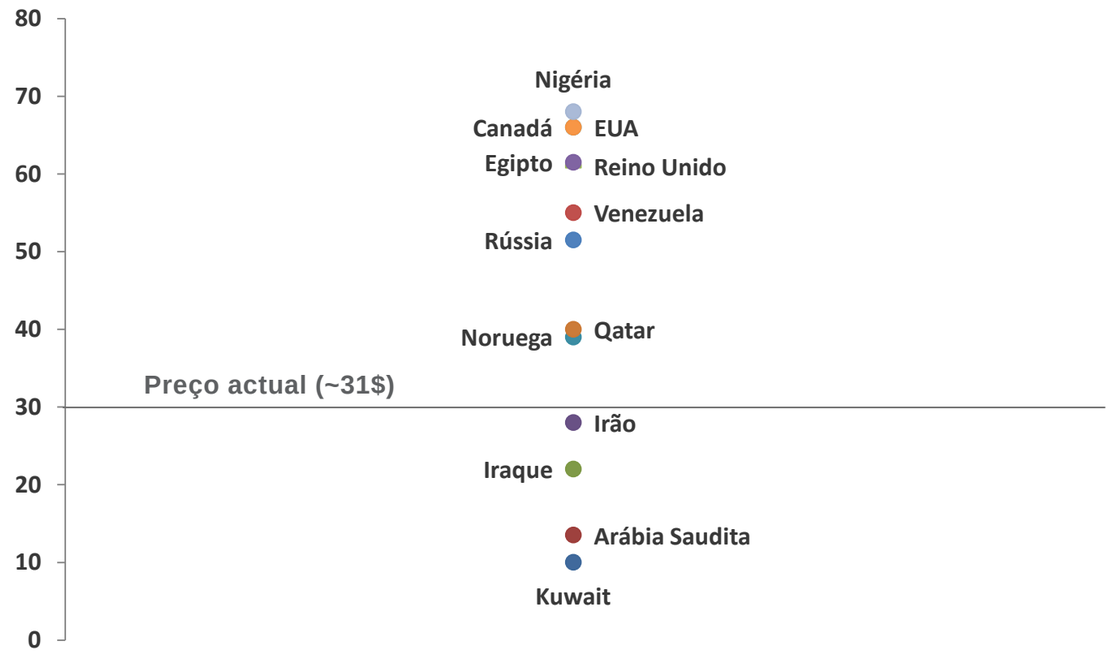


Fonte: Relatórios de Contas das empresas

....paradoxalmente insuficiente, ainda que a *commodity rout* (desde 2011) revele sinais de exaustão

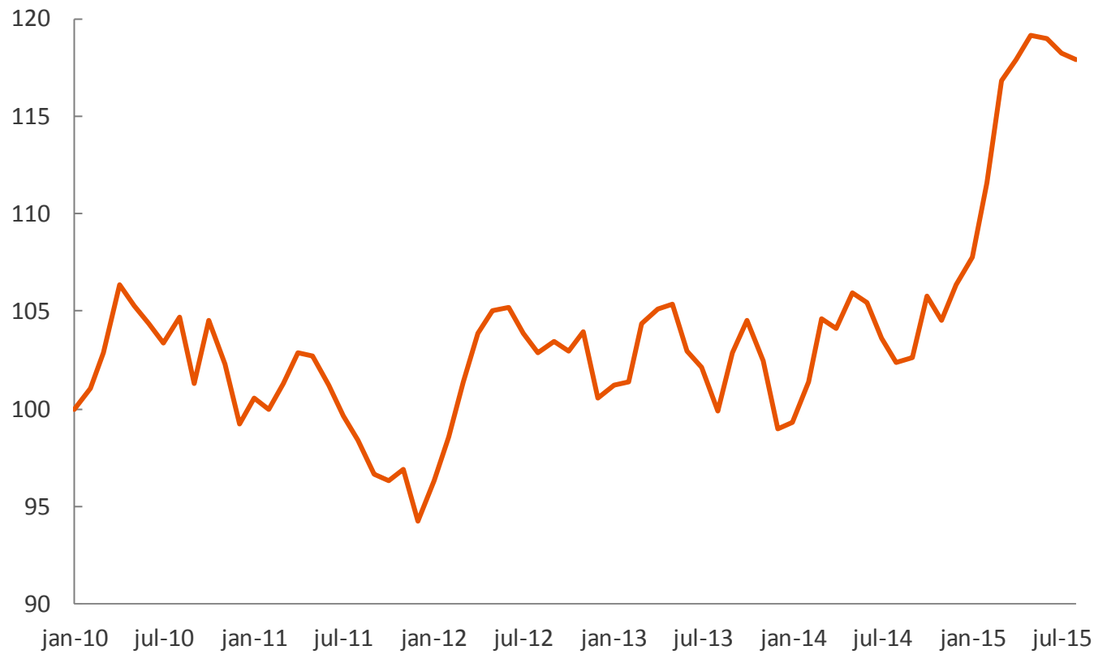
- Apesar do ajustamento em curso, a actual dinâmica entre a procura/oferta ainda não é favorável a uma significativa recuperação dos preços em 2016;
- O *bearish trade* em *commodities* revela-se bastante *crowded*, pelo que não podemos afastar um eventual *short-squeeze* relevante face às actuais métricas fundamentais amplamente deprimidas.
- Os inventários de várias matérias-primas continuam em níveis historicamente elevados;
- Em alguns casos a procura continua aquém da oferta, em paralelo com o fecho de unidades de extracção/produção pouco eficientes.

BREAKEVENS MÉDIOS DOS PRODUTORES DE PETRÓLEO



Fonte: The Economist

INVENTÁRIOS DE CRUDE NA OCDE (JAN 2010=100)

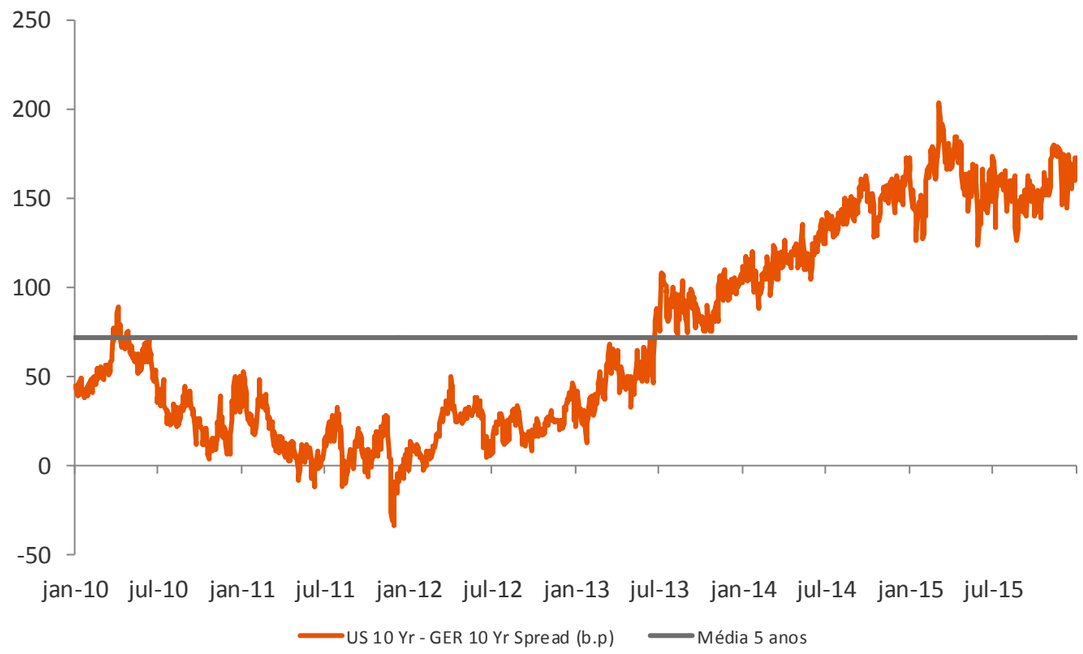


Fonte: Bloomberg

Crescimento gradual do QE na Europa abre espaço para *steepening* moderado da *yield curve* alemã

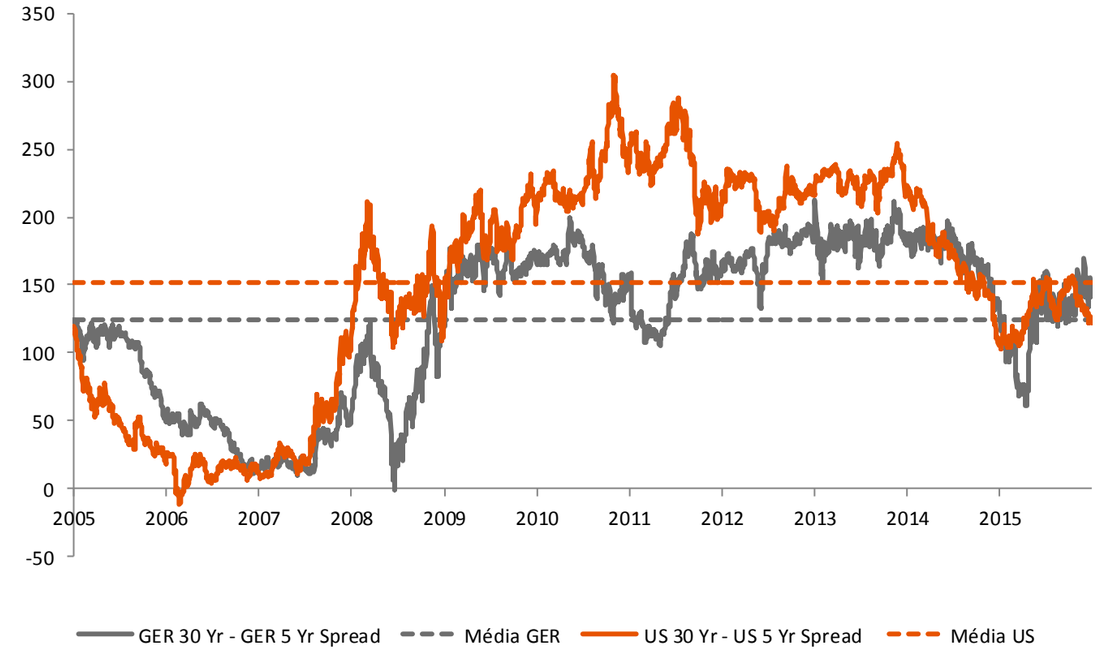
- O *spread* de taxas entre EUA e Alemanha (10 Yr) encontra-se perto de níveis máximos face à sua média relativa nos últimos 5 anos;
- Divergência de políticas do Fed e do BCE são *drivers* que podem comprimir/alargar os actuais níveis do *spread* de dívida EUA – Alemanha.
- O actual nível de taxas sem risco – EUA e Alemanha – encontra-se relativamente alinhado com a média no período subsequente ao colapso da crise financeira de 2008;
- A implementação de políticas de QE distorceram, significativamente, os níveis de preços/*yields* do mercado de dívida pública sem risco.

SPREAD: US TREASURIES – BUNDS (2015)



Fonte: Bloomberg; Research BiG

YIELD CURVE EUA VS YIELD CURVE ALEMANHA

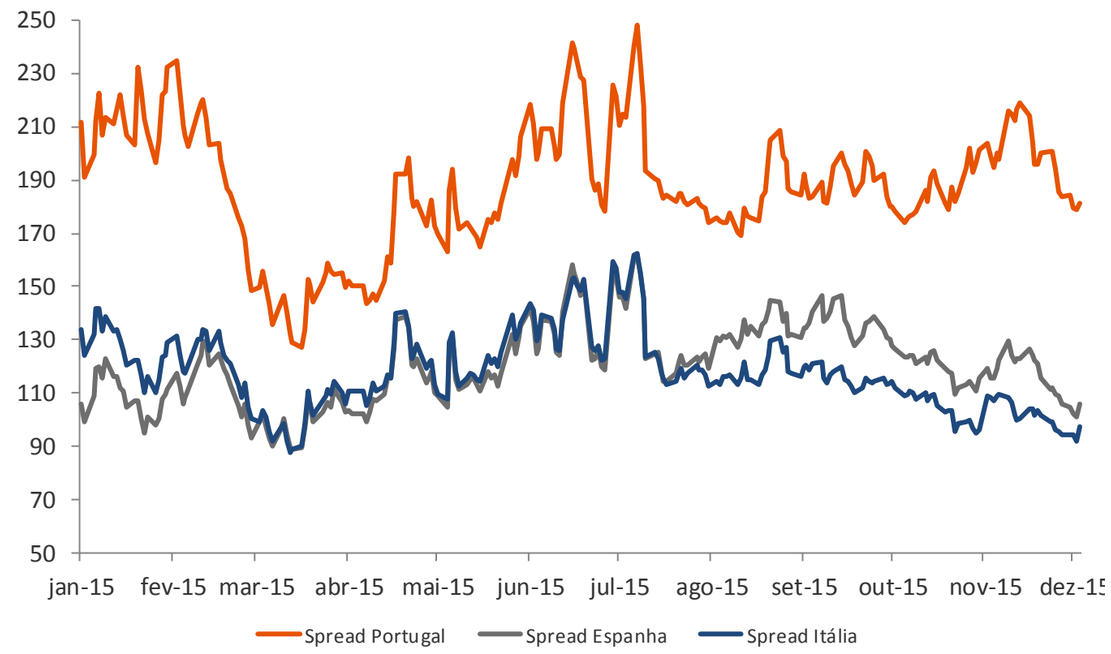


Fonte: Bloomberg; Research BiG

Conjuntura global fraca e riscos políticos não permitiram uma compressão de *spreads* em 2015

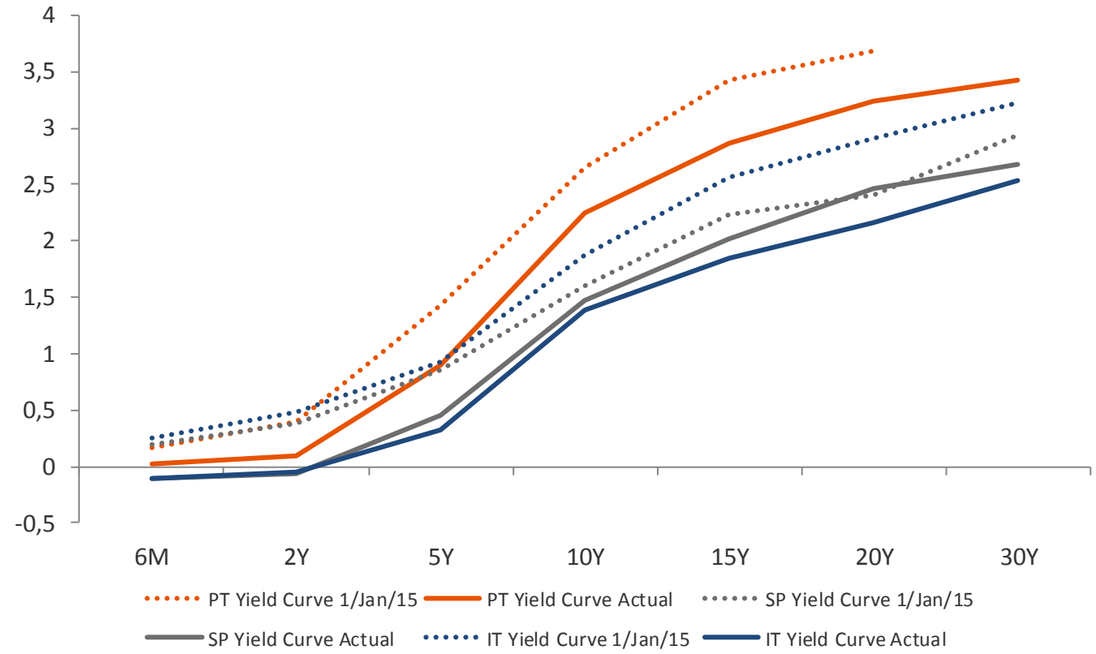
- No acumulado do ano, os *spreads* não registaram alterações significativas, no entanto, Portugal foi ligeiramente penalizado pela instabilidade política;
- A instabilidade endógena e exógena no 2S15 acabou por retirar fôlego à tendência de compressão de *spreads* observada com o anúncio do QE pelo BCE.
- Apesar dos elevados níveis de volatilidade, o decréscimo nas taxas de longo prazo materializou-se num *flattening* da *yield curve* da periferia;
- A tendência de "aplanamento" nas curvas de dívida periférica foi mais acentuada face ao observado na curva da dívida alemã.

SPREADS PERIFERIA VS. BUNDS - 2015



Fonte: Bloomberg; Research BiG

YIELD CURVES NA PERIFERIA- 2015

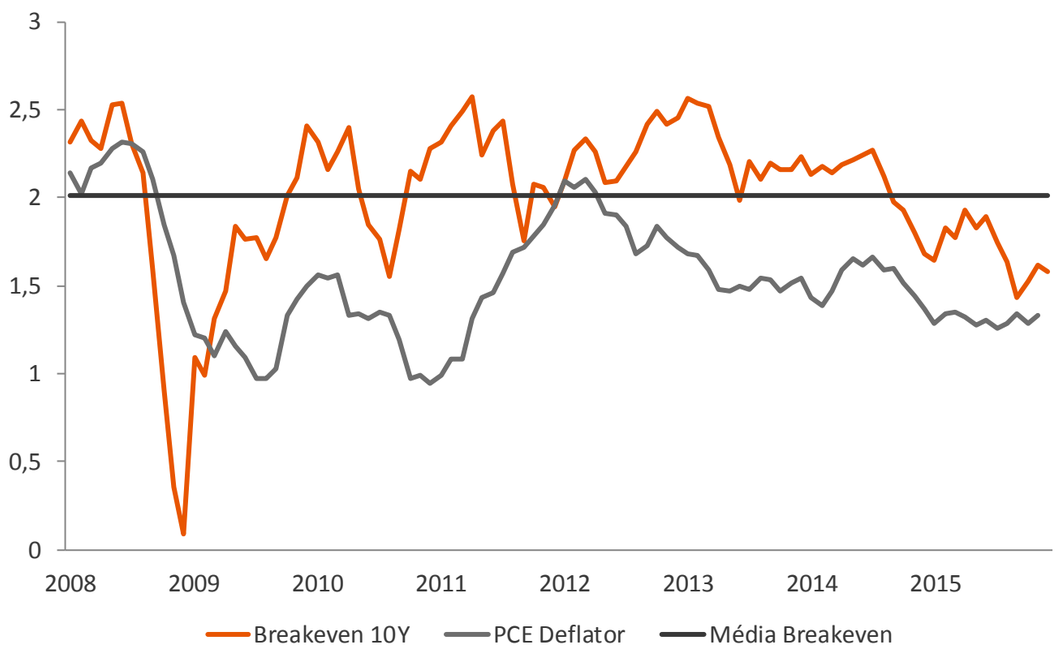


Fonte: Bloomberg; Research BiG

Queda prolongada do *breakeven** realça níveis atractivos de protecção em TIPS *(Inflation Linked)*

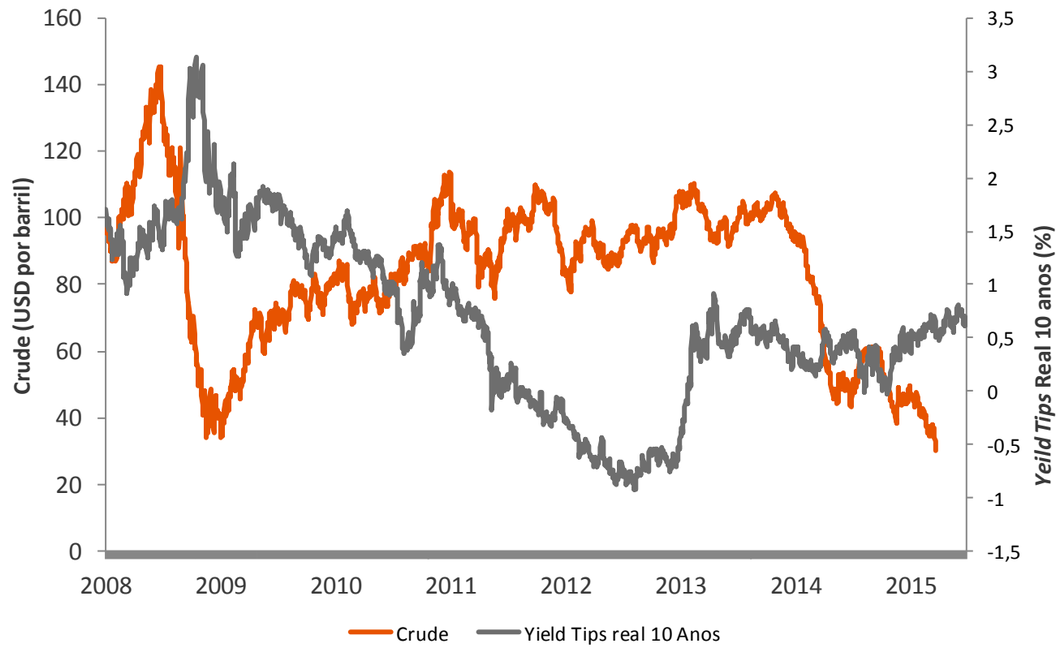
- O valor do *breakeven** - diferencial entre a *yield* nominal das Treasuries e *yield* real das TIPS – contraiu-se para valores mínimos nos últimos 5 anos;
- A relação PCE Deflator vs *breakeven* sugere espaço para um eventual *upside* das TIPS - oferece protecção face a um eventual cenário inflacionista (mesmo que moderado) a níveis relativamente atractivos.
- Uma ligeira recuperação da inflação é observável, não obstante o contínuo sentimento depressivo do crude – ilustrando o menor peso da energia no cabaz de preços (queda de 10% para 7,3% nos últimos 3 anos) .

BREAKEVEN EUA 10YR VS. DEFLATOR PCE



Fonte: Bloomberg; Research BiG

YIELD REAL TIPS 10YR VS. WTI

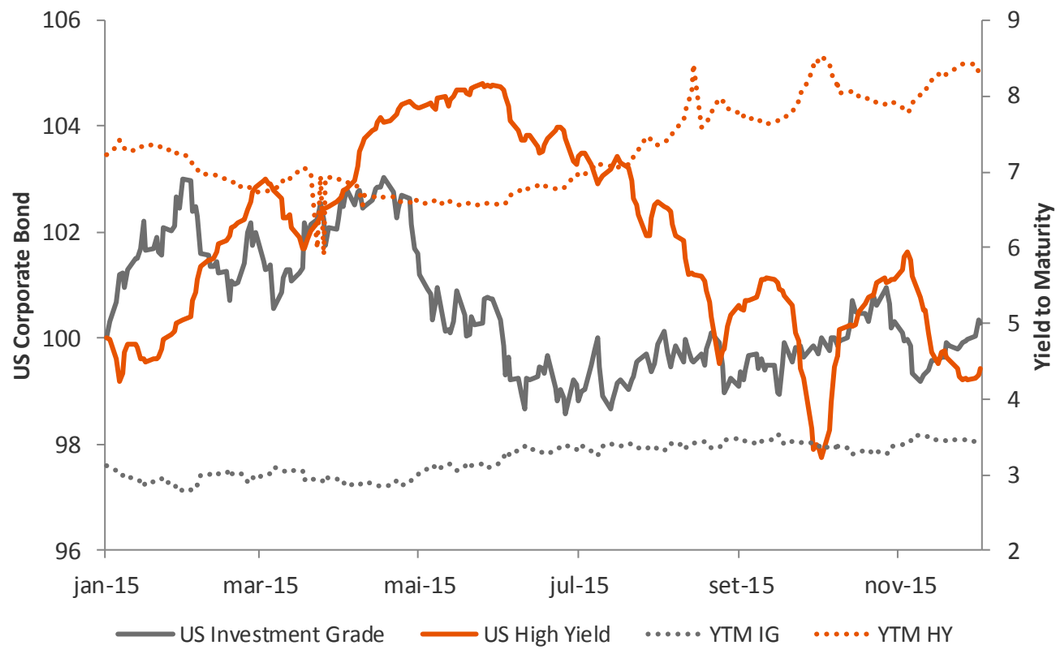


Fonte: Bloomberg; Research BiG

High Yield na Europa cristaliza a nossa visão favorita no mercado de dívida *corporate*

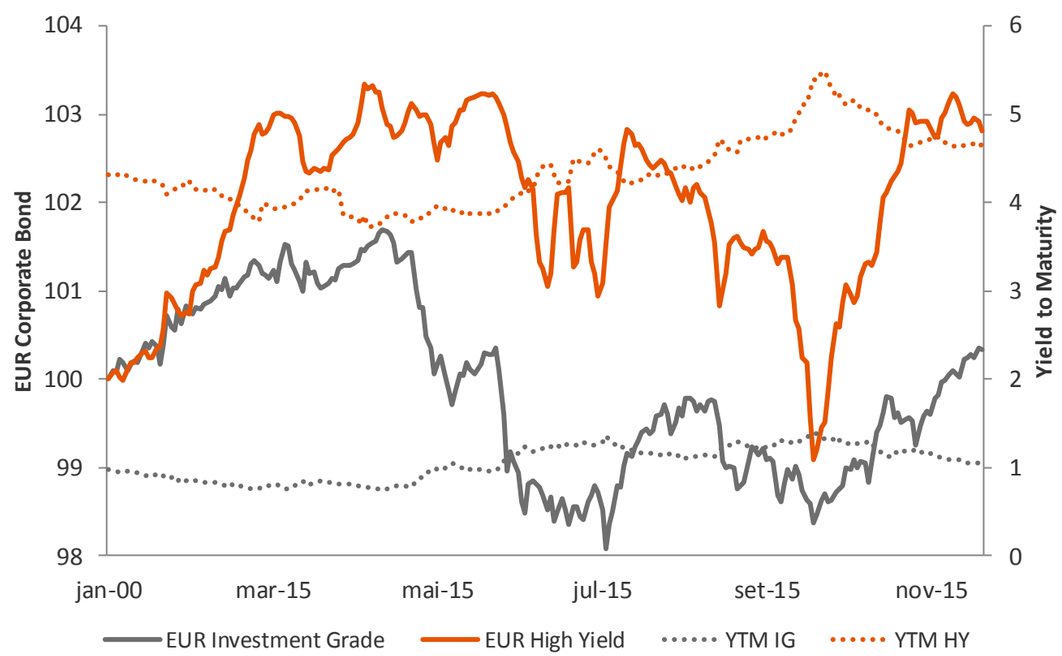
- *High yield* nos EUA está mais exposto ao risco de crédito relacionado com o sector de energia;
- O segmento *Investment Grade* tem maior exposição ao risco de taxa de juro face à perspectiva de *tightening,* mesmo que moderado, do FED.
- Apesar do *rebound* recente do *High Yield* na Europa, este deverá continuar a beneficiar do contexto de reduzidas taxas de juro e do enquadramento globalmente favorável à recuperação dos lucros corporativos a nível Europeu.

EUA: COPORATE BOND VS. YIELD TO MATURITY



Fonte: Bloomberg; Research BiG

EUROPA: COPORATE BOND VS. YIELD TO MATURITY

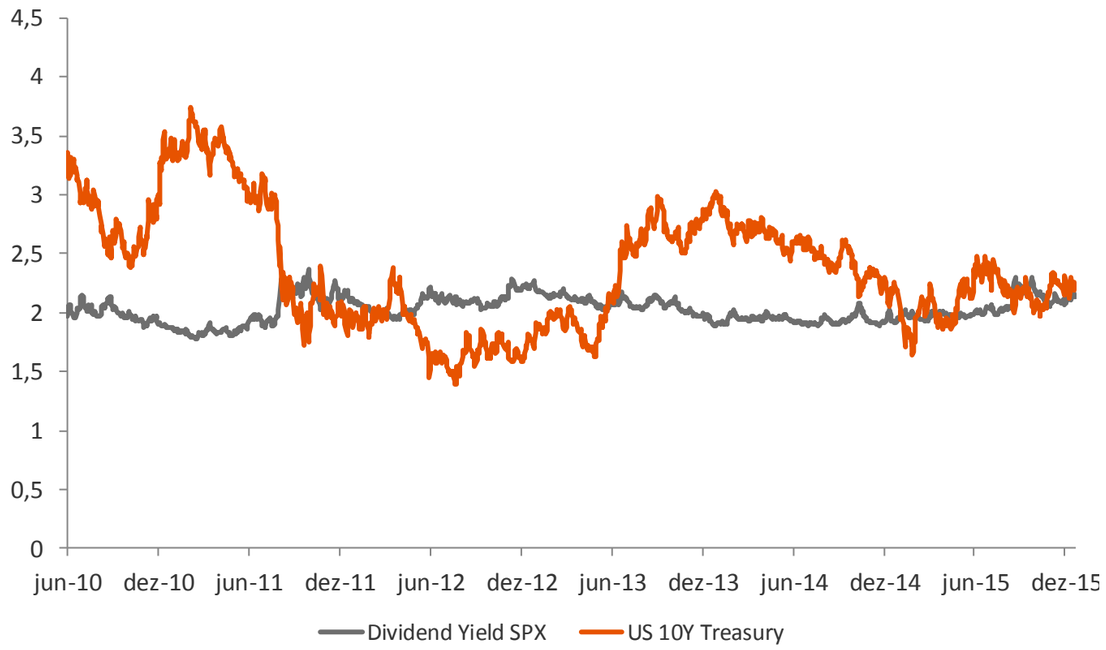


Fonte: Bloomberg; Research BiG

Procura por "yield" deverá continuar a favorecer *momentum* do mercado de Equity no médio-prazo

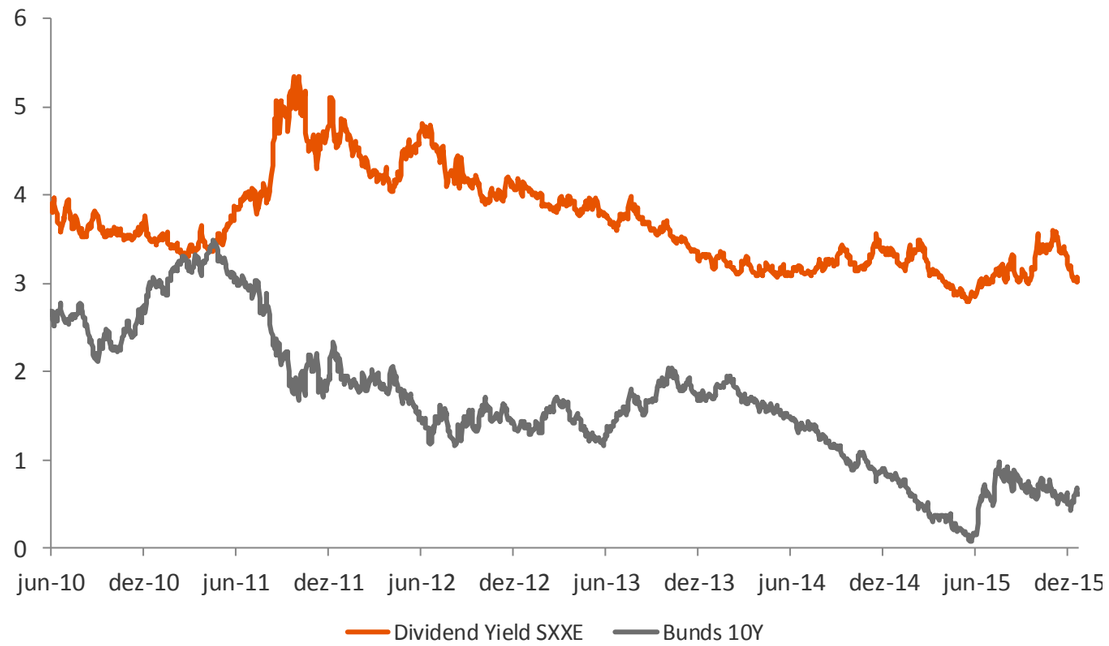
- O interesse em activos denominados em USD num contexto de instabilidade global crescente, tem restringido o *pick-up* das Treasury yields (10 Yr);
- A *yield* das Treasuries (10 Yr) já coincide com a taxa de retorno médio de *dividend yield* do S&P – a qual tem permanecido estável nos 2% desde 2010.
- Mercado de acções revela diferencial de retorno histórico face aos activos sem risco – sobretudo no caso específico da Europa.

ÍNDICE S&P 500 - US TREASURIES VS DIVIDEND YIELD



Fonte: Bloomberg; Research BiG

ÍNDICE EUROSTOXX - BUNDS VS DIVIDEND YIELD

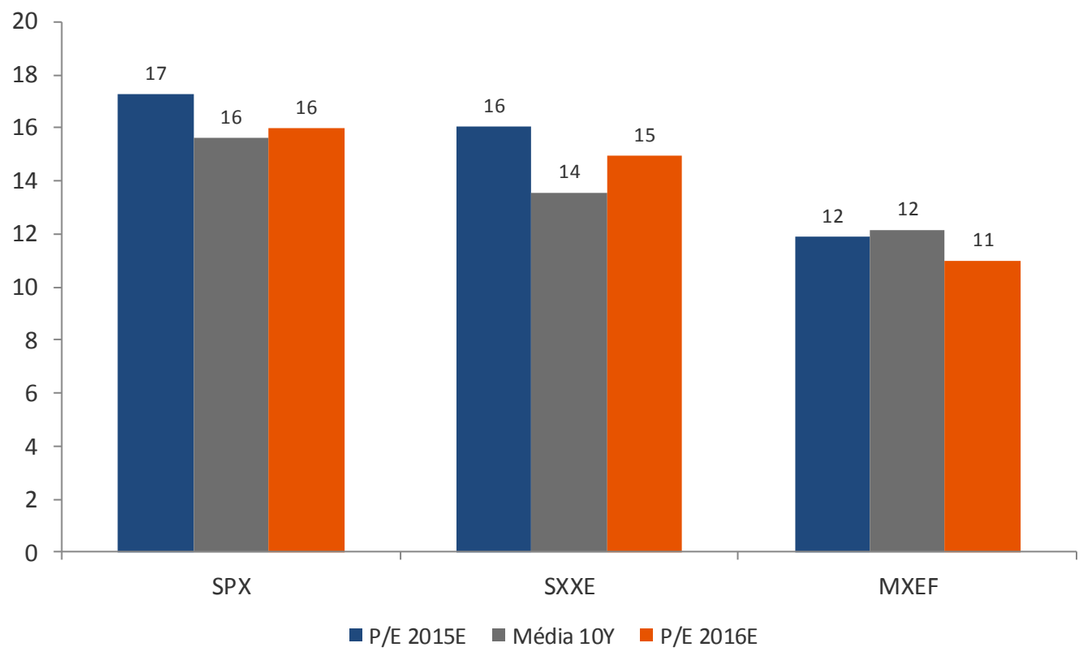


Fonte: Bloomberg; Research BiG

Avaliação do mercado de acções mostra-se alinhada com o actual ciclo económico vs média histórica

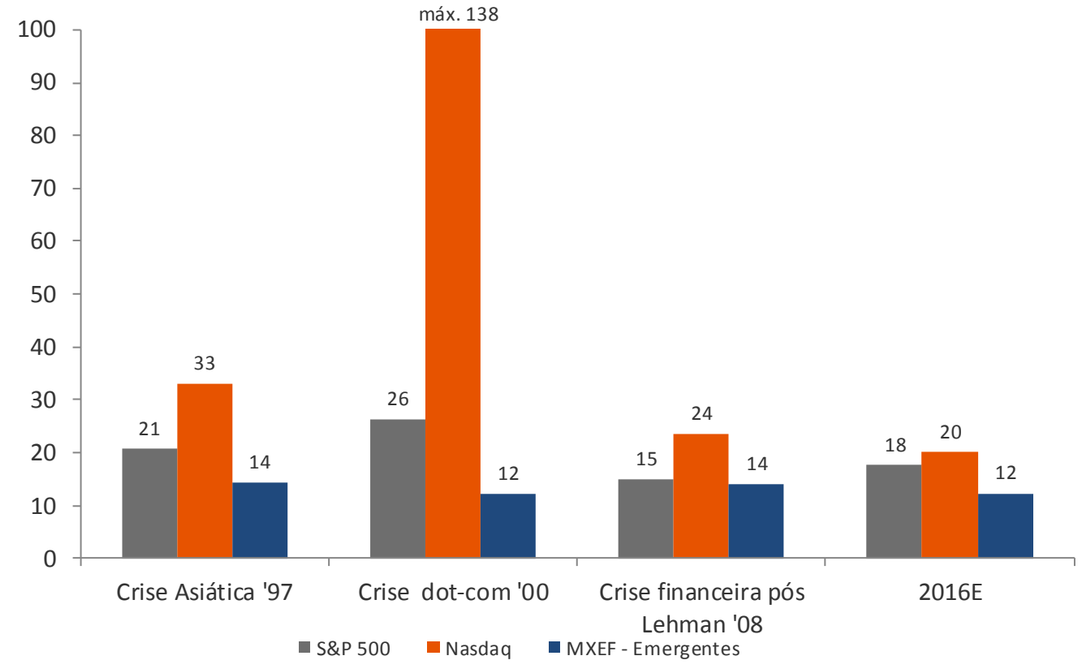
- As principais métricas fundamentais e a divergência da política monetária parece ser (novamente) favorável para uma eventual *outperformance* das acções europeias em 2016.
- Ainda que o cenário de expansão de múltiplos se afigure limitado, a avaliação do Equity mostra-se confortável face ao observado nos "picos do ciclo" que precederam as crises dos últimos 20 anos.

MÉTRICAS DE AVALIAÇÃO – RÁCIO P/E



Fonte: Bloomberg; Research BiG

RÁCIO P/E – ÚLTIMOS PERÍODOS PRÉ-CRISE



Fonte: Bloomberg; Research BiG

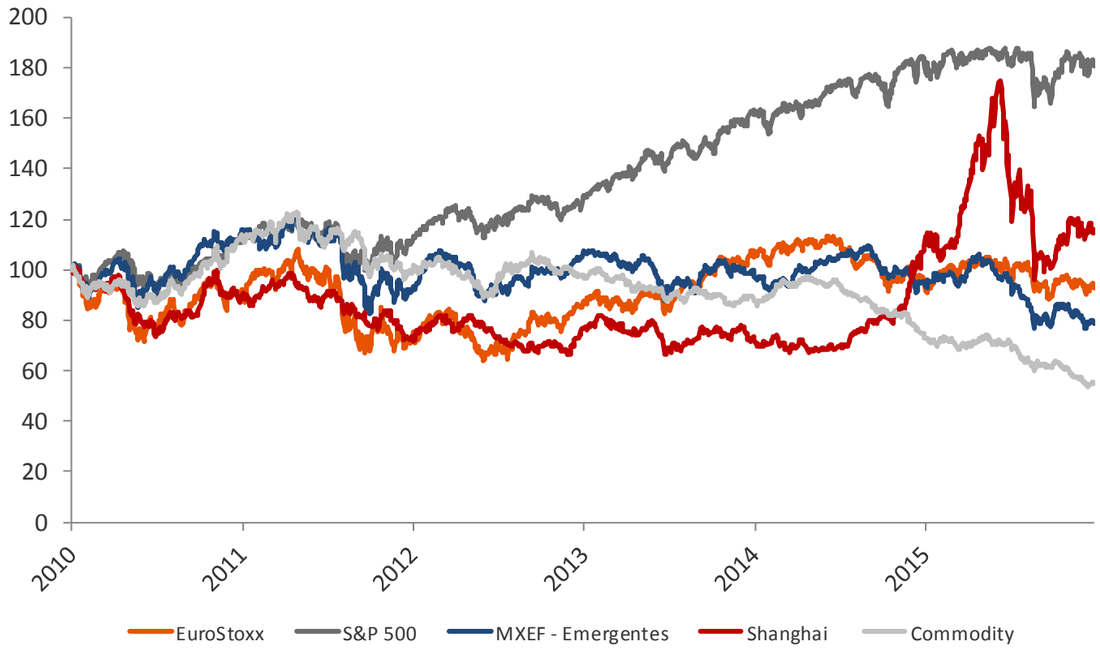
Níveis de avaliação e sentimento muito deprimidos sugerem atractividade relativa do bloco emergente

- As métricas de avaliação do bloco emergente evidenciam já um desconto amplamente significativo face à média histórica e/ou *peers* desenvolvidos;
- Os receios do abrandamento na China extremaram a avaliação do índice Shanghai – múltiplos junto do MXEF.
- O S&P 500 regista uma valorização muito expressiva no ciclo de expansão vigente, a qual saiu reforçada em 2015 pela robustez do USD;
- A evolução depressiva do índice de *commodities* (-70% desde 2010) parece revelar sinais de exaustão.

EVOLUÇÃO PER

Fonte: Bloomberg; Research BiG

EVOLUÇÃO ÍNDICES (BASE 100=2010)

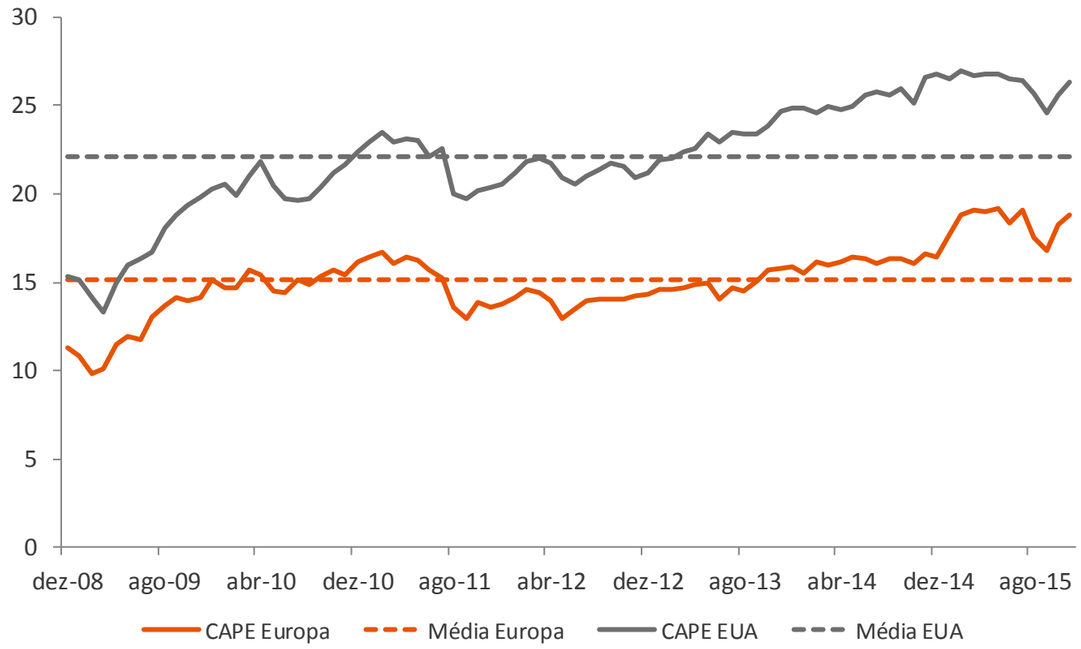


Fonte: Bloomberg; Research BiG

Métricas de avaliação continuam a identificar valor na sobreexposição relativa ao bloco europeu

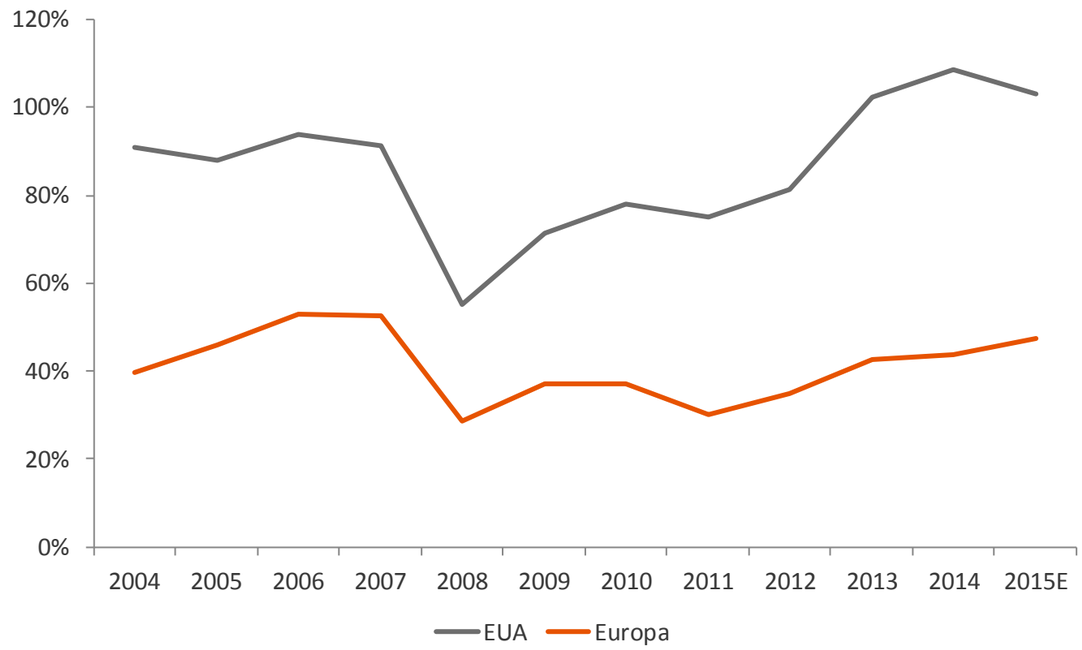
- O múltiplo P/E ajustado ao ciclo económico (CAPE) beneficia o racional de sobreexposição aos índices europeus;
- Não obstante, os 2 blocos transaccionam com o CAPE acima da média do ciclo de expansão vigente.
- O importante indicador MKT CAP/PIB sugere que o índice S&P 500 poderá estar algo sobreavaliado;
- O contexto de taxas de juro historicamente baixas favorece o Equity, ainda que este indicador se afigure muito abaixo dos valores máximos de 2000 (148%).

EVOLUÇÃO CAPE – EUA VS EUROPA



Fonte: Bloomberg; Research BiG

MARKET CAP VS GDP – EUROPA VS EUA



Fonte: Bloomberg; Research BiG

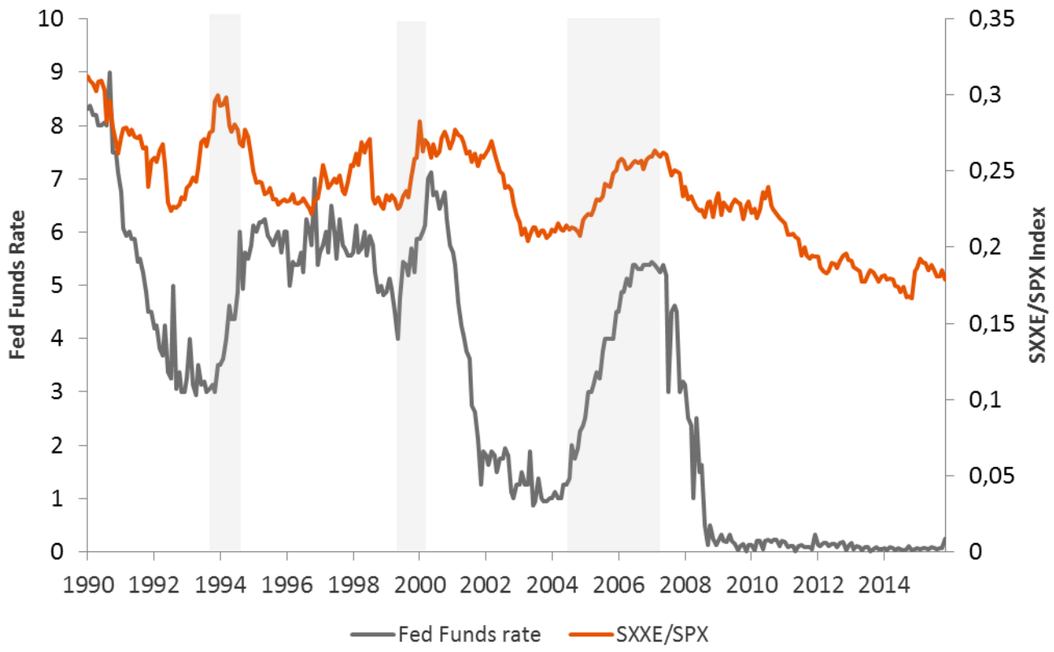
O reforço do *tightening* terá implicações distintas no racional de investimento por geografias/estilos

- Os índices accionistas europeus, tendencialmente, registam um desempenho superior, no contexto de agravamento das condições monetárias pelo FED.

- A performance das *small caps* tende a ser penalizada vs *large caps* no contexto de *tightening;*

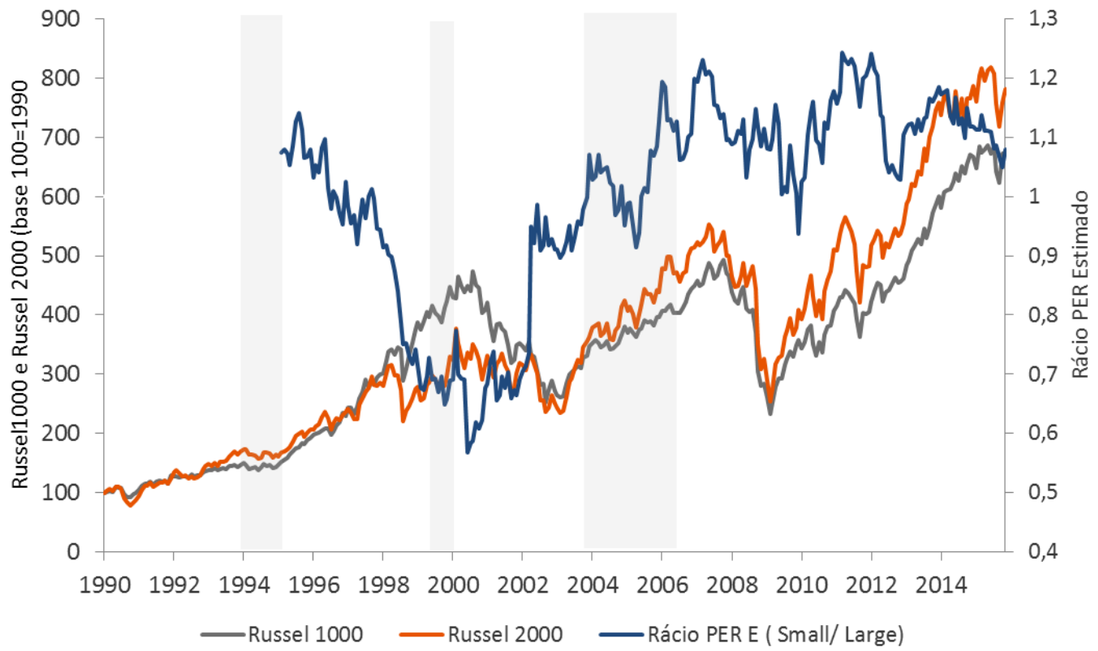
- A amplitude do *spread* do desempenho *small-large* é inferior a 25%, pelo os preços actuais traduzem um posicionamento no "centro do corredor".

FED TIGHTENING VS PERFORMANCE SXXE/SPX



Fonte: Bloomberg; Research BiG

FED TIGHTENING VS PERFORMANCE SMALL/ LARGE CAPS

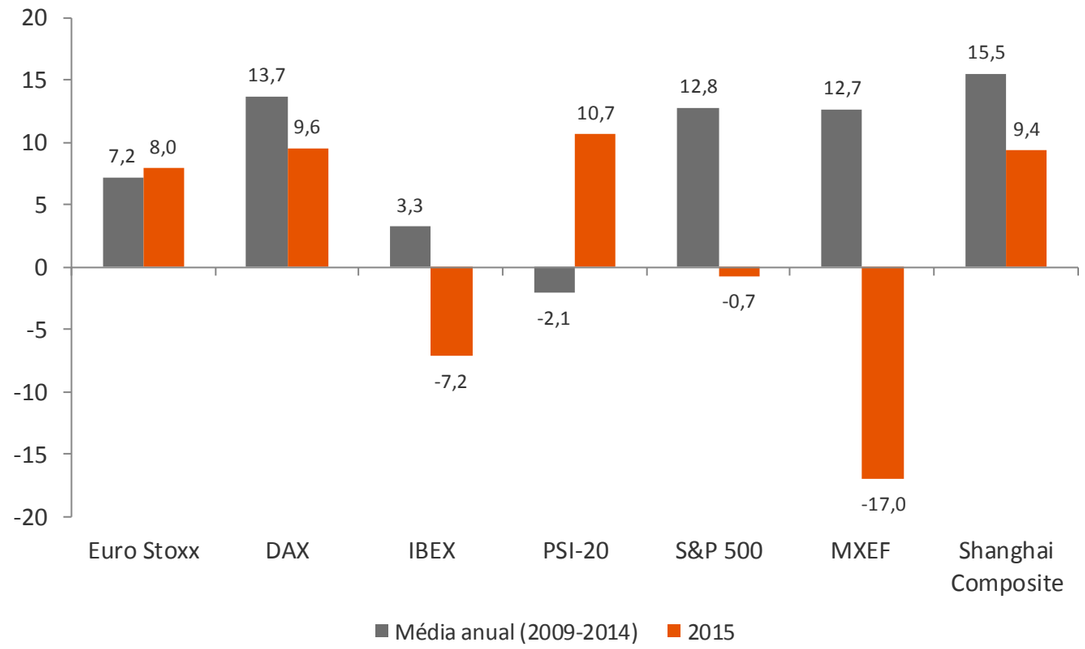


Fonte: Bloomberg; Research BiG

Retornos inferiores e incremento da volatilidade deverá caracterizar 2016 no actual ciclo de expansão

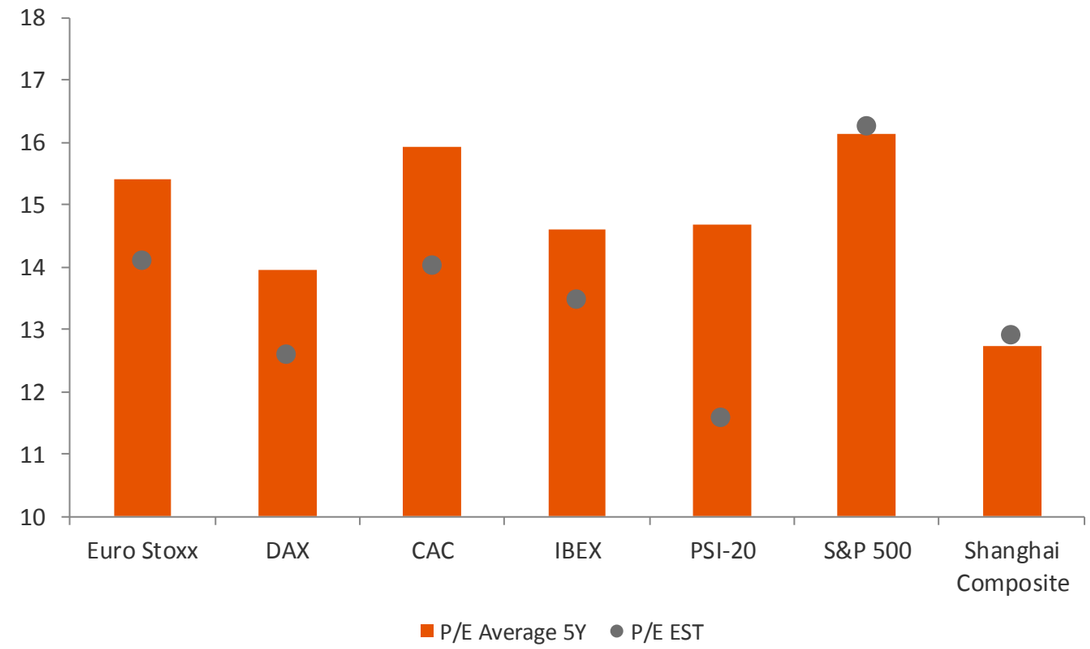
- A duração e magnitude significativa do actual ciclo de expansão vs emergência de riscos diversos reforçam a expectativa de menores retornos em 2016;
- O incremento de volatilidade mostra-se natural, em particular sobre activos/geografias em maior *distress*.
- A avaliação do mercado accionista nos EUA mostra-se razoável num contexto histórico;
- Na Europa, o índice DAX e o PSI-20 oferecem métricas de avaliação globalmente atractivas.

ÍNDICES GLOBAIS – PERFORMANCE (EM %)



Fonte: Bloomberg; Research BiG

ÍNDICES GLOBAIS – AVALIAÇÃO P/E

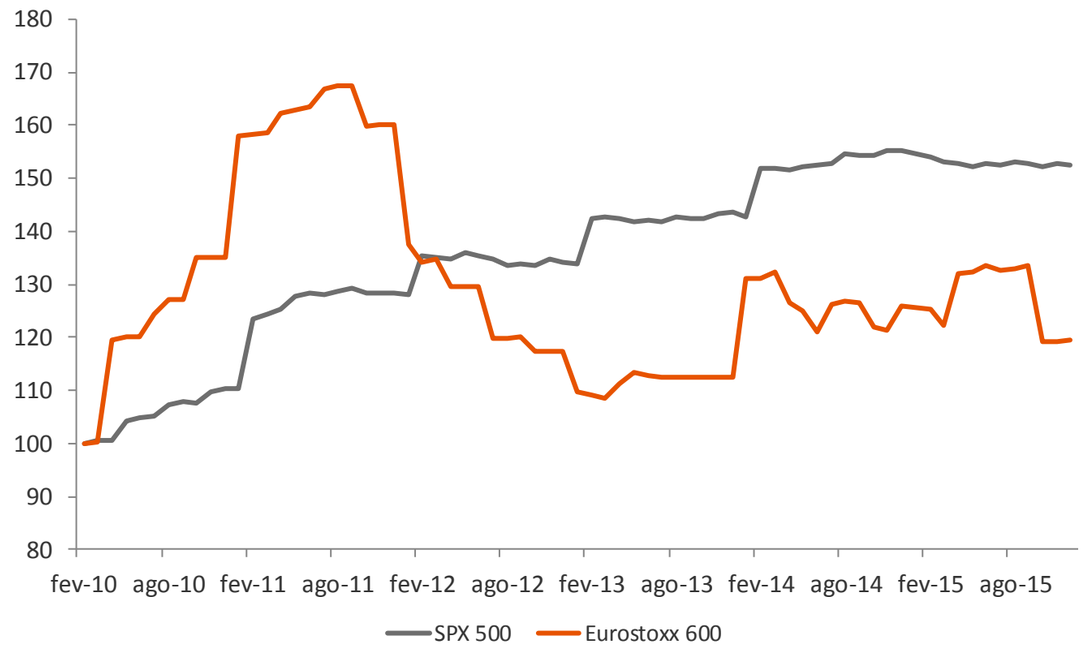


Fonte: Bloomberg; Research BiG

Ciclo de crescimento de lucros parece destinado a beneficiar igualmente as acções europeias

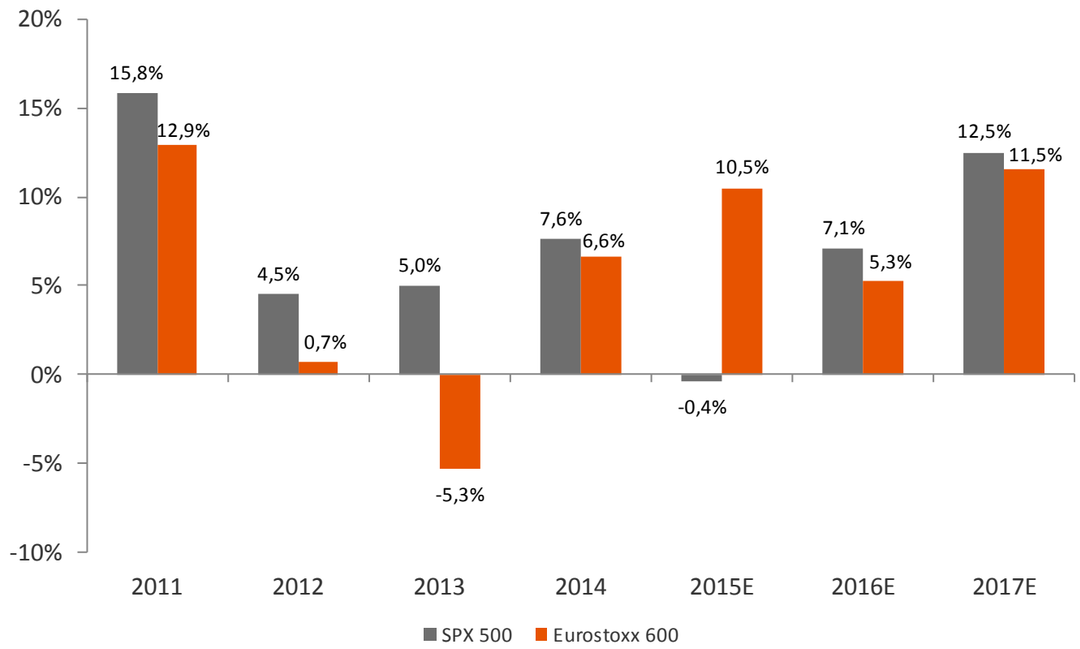
- O crescimento dos lucros nos EUA ficou inalterado em 2015, mantendo-se no entanto a níveis historicamente elevados.
- Os lucros das empresas europeias oferecem ainda espaço de recuperação em função de um *mix* positivo de razões – QE, baixas taxas de juro, preços de energia/petróleo e depreciação da divisa europeia.

LUCROS S&P 500 VS. EUROSTOXX 600 (2010 = 100)



Fonte: Bloomberg; Research BiG

CRESCIMENTO ESPERADO DOS LUCROS (EM %)



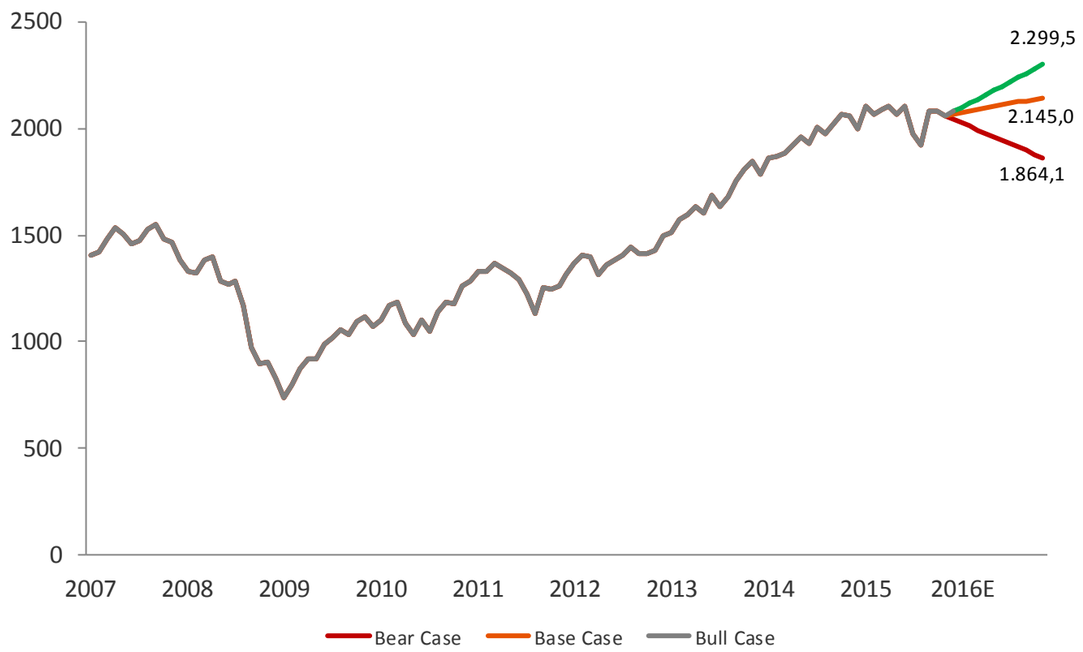
Fonte: Bloomberg; Research BiG

Métricas de avaliação e evolução de lucros justificam projecção mais optimista para Europa

- Para o índice norte-americano S&P 500, o nosso cenário base projecta um retorno esperado de 4% - crescimento de lucros de 4% sem expansão de múltiplo.

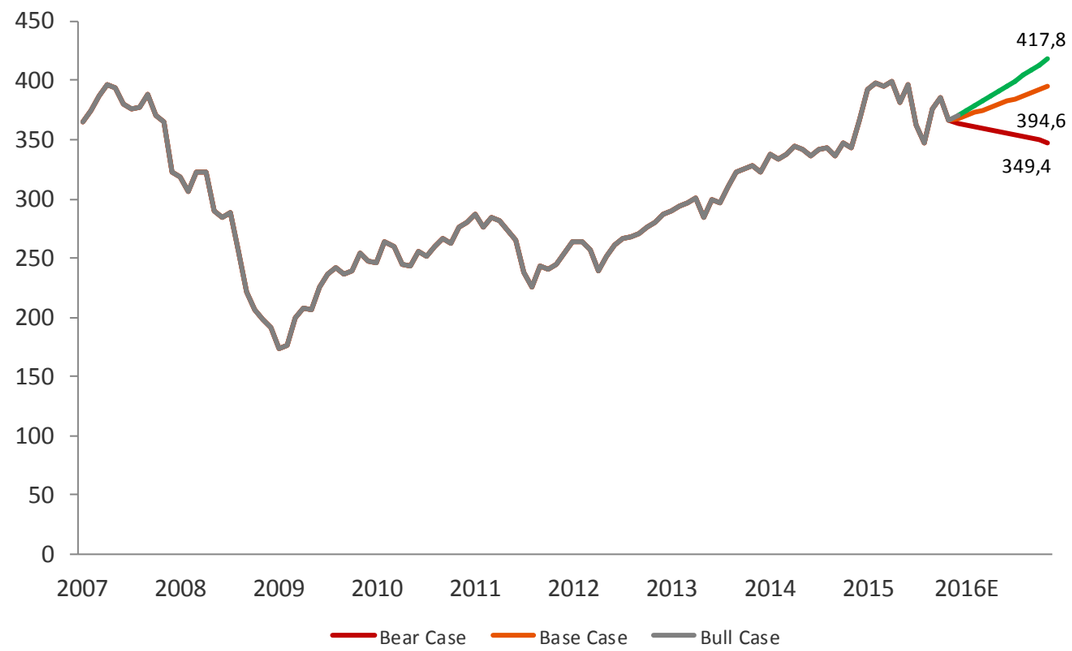
- No caso do índice europeu SXXE, o nosso cenário base projecta um retorno de 8% e assenta num crescimento de lucros de 6% com uma expansão de múltiplo de 2%.

PROJECÇÃO S&P 500



Fonte: Bloomberg; Research BiG

PROJECÇÃO EUROSTOXX

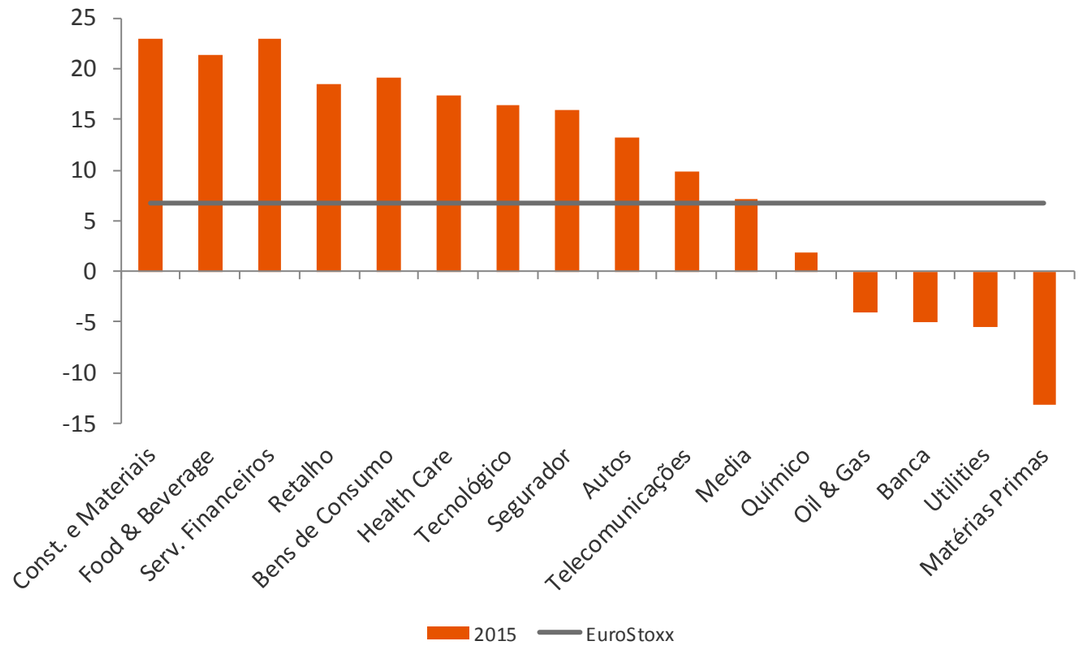


Fonte: Bloomberg; Research BiG

Performance em 2015 e métricas de avaliação sugerem um *picking* sectorial marcadamente distinto

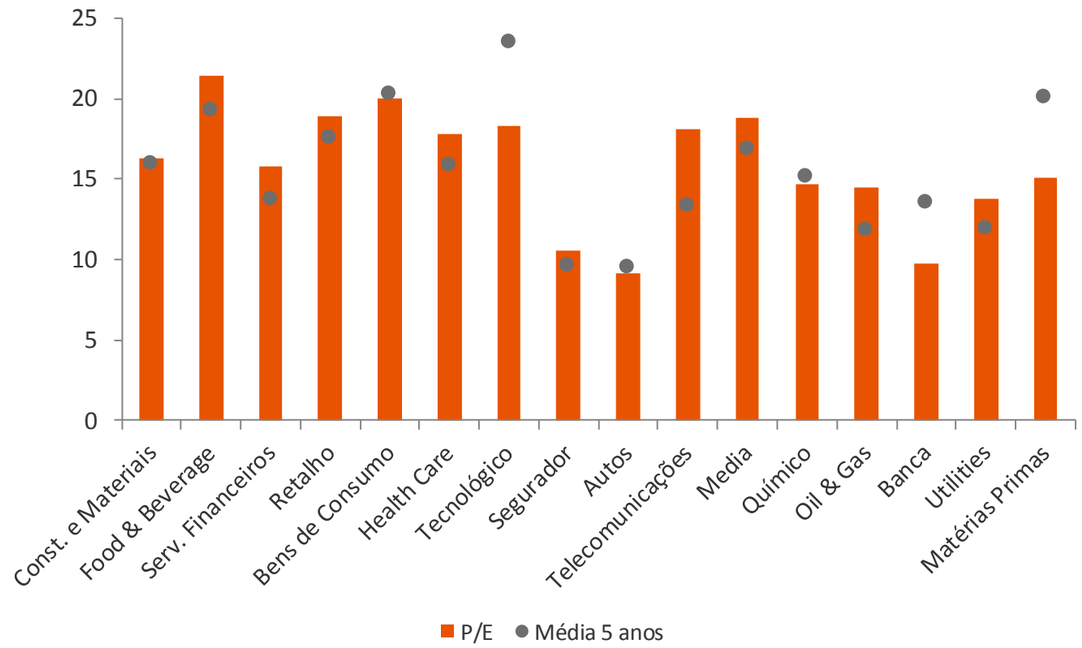
- A significativa dispersão de performance entre sectores observada em 2015 poderá viabilizar uma eventual reversão para a média já em 2016;
- Poderá observar-se algum sobreaquecimento nos sectores de media e construção no espaço europeu.
- Os sectores mais deprimidos em 2015 exacerbaram o desconto a nível fundamental, pelo que surgem como opções lógicas de investimento em 2016;
- O sector tecnológico congrega métricas de avaliação atractivas e tendências operacionais resilientes.

EVOLUÇÃO SECTORES 2015 (%)



Fonte: Bloomberg; Research BiG

P/E RÁCIO ESTIMADO VS. MÉDIA 5 ANOS



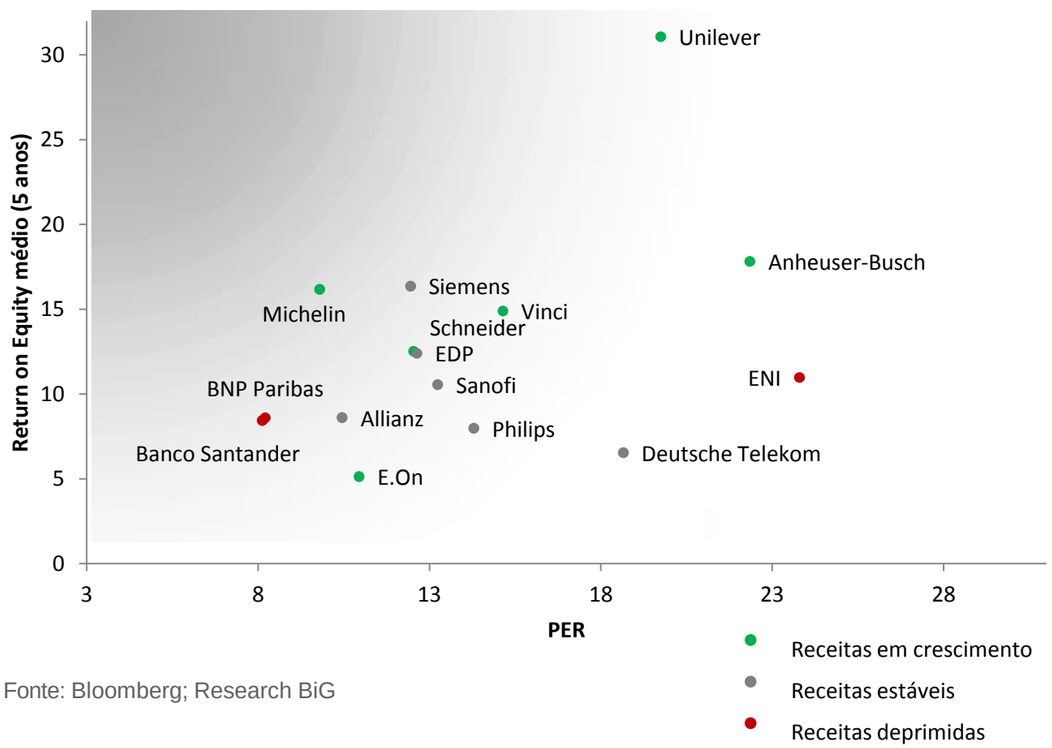
Fonte: Bloomberg; Research BiG

Critérios de *Equity Screening* Valor vs Crescimento identificam oportunidades diferenciadas

- No perfil Valor, procuramos títulos cujo *Dividend yield* indicado seja alto (>3%), coberto pelo *Free Cash Flow* e que apresentem métricas operacionais históricas sólidas;
- *Screening Picks*: Michelin, EDP, Santander e Allianz.

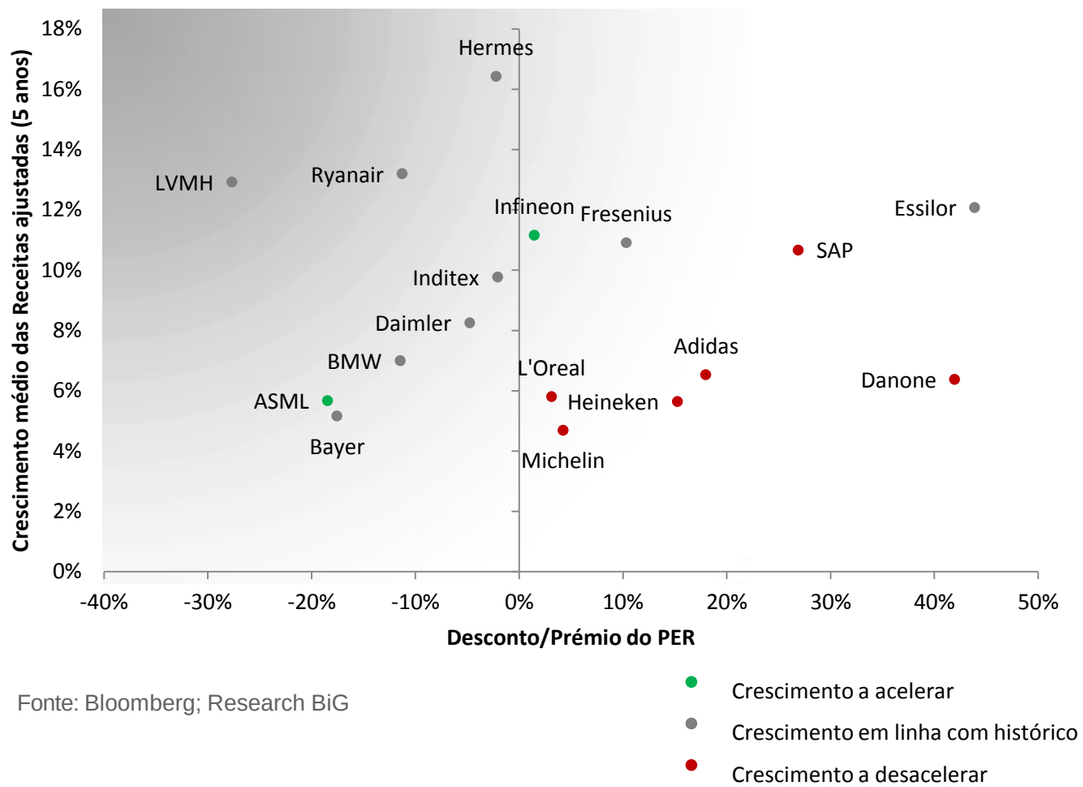
- No perfil crescimento, salientamos a capacidade de incremento do *topline,* em conjunto com factores mais qualitativos que indiquem as tendências de negócio para a empresa no futuro;
- *Screening Picks*: ASML, Fresenius, Ryanair e Hermès.

VALOR



Fonte: Bloomberg; Research BiG

CRESCIMENTO

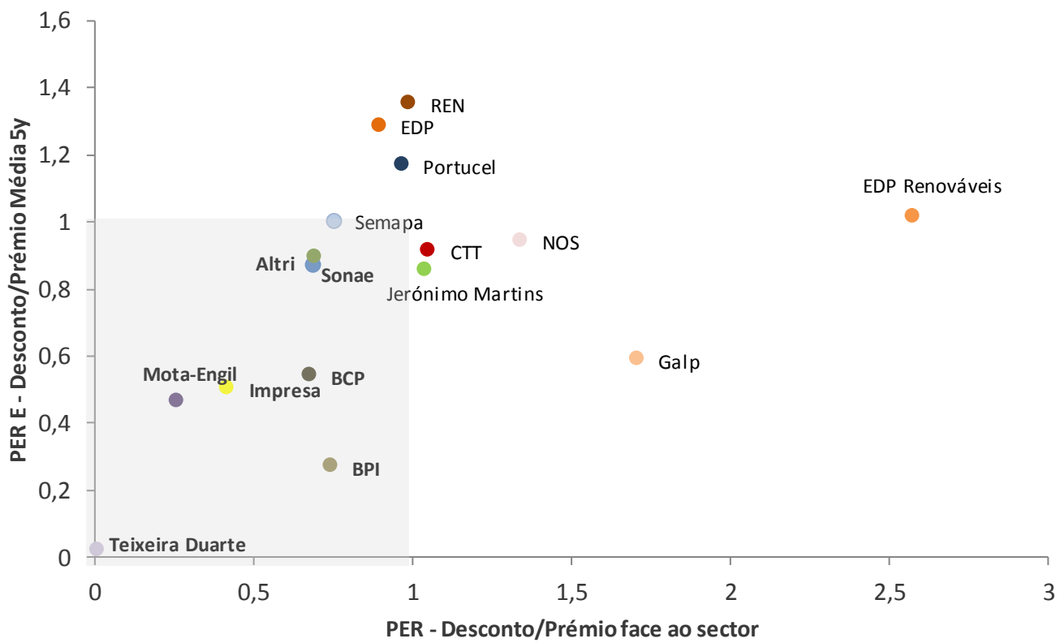


Fonte: Bloomberg; Research BiG

Especificidade sobre títulos em maior *distress* justifica desconto em métricas de avaliação

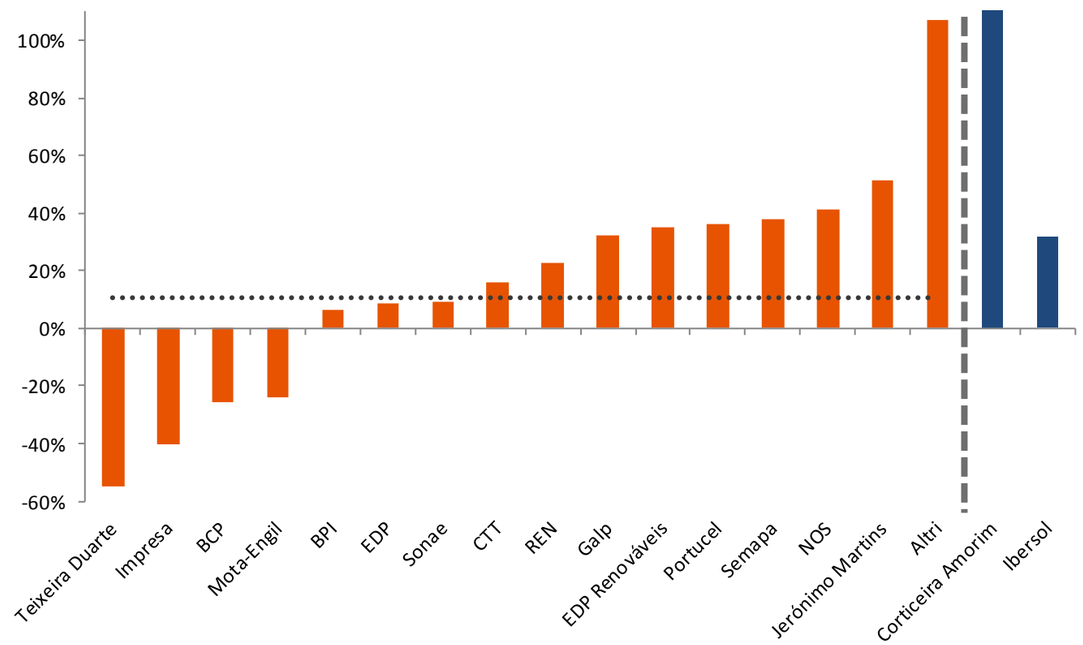
- O enquadramento mais deprimido do sector financeiro e de construção em 2015 justificam o desconto na avaliação relativa e *underperformance* face ao principal índice português.
- Em Março será realizada a revisão anual do PSI-20, após exclusão do Banif. Corticeira Amorim e Ibersol são os nomes mais prováveis para integrar o índice.

TÍTULOS PSI-20 – PER FACE AO SECTOR E MÉDIA 5 ANOS



Fonte: Bloomberg; Research BiG

PSI-20 – PERFORMANCE 2015

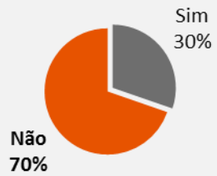


Fonte: Bloomberg; Research BiG

2016 BiG

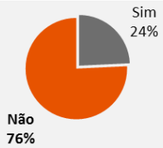
China

- *Hard Landing?* - **Não**

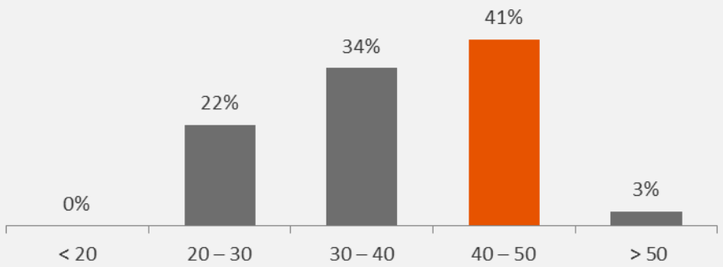


Commodities

- Recessão Global? - **Não**

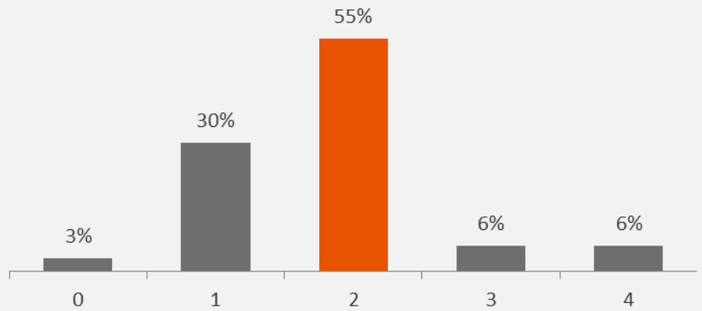


- Qual será o preço do Petróleo?
  - **USD 40 – 50 por barril**



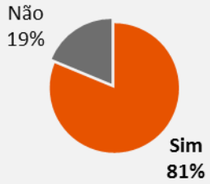
FED

- Qual será o ritmo de *tightening*?
  - **Duas subidas de taxa em 2016**



BCE

- Reforço / Extensão? - **Sim**



Fonte: Colaboradores BiG

Como interpreta o nível dos Activos vs. Estágio ciclo económico ?

- Analisando as respostas ao inquérito, conclui-se que a maioria considera que o Equity, sobretudo na Europa, encontra-se com desconto significativo face aos fundamentais;
- O bloco emergentes indicia também atractividade relativa de longo prazo.
- Ao nível do mercado de dívida, as conclusões remetem para uma avaliação justa das US Treasuries, enquanto as Bunds estão significativamente sobreavaliadas e a divida dos emergentes relativamente subavaliada.

Fonte: Colaboradores BiG

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	→

Outros		
FX	EUR-USD	↘
	USD-JPY	↗
	EUR-GBP	↘
ESTILO	Defensivas	→
	Cíclicas	↗
	Large Caps (US)	↗
	Small Caps (US)	→

Sectorial Europa	
Banca	↑
Mat.-Primas	→
Retalho	→
Bens de Consumo	↗
Autos	↗
Tecnologia	↑
Const. & Materiais	↓
Airlines	↑
Oil&Gas	↗
Químico	↗
Food&Beverage	→
Healthcare	↑
Telecoms	→
Segurador	↑
Media	↓
Utilities	→

Top Picks		
Banca	Santander	↑
Tecnologia	ASML	↑
Airlines	Ryanair	↑
Heath Care	Fresenius	↑
Segurador	Allianz	↑

Top Picks - Portugal		
Pasta e Papel	Portucel	↑
Retalho	Sonae	↑
Energia	Galp	↑

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 BANCO DE INVESTIMENTO GLOBAL