BiG BANCO DE INVESTIMENTO GLOBAL

Outlook 2017

EQUIPA RESEARCH:

JOÃO LAMPREIA (HEAD)

ANA MENDONÇA

DIANA OLIVEIRA

BERNARDO CÂNCIO

BiG BANCO DE INVESTIMENTO GLOBAL

1. ENQUADRAMENTO GLOBAL

1. Dívida Pública e Défice Fiscal
2. Crescimento do PIB e Conta Corrente
3. Política Monetária
4. Impacto QE
5. QE – Infinity Trap
6. Projecções Económicas 2017

2. EUA

1. Ciclos Económicos históricos
2. O Mandato Trump
3. Inflação
3. Política Monetária
4. Indicadores Macroeconómicos
5. Trumpnomics: Que modelo?
6. Expectativas de inflação vs. classes de activos

3. EUROPA

3.1 Enquadramento Macroeconómico
3.2. Política Monetária
3.3. Banca Europeia
3.4. Riscos Políticos

4. MERCADOS EMERGENTES

1. China
2. Brasil

5. COMMODITIES

6. MERCADO DE DÍVIDA

1. Dívida Core
2. Dívida Periferia
3. Dívida Corporativa

7. MERCADO ACCIONISTA

1. Avaliação S&P 500
2. Earnings Yield vs Avaliação histórica
3. Evolução Lucros
4. Avaliação Global
5. Projecção Mercado Accionista
6. Sectores
7. Stock screening

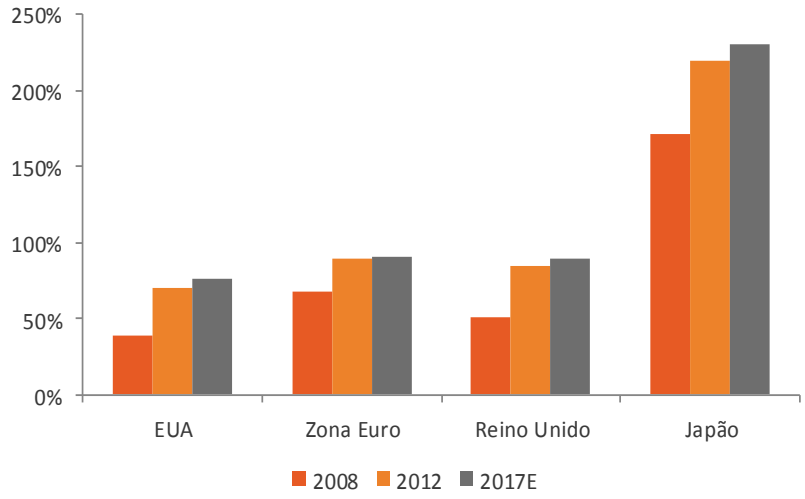
8. PORTUGAL

9. SÍNTESE POSICIONAMENTO

Economias desenvolvidas mantêm-se reféns de alto endividamento e menor crescimento

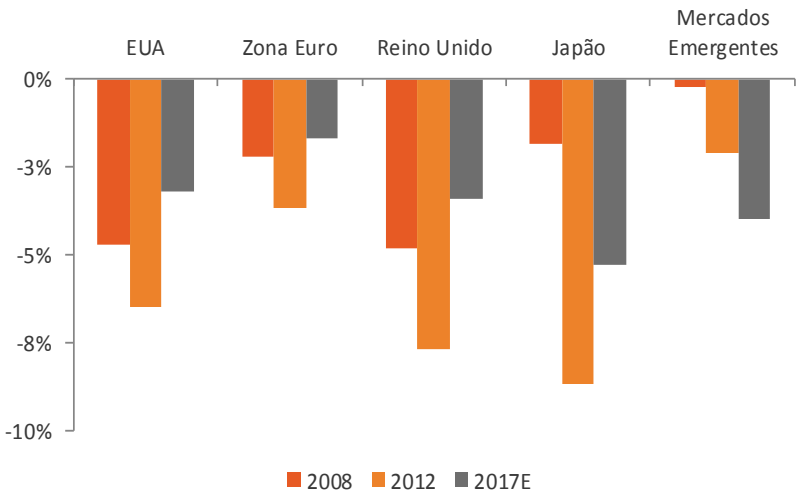
- O nível de endividamento (em % PIB) atinge níveis historicamente elevados, com especial preponderância no bloco desenvolvido.
- O Japão perfila-se como o caso mais "radical", sendo que a Zona Euro continua a revelar um perfil idiossincrático marcadamente distinto.
- Após o recente esforço de consolidação das contas públicas e a relativa ineficácia da política monetária, subsiste espaço para uma relativa expansão fiscal nos países desenvolvidos.
- No bloco emergente deverá continuar a observar-se uma política fiscal expansionista, com reflexos favoráveis ao nível do crescimento mundial.

DÍVIDA PÚBLICA (% PIB)



Fonte: Bloomberg;

SALDO ORÇAMENTAL (%PIB)

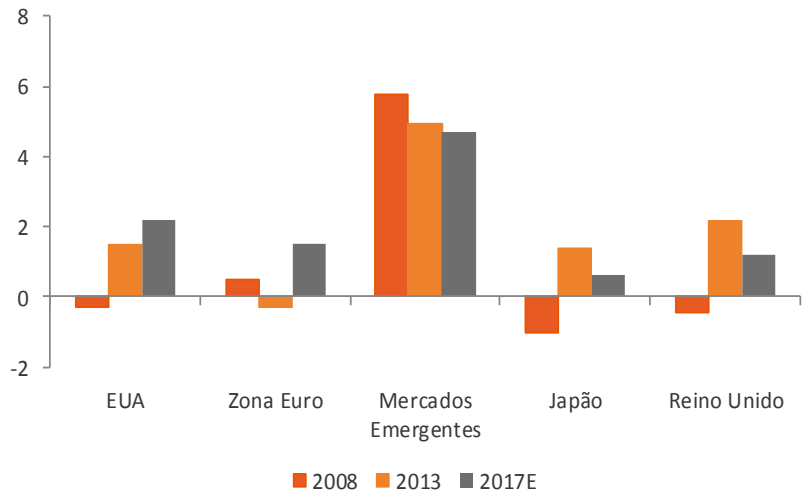


Fonte: Bloomberg;

Interconexão do ciclo de crises promove erosão de competitividade nos Emergentes

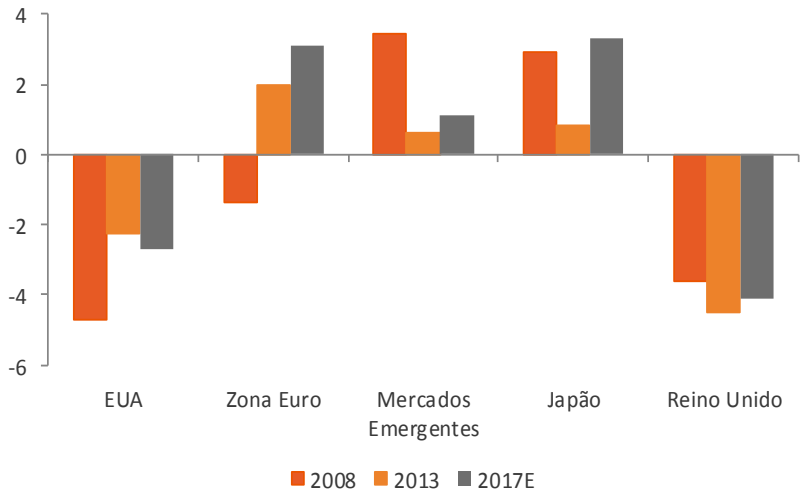
- As economias desenvolvidas espelham uma tendência de recuperação moderada do crescimento económico, ainda que mantendo um *output gap* (diferença vs PIB potencial) assinalável.
- O bloco emergente atravessa um novo período de desaceleração, em função do final do superciclo das *commodities* e da dinâmica menos favorável de competitividade intrínseca.
- A economia global deverá continuar a beneficiar do perfil de crescimento único da economia norte-americana.
- O bloco Europeu reforçou o seu nível de competitivade na cena mundial no actual ciclo de expansão, em detrimento da perda dos excedentes apresentados pelos mercados emergentes.

TAXA CRESCIMENTO PIB (%YoY)



Fonte: FMI – World Economic Outlook

BALANÇA CORRENTE (%PIB)

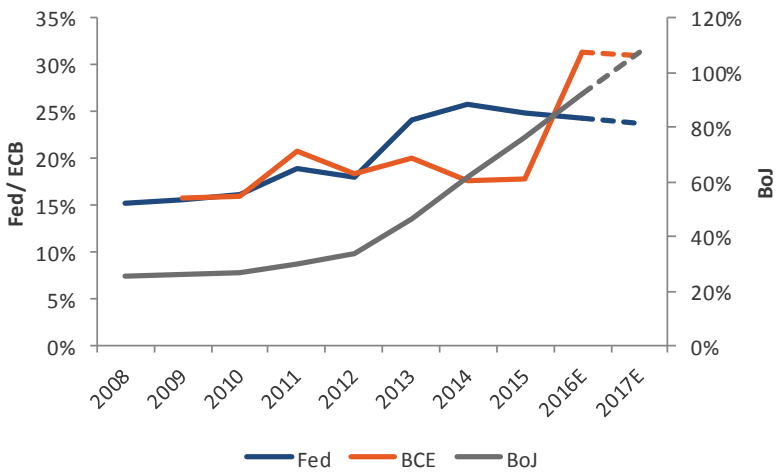


Fonte: FMI – World Economic Outlook

Sentimento global mostra-se dependente da acção de Bancos Centrais

- O sentimento global deverá manter-se positivo em resultado da política monetária expansionista, não obstante o decurso de normalização monetária pelo FED.
- A previsível flexibilização dos programas de expansão monetária do BOJ e do BCE deverão motivar a expansão natural dos seus Balanços – no caso do BOJ o total dos activos detidos já irá ultrapassar o PIB nipónico.
- O BCE e o BOJ são fortes prestadores de liquidez – compra de activos cumulativa dos Bancos Centrais deverá superar de forma significativa os valores no auge do QE do FED em 2013.
- O alcance da política monetária mostra-se limitado, sendo necessário a implementação de políticas estruturais e fiscais que favoreçam o crescimento do *output* potencial.

BALANÇO BANCOS CENTRAIS (%PIB)



Fonte: Bloomberg; Research BiG

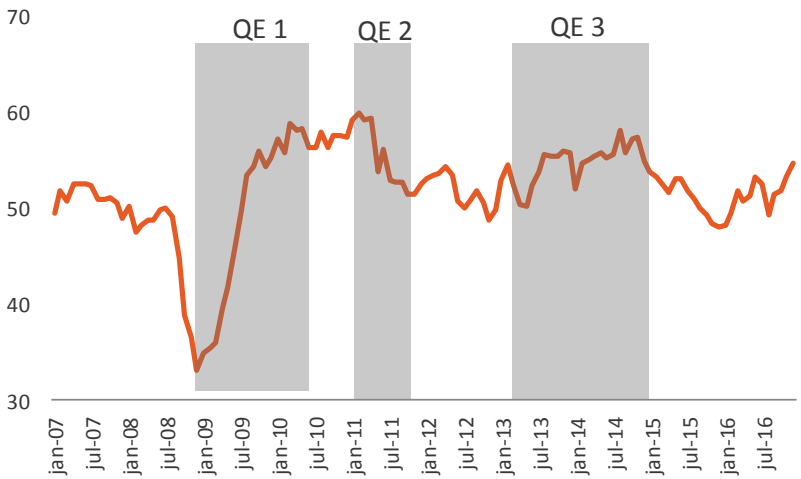
COMPRAS BANCOS CENTRAIS (USD MIL MN)

Fonte: Bloomberg; Research BiG

"Sucesso do QE 1" não justificou prolongamento da política ultra expansionista do FED

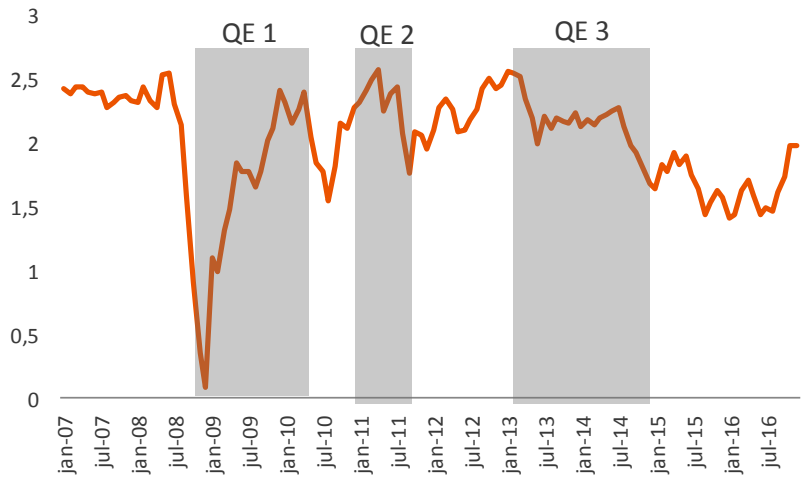
- A 1ª ronda de Quantitative Easing (QE) acarretou um impacto muito positivo nos diferentes agregados económicos - nomeadamente o PMI Manufacturing.
- Este importante indicador tem lateralizado nos últimos anos – acima dos 50 pontos – não obstante os estímulos monetários históricos que foram realizados pelo FED.
- O impacto na expectativa de inflação futura que decorre da evolução da *Breakeven Rate* também foi bastante pronunciado durante o QE 1 em oposição ao verificado nos seguintes períodos de expansão monetária.
- O menor crescimento potencial da economia americana e a emergência de riscos externos tem penalizado a expectativa para a evolução do nível de preços.

QE VS US PMI MANUFACTURING



Fonte: Bloomberg; Research BiG

QE VS US BREAKEVEN RATE 10YR

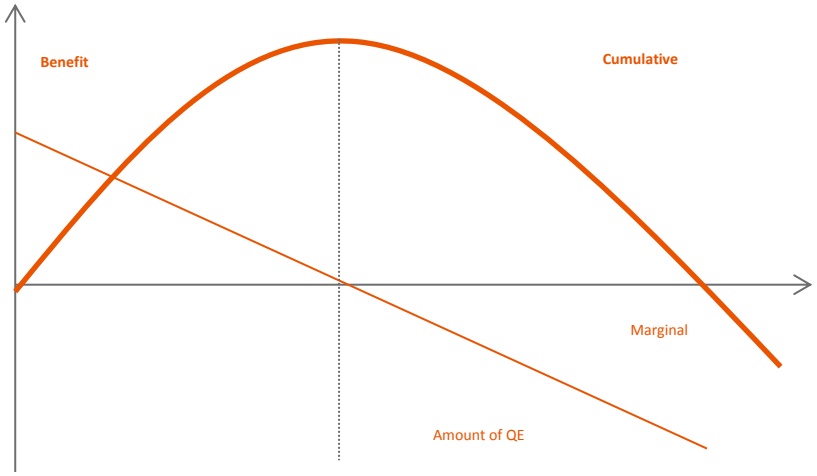


Fonte: Bloomberg; Research BiG

Distorção induzida pelo QE gera efeitos colaterais que se sobrepõem a benefícios teóricos

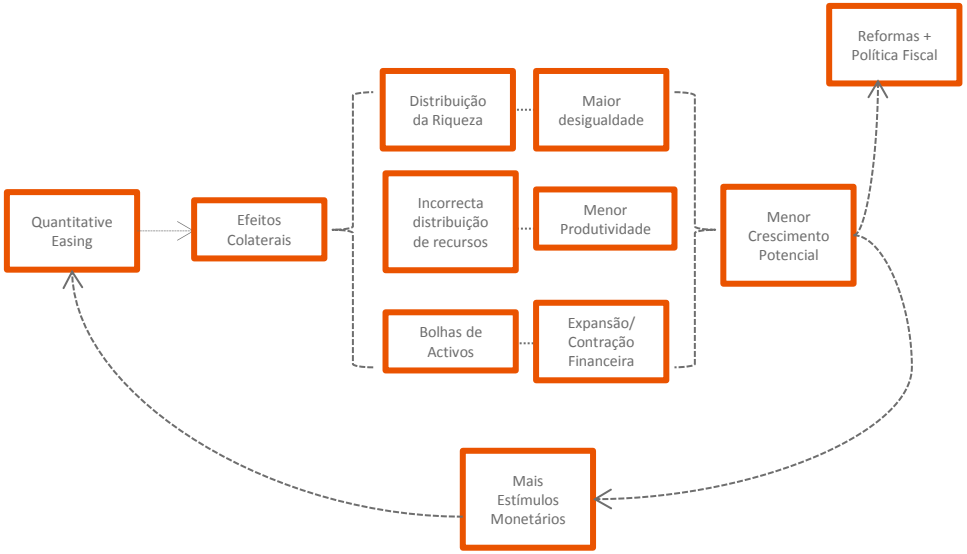
- O alcance das políticas monetárias revela-se progressivamente mais limitado, com os efeitos nefastos do QE a consumirem (alguns dos) objectivos que estiveram na base da implementação das políticas monetárias não convencionais.
- A distorção induzida pelas políticas de QE acaba por viciar o mercado e gera uma artificialidade suplementar sobre a evolução da actividade económica.

RETORNO MARGINAL QE



Fonte: Citi Research; Saxo Bank; Research BiG

QE INFINITY TRAP

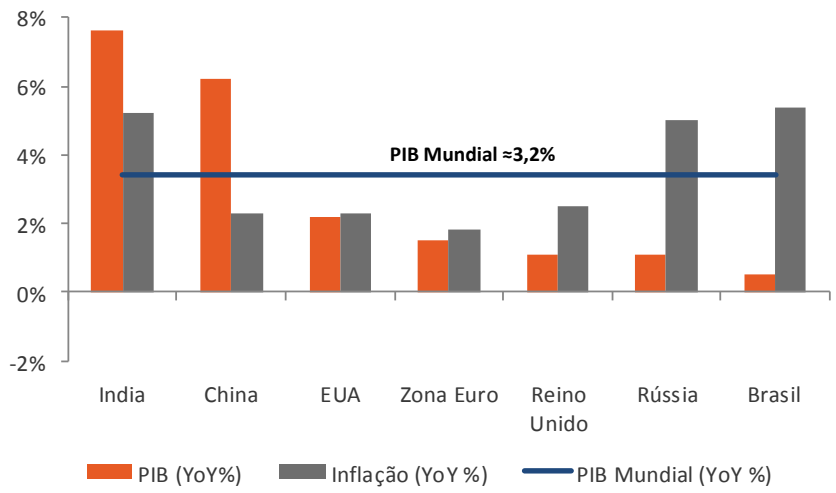


Fonte: Algebris Investments; Saxo Bank; Research BiG

Divergência de ritmo de crescimento geográfico permanece evidente em 2017

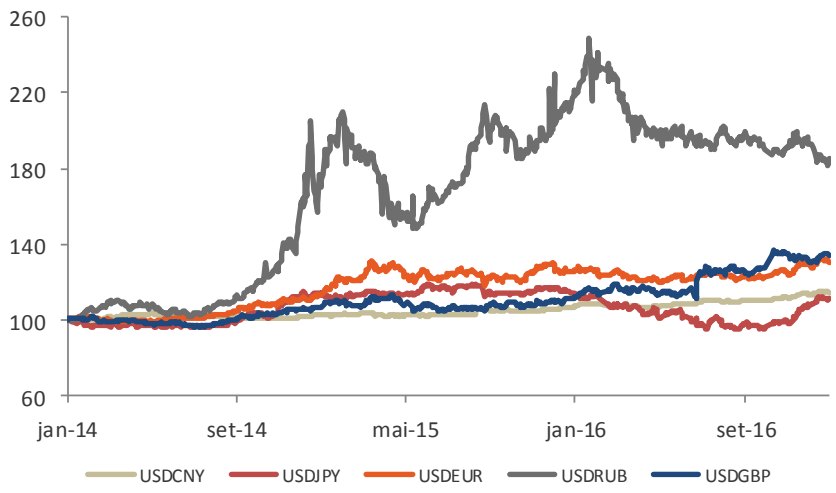
- Em 2017 deverá confirmar o *pick-up* da actividade económica no bloco desenvolvido.
- O crescimento da Índia projecta-se estelar e o arrefecimento da China pouco significativo.
- Na Rússia e no Brasil acentua-se a convicção de que as economias farão *bottoming out* do período recessivo.
- Robustez do USD mantém-se tema central em 2017, o qual poderá agravar os desiquilíbrios de fluxos (*outflows*) entre o bloco desenvolvido e emergente.
- O diferencial de taxas de juro e fulgor da economia manterá o USD suportado, ainda que o agravamento dos défices gémeos confinará esse movimento.

CRESCIMENTO PIB 2017E (%)



Fonte: Bloomberg

EVOLUÇÃO CAMBIAL (BASE 100)

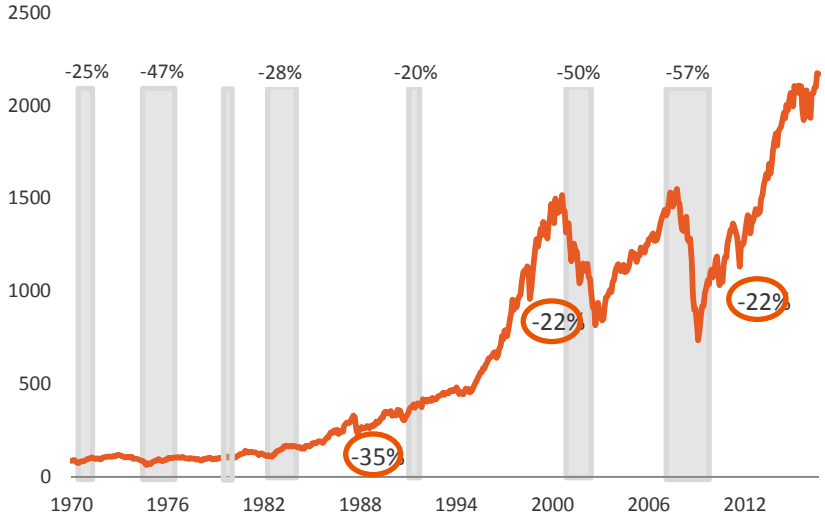


Fonte: Bloomberg

Eleição de Trump agrava incerteza sobre longevidade do ciclo económico

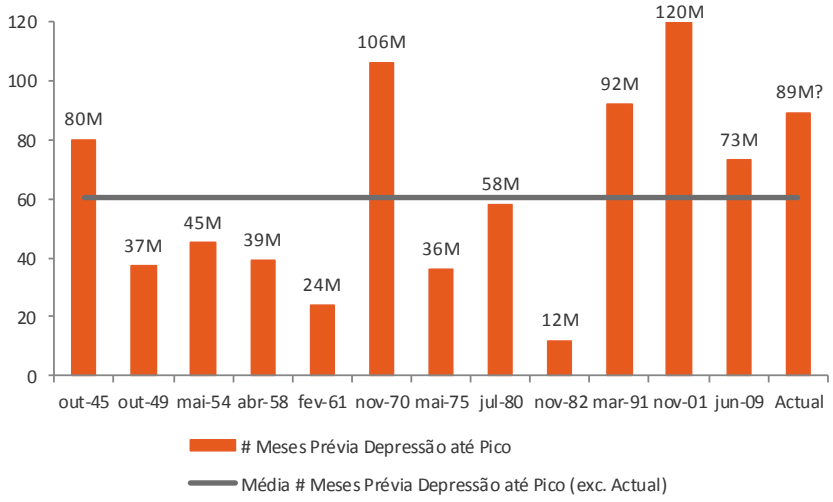
- A magnitude dos *Bear Market* históricos evidenciam uma correlação evidente com a severidade e duração dos períodos de recessão da economia dos EUA (6 em 9).
- A longevidade do actual *Bull Market* pode justificar-se pela severidade da recessão de 2008 e menor crescimento potencial.
- A expansão fiscal poderá prolongar ciclo actual, mas *policy mix* permanece amplamente incerto.

EXPANSÃO & RECESSÕES – US (1930-ACTUAL)



Fonte: Bloomberg; Research BiG

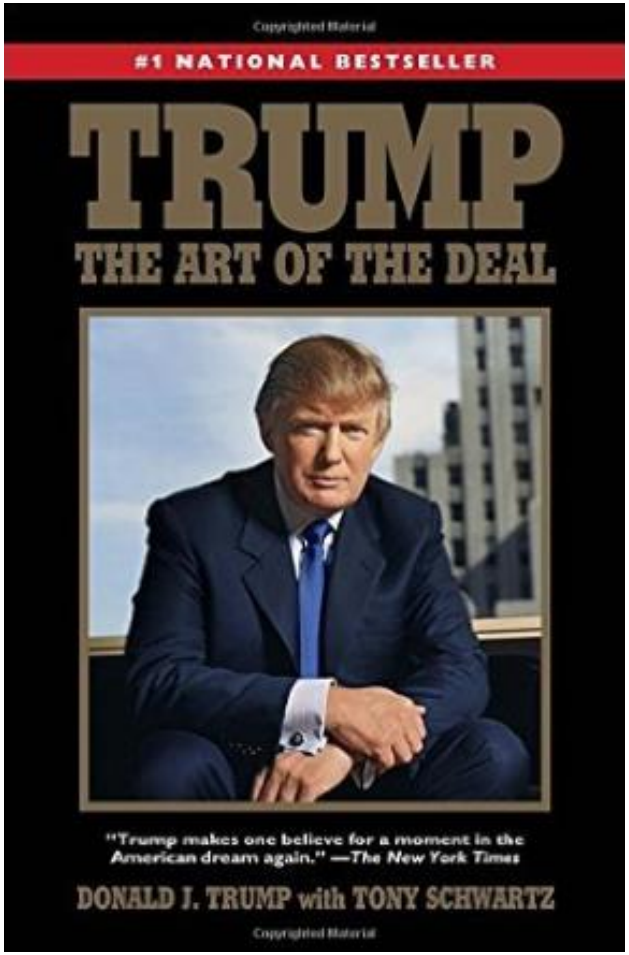
DURAÇÃO DO BULL MARKET



Fonte: NBER; Research BiG

Fenómeno Trump extravasa limites da imprevisibilidade política

TRUMPNOMICS



"MAKE AMERICA GREAT AGAIN!"

Trumpnomics - "The Art of the Deal" vs "The Deal of the World"

Imigração

- Fortalecer as regras de atribuição de Visas;
- Parar emigração de locais com problemas de terrorismo;
- Parar subsídios de cidades santuário;
- Encerrar o DACA e DAPA
- Construir um muro com o México

Comércio

- Sair do TPP
- Renegociar NAFTA;
- Impor Tarifas;
- Classificar a China como manipuladora de moeda

Economia

- Aplicar o plano de impostos Trump, que consiste em corte de impostos corporativos e individuais.
- Investimento em Infra-Estrutura.
- Desregular o sector bancário e de Oil & Gas.

Saúde

- Alterações no Obamacare. Trump pretende eliminar o Obamacare mas isso revela-se difícil pois é necessário 60 votos a favor no Senado (a maioria Republicana não ating este valor). A eliminação de subsídios e mandatos individuais e do empregador é mais provável.

Fonte: Research BiG

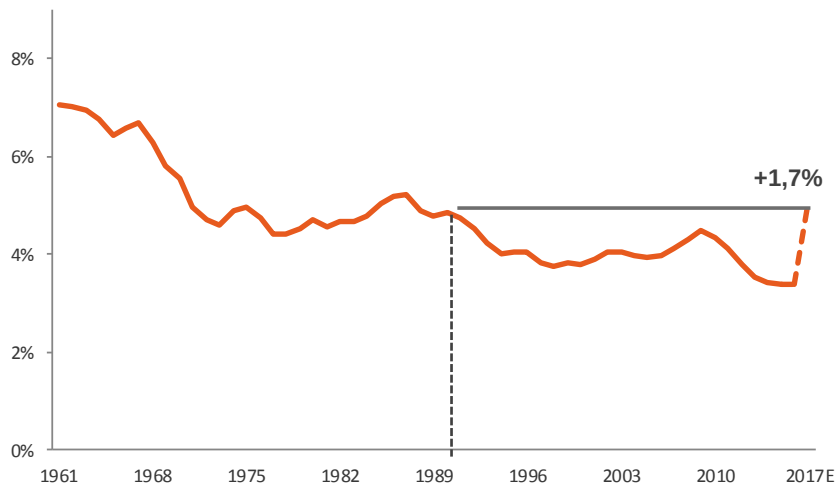
Repatriação de lucros no estrangeiro poderá financiar plano de investimento público

- Os EUA apresentam necessidades de investimento público em infra-estruturas acima da média dos *peers* desenvolvidos.
- As receitas obtidas com o plano de repatriação de lucros poderão financiar os gastos em infra-estruturas num montante até USD 305,5 mil mn (1,7% do PIB).

Valores em USD mil mn	Valor	% PIB
Lucros detidos no Estrangeiro Est.	2600	14,4%
Repatriação @ 5,25% (2004 AJCA)	136,5	0,8%
Repatriação @10%	260	1,4%
Repatriação @20%	520	2,9%
Receita média c/ repatriação lucros	**305,5**	**1,7%**

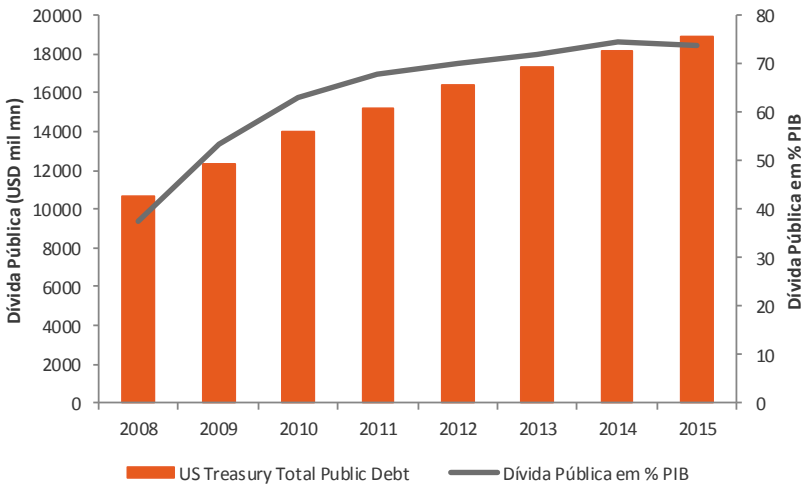
Fonte: JP Morgan Research; Research BiG

GASTOS PÚBLICOS EM INFRA-ESTRUTURA EM % PIB



Fonte: Bureau of Economic Analysis; Research BiG

DÍVIDA PÚBLICA EUA

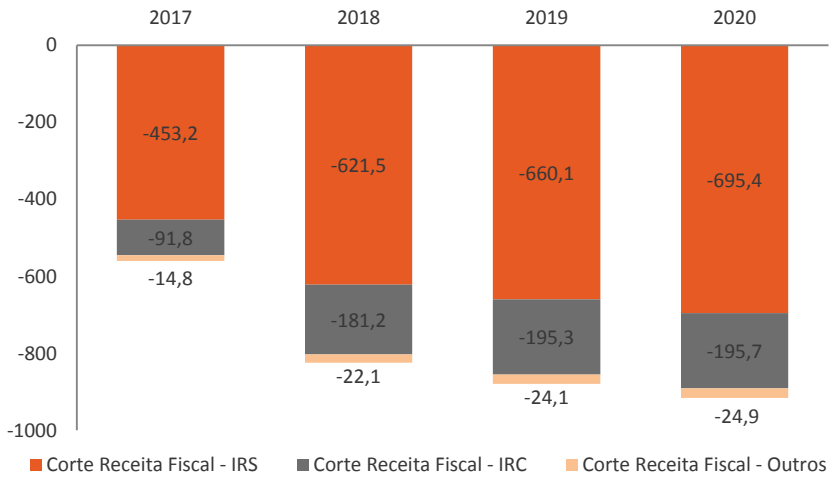


Fonte: Bloomberg

Viabilidade de *tax breaks* de Trump revela-se amplamente incerta

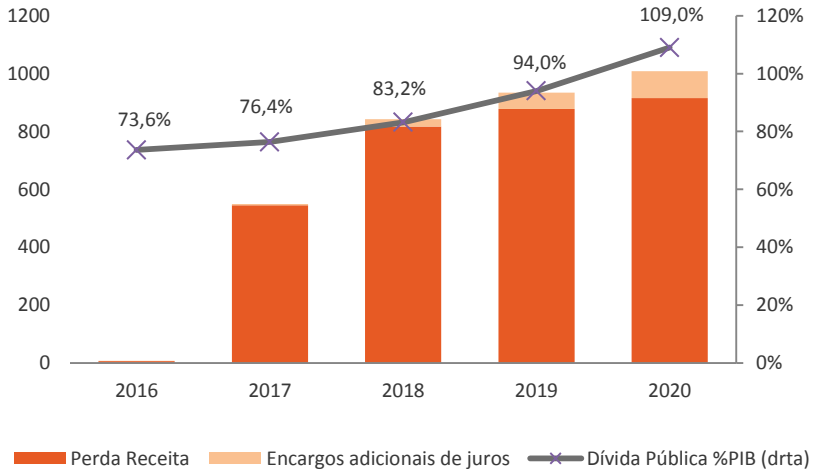
- A redução fiscal de maior magnitude ocorre no IRS e maioritariamente nos indivíduos de maior rendimento.
- O corte de impostos é mais inflacionário que o plano Infra-estrutural, mas afigura-se políticamente controverso ao aprofundar os problemas de iniquidade nos EUA.
- Na ausência de cortes na despesa, a redução das receitas fiscais alargará o défice público para 8% e as projecções para o rácio dívida/PIB revelam-se preocupantes.
- O *kick-in* gradual das políticas de Trump e a resistência do Congresso à implementação de uma expansão fiscal agressiva mitiga o impacto nos agregados económicos.

REDUÇÂO DE RECEITA FISCAL POR IMPOSTO



Fonte: Tax Policy Center

IMPACTO DO PLANO NA DÍVIDA PÚBLICA

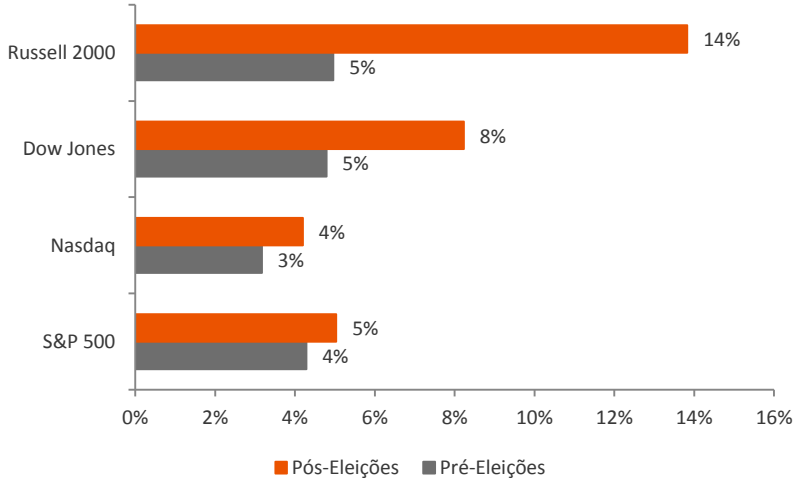


Fonte: Tax Policy Center

Rotação sectorial no pós-eleições salienta expectativas optimistas de "entrega" de Trump

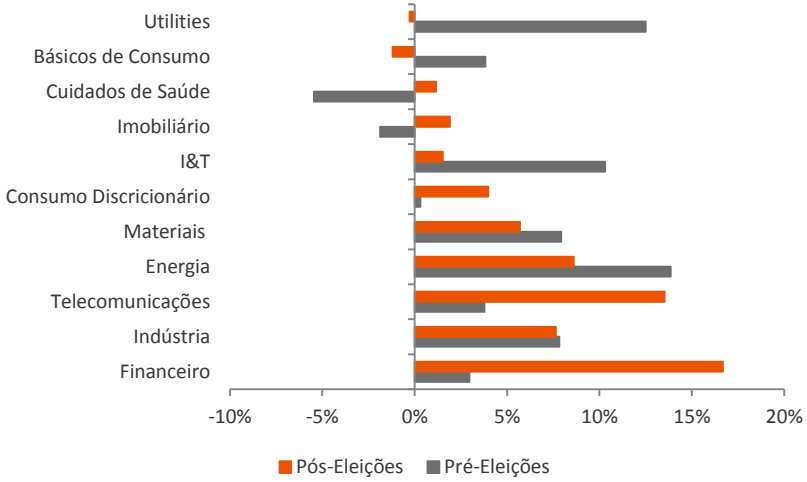
- Os índices Russell 2000 e Dow Jones *outperformaram* pela expectativa reflacionária de Trump – favorecendo os segmentos de *small caps* e industrial nos EUA.
- Os sectores mais alavancados *(utilities)* foram penalizados pela inerente subida dos custos de financiamento.
- O *yield pick-up* impulsionou o *rally* das financeiras, beneficiando igualmente da expectativa de políticas de desregulamentação - tal como o sector de Energia.

ÍNDICES EUA - PRÉ E PÓS ELEIÇÕES (2016)



Fonte: Bllomberg; Research BiG

ROTAÇÃO SECTORIAL - S&P 500 (2016)



Fonte: Bloomberg; Research BiG

Backtesting: Mercado desconta já inflação perante recente movimento das Treasuries?

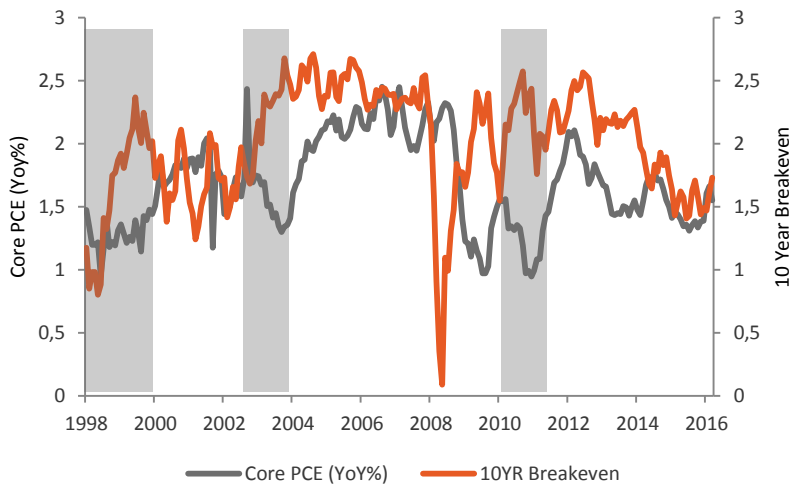
- O *pick-up* da inflação traduz uma recuperação acentuada do Breakeven (10 yr) nos períodos reflacionários sob estudo, o que contrasta com o movimento actual mais moderado.

ACTIVOS EM PERÍODOS REFLACIONÁRIOS

	1998-2000	2003-2004	2010-2011	Average
Breakeven 10 Anos (pb)	156	100	102	119
Core PCE (pb)	93	82	101	92
Treasury 10 Anos (pb)	225	128	160	171
S&P 500 (%)	49%	26%	30%	35%

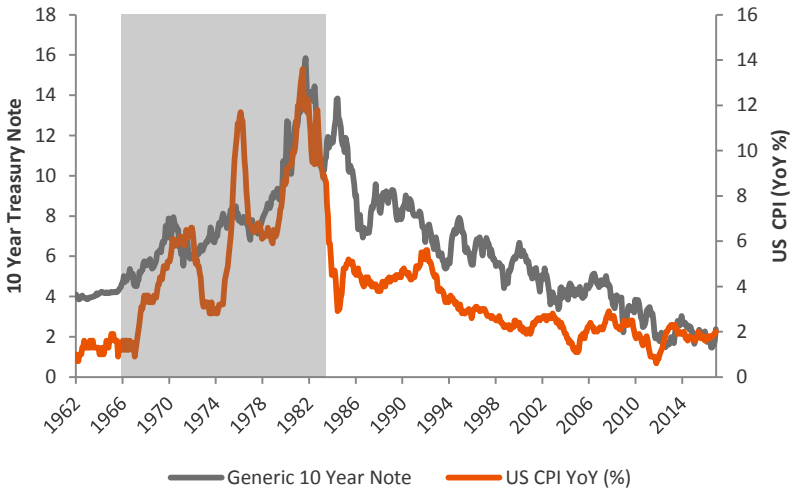
Fonte: Research BiG

10 YEAR BREAKEVEN VS. CORE PCE



Fonte: Bloomberg; Research BiG

10 YEAR TREASURY VS. CPI

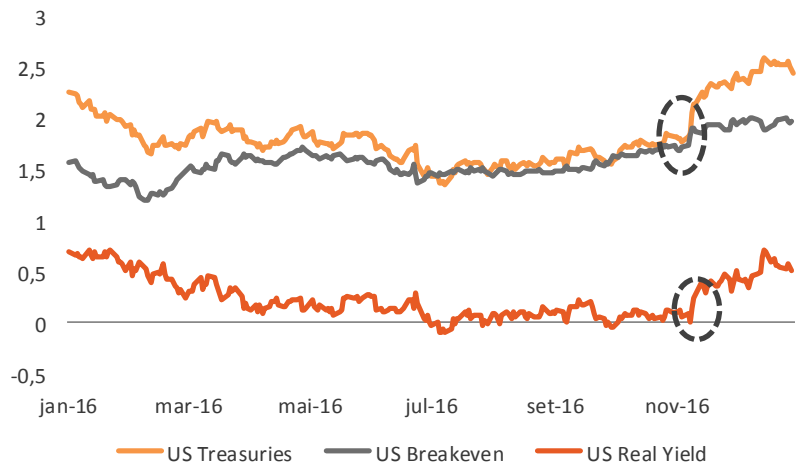


Fonte: Bloomberg; Research BiG

Não! Normalização das Treasuries foi impulsionada pela subida das taxas de juro reais

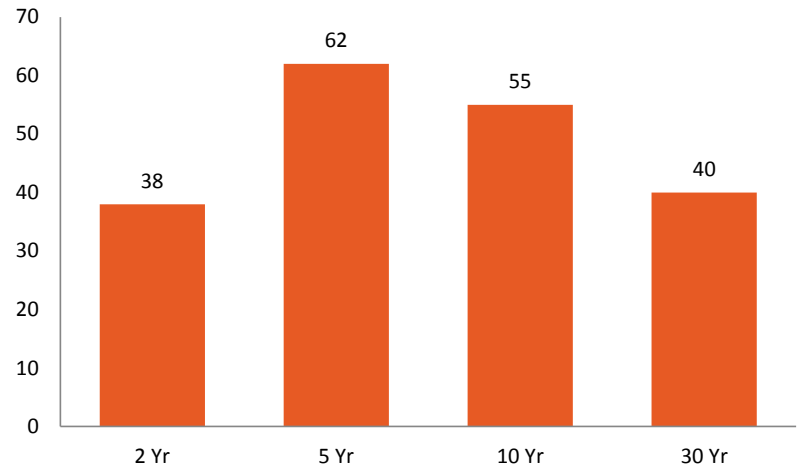
- As taxas de juro reais determinaram quase 70% do movimento das *treasuries*, ainda que o respectivo ponto de partida se mostrava amplamente deprimido.
- As políticas de QE exacerbaram o movimento de taxas de juro reais zero ou negativas – procurando fomentar o consumo e/ou o investimento.
- O *yield pick-up* evidenciado nas maturidades de 2 e 5 anos (acima dos 30 yr) da curva americana traduz a expectativa de reposicionamento do FED face aos riscos inflacionistas.
- Caso o mercado descontasse um cenário inflacionista relevante, ter-se-ia verificado uma inclinação da curva e não o aplanamento da *yield curve* desde o pós-Trump.

US TREASURIES = US YIELD REAL + US BREAKEVEN



Fonte: Bloomberg;

APLANAMENTO YIELD CURVE US: EVOLUÇÃO PÓS-TRUMP

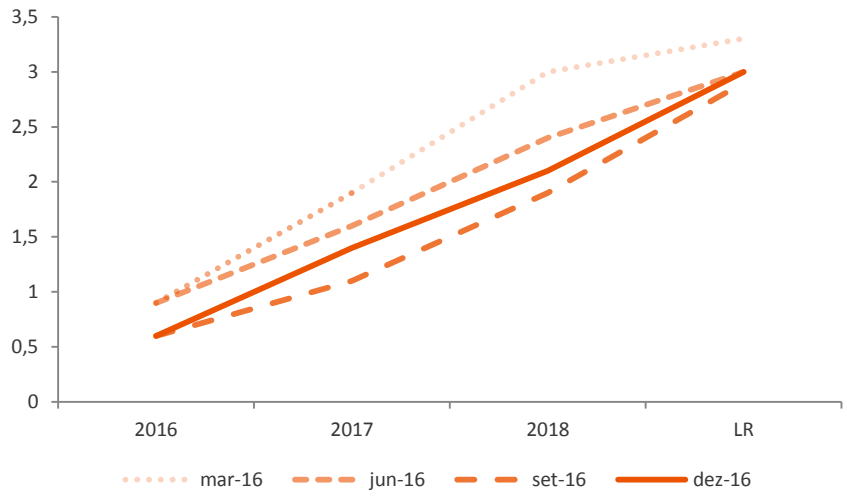


Fonte: Bloomberg

Eleição de Trump destronou posicionamento "behind the curve" do FED

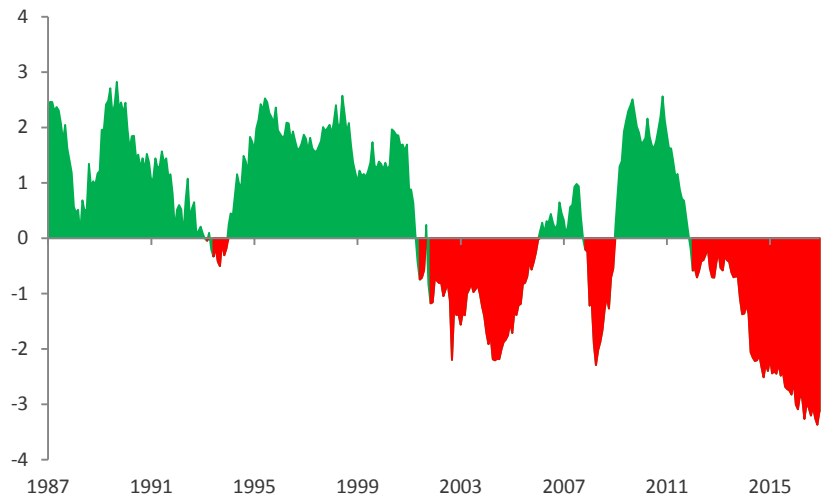
- A Reserva Federal adoptou um tom mais agressivo na reunião de Dezembro, que contrasta com a postura cautelosa ao longo de 2016.
- Yellen surpreendeu ao rever em alta as projecções de número de subidas de taxas em 2017 – 3 aumentos vs consenso de mercado de duas subidas em 2017.
- O *spread* entre a taxa de referência do FED e a taxa resultante da Taylor Rule – 'target' para a taxa de juro derivado de indicadores macroeconómicos – encontra-se em mínimos de 30 anos, evidenciando a necessidade de uma aceleração na subida de taxas de juro.

FED FUNDS RATE – PROJECÇÃO



Fonte: Federal Reserve

SPREAD: FED - TAYLOR

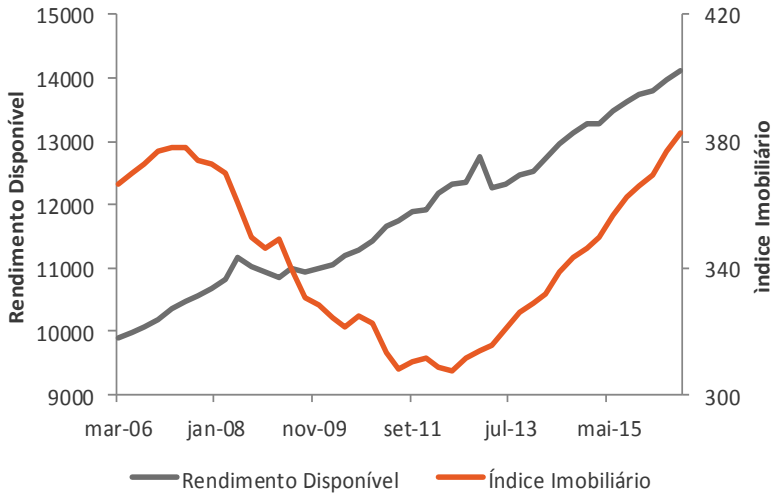


Fonte: Bloomberg

Trumpnomics – O paradoxo de expansão fiscal no avançado estágio do ciclo

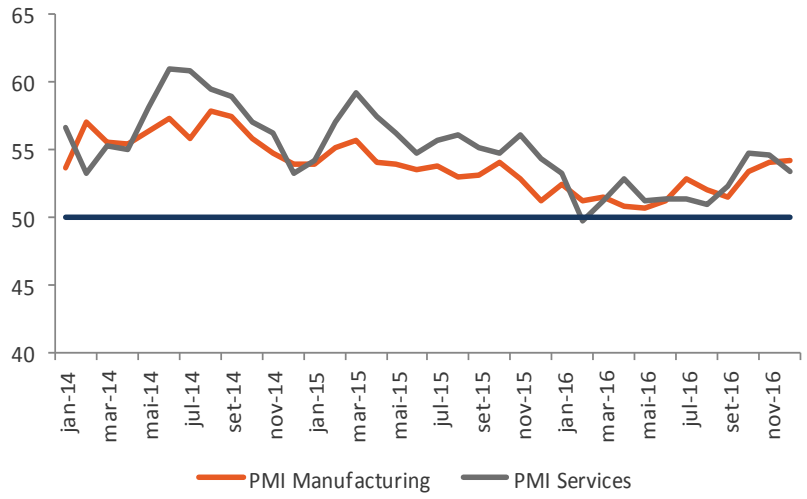
- A recuperação do mercado imobiliário permanece robusta - suportada com o largo *pick-up* do rendimento disponível.
- Os níveis de bolha imobiliária verificados em 2008 poderão, neste contexto, ser ultrapassados.
- Os principais indicadores de actividade industrial continuam a níveis de expansão, ainda que distantes dos máximos relativos observados em 2014.

ÍNDICE IMOBILIÁRIO VS. RENDIMENTO DISPONÍVEL



Fonte: Bloomberg

EVOLUÇÃO PMI MANUFACTURING VS. SERVICES

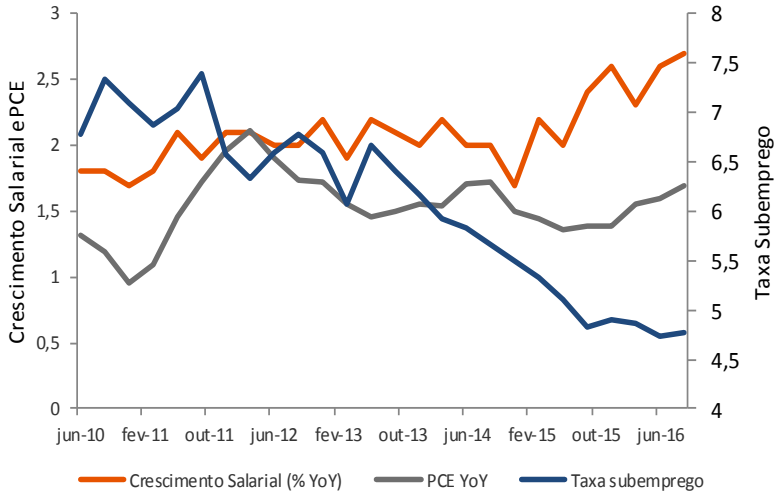


Fonte: Bloomberg

Mercado laboral relativamente "apertado" pressiona leitura de indicadores de inflação

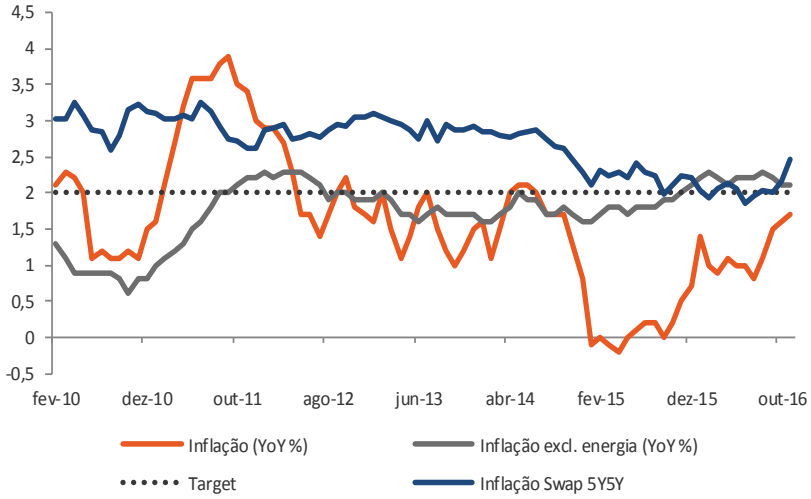
- O nível de crescimento salarial mostra-se relevante nos sectores em que se verifica um menor *slack.*
- A criação de emprego (NFP) espelha uma tendência estável nos últimos meses, corolário lógico da taxa de desemprego fixar valores abaixo da média histórica.
- Os últimos dois trimestres registaram um *pick-up* expressivo da inflação (0,7% em 2015 para 1,5% em Setembro).
- Excluindo a componente energética, o CPI harmonizado já se mostra acima do nível de 2%.

CRESCIMENTO SALARIAL VS. EVOLUÇÃO PREÇOS



Fonte: Bloomberg;

EVOLUÇÃO INFLAÇÃO VS. INFLAÇÃO SWAP 5Y5Y



Fonte: Bloomberg

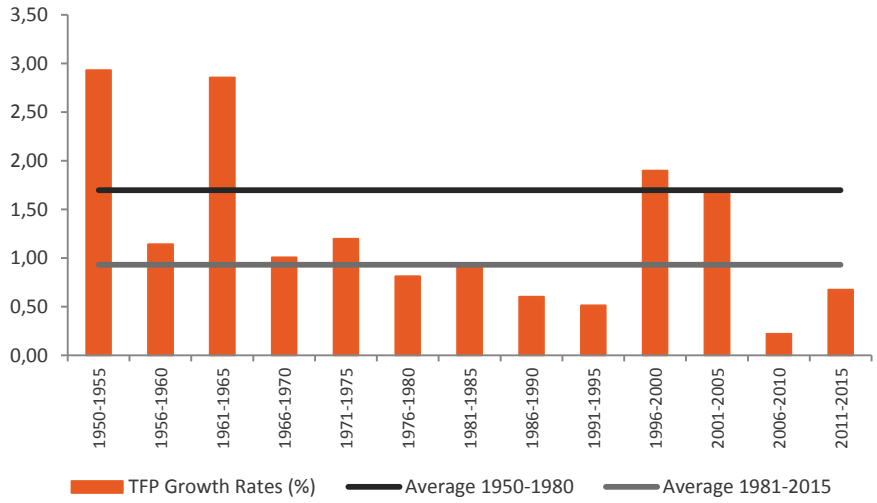
Produtividade *subpar* e taxas reais historicamente baixas – *Trumpnomics:* Que modelo?

- O crescimento de longo prazo depende da conjugação de factores demográficos e ganhos de produtividade, o que levanta incerteza sobre o modelo a seguir por Trump.

- As taxas de juro reais ainda se encontram distantes do PIB real, sugerindo que as condições de financiamento dos agentes económicos permanecem benignas…

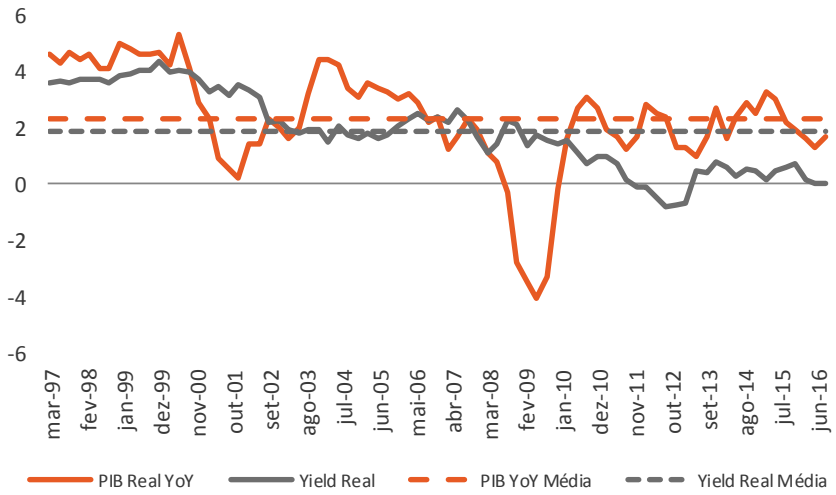
- …*Back to the Future*! Será o recurso a endividamento a génese do modelo de crescimento de Trumpnomics? Haverá efectivamente austeridade expansionista?

PRODUTIVIDADE EUA



Fonte: Bloomberg

PIB VS. TAXAS DE JURO REAIS



Fonte: Bloomberg; Research BiG

Cenários de Expectativa de Inflação vs Impacto Classes de Activos

	EQUITY			SPREADS CORPORATE*				SPREADS SOBERANOS*	YIELDS 10 YR (%)		$	
				IG	HY	IG	HY					
***Downside* Expectativas Inflação** *Probabilidade@15%*	↓	→	↘	↗	↓	↗	↓	↗	<2,20	<0,6	↓	↓
Cenário Base - Reflação Moderada *Probabilidade @65%*	→	↗	→	→	→	→	↘	→	2,20-3	0,6-1,0	→	↗
Upside Expectativas Inflação *Probabilidade @20%*	↑	↑	↗	↘	↗	↘	↗	↗	>3	>1	↑	↑

Nota:

- *Spreads Corporate – Visão associada à perspectiva da evolução dos segmentos em preço;*

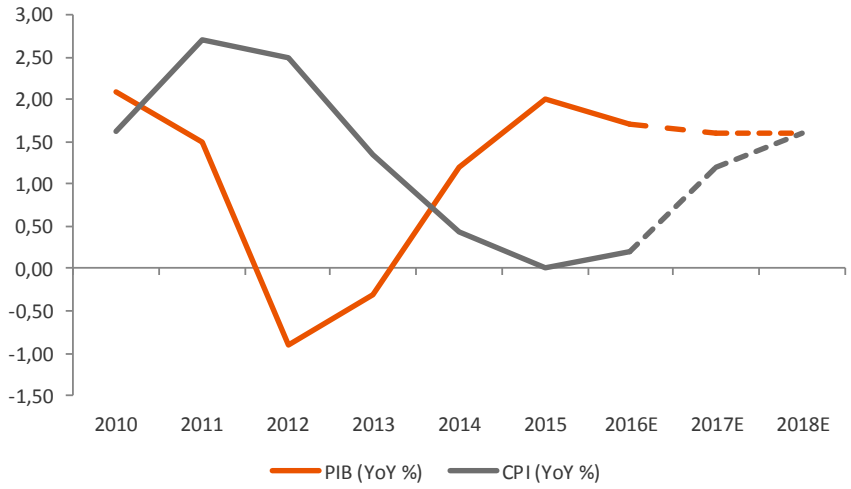
*** Spreads Soberanos – Visão associada à perspectiva de compressão/alargamento (positiva/negativa) dos Spreads na Periferia vs Bunds*

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

Aumento de excedentes externos na Europa não ditou recuperação significativa na região

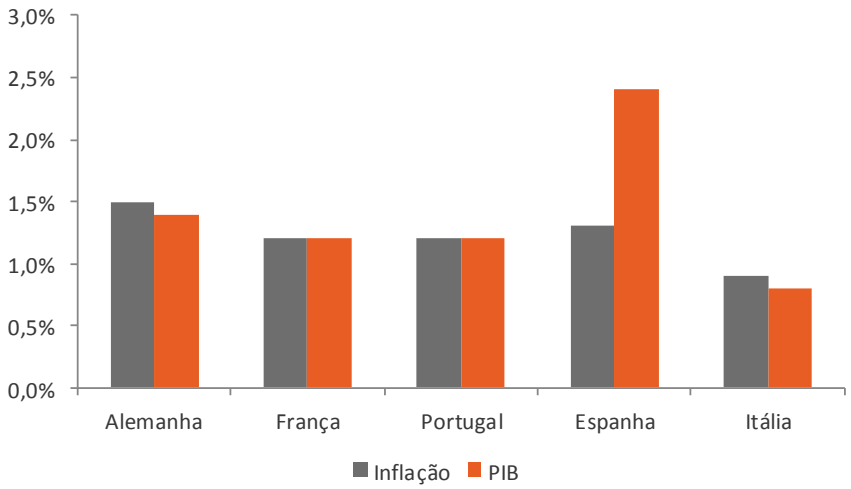
- A retoma económica da Zona Euro, embora anémica, encontra-se próxima dos níveis pré crise da dívida soberana.
- A inflação apresentará um *pick up* em 2017 no seguimento da recuperação dos preços de energia, ainda que não será expectável que a inflação atinja valores próximos do target do BCE (2%) num futuro próximo.
- Espanha apresenta-se como o país com maior potencial de crescimento de 2017, em parte impulsionado por melhorias no mercado laboral.
- O pleno emprego é um conceito elusivo à Zona Euro, verificando-se um enquadramento marcadamente assimétricos entre as regiões Core e Periferia (Norte/Sul).

PIB VS. INFLAÇÃO - ESTIMATIVAS



Fonte: Bloomberg

PIB E INFLAÇÃO POR PAÍS 2017E

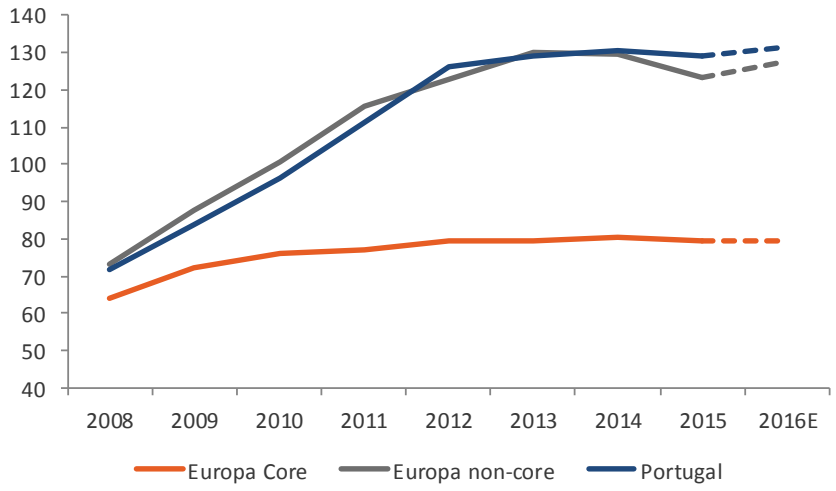


Fonte: Bloomberg

Taxas de juro manter-se-ão baixas em função do *output gap* e do elevado endividamento

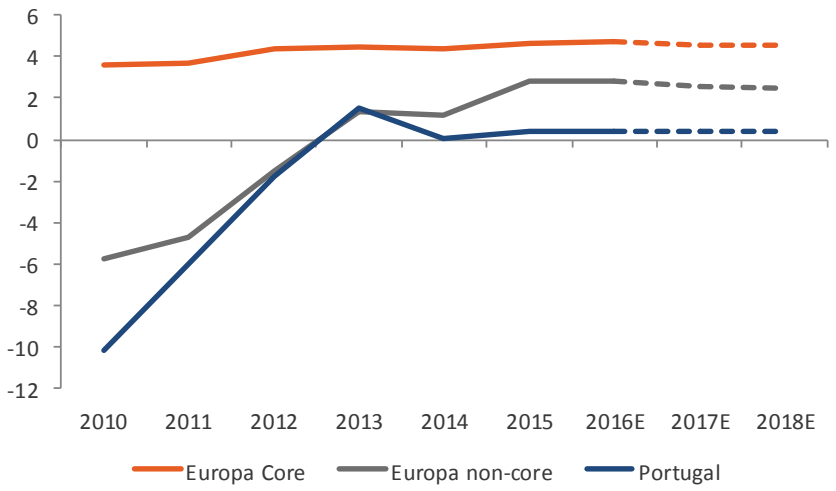
- Portugal é um dos países da União Europeia com a divida pública mais elevada (em % PIB), apenas ultrapassado pela Grécia e Itália.
- O elevado nível de endividamento traduz um dos motivos para o BCE retirar de forma lenta os estímulos monetários, fomentando taxas de juro reais zero ou negativas.
- A posição de exportador líquido da Zona Euro deverá conferir suporte à estabilização da divisa Europeia em redor dos níveis "deprimidos" actuais.
- Portugal regista uma estagnação do saldo de conta corrente nos últimos 2 anos, após a recuperação deste indicador no período de crise.

DÍVIDA PÚBLICA (% PIB)



Fonte: Bloomberg

BALANÇA CORRENTE (% PIB)

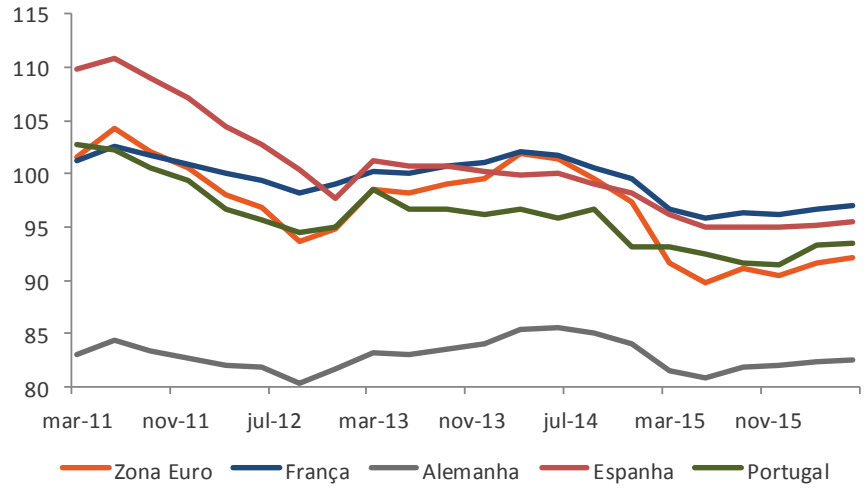


Fonte: Bloomberg

Indicadores de competitividade e industriais comprovam *pick-up* da actividade Europeia

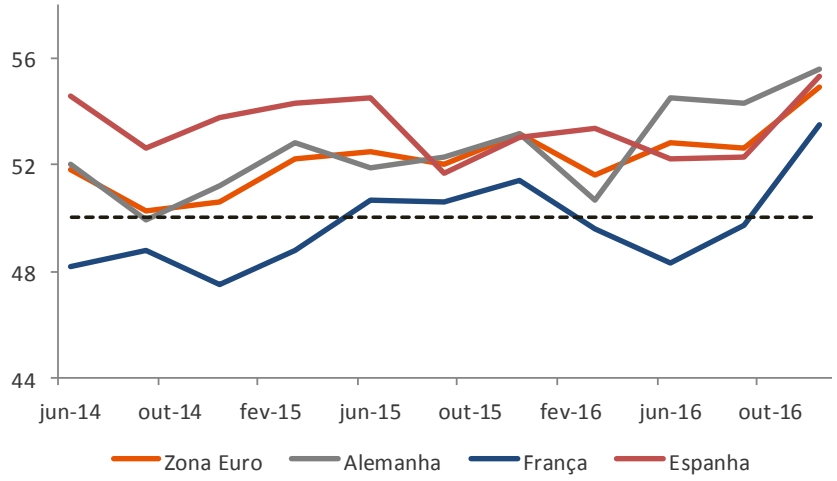
- O crescimento salarial na Europa continua anémico face ao observado antes da crise de 2008.
- Portugal registou uma recuperação assinalável ao nível da competitividade baseada nos custos laborais – já alinhado com a média Europeia.
- Os indicadores de manufactura industrial revela uma melhoria recentemente no bloco Europeu.
- O caso particular de França gera alguma preocupação em função de vários indicadores económicos manterem-se abaixo de níveis competitivos e/ou expansionistas.

COMPETITIVIDADE BASEADA NOS CUSTOS LABORAIS



Fonte: Bloomberg

PMI MANUFACTURING

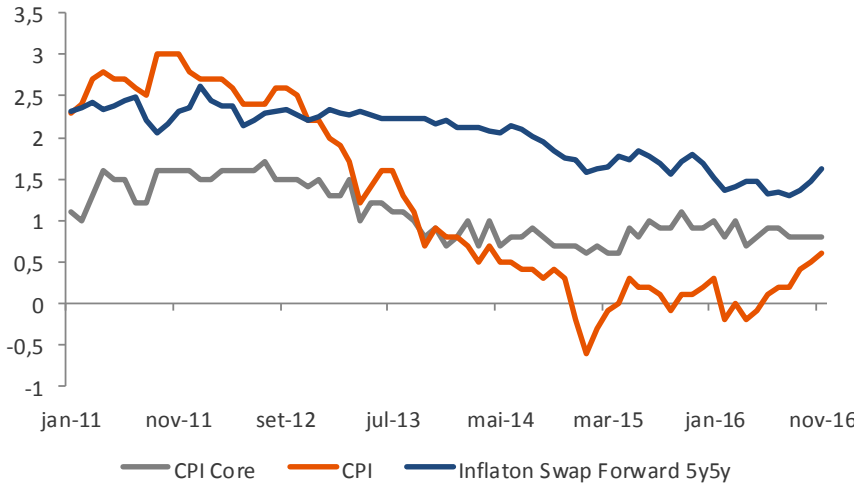


Fonte: Bloomberg

Objectivos do mandato único do BCE reforçam perspectiva de extensão do QE

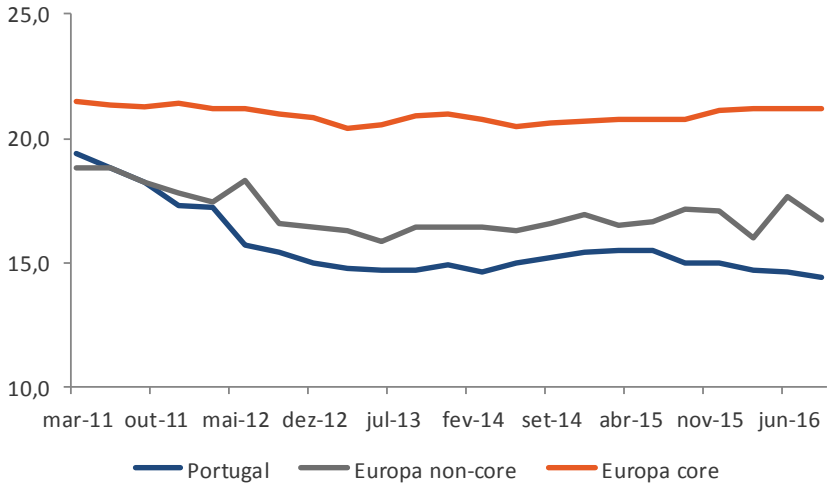
- Nos últimos meses tem-se assistido a uma recuperação dos níveis de inflação, beneficiando de um aumento da componente de energia.
- Com as medidas aplicadas pelo BCE e a recuperação económica, espera-se um *pick-up* mais significativo da inflação em 2018 e 2019.
- Condições de financiamento acomodativas e aumento de confiança poderá impulsionar o investimento público…
- …ainda que esta rubrica manter-se-á contida face à renitência do bloco germânico. As eleições gerais no país em Setembro deverão clarificar a possibilidade de expansão fiscal na região.

INFLAÇÃO (%)



Fonte: Bloomberg

INVESTIMENTO (% PIB)

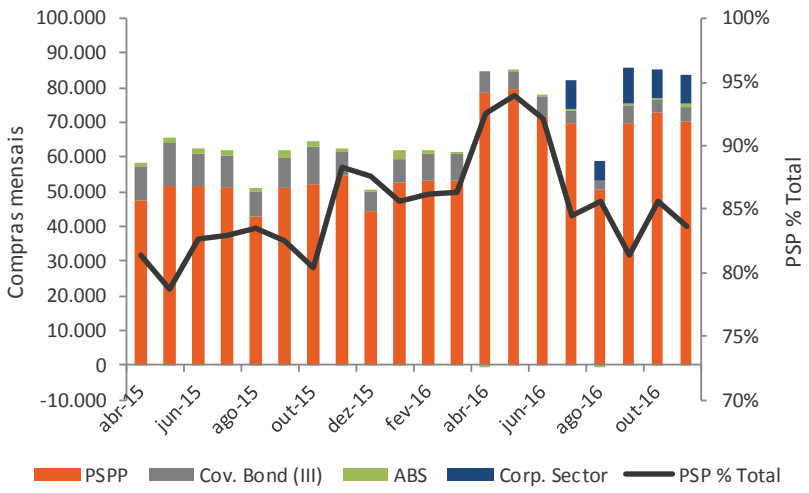


Fonte: Bloomberg

Programa de QE tem-se revelado insuficiente para relançar o crescimento económico

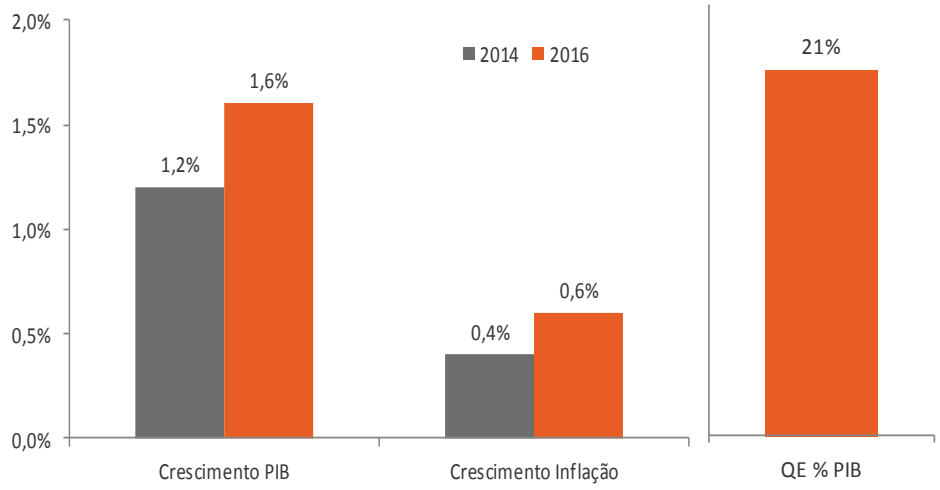
- O programa de QE do BCE vigente perdura há 20M, denotando-se um impacto limitado quanto ao alcance do seu objectivo principal (inflação de longo prazo~2%).
- O anterior reforço do QE para EUR 80 mil mn motivou um incremento relativo do PSPP em relação às compras totais.
- O actual programa de QE, previsto até Dezembro de 2017, ultrapassa já o PIB italiano e espanhol, e representa cerca de 20% do PIB europeu.
- Os impactos na economia ainda não se fizeram sentir, com a inflação distante do objectivo de 2%.

PROGRAMA BCE



Fonte: Bloomberg; ECB

QE 2017E % PIB EUROPA vs. IMPACTO ECONOMIA

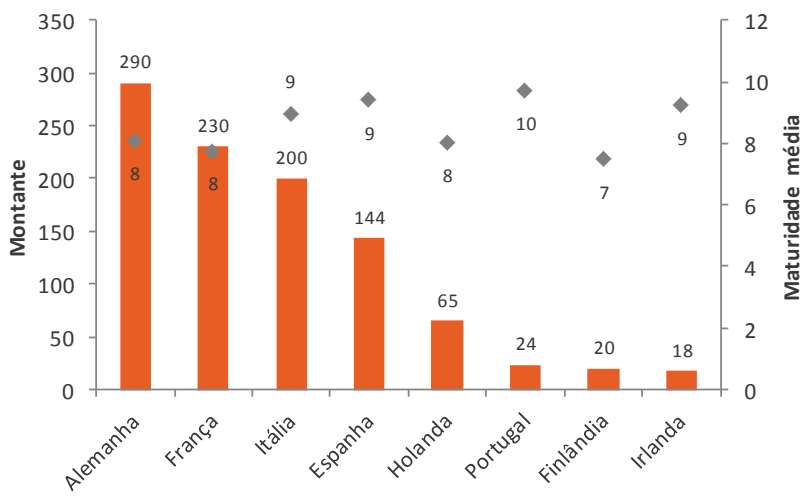


Fonte: Bloomberg

Distorção de compras de dívida pública pelo BCE vs capital key agrava fragmentação

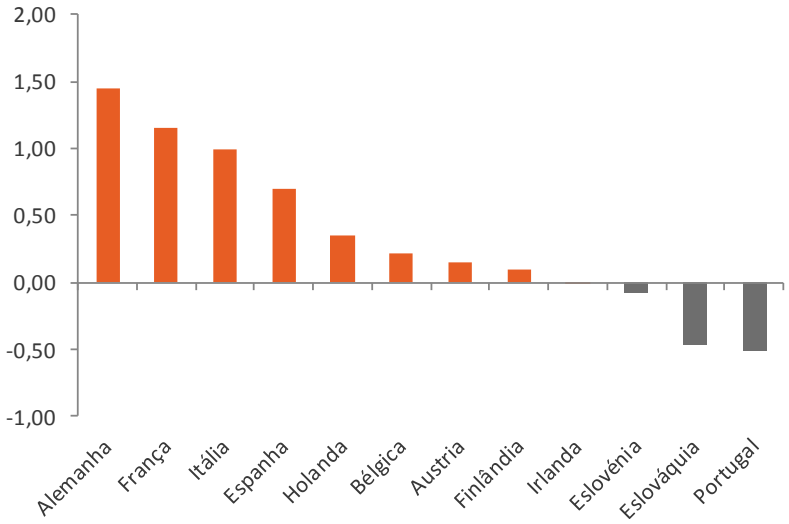
- As anteriores restrições do Programa forçaram a extensão da maturidade das Obrigações detidas pelo BCE – sobretudo dívida Alemã. Efeito diametralmente oposto face ao verificado num conjunto de países da periferia.
- A ausência de alterações sobre os limites de 33% (emissão/emitente) elevou o risco sobre a elegibilidade de activos no caso Português, o que gerou efeitos imediatos...
- ...o BCE já tem vindo a comprar abaixo da Capital Key para países como Portugal, Eslováquia e Eslovénia.

COMPRAS OBRIGAÇÕES SOBERANAS E MATURIDADE



Fonte: Bloomberg; ECB

COMPRAS ACTUAIS VS. CAPITAL KEY

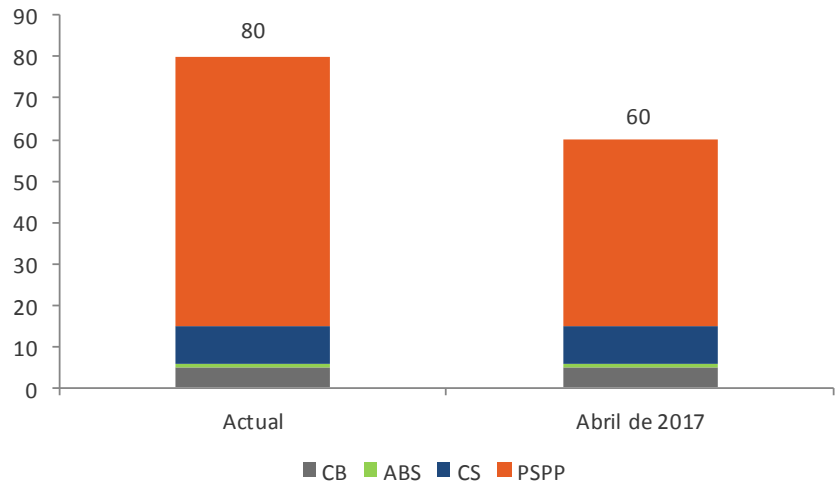


Fonte: Bloomberg; ECB; Research BiG

BCE – A dinâmica subtil e ambigua em proceder ao "Tapering" sem o assumir

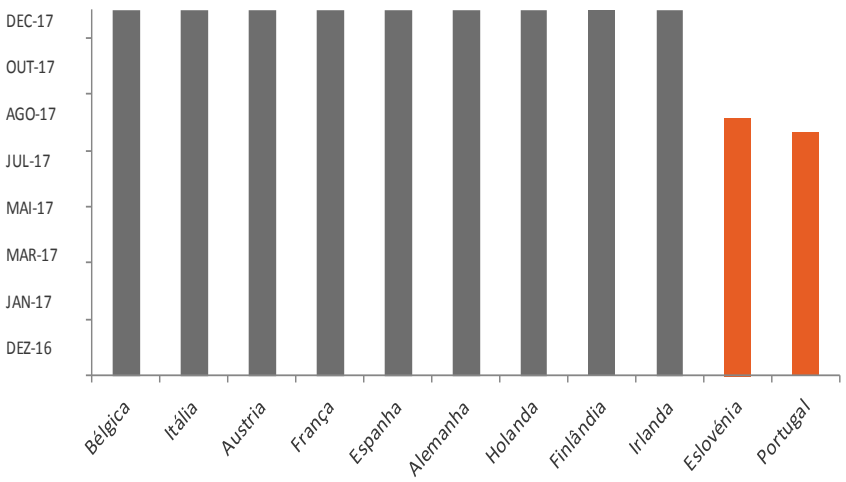
- O BCE prolongou estímulos até Dezembro de 2017 mas reduziu ritmo das compras para EUR 60 mil mn por mês.
- As alterações incidiram sobre a maturidade mínima de obrigações elegíveis (1Yr vs 2Yr) e a permissão da compra de obrigações com *yields* inferiores à taxa de depósitos.
- As novas regras de QE foram pensadas exclusivamente para endereçar os problemas sobre a elegibilidade de activos da dívida alemã, mantendo-se os riscos de escassez em países como Portugal e Eslovénia…
- …estes reqerem alterações no Capital Key para que não se acentue o declínio das compras mensais – sobretudo face ao expectável prolongamento do QE para 2018.

ALTERAÇÃO AO PROGRAMA (EUR MIL MN)



Fonte: Bloomberg; Research BiG

DATA ESTIMADA EM QUE ATINGE LIMITE DE NOVAS REGRAS DE QE



Fonte: Bloomberg; Research BiG

Expectativas de *tapering* no 2S17 incrementará níveis de volatilidade

INFLAÇÃO - CENÁRIOS

Pick-up significativo inflação	Positivo Periferia
Pick-up moderado inflação	Positivo Periferia ou manter-se-á fragmentação
Expectativa inflação desilude	Flexibilização/ Extensão QE

Alterar limite de compra de 33% por emissão/emitente

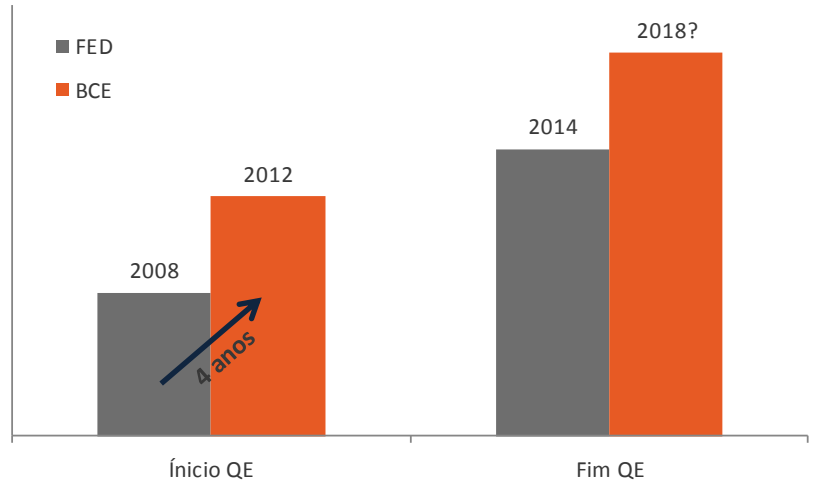
Limite de compras não será atingido antes de Dezembro de 2017 em todos os países.

Modificar regras de compra de Capital Key para a dívida total

Beneficiaria os países mais endividados na periferia, mas teria que ser em conjunto com a alteração do limite de 33%.

- Divergência de política monetária confirma atraso macro cíclico europeu face aos EUA de, pelo menos, quatro anos.

QE FED VS. BCE

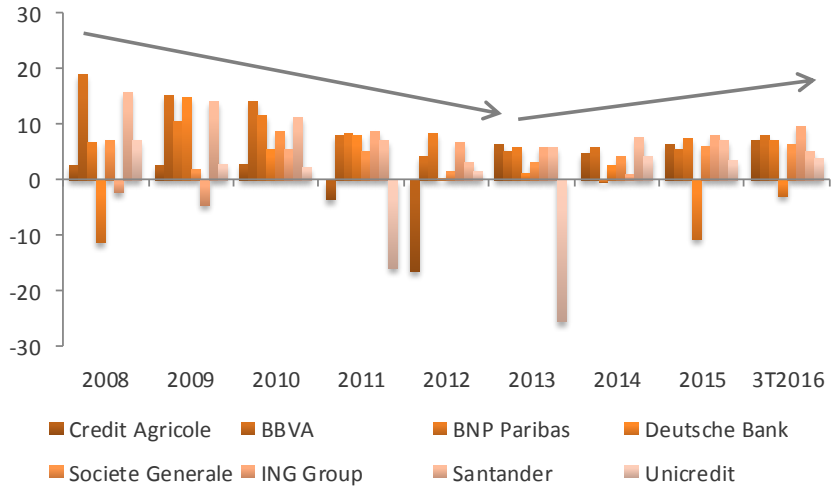


Fonte: Bloomberg; Research BiG

Rentabilidade e capitalização da banca continua, lentamente, a melhorar

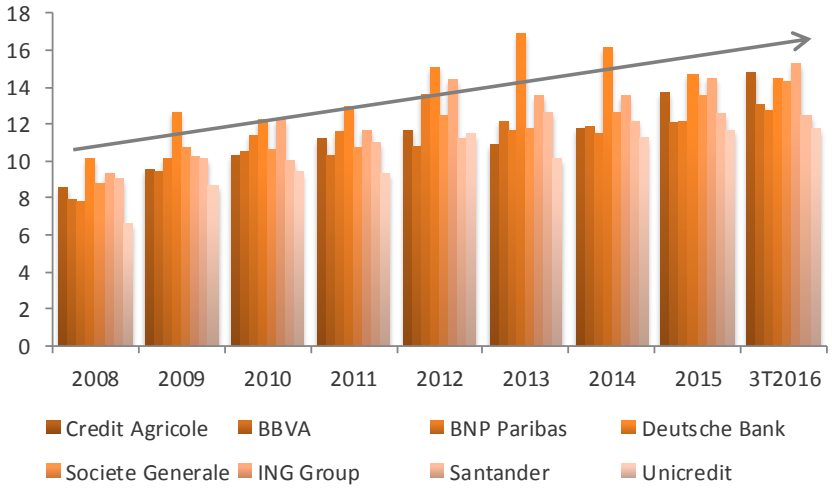
- A rentabilidade e capitalização da banca continua a melhorar. Mesmo que lentamente…
- Entre limpezas de balanço, reduções de custos e reestruturações de modelos de negócio, a banca europeia está de facto a conseguir dar a volta à crise que atravessou.
- A questão que agora se põe é, qual vai ser o futuro?
- A par da melhoria da rentabilidade, também o capital da banca europeia tem vindo a ser reforçado gradualmente, conferindo segurança adicional.
- Mesmo que alguns bancos europeus estejam em risco de precisar de capital, é importante perceber que são necessidades de capital para fazer face a exigências regulatórias, e não por problemas de solvência ou liquidez.

EVOLUÇÃO RETURN ON EQUITY DA BANCA EUROPEIA



Fonte: Bloomberg.

EVOLUÇÃO CORE TIER 1 DA BANCA EUROPEIA

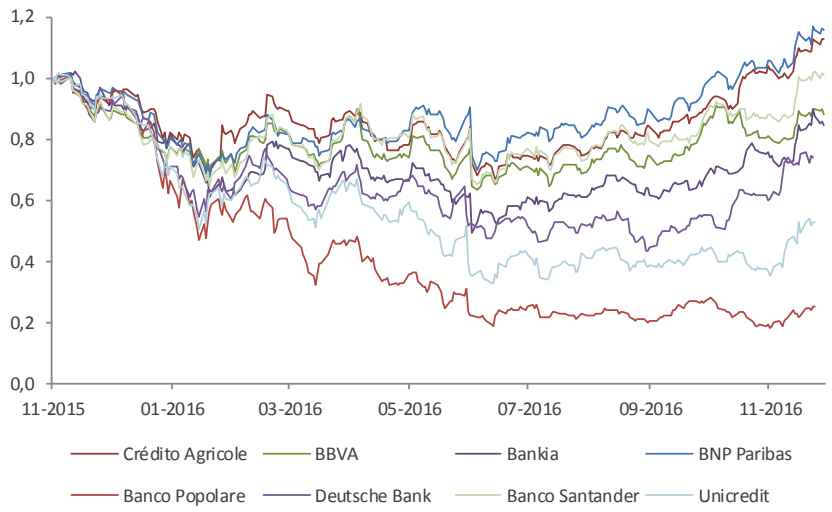


Fonte: Bloomberg

Correlação com Bunds e ausência de risco de contágio é cada vez mais evidente

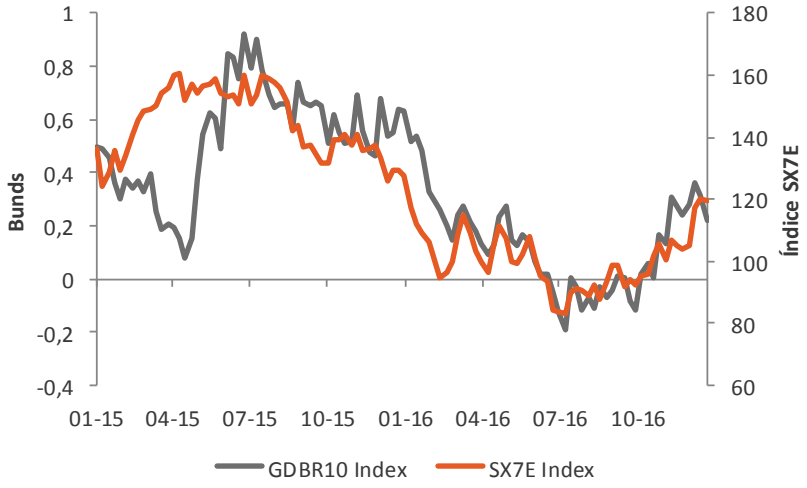
- Uma tendência do sector financeiro que se fez notar durante 2016 foi a divergência de *performance* entre os vários bancos – observando-se apreciações de 20% até desvalorizações de 80% respectivamente.
- Esta divergência é a evidência que o risco de contágio dentro do sector financeiro afigura-se reduzido no presente.
- O sector financeiro europeu tem tido uma correlação relativamente forte com as taxas de juro das obrigações soberanas alemãs, e esse pode ser um factor que continue a dar alento ao sector durante 2017.

DIVERGÊNCIA DENTRO DO SECTOR



Fonte: Danske Bank

ÍNDICE ACCIONISTA BANCA VS. BUNDS 10YR



Fonte: Bloomberg

Será uma quimera acreditar num retrocesso dos fenómenos populistas na Europa?

Cenários base para panorama político na Europa

França: Fillon mantém-se favorito

Marie Le Pen é um risco mas não é favorita (25% das intenções de voto). François Fillion, dos les Republicains, um partido de centro-direita, continua a liderar as sondagens com 29% das intenções de voto.

Risco: Médio/Alto

Alemanha: Merkel perdeu popularidade mas lidera

Angela Merkel tem vindo a perder popularidade desde o começo da crise dos refugiados mas continua a liderar as sondagens com mais de 30% das intenções de voto. O Partido Social Democrata segue-se com pouco mais de 20% das intenções de voto.

Risco: Médio

Itália: Governo tecnocrata até 2018

Matteo Renzi sofreu uma derrota pesada no referendo onde ancorou a sua liderança, mas ainda tem oportunidade de voltar ao poder. Itália deve-se manter em Governo tecnocrata até 2018, quando vão haver eleições presidenciais. Até lá, muita coisa pode acontecer, mas os riscos para 2017 parecem ser limitados.

Risco: Baixo

Eventos Políticos – Datas Chave

MARÇO

- Dia 15 realizam-se as eleições na Holanda, com as sondagens a apontarem para a vitória do Freedom Party.

- O Reino Unido poderá invocar este mês o artigo 50.

ABRIL

- Dia 23 realiza-se a 1ªvolta das eleições presidenciais francesas. Nas sondagens lidera Fillon(Republicans), Le Pen (National Front) e Macron (En Marche!)

MAIO

- Dia 7 realiza-se a 2ªvolta das eleições presidenciais francesas.
As sondagens apontam para a derrota de Le Pen contra os outros dois candidatos.

JUNHO

- Eleições parlamentares francesas (1ª volta a 11 e 2ª volta a 18).

SETEMBRO

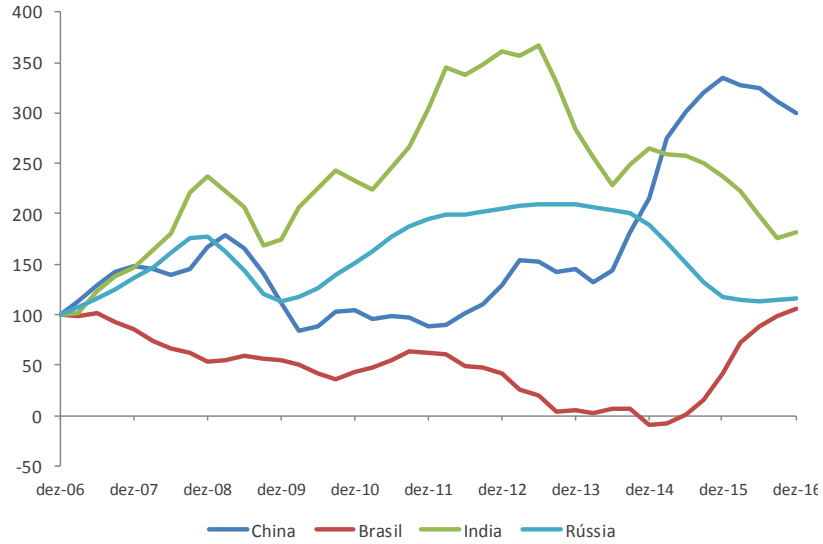
- Referendo na Catalunha.

- Eleições parlamentares alemãs. Merkel já anunciou a sua recandidatura.

O Remninbi deverá voltar a ser um tema central em 2017

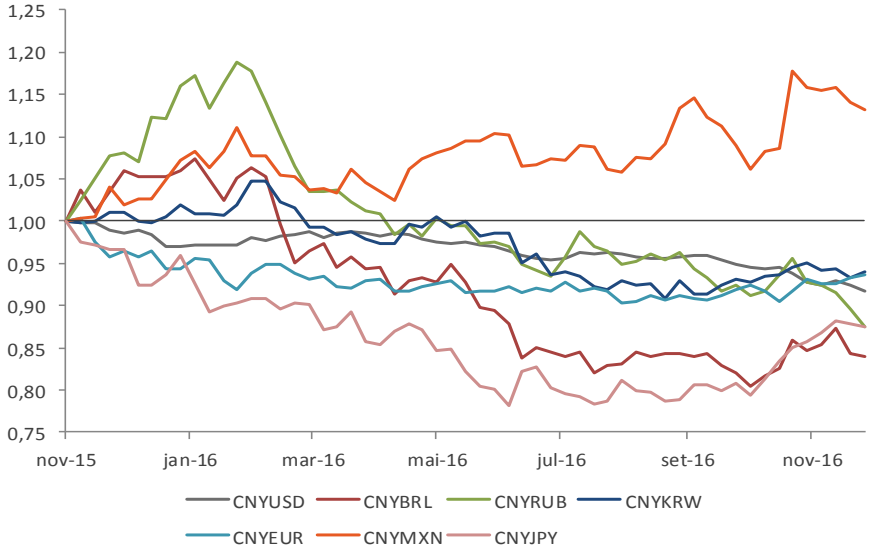
- O abrandamento abrupto da China tem vindo a ser antecipado há anos. Concretizar-se-á em 2017?
- Em 2016, o Governo chinês utilizou a política fiscal e alguma depreciação do Remninbi para contrariar o abrandamento económico, mas a eficácia destas medidas vai se dissipando à medida que vão sendo usadas.
- Durante o último ano, o remninbi chinês depreciou de forma significativa contra a maior parte das principais divisas internacionais.
- No entanto, a sua balança comercial em percentagem do PIB manteve-se estável no período – sinal negativo em que a economia chinesa não está a reagir ao impulso de uma moeda mais fraca.

BALANÇAS COMERCIAS (USD MIL MN – BASE 100)



Fonte: Bloomberg; Research BiG

DEPRECIAÇÃO DO CNY CONTRA VÁRIAS DIVISAS (BASE 100)

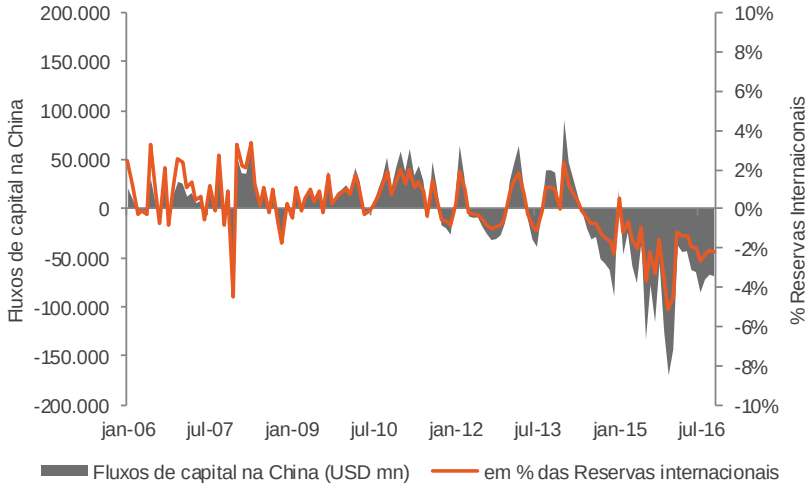


Fonte: Bloomberg; Research BiG

A fuga de capital da China tem causado dores de cabeça ao Banco Central

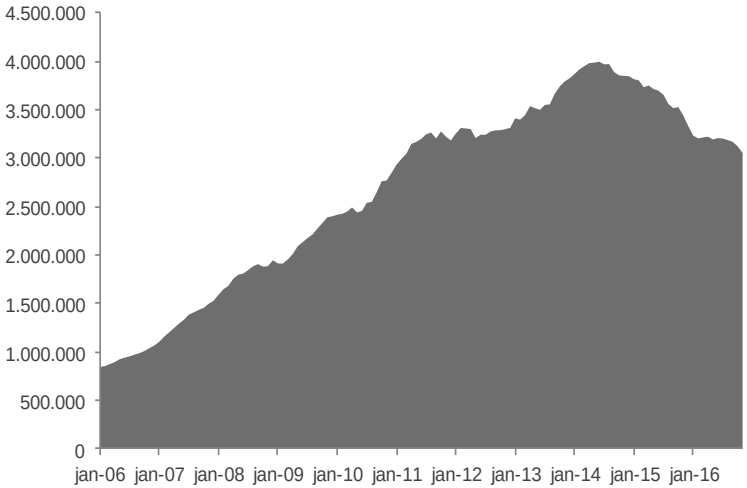
- A fuga de capital chinês intensificou-se em 2016, em parte devido a questões domésticas mas também devido à recente subida das *yields* norte-americanas...
- exponenciando o nível de saída de fluxos de capital.
- Esta fuga de capitais gera pressão vendedora na divisa chinesa, e se for demasiado rápida, pode gerar instabilidades no sistema financeiro chinês e fraqueza para as economias que exportam para a China.
- O PBOC reforçou a intervenção no mercado para conter uma depreciação demasiado rápida, através da venda de reservas internacionais. Até quando poderá fazê-lo?

FLUXOS DE CAPITAIS NA CHINA



Fonte: Bloomberg; Research BiG

RESERVAS INTERNACIONAIS DO BANCO CENTRAL CHINÊS (USD MN)

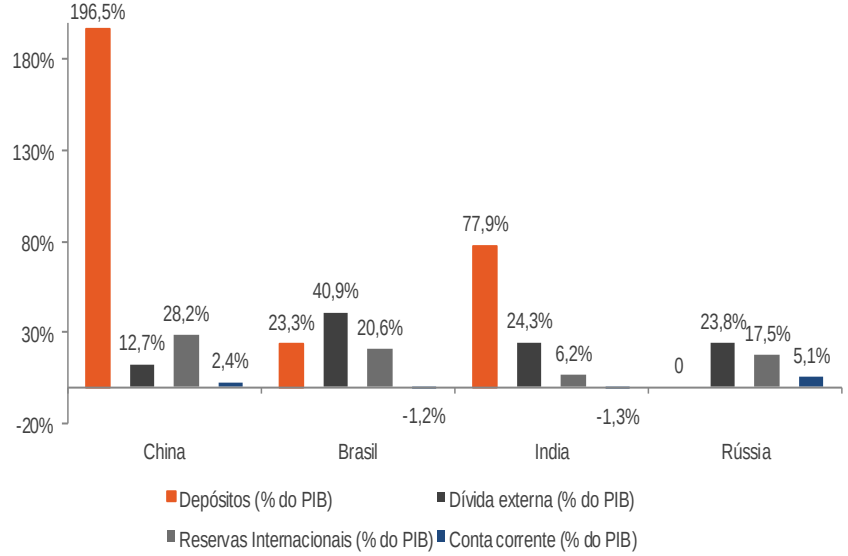


Fonte: Bloomberg; Research BiG

A quantidade de capital acumulado na China dificulta a gestão do câmbio

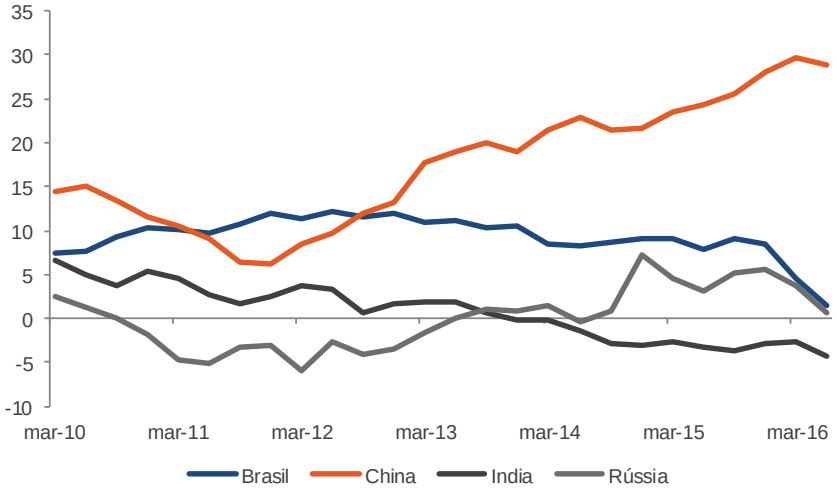
- A economia chinesa poderá enfrentar fugas de capital. Apesar do país ter reversas internacionais astronómicas, que representam quase 30% do PIB (mais de USD 3 tn), o montante de depósitos é cerca de 7x maior(!)
- Basta os depositantes chineses quererem diversificar uma pequena fracção dos seus depósitos em remninbi para o banco central ter dificuldades sérias em gerir o câmbio
- A rápida expansão do crédito na economia chinesa, e a dependência que tem dele causa mais um constrangimento ao banco central, que se vê impossibilitado de subir taxas de juro para tentar reter mais capital. Subidas de taxa de juro inviabilizariam o modelo de crescimento suportado por crédito…

POSIÇÃO EXTERNA DE CADA EMERGENTE



Fonte: Bloomberg; Research BiG

CREDIT TO GDP GAP



Fonte: BIS; Research BiG

Eleição de Trump despoletou fuga de capitais chineses, que pode ser difícil de travar

Eleição de Trump despoleta subida dos juros e valorização do USD

Subida de taxas de juro nos EUA intensificaram as saídas de capital da China, que geraram **pressão vendedora no CNY**

Depreciação demasiado rápida do CNY é perigosa porque cria:

1. Desequilíbrios no sistema financeiro
2. Quebra da confiança
3. Abrandamento económico nas economias que exportam para a China

Acção do PBOC para conter depreciação excessiva:
1) Venda de reservas internacionais;
2) Imposição de mais controlos de capital;

Duas medidas que têm limites próximos por questões políticas e de credibilidade do banco central e que por isso, geram receios e **mais pressão vendedora**

CONTINUAÇÃO DA DEPRECIAÇÃO DO CNY

Fonte: Research BiG

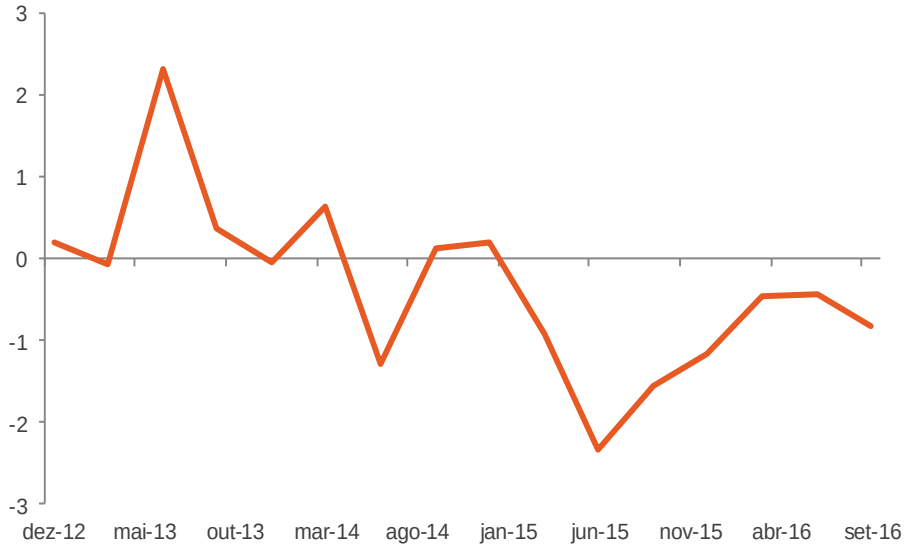
Recuperação económica enfrenta obstáculos, mas tendência favorável persiste

- A recuperação económica que se esperava relativamente célere está a encontrar alguns obstáculos. Tanto no investimento como nas exportações, o crescimento desacelerou.
- Apesar disso, tanto a inflação, como o saldo orçamental continuam a seguir a tendência desejada. A reforma do sistema de pensões mantém-se como principal incerteza ao nível fiscal.
- O Ibovespa já não se encontra claramente subavaliado como acontecia no final de 2015.

EXPECTATIVAS DE REFORMAS ORÇAMENTAIS

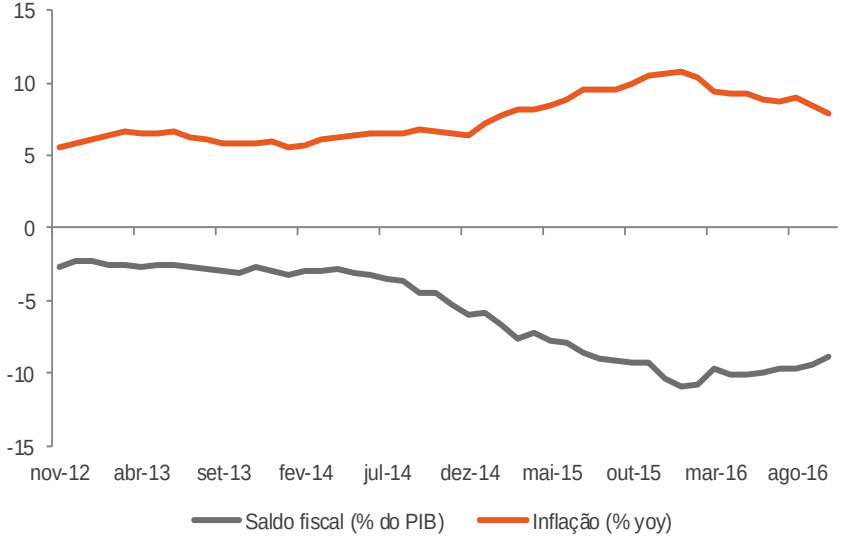
Tecto nos aumentos das despesas públicas	✓
Reforma ao sistema de pensões	?

CRESCIMENTO DO PIB TRIMESTRAL (%, SEQUENCIAL)



Fonte: Bloomberg;

INFLAÇÃO E SALDO ORÇAMENTAL (%)

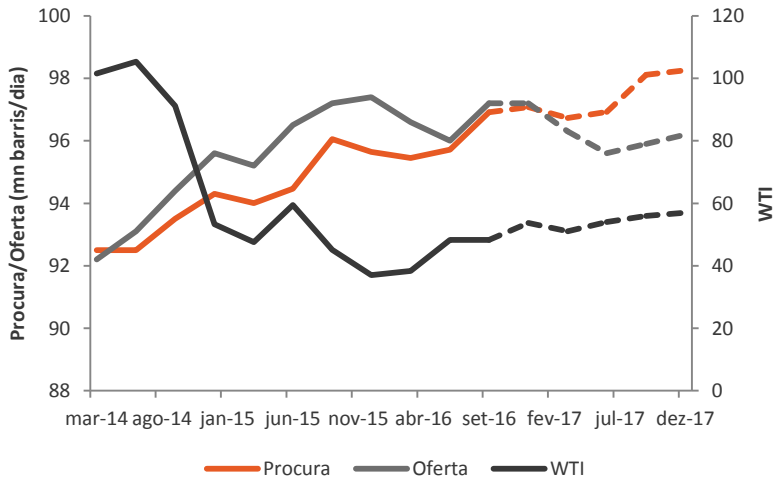


Fonte: Bloomberg;

Reversão do sentimento deflacionário impulsiona crude e matérias-primas

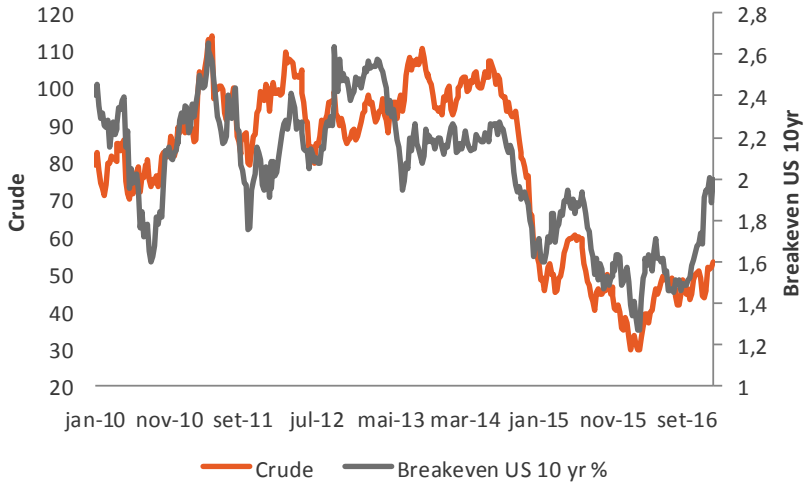
- O arranque do ano foi atribulado, despoletado pela entrada do Irão no mercado pós-sanções que exacerbou as expectativas relativamente ao impacto da oferta do Irão no mercado já em desequilíbrio devido ao excesso de oferta.
- À medida que os preços se revelaram globalmente insustentáveis, a oferta ajustou parcialmente e suportou uma recuperação de preço da *commodity*.
- O recente acordo para o corte de produção da OPEP terá impacto pouco significativo no output global ~2%…
- Excluindo riscos geopolíticos, a evolução futura do crude dependerá essencialmente do grau de concretização da expectativa reflacionária da economia Americana e global.
- Incremento da eficiência dos produtores de shale deverá limitar *upside*.

EQUILIBRIO DE MERCADO VS. PREÇO



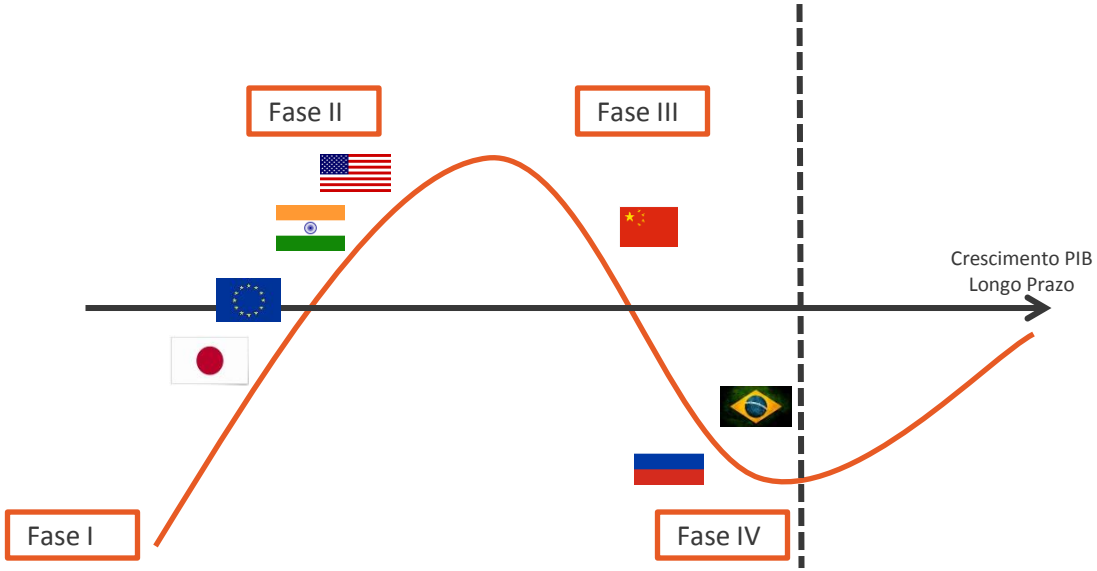
Fonte: Bloomberg; International Energy Agency (IEA); Research BiG
Nota: Estimativas procura da IEA, WTI da Bloomberg e oferta do Research BiG

CRUDE VS US BREAKEVEN 10 YR

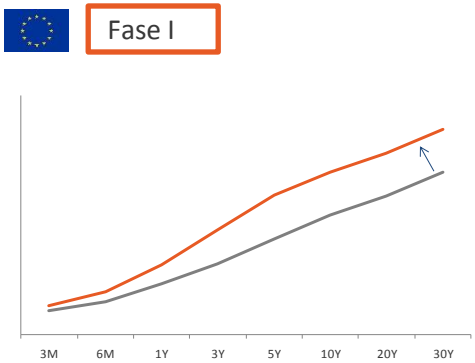


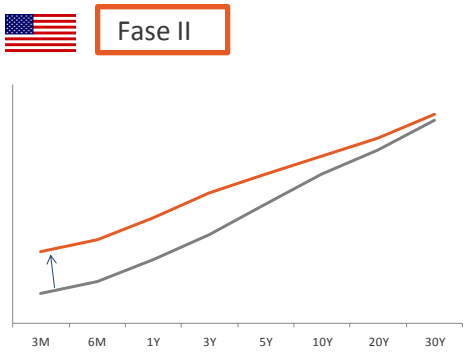
Fonte: Bloomberg.;

Estágio Macro Cíclico Global



Inclinação Yield Curve



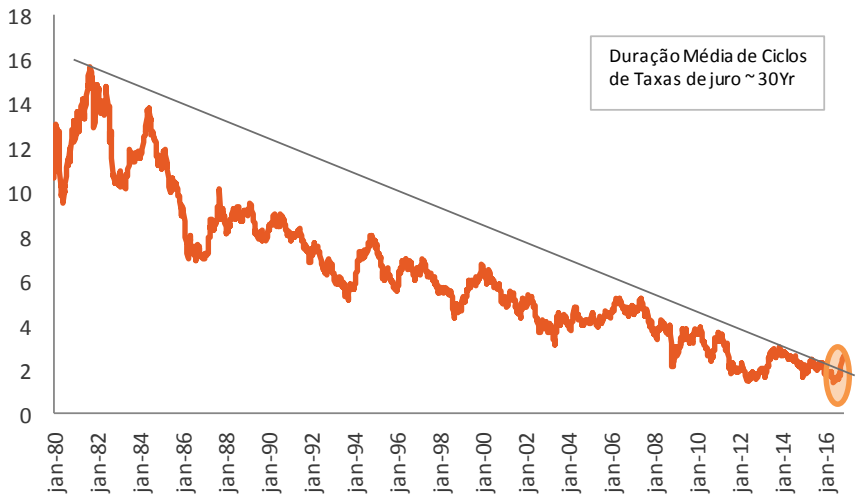


Fonte Research BiG

Trumpnomics – o início da inversão secular do *Bull Market* das *Treasuries*

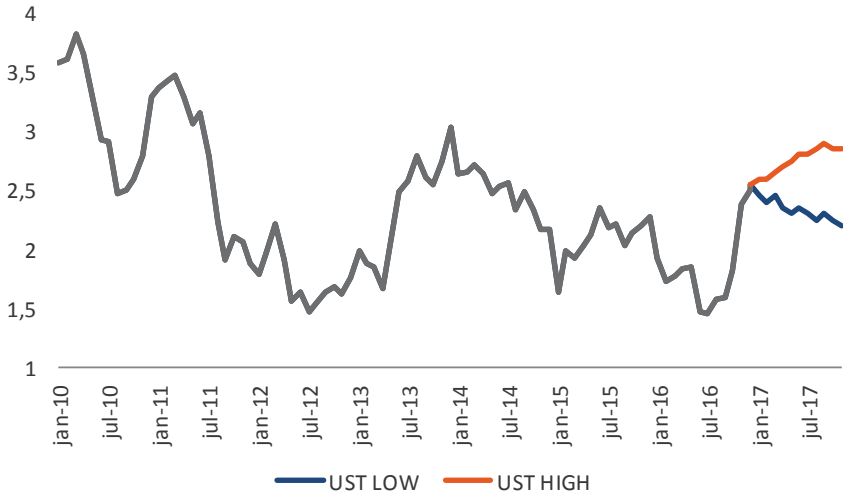
US Treasuries Pre-Trump (180 p.b.)	2016	2017YE BiG Research		2017E @ 1 stdev.	
		Low	High	Low	High
Impacto BE (p.b.)	30	-15	30	-28	28
Impacto Taxas Reais (p.b.)	45	-20	15	-22	22
US Treasuries/Projecção (p.b.)	**255**	**220**	**300**	**205**	**305**
Incremento US Treasuries Pre-Trump (p.b.)	75	40	120	25	125

EVOLUÇÃO TREASURIES 10YR – CICLO BOND BULL MKT



Fonte: Bloomberg; Research BiG

EVOLUÇÃO US TREASURIES 2017E

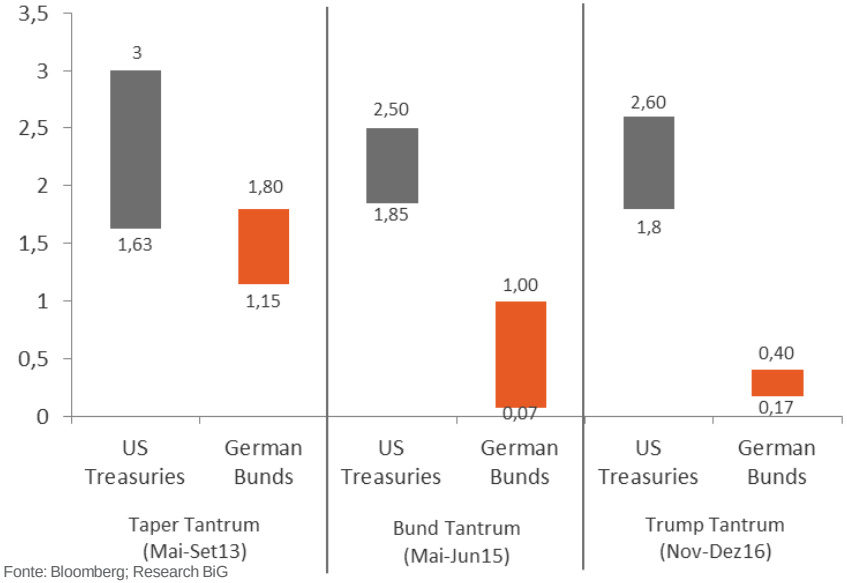


Fonte: Bloomberg; Research BiG

Efeito Trump revela-se menos significativo face a reversão de expectativas anteriores

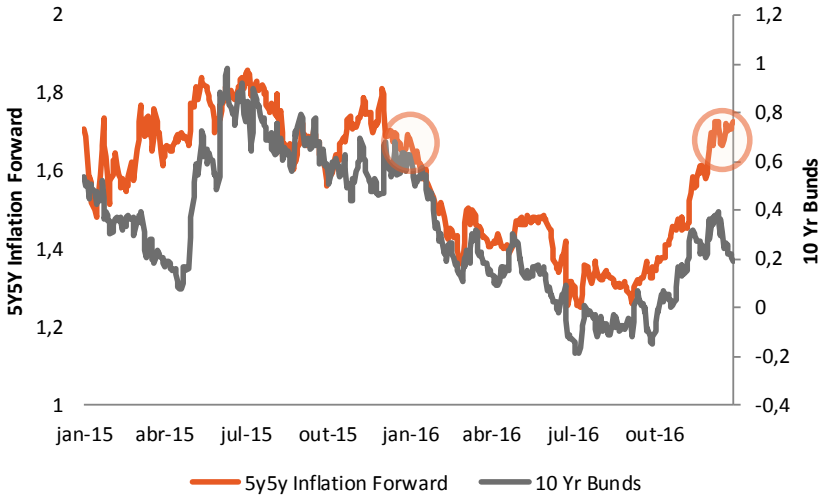
- A vitória de Trump motivou uma normalização das expectativas sobre as taxas de juro, ainda que a amplitude do *spike* tenha sido moderado face a *tantrums* anteriores.
- A vitória de Trump acarretou um impacto modesto na evolução da estrutura de taxas de juro na Alemanha.
- Os valores actuais implícitos de inflação de longo prazo na Europa, sugerem que a yield a 10 anos das Bunds estaria acima dos 60 p.b. caso não se verificasse distorção de preços induzida pela política monetária

TANTRUM RETROSPECTIVE (TAPER, BUND E TRUMP)



Fonte: Bloomberg; Research BiG

5Y5Y INFLATION FORWARD VS. 10Y BUNDS

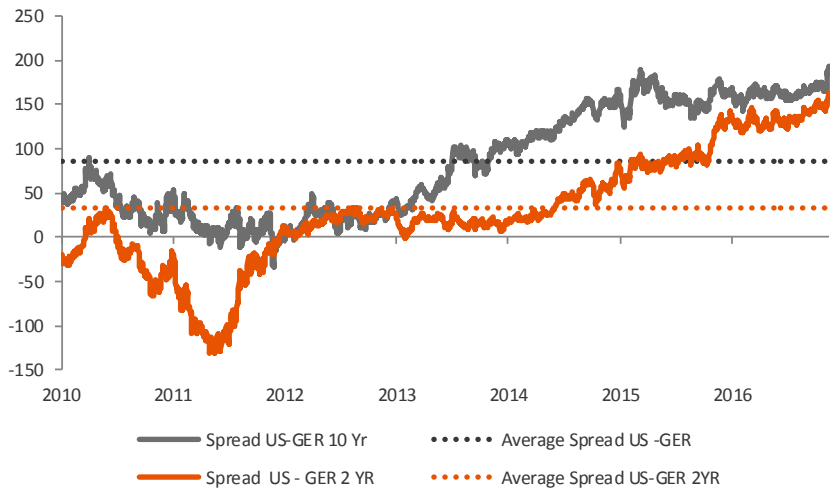


Fonte: Bloomberg; Research BiG

Eleições norte-americanas extremam *pick-up* histórico de *spread* EUA vs. Alemanha

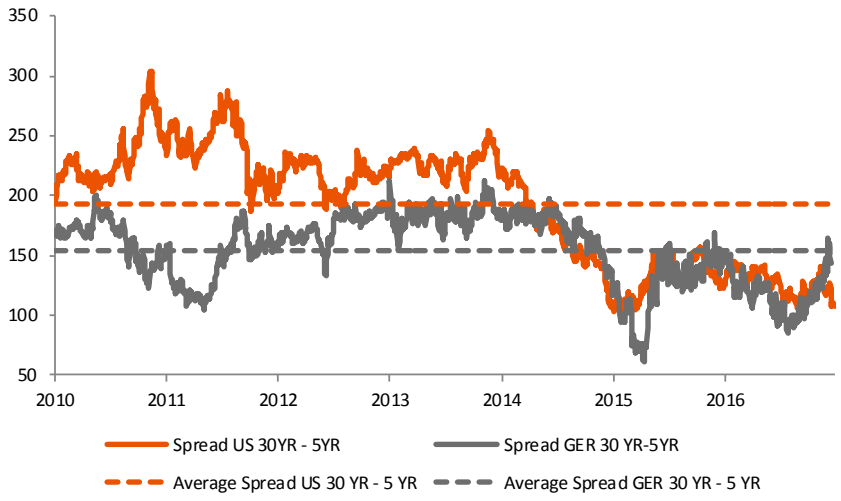
- A eleição de Trump fomentou um yield pick-up assinalável, ainda que o impacto tenha sido mais relevante nos prazos curtos e intermédios.
- O alargamento do spread da dívida core no prazo de 2 anos traduz o o posicionamento menos *dovish* do FED em função dos riscos inflacionistas com a eleição de Trump.
- Ainda que as curvas de dívida Core tenham acentuado o respectivo "aplanamento" histórico em 2016, acreditamos numa inversão desta tendência no médio prazo.
- O movimento de inclinação deverá ser mais acentuado na Alemanha, traduzindo o *pick-up* das expectativas de inflação na Europa e o eventual *tapering* do QE pelo BCE ao longo de 2018.

EVOLUÇÃO SPREAD DÍVIDA US-GER (2YR/10YR)



Fonte: Bloomberg; Research BiG

EVOLUÇÃO SPREAD DÍVIDA CORE (30YR/5YR)

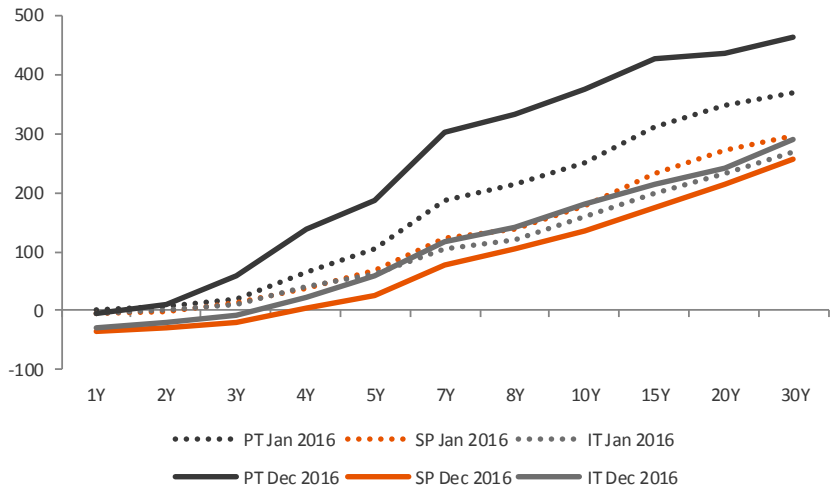


Fonte: Bloomberg; Research BiG

Instabilidade endógena e exógena motivou alargamento de *spreads* na periferia

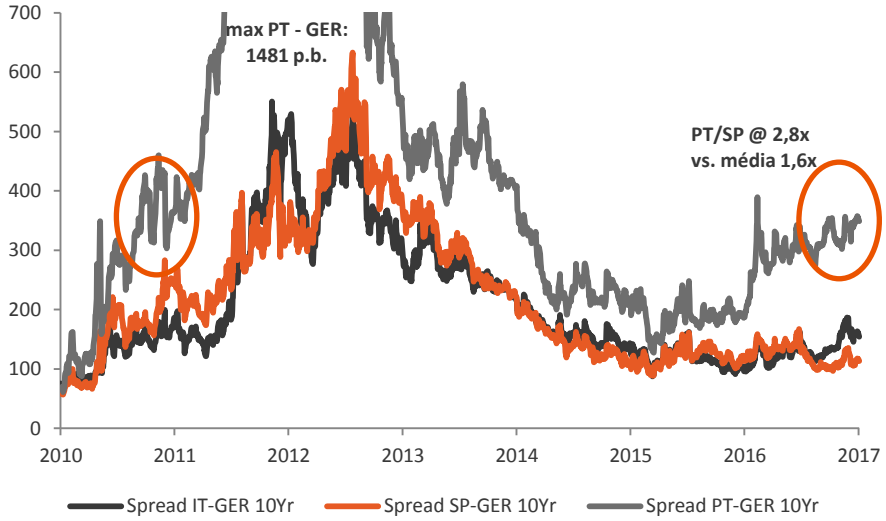
- Os custos de financiamento associados às curvas de rendimento soberanas na Periferia registaram um comportamento divergente por diversos motivos.
- Mantendo-se Portugal como um caso à parte, os *spreads* de Itália alargaram com base nos receios de capitalização do sistema financeiro e pela debilidade do quadro político.
- Percepção de risco sobre Portugal mantém-se elevada, tendo em consideração a proximidade com o nível de *spreads* vigente vs Bunds e o observado no Pré-Troika.
- O prémio de risco de Portugal vs Espanha atinge nível historicamente elevados, denotando o fraco "apetite" internacional (ex-BCE) pela dívida Soberana Portuguesa.

YIELD CURVE PERIFERIA



Fonte: Bloomberg; Research BiG

EVOLUÇÃO SPREAD

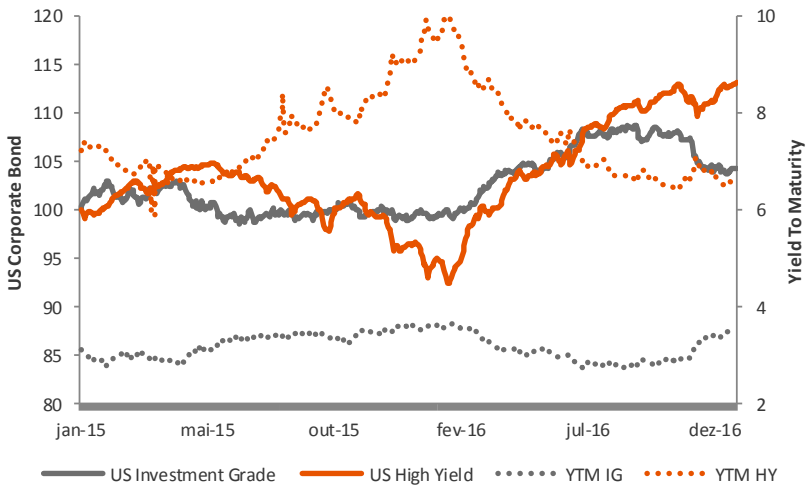


Fonte: Bloomberg; Research BiG

Outperformance do Segmento *High Yield* (EUA e Europa) poderá reverter

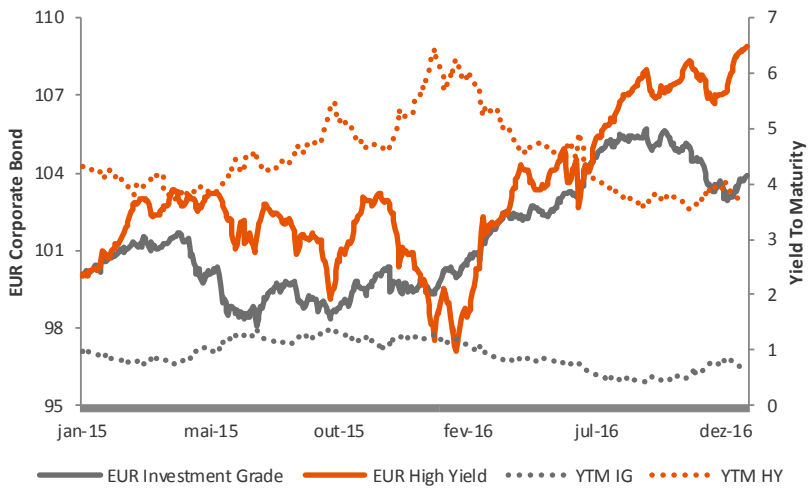
- O diferencial de taxas de juro favorável aos EUA e a expectável apreciação do USD em termos relativos deverá suportar o segmento de dívida corporativa.
- A expectativa de um quadro reflacionário pós-Trump mantém ainda algum interesse sobre dívida high yield, ainda que *outperformance* recente se afigure excessiva.
- Na Zona Euro, o programa de compra de obrigações corporativas pelo BCE despoletou um *rally* nesta classe de activos e propulsionou igualmente o desempenho das obrigações especulativas.
- A divergência em preço recente (IG vs HY) também foi observada na Europa, ainda que amplitude do movimento foi menos extremada. Perspectiva de inclinação da curva alemã traduz posicionamento negativo nas duas classes.

EUA: INV. GRADE VS. HIGH YIELD



Fonte: Bloomberg; Research BiG

EUROPA: INV. GRADE VS. HIGH YIELD

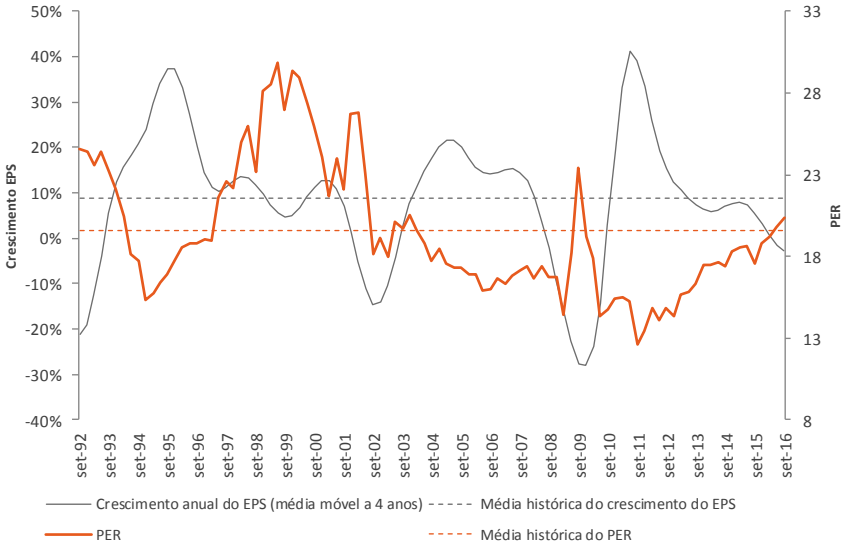


Fonte: Bloomberg; Research BiG

Métricas de avaliação do S&P 500 revelam alguns sinais de exaustão no curto prazo

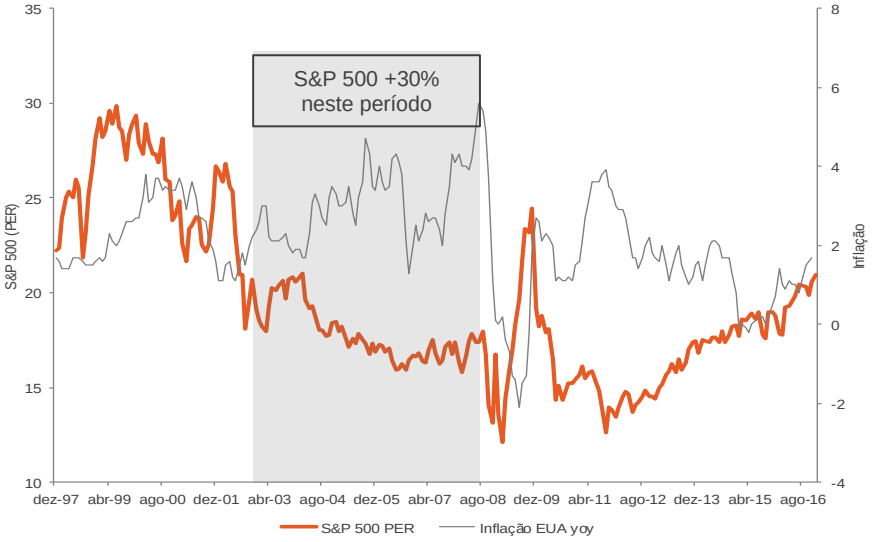
- A análise histórica do PER e do crescimento dos EPS mostra-nos que o S&P 500 se encontra sobreavaliado, o rácio PER encontra-se acima da média e o crescimento dos EPS tem vindo a abrandar.
- O montante de recompras de acções que tem vindo a ser feito, poderá facilitar o crescimento dos EPS num ciclo de expansão.
- Comparando o PER do S&P 500 com a inflação, observamos que podemos entrar num período em que o incremento da inflação leva a uma compressão dos múltiplos dos índices accionistas.
- De notar no entanto, que períodos de compressão de múltiplos não implicam quedas do índice. Do inicio de 2002 até ao final de 2007, o múltiplo de PER do S&P 500 caiu ~20%, mas o índice subiu ~30%.

PER E CRESCIMENTO EPS



Fonte: Bloomberg;

PER E INFLAÇÃO

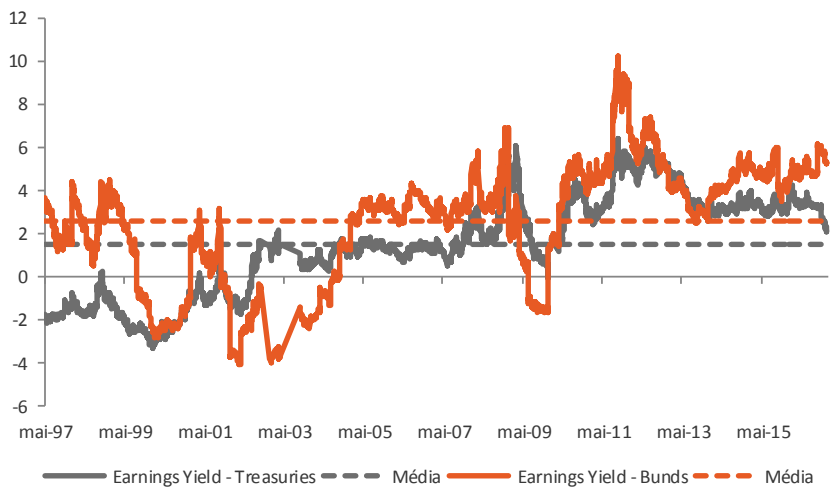


Fonte: Bloomberg; Research BiG

Violenta normalização de preços das Treasuries suaviza interesse no Equity a curto prazo

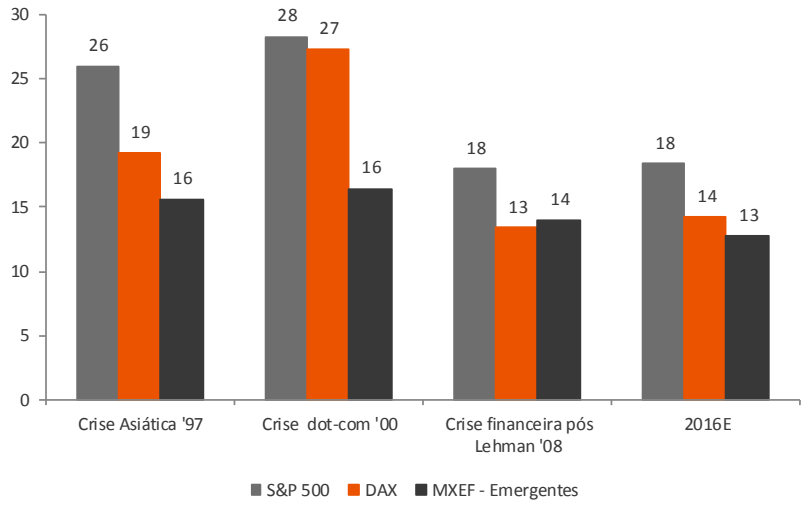
- O *spike* das *yields* das treasuries no pós-Trump acabou por retirar algum interesse ao mercado accionista no curto prazo.
- O diferencial entre a *earnings yield* do S&P 500 e a *Treasury yield* fixou mínimos desde 2010, ainda que uma série histórica alargada continue a sugerir espaço para uma eventual *outperformance* moderada do Equity.
- O nível de avaliação do mercado accionista mostra-se ainda abaixo face ao observado nos "picos do ciclo" do *bull market* que precederam as crises dos últimos 20 anos.
- Face ao nível de avaliação do S&P 500 actual, o *upside* do índice parece confinado à efectivação do binómio crescimento de lucros e *pick-up* da inflação.

S&P 500 EARNINGS YIELD – TREASURIES



Fonte: Bloomberg; Research BiG

AVALIAÇÃO FUNDAMENTAL EM PERÍODOS DE CRISE

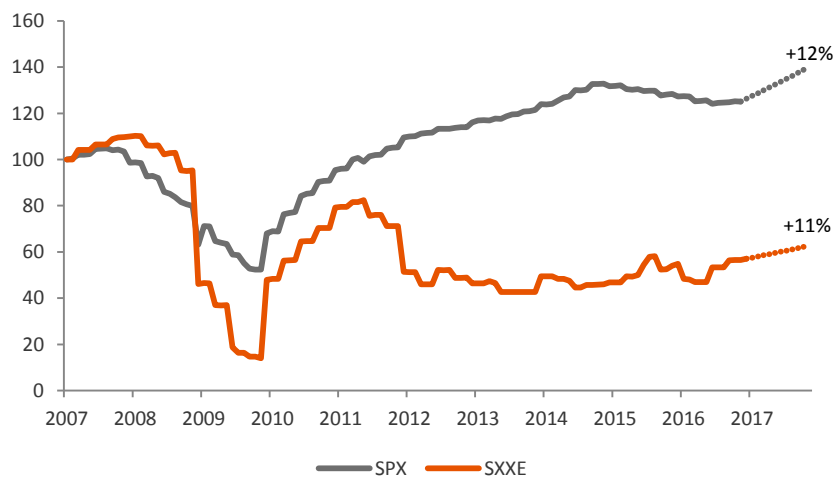


Fonte: Bloomberg; Research BiG

Resultados corporativos do 4T16 indiciam sinais de reversão da "Earnings Recession"

- O crescimento dos lucros das empresas norte-americanas mostrou-se praticamente estagnado em 2016 e fortalecimento do USD compromete nível de recuperação.
- Os lucros das empresas na Europa espelham uma recuperação pouco relevante, ficando bastante aquém do nível de lucros atingido no pré-crise 2008.
- A expectativa do mercado para os lucros nos EUA e Europa mostra-se amplamente optimista, salientando os riscos no *downside* face à evolução do cenário de inflação.
- A expectativa do *pick-up* da inflação e a subida dos preços energéticos deverão beneficiar a tendência dos lucros em 2017 – sobretudo na Europa.

EVOLUÇÃO LUCROS – S&P 500 VS. EURO STOXX (BASE 100)



Fonte: Bloomberg; Research BiG

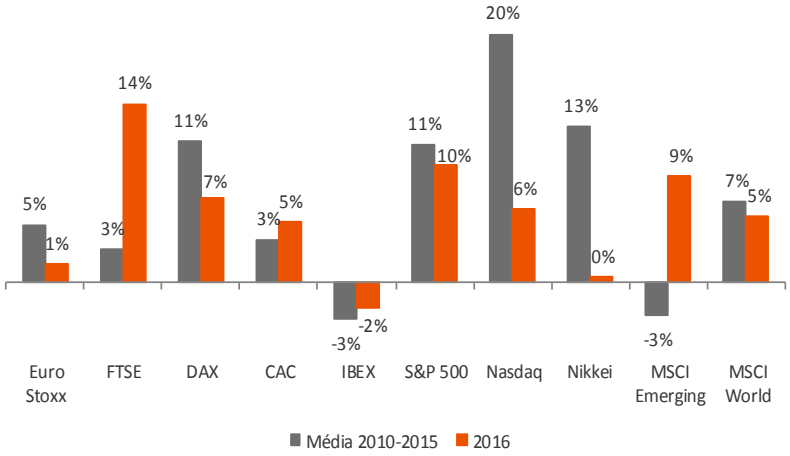
SPX VS DAX - # ANOS POR DÉCADA POSITIVOS

Fonte: Bloomberg; Research BiG

Índices Europeus continuam a apresentar níveis de avaliação mais atractivos

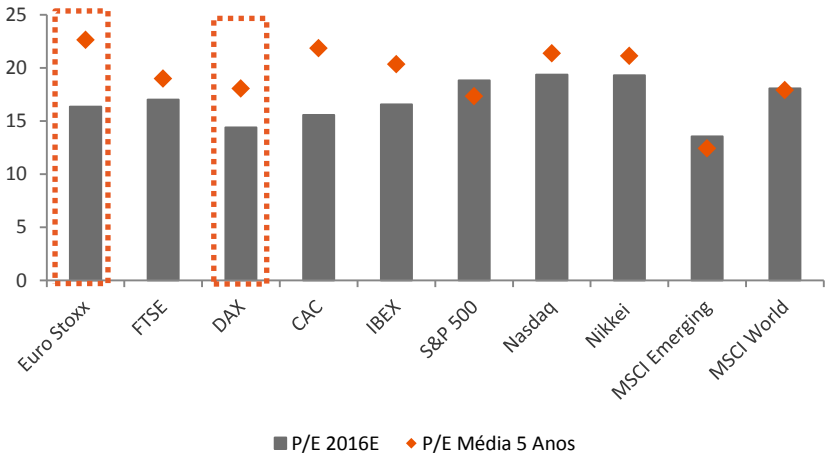
- O mercado britânico registou o melhor desempenho do ano, subsistindo praticamente incólume ao Brexit.
- Espanha registou a pior performance em 2016, que coincide com a *underperformance* verificada nos últimos cinco anos.
- O índice emergente *outperformou* vs. média de 5 anos beneficiando da valorização dos índices russo brasileiro.
- O bloco Europeu transacciona com um desconto ao nível do P/E de quase 18% face ao índice S&P 500 e ostenta um prémio face aos índices emergentes (não significativo em termos históricos).
- Os sucessivos máximos do S&P 500 revelam-se sustentáveis numa base fundamental, com o índice a transaccionar alinhado com a mediana histórica.

EVOLUÇÃO MERCADOS – MÉDIA 5Y VS. 2016



Fonte: Bloomberg; Research BiG

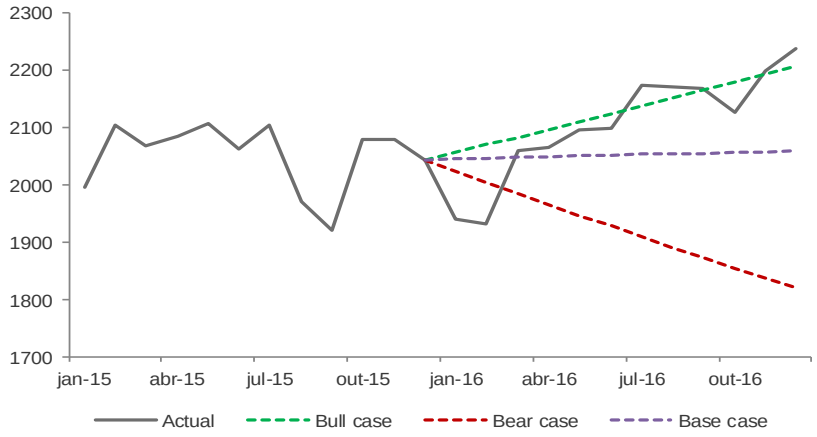
AVALIAÇÃO FUNDAMENTAL



Fonte: Bloomberg; Research BiG

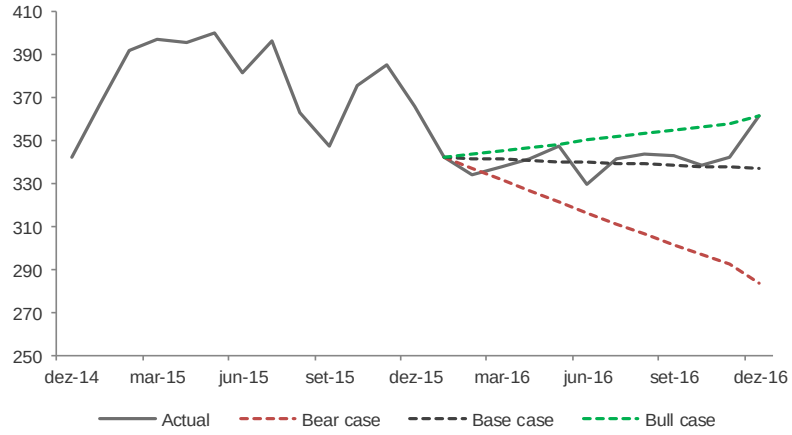
Performance vs. Projecção 2016

S&P 500



Fonte: Bloomberg; Research BiG

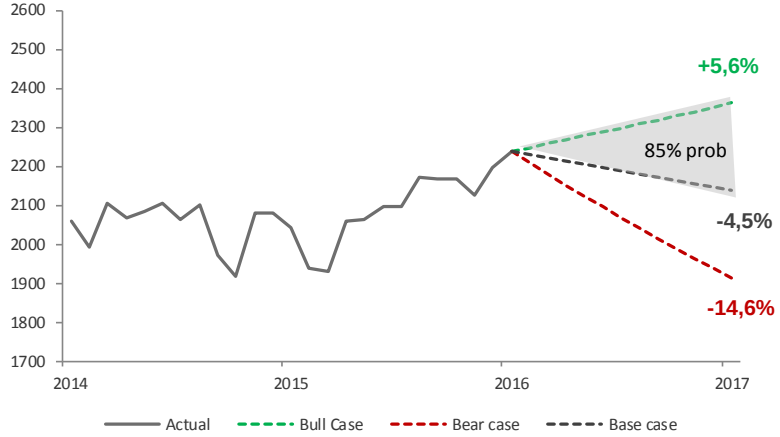
EURO STOXX 600



Fonte: Bloomberg; Research BiG

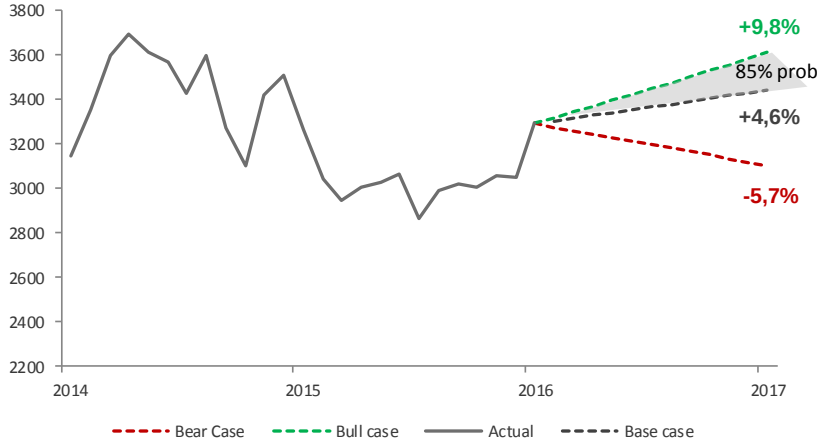
Projecção para 2017

S&P 500



Fonte: Bloomberg; Research BiG

EURO STOXX 50



Fonte: Bloomberg; Research BiG

2016: Performance Real Mercados/Classes de Activos vs. Outlook Research BiG 2016

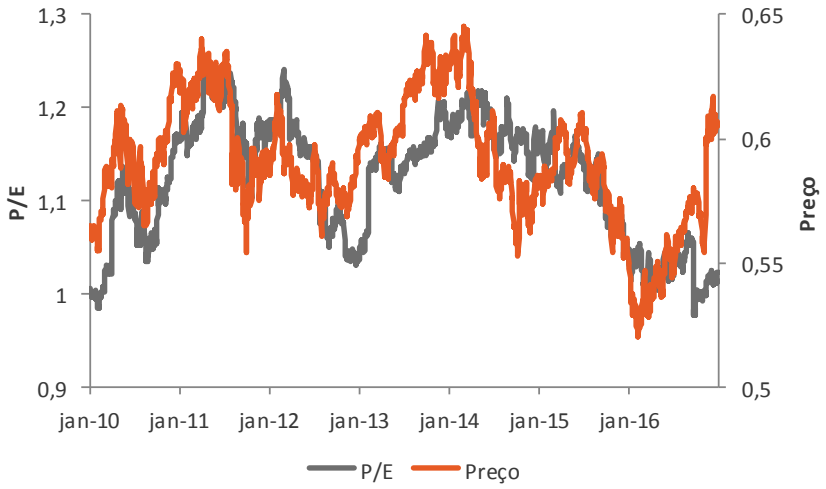
Geral		
Upside Mercado Accionista c/ reversão expectativa deflacionista	✔	
Hard landing na China? Não	✔	
Reversão do sentimento negativo nas *commodities*	✔	
Crude no intervalo entre USD 45-55 por barril	✔	
Preferência táctica *Equity* Europa vs. EUA		✘
Projecção para valores de fecho 2016 S&P 500 e EuroStoxx 600	✔	
Compressão Spreads Itália e Portugal vs. Bunds		✘
Compressão Spreads Espanha vs. Bunds	✔	
Eventos Políticos		
Europa – Brexit		✘
EUA –Trump		✘
Política Monetária		
Ritmo de Tightening do Fed projectado (2 subidas)		✘
Reforço/extensão do QE	✔	

Top calls 2016		
Cross Eur-Usd (negativo)	✔	
Upside das US TIPS	✔	
Equity Brasil	✔	
Sector Tecnológico europeu	✔	
Sectores europeus de Banca e Health Care		✘
Equity Screening Europa: Santander, ASML, Fresenius	✔	
Equity Screening Europa: Ryanair e Allianz		✘
Top Picks Portugal: Navigator e Galp	✔	
Top Picks Portugal: Sonae		✘

Inclinação da curva alemã e "réplica" do movimento nos EUA suporta Bancos Europeus

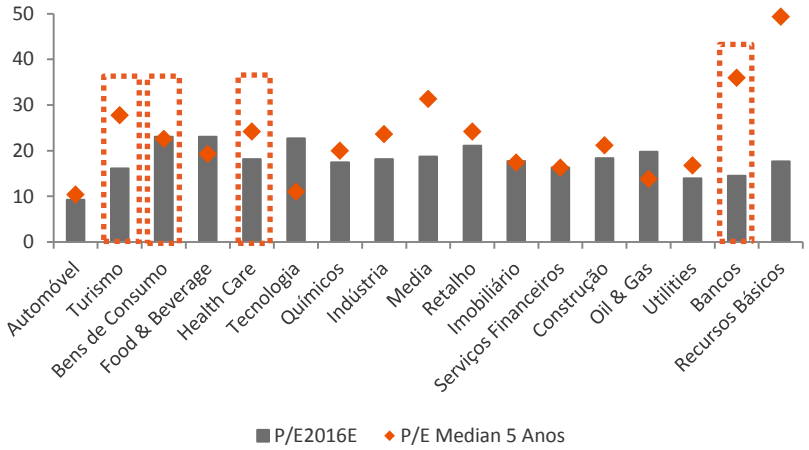
- A evolução do contexto reflacionário deverá continuar a suportar os títulos de Growth nos EUA, ainda que *price action* recente poderá confinar movimento no curto prazo.
- O prémio do múltiplo Russell 2000 vs S&P 500 encontra-se na média do actual ciclo de expansão, pelo que o fortalecimento do USD e o eventual *pick-up* da inflação poderá suster *outperformance* das small caps num prazo alargado.
- O sector bancário mostra-se deprimido em termos fundamentais, reflectindo a emergência de histórias específicas, o efeito negativo em torno do legado de NPLs e quebras de rendibilidade com o impacto do QE.
- Realce ainda para o desconto fundamental dos sectores de Health Care e Turismo que contrasta com o prémio relativo dos sectores de Oil&Gas e Tecnologia.

EUA: RUSSELL 2000 VS. S&P 500 (PREÇO VS. PER AJUSTADO)



Fonte: Bloomberg;

EUROPA: AVALIAÇÃO FUNDAMENTAL



Fonte: Bloomberg; Research BiG

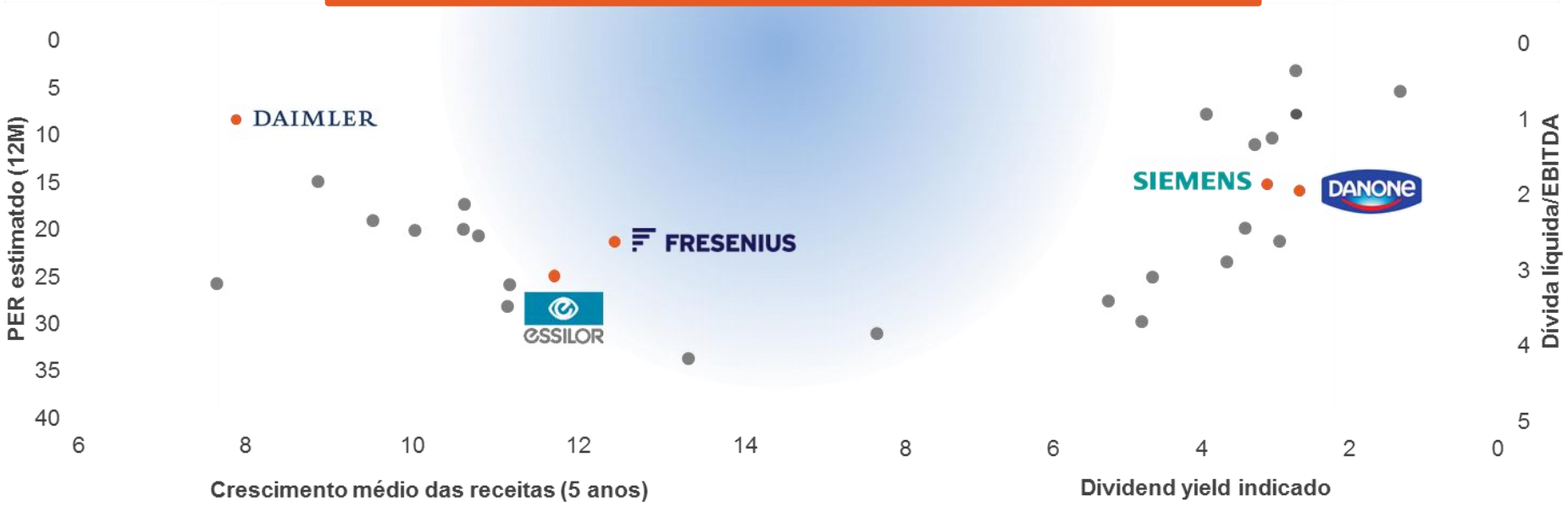
Tendências Macroeconómicas

- **EUA:** Reflação Moderada; Expansão Fiscal
- **Europa**: Inclinação curva (Bunds); Volatilidade Politica; *Export value*
- **Mercados Emergentes**: Abrandamento da China (desvalorização do CNY); Pressão *forex* e *outflows*

Outras Tendências Seculares

- **Saúde e bem-estar**
- **Social Media & e-commerce**
- **Inteligência Artificial**

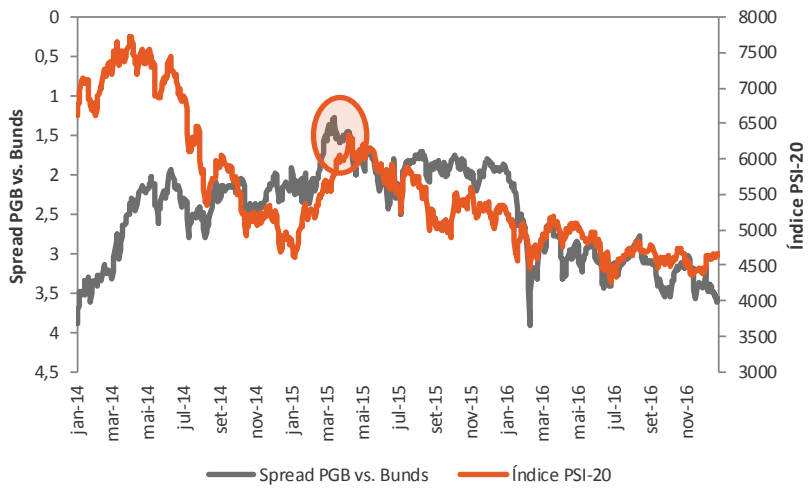
Stock screening picks



Índice PSI-20 e Spreads de Dívida deverão manter correlação

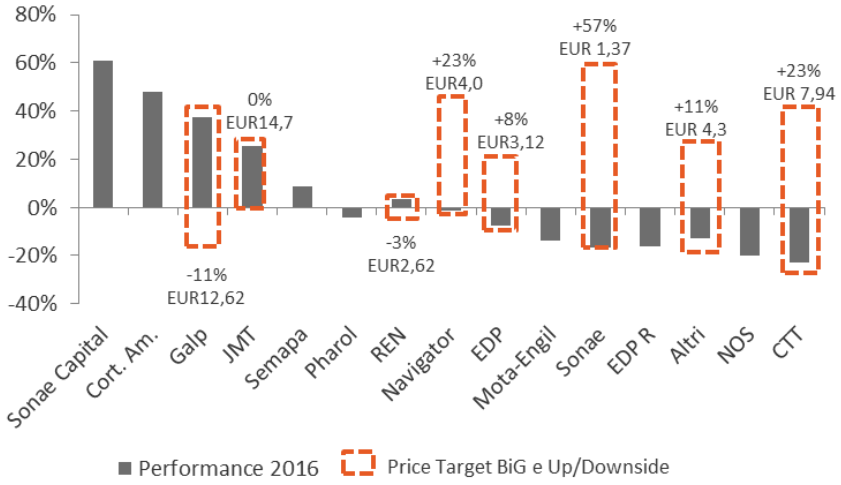
- O mínimo do *spread* entre as *yields* portuguesas e alemãs coincidiu com o máximo do índice nacional, PSI-20.
- Desde Março de 2015 (altura em que iniciou o QE na Europa) a correlação entre os activos mantém-se forte, tendência que acreditamos deverá continuar.
- Para 2017, destacamos como títulos com um maior *upside* (face ao preço de fecho de 2016) os CTT, Sonae e Navigator Company.

SPREAD PGB VS. BUNDS E PSI-20 PÓS- TROIKA



Fonte: Bloomberg; Research BiG

PSI-20 PERFORMANCE (EX-BANCOS) VS. PRICE TARGET RESEARCH BIG



Fonte: Bloomberg; Research 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	→

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

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

Top Picks		
Bens de Consumo	Danone	↑
Health Care	Fresenius	↑
Industrial	Siemens	↑
Banca	Santander	↑

Top Picks - Portugal		
Pasta e Papel	The Navigator Company	↑
Postais	CTT	↑
Retalho	Sonae	↑

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