BiG BANCO DE INVESTIMENTO GLOBAL

Outlook 2019

EQUIPA RESEARCH:

JOÃO LAMPREIA (HEAD)

JOÃO CALADO, CFA

JOÃO SÀÁGUA

DIANA OLIVEIRA, CFA

BiG BANCO DE INVESTIMENTO GLOBAL

1. EUA
1. Enquadramento Macroeconómico
2. Política Monetária
3. Plano de Infra-estruturas
4. Guerras Comerciais
5. Mercado de Dívida
6. Mercado Accionista

2. EUROPA
1. Enquadramento Macroeconómico
2. Política Monetária
3. EURUSD
4. Mercado de Dívida
5. Mercado Accionista
6. Divergência Económica vs. Populismo
7. Itália

3. REINO UNIDO
1. Brexit
2. Enquadramento Macroeconómico
3. Classes de Activos

4. PORTUGAL
1. Enquadramento Macroeconómico
2. Sector Financeiro
3. Regimes Fiscais Especiais
4. Mercado Imobiliário
5. Síntese Macro : Sucessos & Riscos

5. JAPÃO
1. Enquadramento Macro
2. Política Monetária
3. Nikkei vs. Performance Corporativa

6. CHINA
1. Macro: Infraestruturas e Imobiliário
2. Macro: Consumo
3. Política Monetária
4. Moeda

7. OUTRAS ECONOMIAS
1. Brasil
2. Outros Mercados Emergentes

8. COMMODITIES
1. Crude
2. Ouro

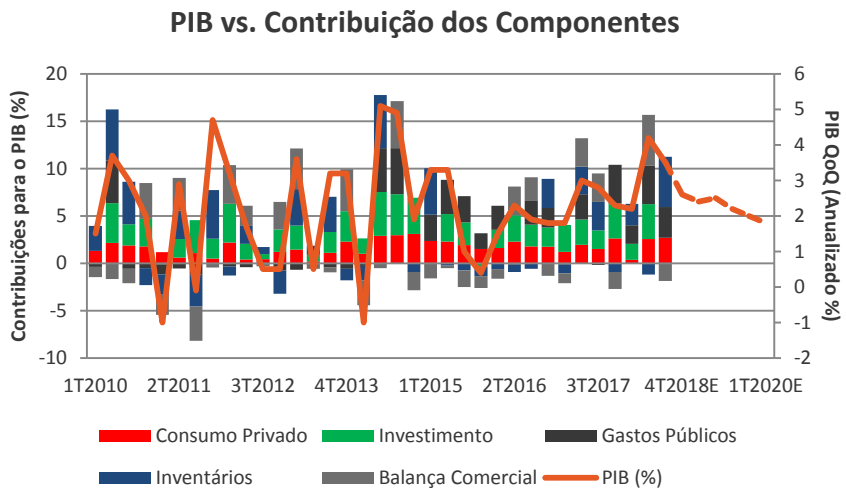
9. PERFORMANCE CALLS BiG RESEARCH 2018

10. SÍNTESE DE POSICIONAMENTO ANUAL

A longa duração da expansão económica americana espoleta riscos de proximidade da recessão

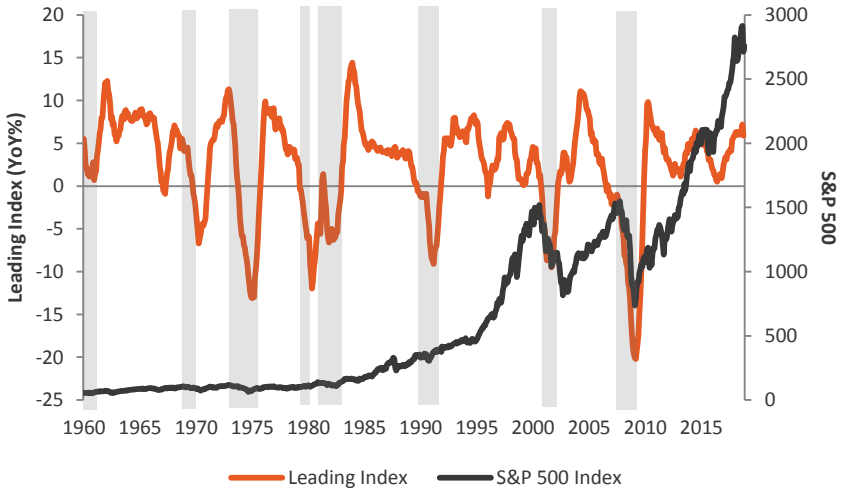
- A economia norte-americana teve um desempenho económico estelar durante 2018, crescendo ao ritmo mais acelerado desde 2014.
- Este crescimento foi impulsionado pelo corte de impostos da reforma fiscal da administração Trump.
- Contudo, e à medida que o efeito da reforma fiscal na economia dissipa, também é expectável uma moderação no ritmo de crescimento.
- A desaceleração do crescimento e o longo período de expansão económica sucessiva (este é o 2ª maior ciclo económico positivo desde que há dados) tem sido interpretado como o indicador de uma recessão iminente.
- Contudo, os indicadores macroeconómicos confirmam que 2019 será ainda um ano de crescimento (ainda que mais moderado face a 2018).

PIB VS. CONTRIBUIÇÃO DOS COMPONENTES



Fonte: Thomson Reuters Eikon; BiG Research

***LEADING INDEX* VS. S&P 500**

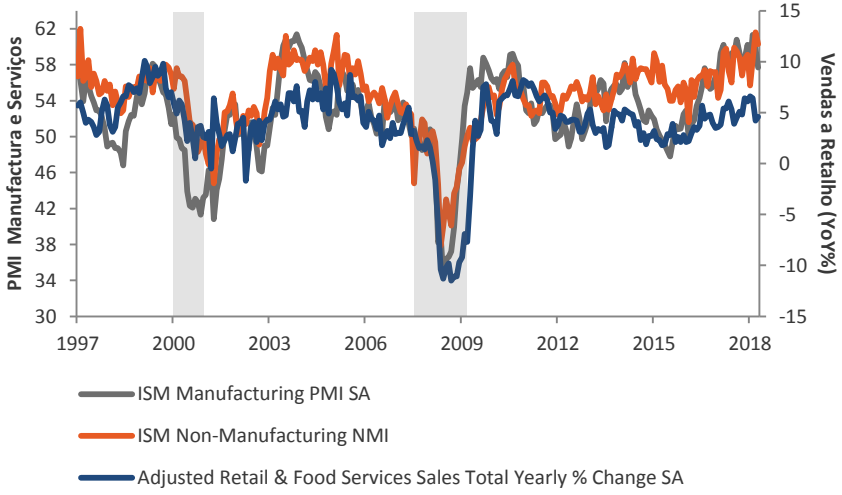


Fonte: Bloomberg; BiG Research
Nota: Zonas Sombreadas a cinza representam períodos de recessões (de acordo com a cronologia do NBER).
Leading Index representa um agregado de indicadores avançados.

Mas os indicadores económicos apenas sinalizam uma desaceleração

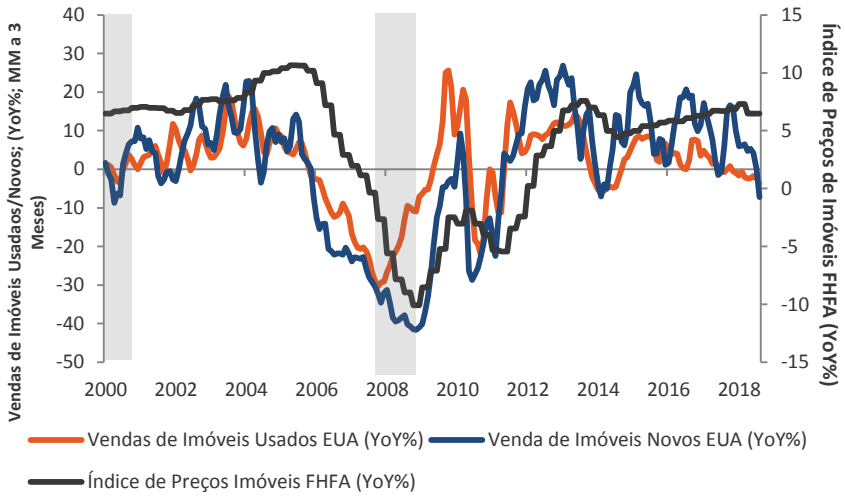
- Indicadores como o *leading index*, índices de gestores de compras (PMI), vendas a retalho e mercado imobiliário apresentam uma tendência descendente e de contracção em antecipação de uma recessão – são denominados indicadores avançados (*leading indicators*).
- Estes indicadores não exibem, na sua maioria actualmente um padrão similar ao registado em anteriores recessões.
- O mercado imobiliário é a excepção, demonstrando já alguma desaceleração. Esta decorre no entanto, na nossa visão, do efeito da política monetária mais restritiva da Reserva Federal que replica-se nas condições de financiamento.
- Os riscos de recessão estão, na nossa visão, enviesados para meados de 2020, com o mercado accionista potencialmente a antecipar esta no final de 2019.

ÍNDICE DE GESTORES DE COMPRA VS. VENDAS A RETALHO



Fonte: Bloomberg; BiG Research
Nota: Zonas Sombreadas a cinza representam períodos de recessões (de acordo com a cronologia do NBER)

MERCADO IMOBILIÁRIO

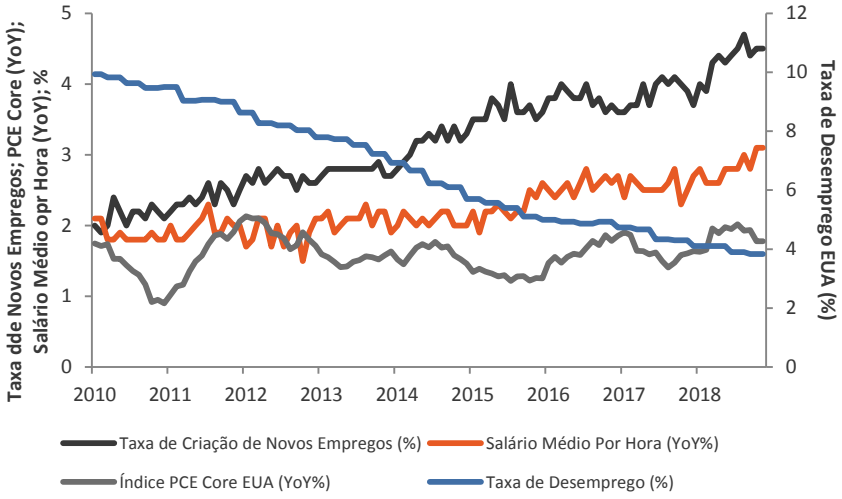


Fonte: Bloomberg; BiG Research
Nota: Zonas Sombreadas a cinza representam períodos de recessões (de acordo com a cronologia do NBER)
MM – Média Móvel

A Reserva Federal e o mercado estão cada vez em menor sintonia

- A Reserva Federal encontra-se em pleno processo de normalização da política monetária, reduzindo o balanço em $ 50 mil mi por mês e executando os 4 aumentos de taxa planeados para 2018 (assumindo que a Fed aumenta taxas na última reunião do ano – probabilidade BiG Research @ 100%).
- A Reserva Federal projecta aumentar as taxas mais 3 vezes em 2019 e 1 em 2020.
- O ritmo de subidas projectado pelo Fed considera o crescente sobreaquecimento do mercado laboral, com efeitos nos salários e consequentemente na inflação.

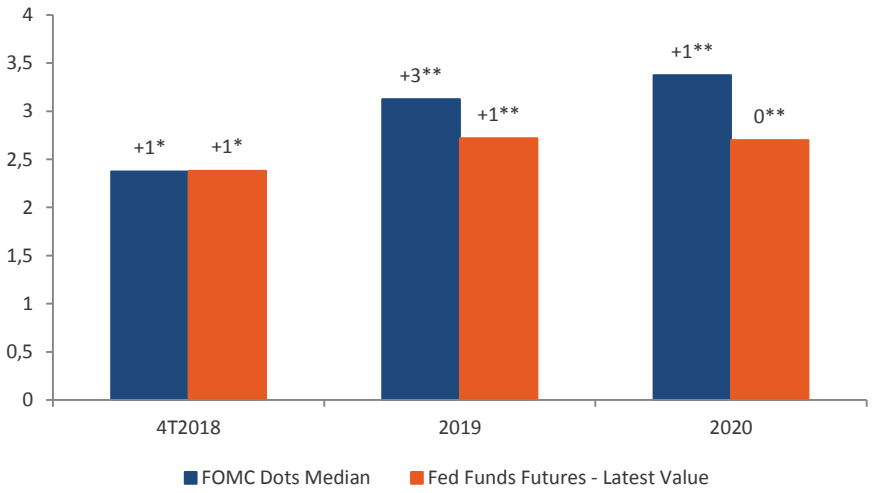
MERCADO LABORAL EUA



Fonte: Bloomberg; BiG Research
Nota: PCE – Despesas de Consumo Próprio

- As expectativas de aumento de taxas do mercado estão actualmente desajustadas face ao *dot plot*, com o mercado mais preocupado com um desacelerar económico e projectando consequentemente um Fed mais acomodativo.
- De facto, um dos principais riscos para a economia dos EUA em 2019 é que o Fed aumente demasiado rápido as taxas e acelere a entrada em recessão. As mais recentes declarações de Powell sinalizaram que o Fed poderá ser mais flexível no processo de normalização monetária de forma a não asfixiar a evolução económica.

PROJECÇÃO DE TAXAS DE JURO DE REFERÊNCIA – FED VS. MERCADO



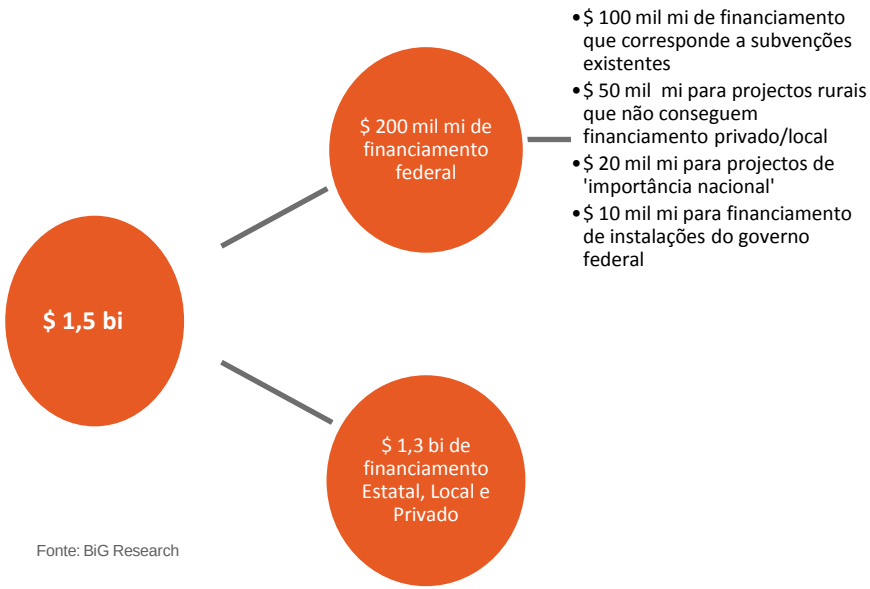
Fonte: Bloomberg; Reserva Federal; BiG Research
Nota: *Número de aumentos adicionais pelo FOMC projectados face à taxa actual.
** Número de aumentos de taxa esperados no ano correspondente face à taxa final do ano anterior. Projecção com base nos futuros da taxa de *fed funds*.

O que Trump e os Democratas têm em comum? O plano de melhorar as infra-estruturas nos EUA

- Os EUA encontram-se num impasse político, com um Congresso dividido – Democratas controlam a Câmara de Representantes e os Republicanos controlam o Senado.
- Um Congresso dividido é uma situação recorrente nos EUA e tipicamente resulta em menores avanços legislativos.
- Contudo, os dois partidos terão que colaborar em temas vitais. O 1º teste de fogo será a aprovação do tecto da dívida norte-americana, que deverá ocorrer na Primavera de 2019.

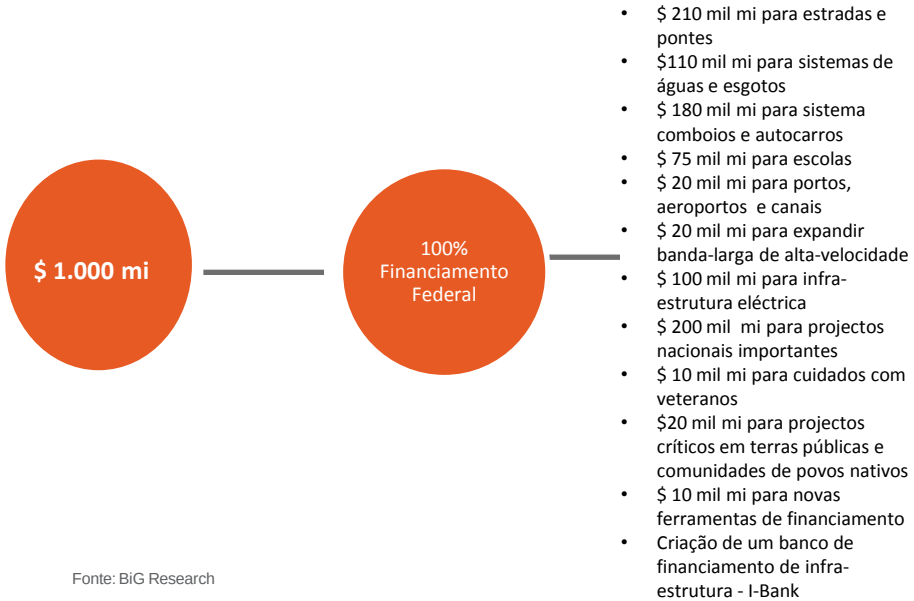
- Para além dos acordos vitais, existe um ponto em comum entre o programa do Presidente Trump (Republicano) e os Democratas – a necessidade de investir em infra-estrutura.
- Os planos apresentados pela administração Trump e os Democratas diferem na fonte de financiamento (federal vs. privado) e propostas concretas de aplicação dos fundos.
- Contudo, consideramos que não são estas diferenças que invalidam a chegada um acordo. Os principais obstáculos são: a obtenção dos fundos e as relações entre o Presidente e os Democratas.

PLANO DE INFRA-ESTRUTURAS DA ADMINISTRAÇÃO TRUMP



Fonte: BiG Research

PLANO DE INFRA-ESTRUTURAS DEMOCRATA

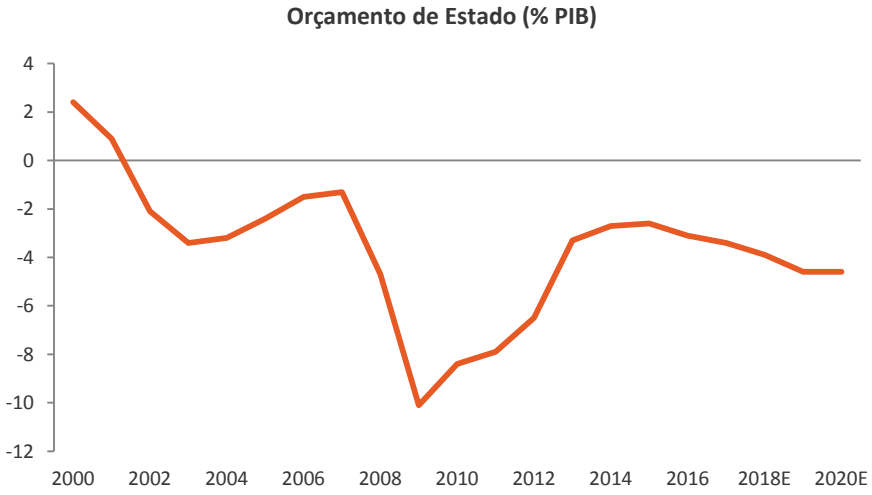


Fonte: BiG Research

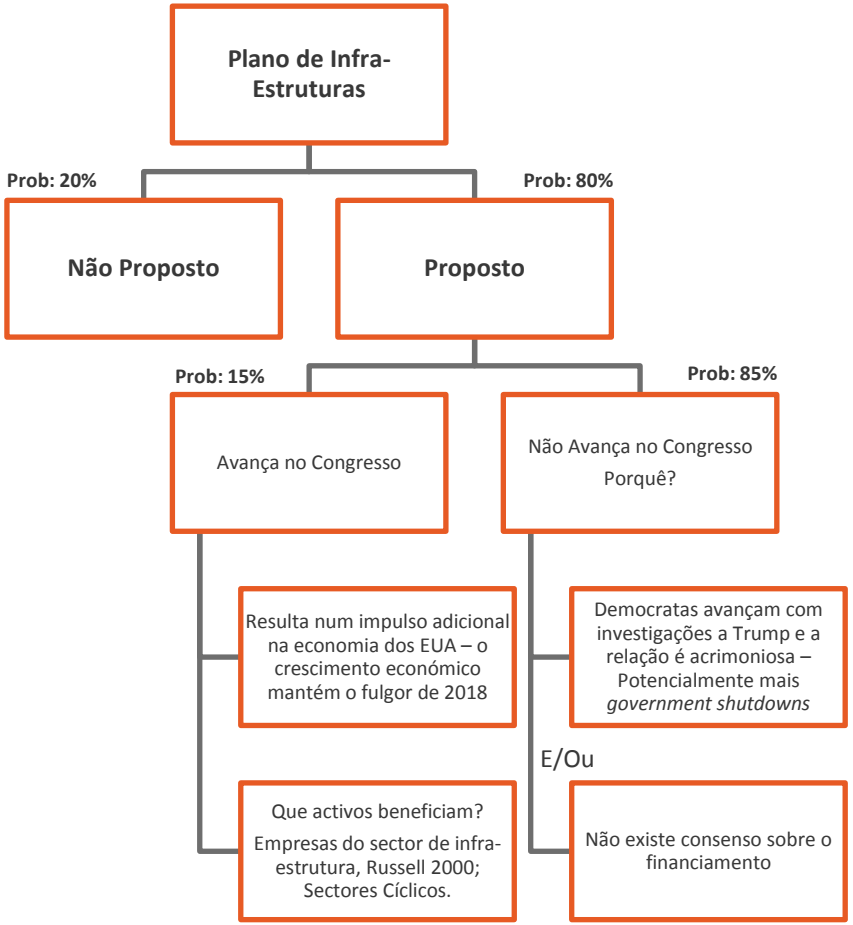
As 'estrelas não estão alinhadas' para a aprovação do plano de infra-estruturas

- A evolução orçamental de um país é tipicamente anti cíclica – o défice orçamental aumenta durante uma recessão e diminui num período de expansão económica.
- Contudo, no caso dos EUA, o défice orçamental tem-se deteriorado nos últimos dois anos, não obstante o crescimento da economia, reduzindo o espaço para mais aumentos elevados na despesa federal – consequentemente o plano de infra-estruturas de Trump ser maioritariamente financiado por privados.

Saldo Orçamental EUA (% do PIB)



Fonte: Bloomberg
Nota: Não incluiu o efeito do plano de infra-estruturas.

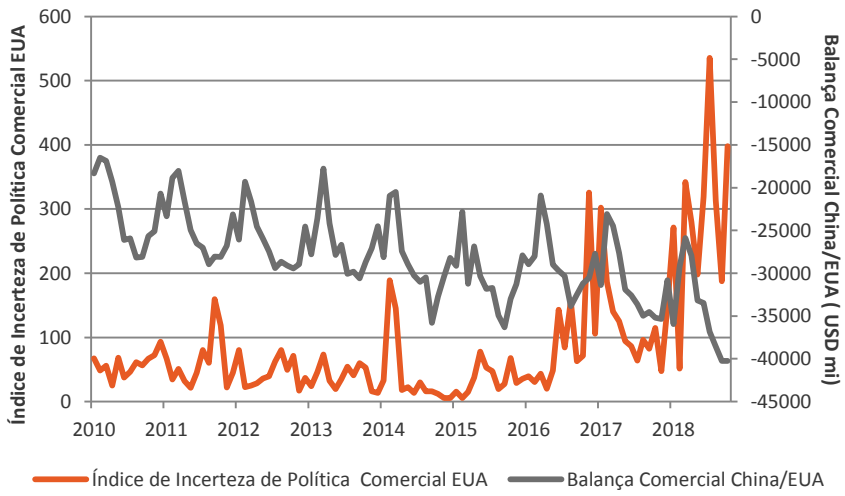


Fonte: BiG Research

A tensão comercial já tem surtido efeito ao nível do comércio internacional

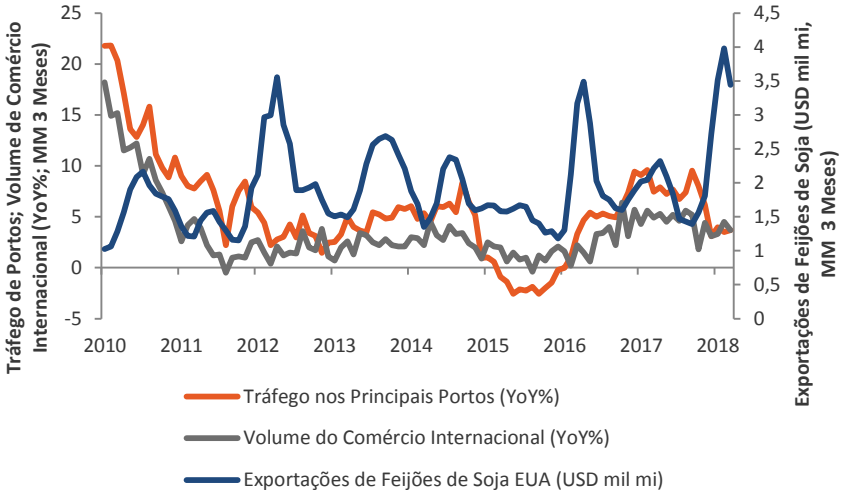
- Analisando apenas a balança comercial entre os EUA e a China, a guerra comercial encetada pela administração Trump contra a China não tem sido bem sucedida.
- Não obstante as crescentes tarifas impostos pelos EUA (com a China a retaliar em consequência) o défice da balança comercial entre os dois países tem aumentado (a favor da China).
- O principal efeito deste incrementar é devido às empresas acumularem inventários de produtos em antecipação da aplicação de maiores tarifas.
- A tendência de acumular inventários tenderá a dissipar-se à medida que a guerra comercial perdura.
- Consequentemente é expectável que o volume de comércio internacional diminua. O antecipar deste efeito já é visível na evolução do tráfego dos principais portos, que tem apresentado uma tendência negativa nos últimos meses, à medida que a guerra comercial intensifica.
- O intensificar da guerra comercial entre os dois blocos terá um impacto negativo não só ao nível das suas economias, mas também na economia mundial.

BALANÇA COMERCIAL EUA/CHINA VS. INCREMENTO DAS TENSÕES COMERCIAIS



Fonte: Bloomberg

TRÁFEGO DOS PRINCIPAIS PORTOS VS. VOLUME DO COMÉRCIO INTERNACIONAL VS. EXPORTAÇÕES DE FEIJÕES DE SOJA DOS EUA



Fonte: Thomson Reuters Eikon
Nota: MM – Média Móvel

Os EUA e a China estão não numa guerra comercial, mas sim numa guerra pela hegemonia mundial

EUA VS. China

Cenário #1: The Art of The Deal

- O bluff de Trump é bem sucedido e a China abre totalmente a sua economia, removendo tarifas e permitindo mais investimento estrangeiro.
- A guerra comercial termina. Os EUA são coroados vencedores.
- A 'verdadeira' guerra é pela hegemonia da liderança mundial e a China não pretende perder o respeito e a crescente posição dominante no Mundo. Adicionalmente representaria uma derrota muito negativa para Xi Jinping a nível doméstico. Consequentemente este é um cenário de reduzida probabilidade.
- **Probabilidade: 10%.**

Cenário #2: Um acordo de cavalheiros

- A China mantem a posição conciliatória actual e abre parcialmente a sua economia, em linha com as concessões que tem realizado – maior facilidade para o investimento estrangeiro e redução de tarifas aplicadas.
- A guerra comercial termina. Ambos os países são vencedores. Ambos os líderes salvam a sua reputação.
- **Probabilidade: 60%.**

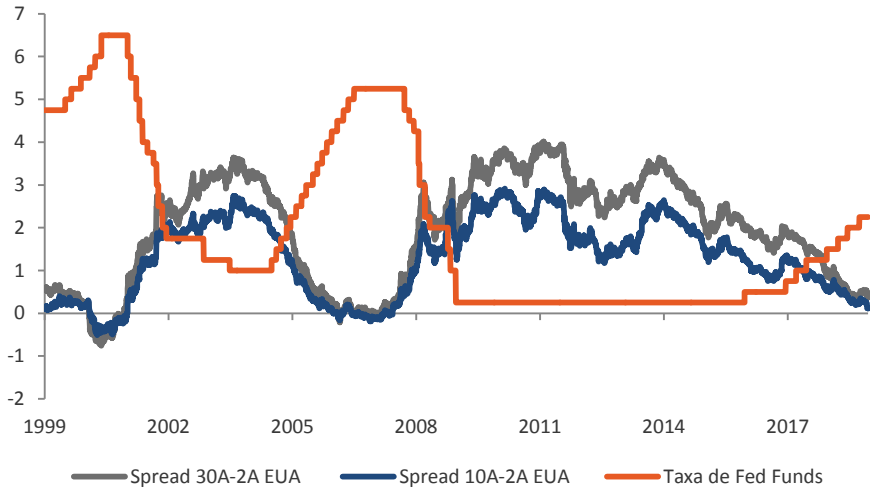
Cenário #3: O *armageddon* das guerras comerciais

- As negociações entre os dois países deterioram-se e observa-se um escalar das retaliações. Os EUA colocam tarifas na totalidade de exportações provenientes da China e aumentam a taxa de 10% para 25%. A China retalia aumentando as suas tarifas, desvalorizando o yuan e possivelmente vendendo *treasuries*.
- A guerra comercial não só continua como aumenta o seu impacto negativo. Ambos os países são perdedores.
- **Probabilidade: 30%.**

A subida de taxas pelo Fed dita uma *yield curve* cada vez mais aplanada

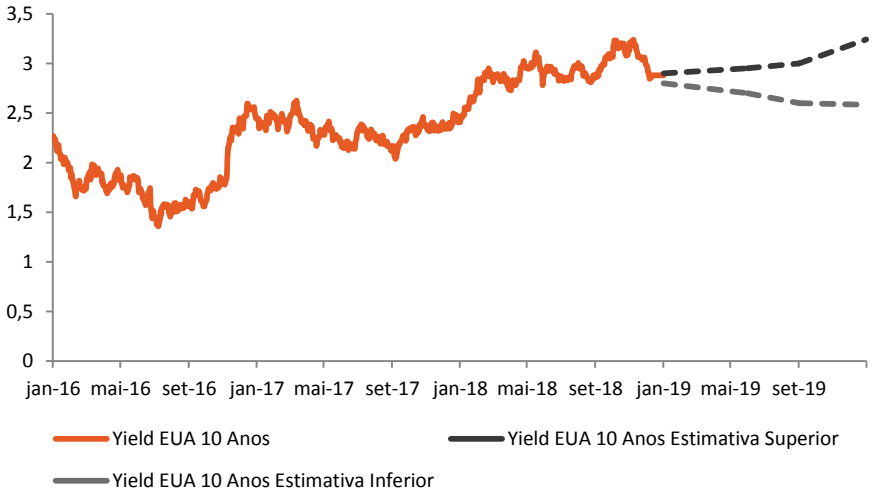
- O *bear flattening* – subida de maior magnitude das taxas de curto prazo vs. incremento nas maturidades de longo prazo é típico de um período de subidas de taxas pela Reserva Federal (que tem maior controlo sobre as maturidades curtas da curva). E o actual período de normalização da política monetária não é excepção.
- O spread deverá estreitar ainda mais em 2019, especialmente se a Reserva Federal executar as 3 subidas de taxas que projecta no actual dot plot.
- As taxas a 10 anos são afectadas não só pela política monetária do Fed mas mais por expectativas futuras sobre outros factores com impacto na yield como a inflação, condições económicas, procura e oferta entre outros factores.
- Decorrente de expectativas de uma inflação estável e uma desaceleração económica projectada para 2019, a tendência crescente da yield a 10 anos no próximo ano encontra-se limitada.

TAXA FED FUNDS & BEAR FLATTENING



Fonte: Bloomberg; BiG Research

YIELD A 10 ANOS EUA TREASURY – PROJECÇÃO BiG RESEARCH



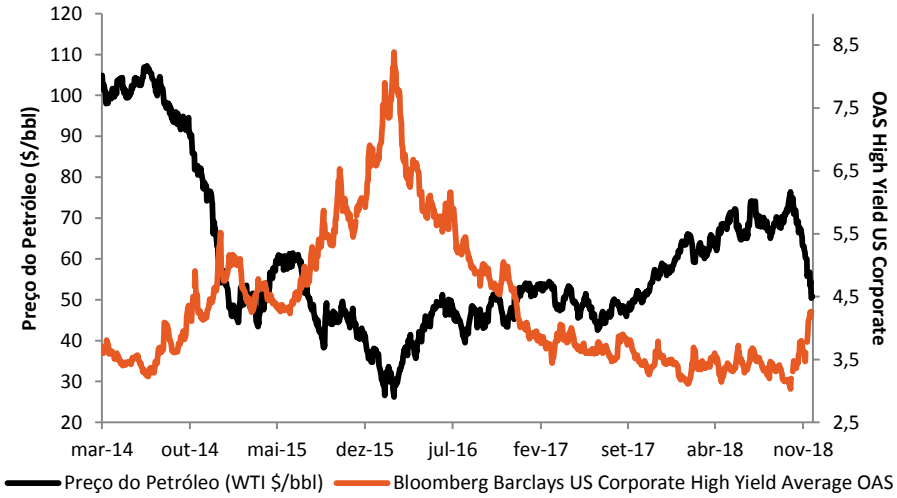
Fonte: Bloomberg; BiG Research

Continuamos negativos no segmento High Yield e não vemos valor em Investment Grade

- O segmento de HY nos EUA inclui o sector petrolífero de shale cujo nível de dívida das empresas é bastante alto.
- Com as recentes quedas do preço do petróleo, estas empresas irão ter dificuldades em refinanciar a sua dívida.
- Já é visível, um aumento significativo do spread neste segmento, não só pelo motivo mencionado acima, mas também pelo sentimento de *risk off* do mercado.

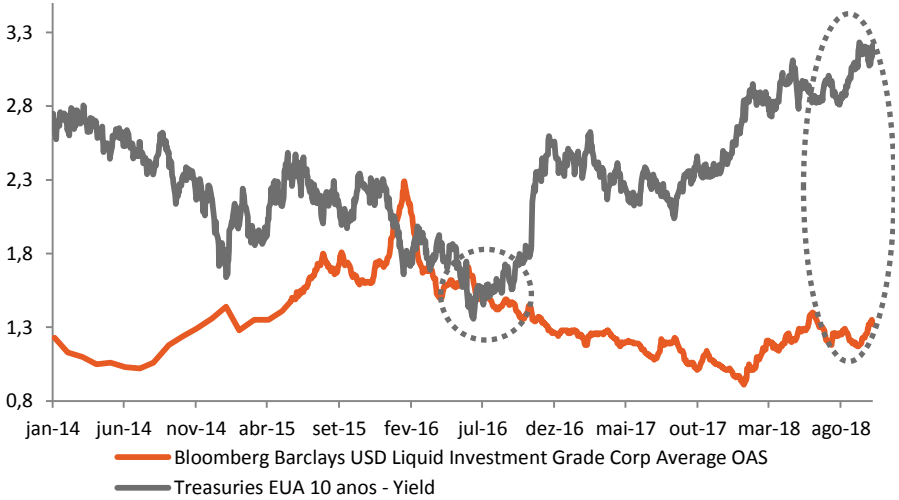
- O spread de obrigações de empresas no segmento investment grade manteve-se relativamente estável vs a subida da yield das treasuries americanas a 10 anos.
- Assim, vemos pouco interessante o investimento neste segmento vs a compra de treasuries, tendo em conta que o prémio de risco (spread) é extremamente baixo.

SPREAD DE HY NOS EUA VS PREÇO DO PETRÓLEO



Fonte: Bloomberg

OAS DE OBRIGAÇÕES INVESTMENT GRADE VS YIELD DE TREASURIES 10 ANOS DOS EUA



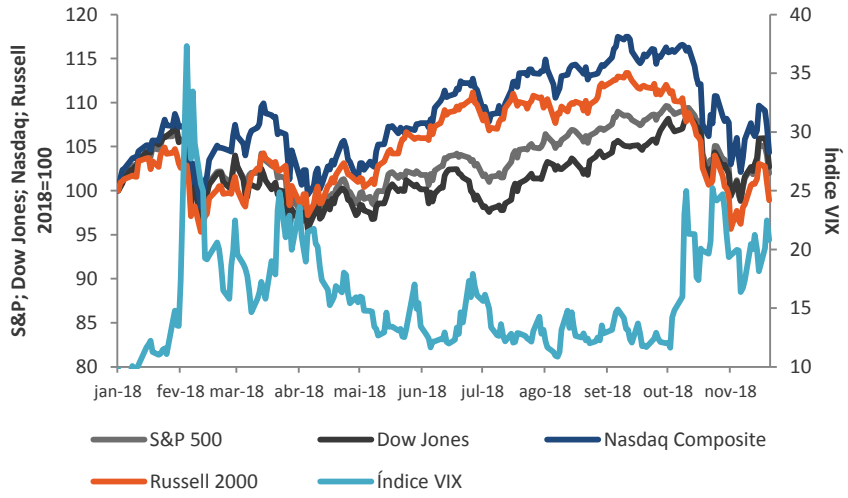
Fonte: Bloomberg

2018 fica marcado pelo retorno da volatilidade ao mercado…

- Após um 2017 em que a volatilidade no mercado accionista dos EUA atingiu mínimos históricos, 2018 iniciou-se com um estrondo, registando-se o maior pico de volatilidade do ano em Fevereiro.
- A subida de taxas de juro, crescente *tightening* por parte da Reserva Federal e as guerras comerciais contribuíram para um 2018 mais volátil comparativamente a 2016 e 2017.

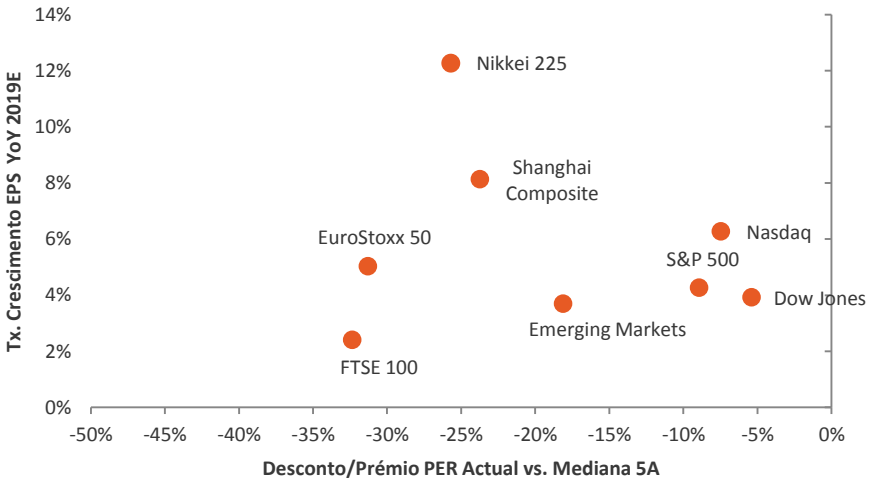
- O aumento de volatilidade não ficou confinado ao bloco norte-americano.
- De facto, os mercados norte-americanos apresentam um desempenho *flat* no ano, que compara com as maiores perdas registadas pelos mercados accionistas dos restantes blocos económicos.
- A superior queda *year-to-date* de alguns índices vis-à-vis os norte-americanos despoletou um ajustamento de avaliações que define uma superior atractividade relativa a mercados como o japonês e chinês.

A VOLATILIDADE VOLTOU AO MERCADO



Fonte: Bloomberg; BiG Research

AJUSTANDO AVALIAÇÕES EM TODOS OS MERCADOS

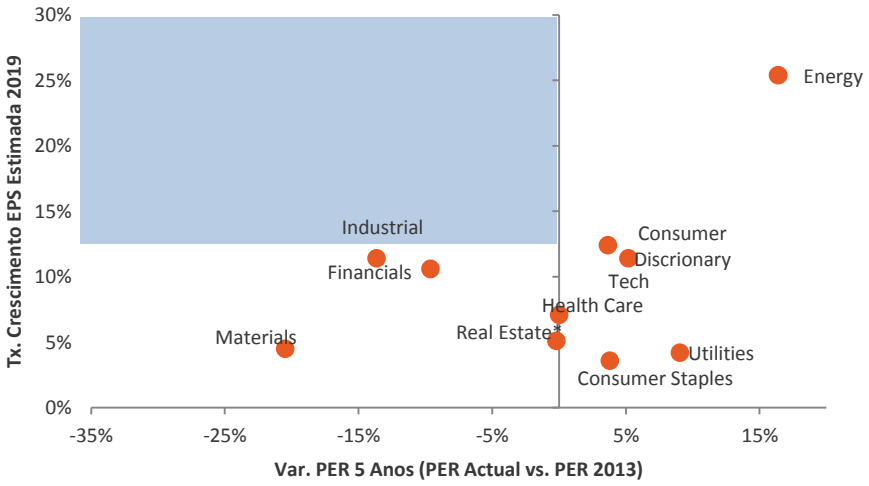


Fonte: Bloomberg; BiG Research

E a volatilidade deverá continuar em 2019

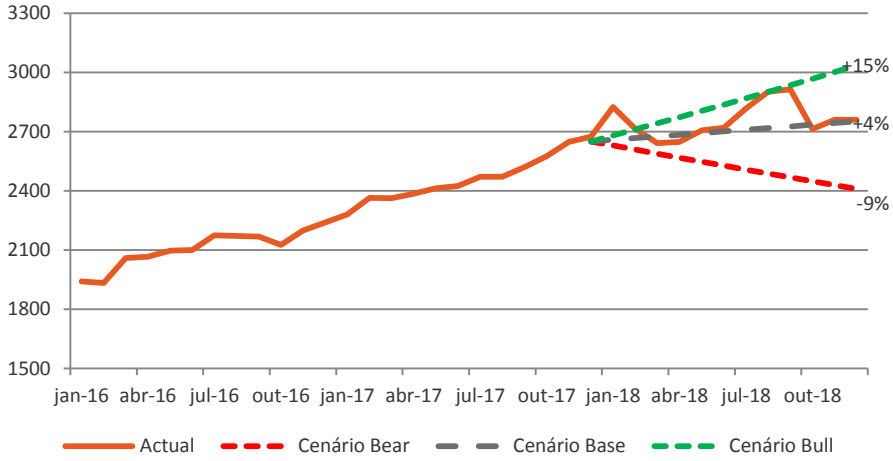
- Os crescentes receios de uma recessão deverão penalizar a evolução dos mercados em 2019 – projectamos que os mercados accionistas possam antecipar esta no final de 2019.
- Assim, consideramos que é necessário optar por um posicionamento mais selectivo no mercado, optando por sectores mais defensivos e com avaliações sólidas.
- Consequentemente, nos EUA identificamos valor, numa perspectiva anual, nos sectores de *utilities*, cuidados de saúde e bens de consumo.

CRESCIMENTO DE LUCROS POR ACÇÃO VS. AVALIAÇÃO

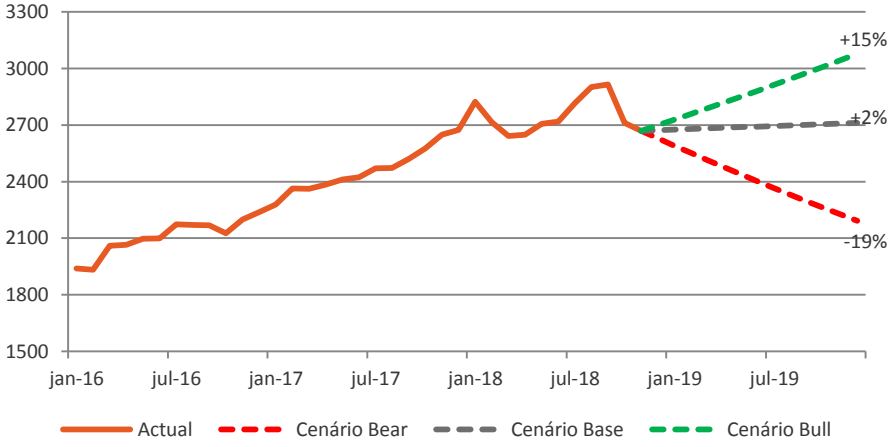


Fonte: Bloomberg; BiG Reseearch
Nota: PER Histórico Real Estate 2016

CENÁRIOS BiG PARA S&P 500 EM 2018



CENÁRIOS BiG PARA S&P 500 EM 2019

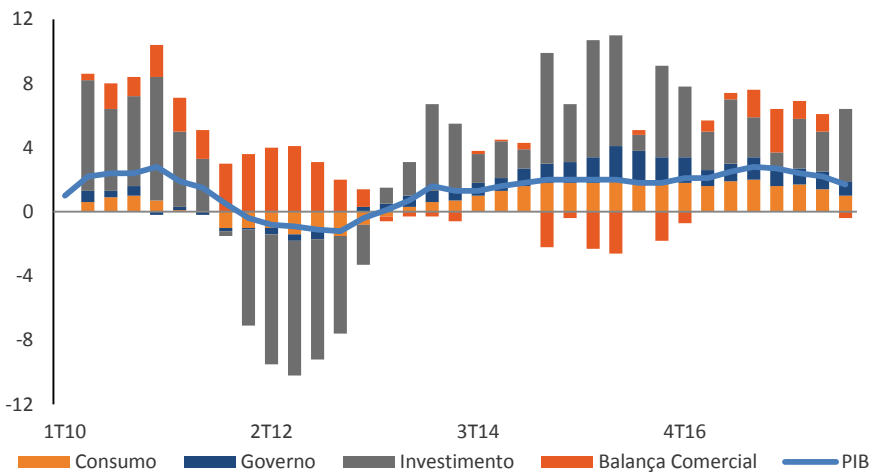


Fonte: Bloomberg; BiG Research

Final do QE coincide com desaceleração gradual de indicadores macroeconómicos

- A recuperação do Investimento destacou-se entre os agregados macro-económicos suportando o crescimento da Europa acima do PIB potencial no período vigente do QE.
- Acreditamos numa relativa estabilização do consumo e da evolução do Saldo Comercial em 2019, atendendo ao quadro económico global mais desafiante e ao estágio mais avançado do actual ciclo.
- As projecções anuais do BCE, publicadas em Dezembro, denotam uma ligeira revisão em baixa do crescimento económico, ao passo que o *target* para a inflação no triénio revela alguma flutuação.
- A instabilidade nos Emergentes, o agravamento das tensões comerciais e o impacto do preço das matérias-primas justificam esta alteração de perspectivas pelo BCE.

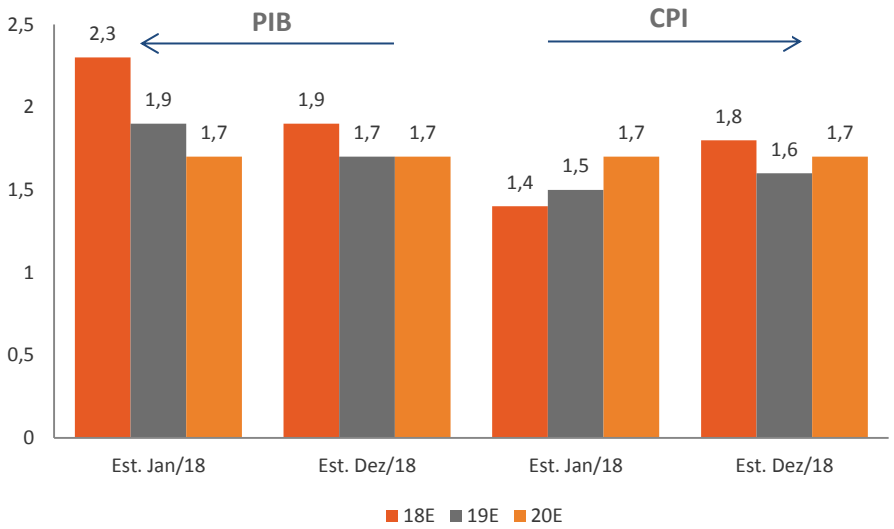
EVOLUÇÃO AGREGADOS MACROECONÓMICOS



Fonte: Bloomberg

Fonte: BCE; Bloomberg; BiG Research

PROJECÇÕES MACROECONÓMICAS BCE – PIB & CPI

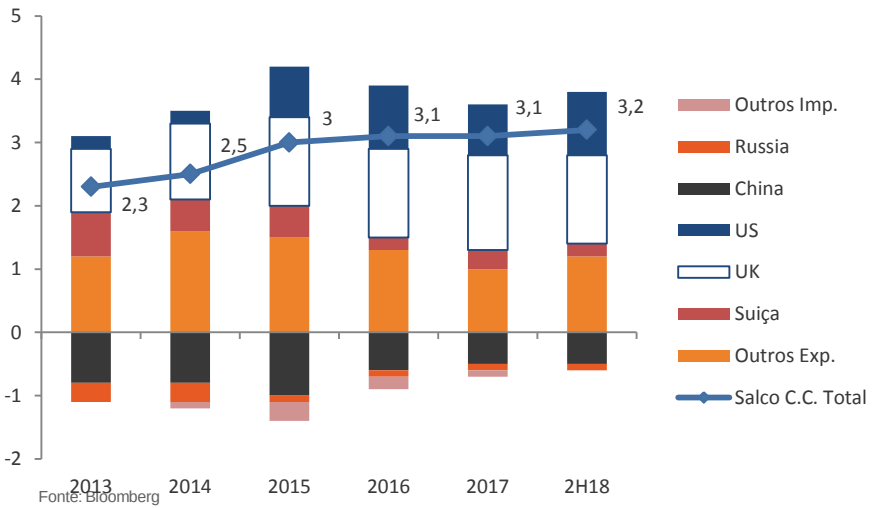


Fonte: BCE; Bloomberg; BiG Research

Desaceleração das exportações não inviabiliza o incremento do superavit de Conta Corrente

- O Saldo Comercial da Zona Euro apresenta uma evolução favorável com a generalidade dos parceiros internacionais.
- O Superavit comercial registado com os EUA e Reino Unido destacam-se no timeline identificado.
- Acreditamos que os riscos associados ao Brexit e as tensões comerciais com os EUA poderão suavizar-se em 2019...
- ...o que poderá repercutir-se num eventual pick-up do crescimento homólogo das exportações em 2019.

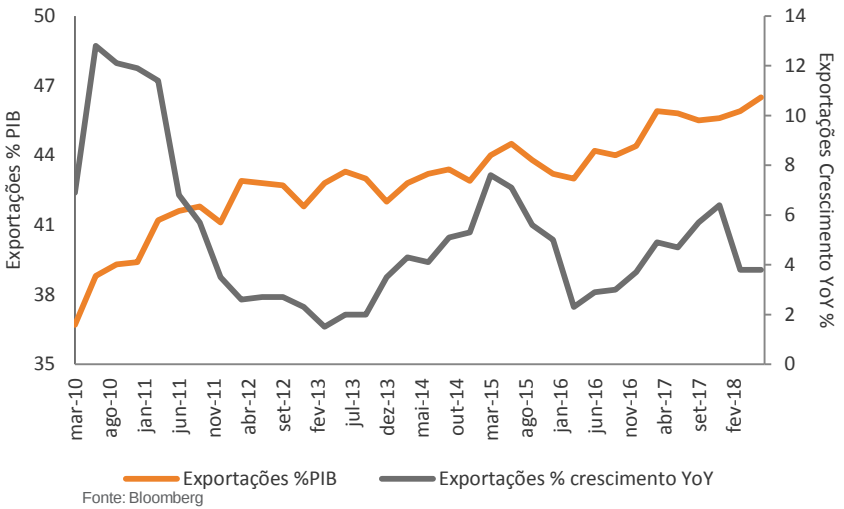
SALDO CONTA CORRENTE ZE – PARCEIROS INTERNACIONAIS



Fonte: Bloomberg

Fonte: BCE; Bloomberg; BiG Research

EXPORTAÇÕES ZONA EURO (%PIB VS CRESCIMENTO YOY)



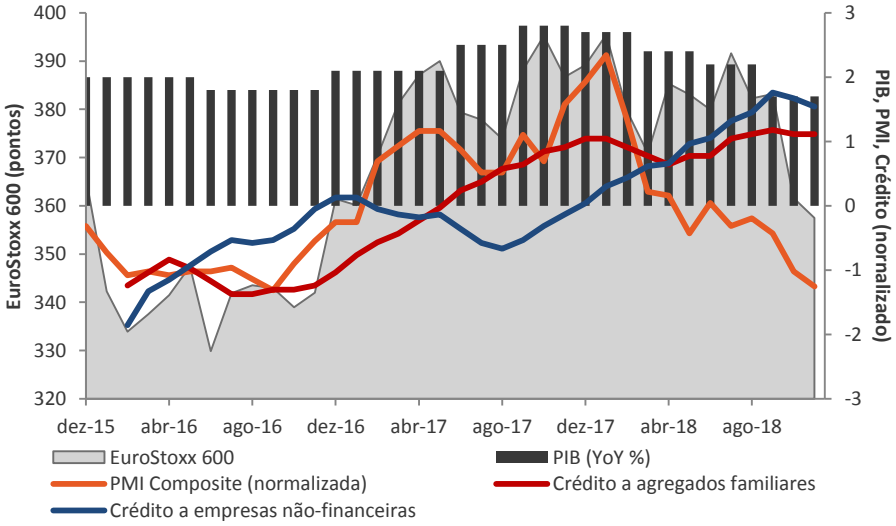
Fonte: Bloomberg

Fonte: BCE; Bloomberg; BiG Research

Num contexto de arrefecimento, a procura interna permanecerá um importante pilar económico

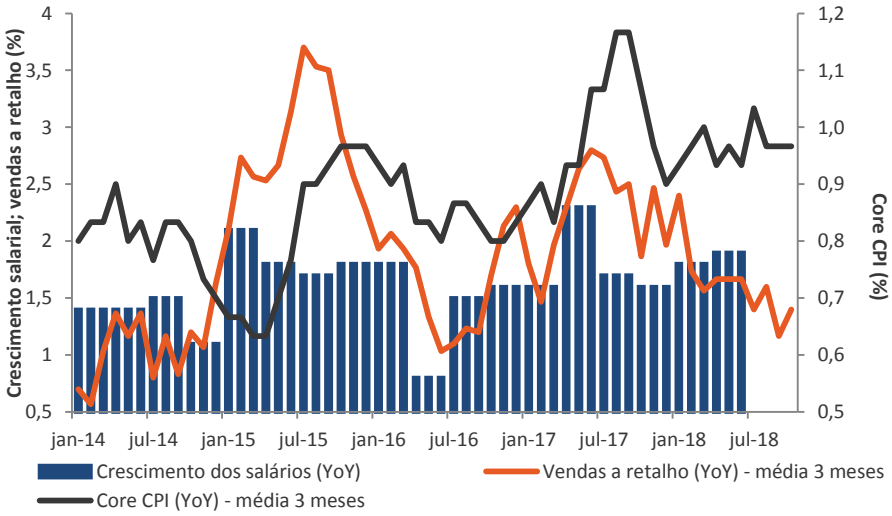
- Apesar da redução do risco político e da modesta recuperação do complexo emergente, o crescimento europeu deverá continuar fortemente limitado, conforme sugere um agregado de indicadores que abrange diferentes vertentes económicas e o mercado accionista.
- Ainda antes da normalização monetária, a concessão de crédito enfrenta um período de abrandamento, os índices de gestores de compras caíram drasticamente para níveis ~10% inferiores aos verificados no pico do ciclo económico e o mercado accionista recua mais de 11% no ano.
- A recente queda abrupta do preço do petróleo – da qual não antevemos uma recuperação realmente material –, associada a um crescimento relativamente consistente dos salários, poderá estimular o consumo, conferindo um suporte de pressão inflacionista na componente *core.*
- Representando aproximadamente 54% da economia da Zona Euro, o consumo privado dos agregados familiares deverá providenciar sustento à economia, assumindo um cenário de custos energéticos apenas ligeiramente superiores e salários em linha com a inflação total.

CRESCIMENTO ECONÓMICO E INDICADORES DE ACTIVIDADE, CRÉDITO E DE MERCADOS



Fonte: Eurostat; ECB; Bloomberg; BiG Research

PROCURA INTERNA – SALÁRIOS, INFLAÇÃO *CORE* E CONSUMO

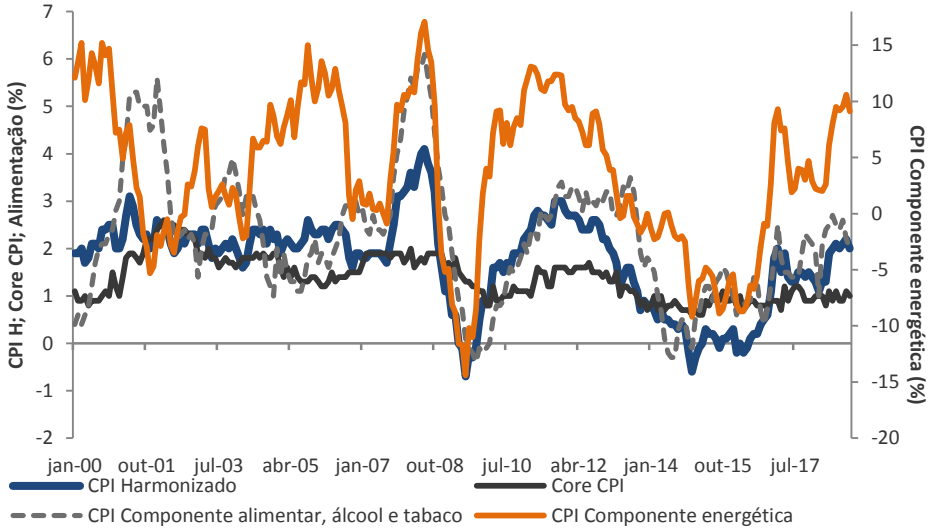


Fonte: Eurostat; ECB; Bloomberg; BiG Research

Quebra na inflação energética e inflação *core* anémica limitam normalização de política monetária

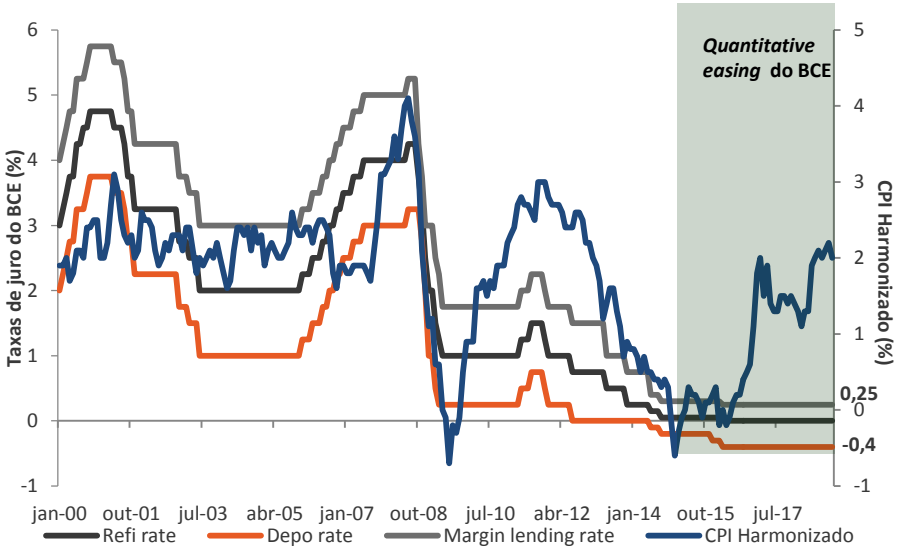
- Após um diferencial entre inflação energética e *core* em máximos de 2011, a primeira (+9,1%) representa actualmente cerca de um ponto percentual da inflação total (+2%).
- A pesada queda nos custos do petróleo e dos seus derivados parece ainda não ter sido completamente incorporada na inflação energética da Zona Euro e, por isso, antecipamos uma maior desaceleração da mesma.
- A manutenção da inflação *core* (+1%) perto do actual nível ou apenas ligeiramente acima não deverá ser suficiente para compensar a queda da inflação energética, pelo que a inflação total poderá retrair moderadamente.
- Uma conjuntura de abrandamento económico, com a inflação no objectivo do BCE (2%), ou mesmo relativamente abaixo, deverá implicar aumentos de taxa de juro verdadeiramente contidos e uma predominância da actual índole *dovish*.

COMPONENTES DE INFLAÇÃO NA ZONA EURO – VARIAÇÃO HOMÓLOGA



Fonte: Eurostat; Bloomberg; BiG Research

TAXAS DE REFERÊNCIA DO BANCO CENTRAL EUROPEU E INFLAÇÃO

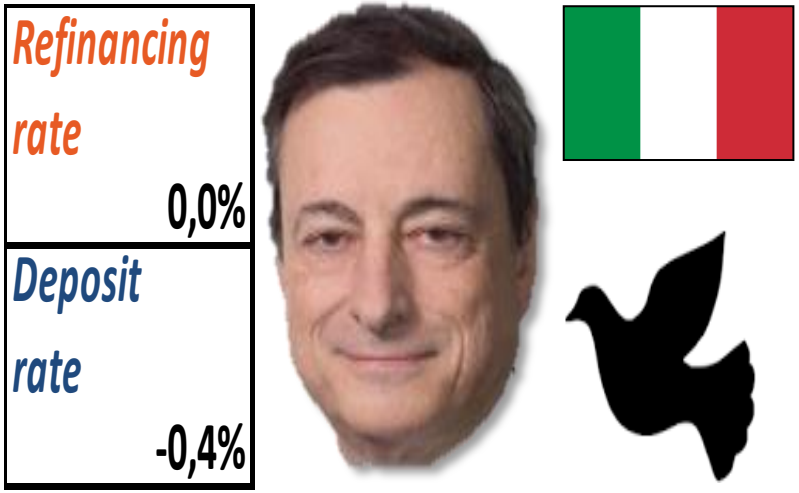


Fonte: Eurostat; ECB; Bloomberg; BiG Research

Arsenal monetário reduzido para uma fase desafiante do ciclo económico

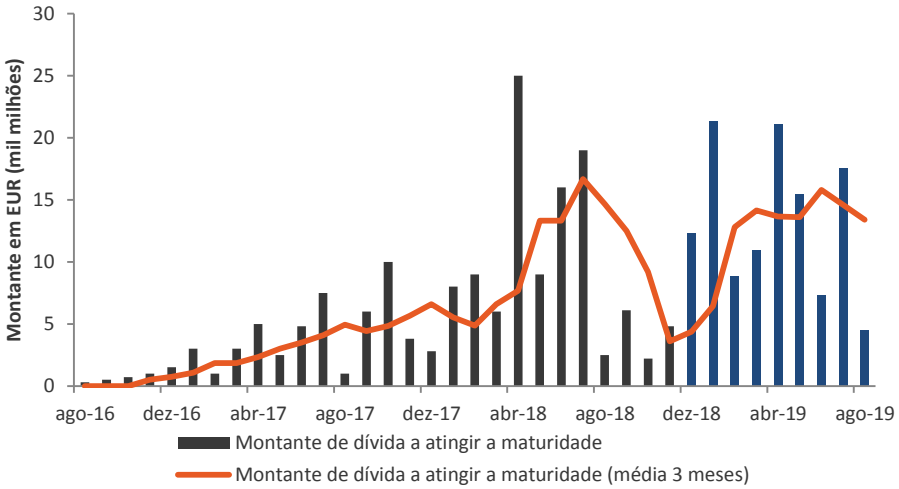
- As perspectivas económicas pouco risonhas para 2019 deverão forçar o Banco Central Europeu a assumir uma postura muito cautelosa e verdadeiramente gradual na normalização de política monetária.
- Em linha com o mercado, também esperamos que, no melhor cenário, apenas uma subida de taxa de juro se materialize, a ocorrer no último trimestre de 2019. A sua magnitude poderá depender de quem assumir a presidência do BCE.

- Perante uma conclusão do programa de compra de activos numa conjuntura económica discutivelmente suficiente, a política de reinvestimento de cupões e montantes reembolsados assume uma importância capital. O BCE afirma que os reinvestimentos se manterão durante o tempo que for necessário, mas faculta poucos detalhes para manter a elevada flexibilidade, que a irregularidade dos *cash inflows* impõe.
- Sempre que os riscos de liquidez o justificarem, o BCE deverá continuar com a sua política de financiamento facilitado ao sector bancário (LTRO e TLTRO).



"Whatever it takes to save the euro"

BCE – DESAFIO DA POLÍTICA DE REINVESTIMENTO DE ACTIVOS EM BALANÇO



Fonte: European Central Bank; BiG Research

Independentemente do perfil do sucessor de Draghi, BCE tem restringida margem de manobra

Benoît Cœuré

- **Membro da Comissão Executiva do BCE**, responsável pelos mercados financeiros
- Um dos principais criadores do programa de *quantitative easing* do Banco Central Europeu
- Realizou grande parte da sua carreira no Ministério das Finanças francês
- Posicionamento: ***Dovish***
- Pontuação**: 20**

Phillip Lane

- **Governador do Banco da Irlanda**
- Lidera o grupo que tem o objectivo de criar um activo europeu que proteja face a futuras crises de dívida soberana.
- A Irlanda é o único país que nunca teve um lugar na Comissão Executiva do BCE
- Posicionamento: **Moderado / *Dovish***
- Pontuação**: 32**

Erkki Liikanen

- **Ex-governador do Banco da Finlândia**
- Político experiente: ex-ministro das finanças e ex-comissário europeu, entre outros cargos
- Posicionamento: **Moderado**
- Pontuação**: 35**

François Villeroy de Galhau

- **Governador do Banco de França**
- Ex-COO do BNP Paribas
- Tem suportado as políticas não-convencionais expansionistas de Draghi, mas sublinha o impacto maligno das taxas de juro negativas para os bancos
- Posicionamento: **Moderado**
- Pontuação**: 33**

Olli Rehn

- **Governador do Banco da Finlândia**
- Ex-comissário europeu com vários pelouros, incluindo os temas financeiros e económicos da UEM
- Posicionamento: **Moderado/ *Hawkish***
- Pontuação**: 21**

Jens Weidmann

- **Governador do Banco da Alemanha**
- Opositor do *quantitative easing*
- Ex-conselheiro de Angela Merkel e ex-colaborador do FMI
- Pouco provável ser eleito se um alemão for nomeado para um alto cargo de um órgão político europeu
- Posicionamento: ***Hawkish***
- Pontuação**: 22**

Refinancing rate **0,0% / 0,1%**
Deposit rate **-0,3% / -0,2%**

Refinancing rate **0,2% / 0,25%**
Deposit rate **-0,2% / 0,0%**

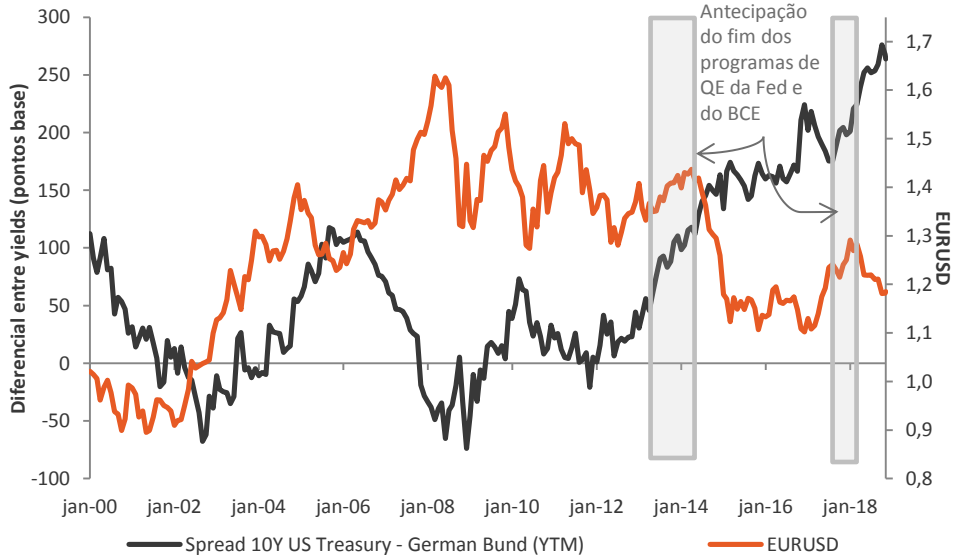
Nota: As pontuações atribuídas a cada candidato resultam dos questionários realizados pela Bloomberg

Fonte: European Central Bank; ; Bloomberg; Business Insider; BiG Research

Redução do hiato monetário e abrandamento nos EUA criam condições para recuperação do EUR

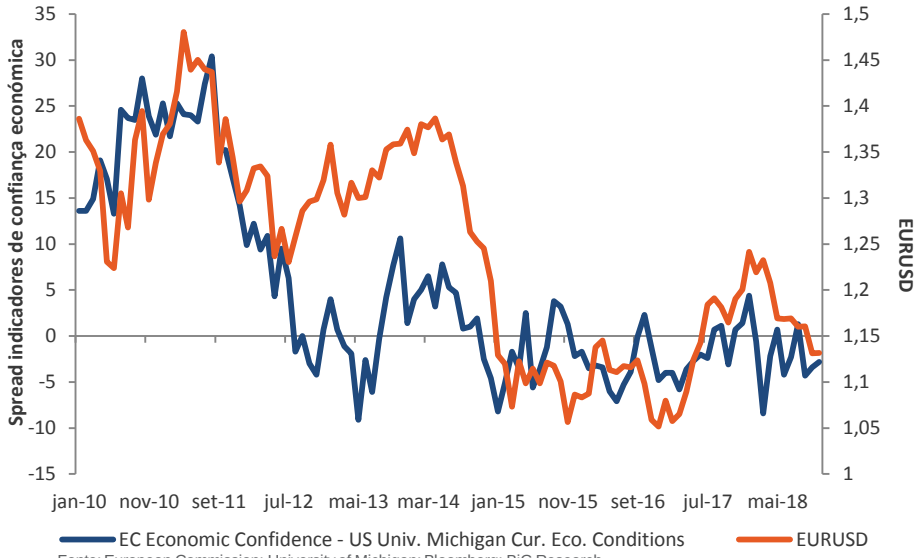
- Não obstante a prevalência de riscos endógenos e exógenos, o BCE manteve-se firme quanto à conclusão do programa de compra de activos. Na nossa opinião, tal aconteceu, sobretudo, por necessidade de ter mais ferramentas para fazer face a uma futura crise, sinalizar confiança na economia e ainda manter credibilidade.
- Mesmo com pouco espaço para subidas das taxas de juro, o fim do *quantitative easing* deverá ser suficiente para finalmente estimular uma subida das *yields* soberanas. Após alcançar o máximo de duas décadas (a 10 anos), o *spread* entre obrigações do tesouro norte-americano e obrigações soberanas alemãs deverá estreitar.
- Perante um simultâneo abrandamento monetário e económico nos EUA, o EURUSD deverá ter espaço de recuperação. Todavia, não prevemos que retome os níveis de fim de 2017. As fragilidades europeias deverão limitar um valor de final do ano ao intervalo 1,14 – 1,18.
- Esta visão aparenta ser corroborada pela confiança económica sentida nos dois lados do Atlântico. Ainda que limitados, os efeitos positivos da procura interna e externa na Europa deverão suportar o sentimento, ao passo que nos EUA uma desaceleração face à recente hegemonia económica e financeira deverá causar um arrefecimento do sentimento económico.

INFLAÇÃO NA ZONA EURO – VARIAÇÃO HOMÓLOGA



Fonte: Bloomberg; BiG Research

DIFERENCIAL DE CONFIANÇA ECONÓMICA ZONA EURO – EUA E EURUSD

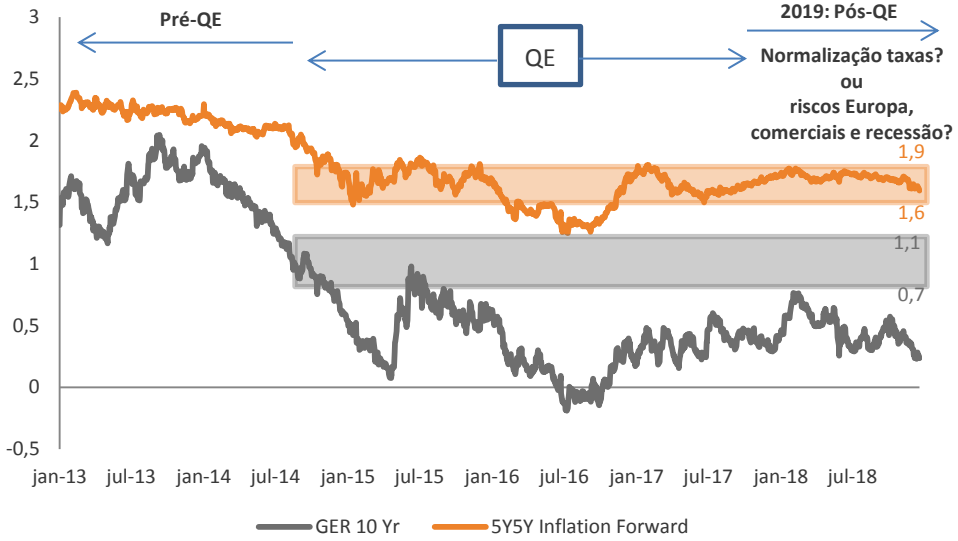


Fonte: European Commission; University of Michigan; Bloomberg; BiG Research

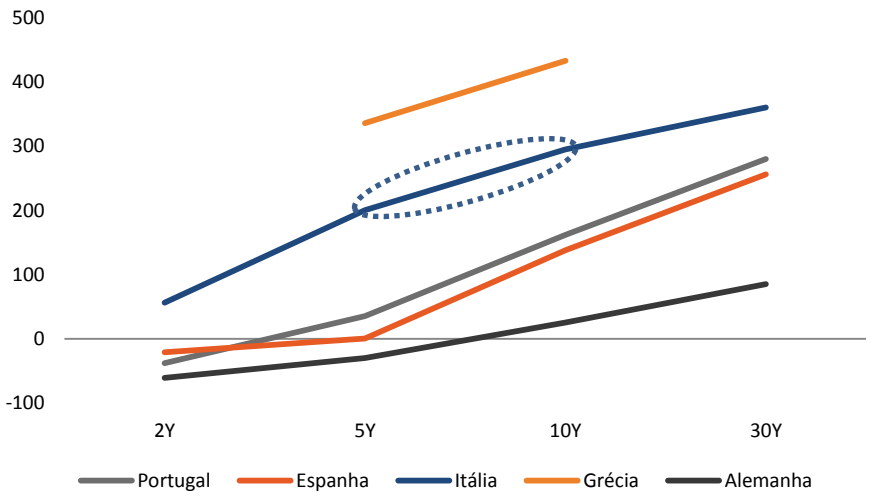
Yield Curve alemã sinaliza riscos no médio prazo quanto a nós exagerados

- O final do QE deverá coincidir com uma relativa normalização das taxas de juro, pelo que deveremos assistir a um *pick-up* da taxa 10 anos alemã entre os 0,7% e 1,1%.
- O intervalo delineado coincide com a relação histórica que as Bunds ostentam com a taxa 5Y5Y Inflation Forward
- A não concretização deste cenário pressupõe um agravamento dos riscos vigentes: i) políticos na Europa; ii) tensões comerciais; iii) desaceleração mais forte global;
- O pick-up das taxas de juro na Alemanha deverá materializar-se ao longo da curva, mesmo que a primeira subida de taxas pelo BCE incida na taxa "Depo".
- A curva Italiana aproximou-se substancialmente dos níveis da Grécia, revelando fundamentais incomparavelmente melhores.
- A *yield curve* italiana apresenta o *sweet spot* nas maturidades entre 5-10 anos.

EVOLUÇÃO 10Y GER VS 5Y5Y INFLATION FORWARD



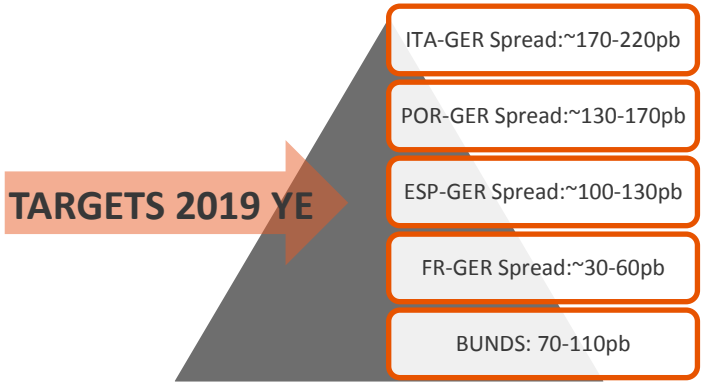
YIELD CURVE ALEMANHA & PERIFERIA



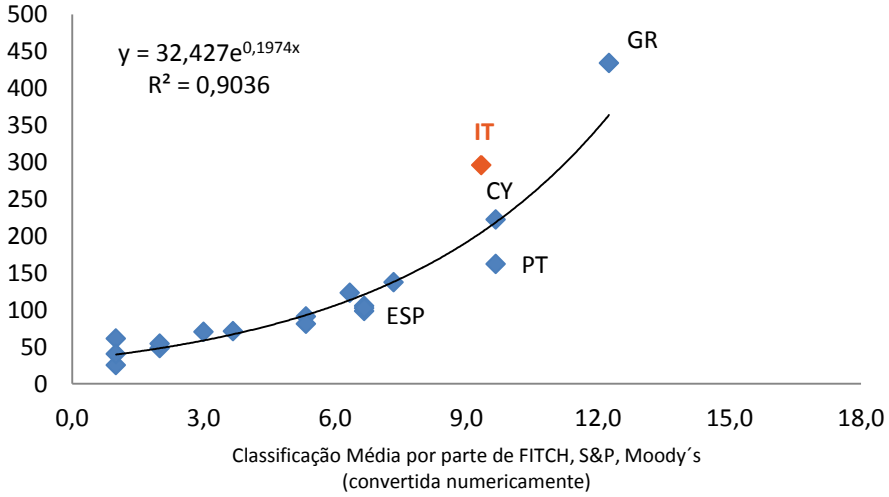
Fonte: Bloomberg; BiG Research

Pick-up de taxas de juro sem risco não deverá inviabilizar compressão de spreads Itália-Bunds

- O nosso modelo Proprietário que correlaciona o rating alfaponderado com a respectiva yield 10 anos de cada um dos países, denota valor evidente em dívida Italiana.
- Na pirâmide lateral, projectamos o valor esperado para a taxa de juro Alemã no final de 2019 e respectivos spreads em relação a França e aos países da Periferia.

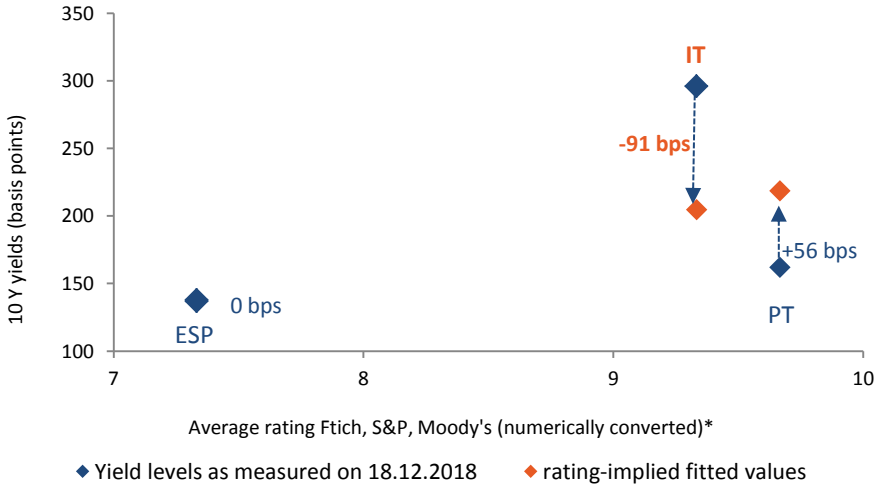


MODELO CORRELAÇÃO RATING VS YIELD 10 YR



Fonte: Bloomberg; BiG Research

PROJECÇÃO MOVIMENTO 10 YR VS VALORES MODELO



Fonte: Bloomberg; BiG Research

Preferimos saúde e utilities pelo seu carácter defensivo. Bancos e autos pelos múltiplos atractivos depois das desvalorizações acentuadas.

- No quadro da direita mostramos várias métricas de avaliação dos sectores europeus do Stoxx 600. A azul estão os sectores com os melhores valores em cada métrica e a vermelho os piores.
- Em relação ao mercado accionista gostamos do sector de saúde pelo seu perfil defensivo apesar da avaliação ser alta com P/E de 16,7x para 2019.
- O sector de utilities, também com um perfil defensivo, apresenta múltiplos mais baixos (P/E 19E 14x) e dividend yield atractiva de 5,2%.
- Achamos que as desvalorizações acentuadas (cerca de 22% YTD), dos sectores automóvel e bancário poderão apresentar a oportunidade de entrada nos mesmos a múltiplos muito favoráveis: P/E 19E de 6,7x no sector automóvel e dividend yield de 5,2% no sector bancário.

Nome	P/E trailing 12m	P/E 2019E	Margem EBITDA	Profit margin	Div. Yield	D/E	Div. Líq./ EBITDA	Free Cash Flow Yield	EPS growth estimate	Change in EPS growth estimates 4 weeks	YTD	1 Yr. Price Δ
STXE 600 Oil&Gas	13.7	11.8	15.6%	5.4%	4.9%	0.5	1.0	5.4	9.6	-21.9	1.4%	3.3%
STXE 600 HealthCare	20.7	16.7	26.0%	15.1%	2.9%	0.7	1.9	5.0	6.1	-4.3	0.1%	-0.6%
STXE 600 Media	15.6	15.9	20.9%	12.0%	3.5%	0.7	1.8	7.3	-29.7	64.2	-0.4%	1.3%
STXE 600 Utilities	16.3	14.0	15.9%	4.4%	5.2%	1.2	3.1	4.7	1.6	-7.3	-2.4%	-4.5%
STXE 600 Retail	24.7	17.6	6.2%	2.4%	2.9%	0.5	1.0	5.3	-16.7	7.6	-3.3%	-0.7%
STXE 600 Food&Bevrg	24.4	21.0	21.4%	10.5%	2.8%	0.9	2.7	4.3	8.8	9.3	-4.2%	-4.4%
STXE 600 Insurance	12.0	10.6	n.a.	5.4%	5.0%	0.6	n.a.	-1.4	-0.8	-18.7	-5.6%	-5.1%
STXE 600 RealEstate	8.5	16.6	137.2%	101.4%	4.3%	0.8	5.0	-2.4	n.a.	0.0	-7.8%	-3.6%
STXE 600 Technology	31.4	19.9	17.0%	7.9%	1.7%	0.4	0.6	3.2	14.0	0.7	-8.5%	-12.4%
STXE 600 FinanServc	13.2	15.8	21.7%	9.9%	4.1%	0.8	-0.7	9.6	7.6	-12.5	-9.6%	-8.1%
STXE 600 InduGd&Ser	18.5	16.1	11.5%	6.5%	2.9%	0.8	1.4	4.3	10.7	7.4	-11.0%	-10.5%
STXE 600 Trav&Leisr	17.6	13.4	12.9%	6.7%	2.8%	0.8	1.3	5.3	7.3	-9.6	-11.0%	-6.2%
STXE 600 Per&HouGds	17.1	16.3	22.2%	29.0%	3.4%	0.7	1.8	5.4	7.2	25.2	-11.9%	-12.7%
STXE 600 Telcomm	23.7	14.2	29.3%	2.3%	5.7%	1.2	2.6	9.0	19.9	6.1	-12.1%	-11.1%
STXE 600 Chemicals	15.2	16.2	15.3%	8.0%	2.7%	0.6	1.7	4.3	6.8	-3.0	-12.3%	-13.2%
STXE 600 BasicResou	10.1	9.2	16.6%	7.2%	4.9%	0.4	0.9	7.8	-17.3	-921.8	-13.9%	-8.8%
STXE 600 Constr&Mtr	21.6	15.0	9.9%	4.0%	3.2%	0.9	3.1	4.8	7.1	-4.4	-14.4%	-15.0%
STXE 600 Auto&Parts	6.5	6.7	12.6%	5.8%	4.1%	1.3	0.0	-1.0	1.4	-93.4	-21.6%	-20.9%
STXE 600 Banks	12.3	9.4	n.a.	15.7%	5.2%	4.4	n.a.	20.7	5.6	-7.5	-22.6%	-21.1%

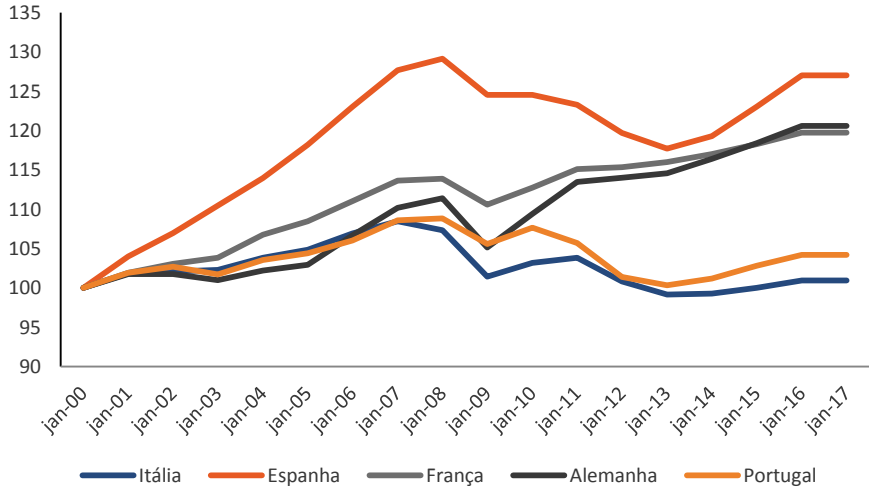
Fonte: Bloomberg; BiG Research

Divergência macroeconómica exacerba fenómenos políticos populistas

Slogan Campanha Presidencial Bill Clinton (1992)

- O enquadramento político-económico na Europa não inviabilizou um acréscimo de apoiantes à permanência do Euro nos 4 países motores da região.

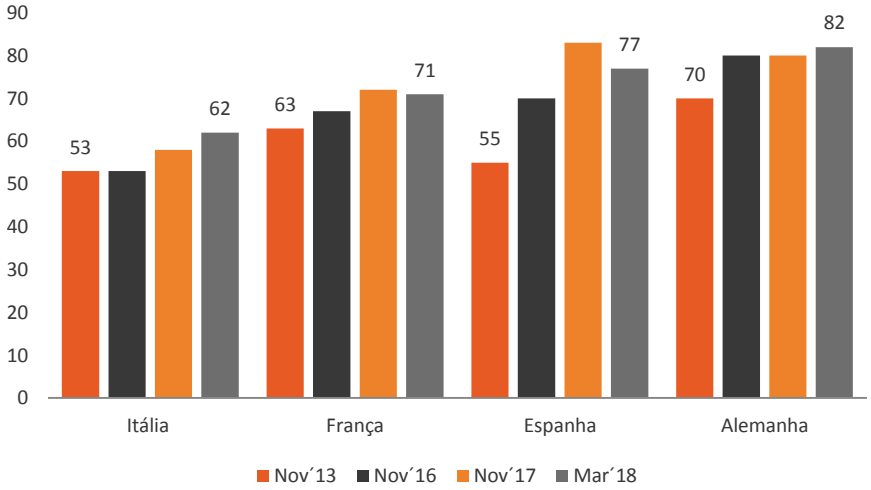
PÁÍSES EUROZONA – EVOLUÇÃO PIB REAL



Fonte: Bloomberg

Fonte: BCE; Bloomberg; BiG Research

SURVEY EUROPA – % SUPORTE PERMANÊNCIA ZONA EURO



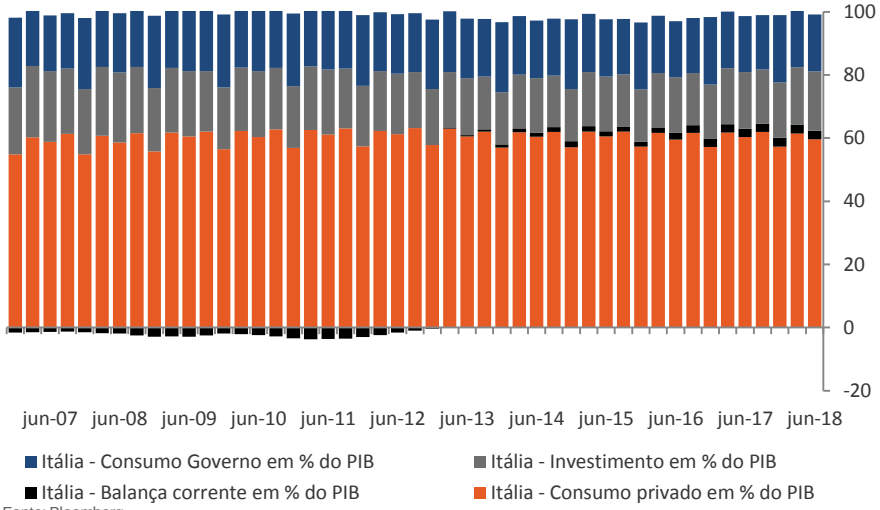
Fonte: Bloomberg

Fonte: Bloomberg; BiG Research

Riscos já descontados na yield, oportunidade de crescimento do PIB graças às novas reformas

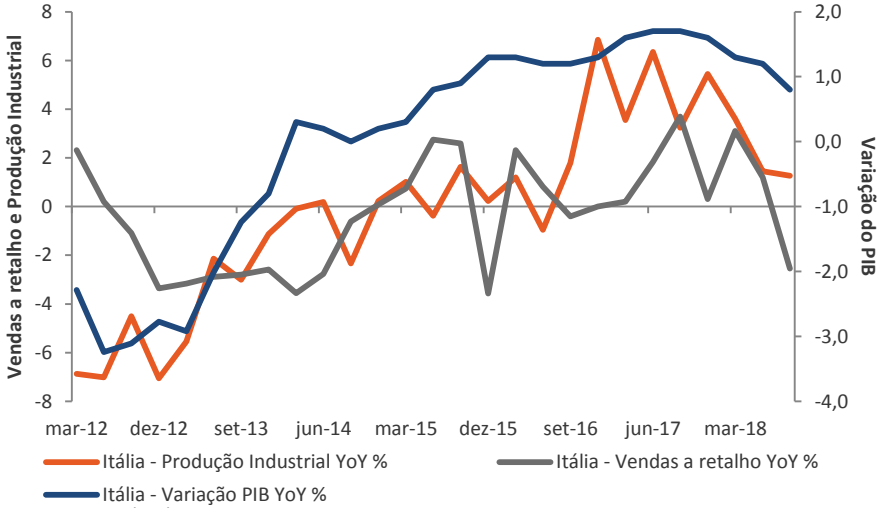
- Apesar do aumento de yields registado com a incerteza em relação à aprovação do orçamento de Itália pela União Europeia, não vemos espaço para futuras subidas de yield.
- Nos próximos meses, a UE deverá iniciar o processo de Controlo de défice excessivo a Itália (tal como o que ainda está em vigor em Espanha) e possivelmente aplicar uma multa no valor de 0,2% do PIB.
- Ainda assim, é esperada a aprovação do orçamento Italiano no parlamento do país, o que possibilitará a oportunidade da coligação Movimento 5 Estrelas e Liga mostrarem que as suas reformas podem estimular o crescimento.
- Se as medidas como o corte de impostos para empresas incentivarem a produção industrial (o investimento em activos fixos representa 18% do PIB) e o rendimento uníco universal impulsionarem o consumo (59% do PIB), poderemos assistir a um aumento do crescimento no país em 2019 para perto das estimativas do governo.
- Assim, o rácio de dívida sobre PIB poderá diminuir (dos actuais 130%) se o balanço do défice não exceder o esperado pelo governo (2,4%) em 2019.

O CONSUMO PRIVADO É O MAIOR CONTRIBUIDOR PARA O PIB...



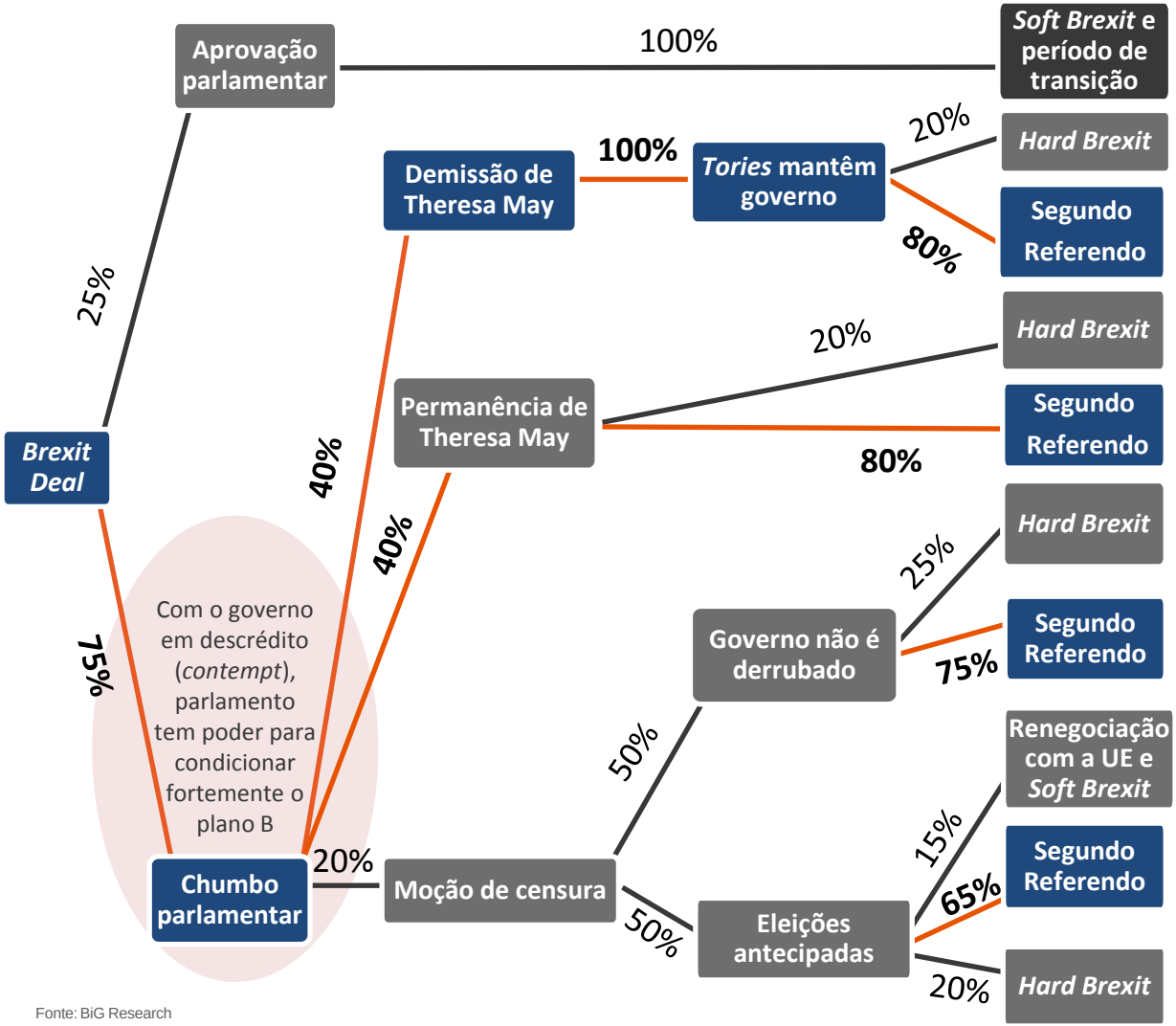
Fonte: Bloomberg

...E CUJA RECUPERAÇÃO DEVE IMPULSIONAR O CRESCIMENTO.



Fonte: Bloomberg

Como em 1971, parlamento britânico volta a ditar o futuro económico-social do Reino Unido

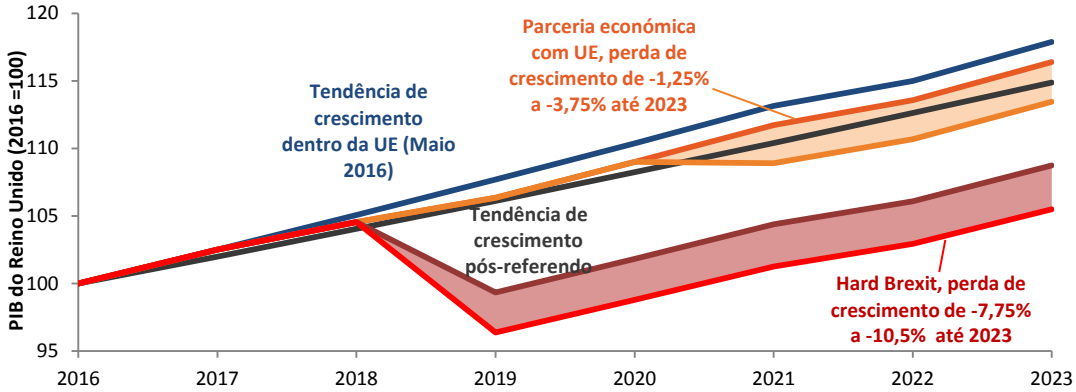


Fonte: BiG Research

- Em meados de Janeiro, o parlamento britânico deparar-se-á com o maior desafio económico que o Reino Unido enfrenta desde a II guerra mundial. A aprovação ou rejeição do *Brexit deal* alcançado por May e a consequente forma de reverter quase meio século de integração com a União Europeia definirão o futuro do Reino Unido.
- Considerando os vários cenários possíveis, as probabilidades agregadas que atribuímos são: Segundo referendo (59%); *Soft Brexit* e período de transição (26%); *Hard Brexit* (15%).
- Um eventual segundo referendo, "People's Vote", deverá providenciar à população a escolha entre *Hard Brexit, Soft Brexit* ou *No Brexit*. Acreditamos que, agora verdadeiramente informada, a população deverá optar pela permanência na UE.
- Ainda que possa permitir o desfecho mais positivo, a convocação de um segundo referendo prolongará a incerteza. Até à sua realização, deverão ser necessárias, pelo menos, 24 semanas, o que implicará uma extensão do prazo estipulado no Artigo 50, que terá de, e deverá, ser aceite pela UE.

Brexit, *a lose-lose situation*: saída ordeira minimizaria inquestionável impacto negativo

CENÁRIOS DO BANCO DE INGLATERRA PARA O BREXIT



Fonte: Bank of England; BiG Research

- De acordo com o Banco de Inglaterra (BoE) e com o próprio governo britânico, uma cisão com a União Europeia comporta sempre um efeito negativo líquido para a economia britânica – uma tendência que se verifica desde o voto para abandonar a UE.
- Parte da magnitude do choque negativo pode ser mitigada se a saída for ordeira. Embora não seja esse o nosso cenário-base, é aquele que providencia o mais elevado grau de certeza.

Datas-chave para Brexit, assumindo aprovação parlamentar em Dezembro/Janeiro (26% probabilidade)

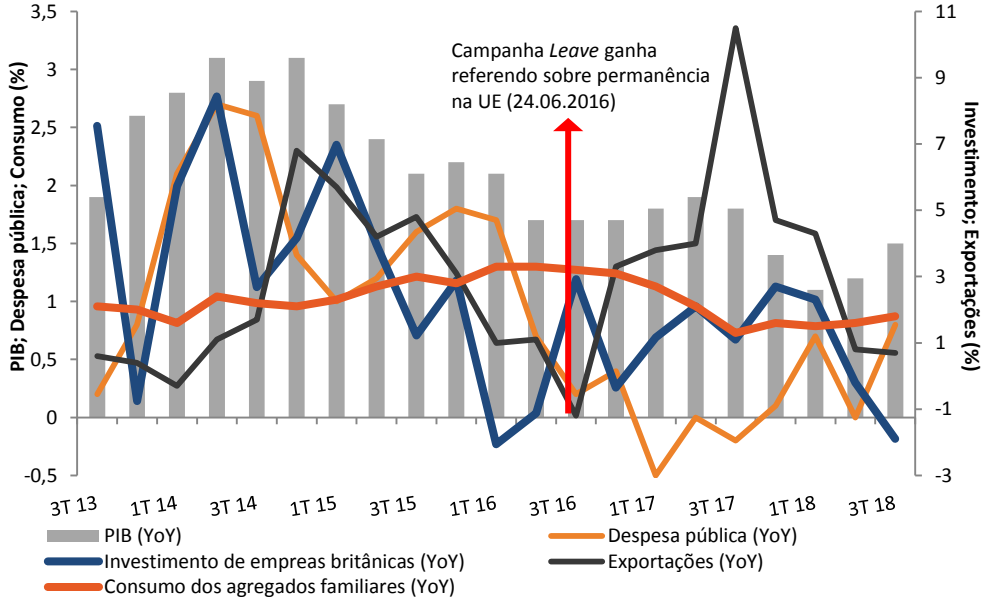
Data	Evento	Importância	Visão BiG Research
Jan-Fev 2019	Tratado para Brexit é integrado na lei britânica	Caso o acordo para Brexit, alcançado por May e a UE, sobreviva ao "*Meaningful Vote*" no parlamento, uma peça legislativa estabelecerá a sociedade britânica pós-Brexit, em período de transição.	Dado o carácter inédito e a enorme importância desta legislação, é possível que haja várias dúvidas e discussões entre UE e UK, no que diz respeito à transposição dos detalhes do tratado para Brexit para a lei britânica.
Fev-Mar 2019	Ratificação europeia no Parlamento Europeu	O acordo tem de ser aprovado por 20 dos restantes 27 países da UE e com uma representação de 65% da população total.	A União Europeia deverá ratificar o tratado para Brexit.
29-03-2019	Brexit	Reino Unido abandona formalmente a União Europeia e inicia-se um período de transição, com uma duração prevista de 21 meses.	Dia histórico e triste. O Reino Unido abandonará a UE de forma ordeira: *Soft Brexit*
29/03/2019-31/12/2020 (?)	Período de transição	Negociações de cariz comercial podem legalmente ser iniciadas. Principais aspectos do mercado livre entre UE e UK mantêm-se. UK continua abrangido pela lei europeia, mas sem direito de voto.	Período turbulento para o governo minoritário de May, com uma série de avanços e recuos, em virtude das divergências dentro do Partido Conservador e das diferentes posições dos partidos que constituem o parlamento britânico. A UE deverá continuar a assumir uma postura firme e de poucas concessões em questões-chave para a coesão do bloco.
Jul-2020	Possível extensão do período de transição	Caso não tenham sido alcançados progressos suficientes nas negociações comerciais, as partes poderão estender o período de transição até um prazo máximo de dois anos.	Os acordos comerciais tendem a demorar, em média, cerca de quatro anos a negociar. Perante a abrangência e complexidade da relação comercial entre UE e UK, assim como, as anteriores negociações para o *Brexit deal* deverá haver necessidade de extensão do período de transição.
Dez-2022 (?)	Fim do período de transição - implementação do "*backstop*" (?)	Se as negociações não tiverem sido concluídas com sucesso, inicia-se automaticamente o "*backstop*" na Irlanda do Norte, que implicará uma maior integração do país com a UE, colocando uma virtual fronteira comercial entre UE e UK no mar da Irlanda e a integridade comercial do UK em causa.	Esta é uma solução repudiada pelo Reino Unido e não particularmente favorável para a União Europeia. Os custos envolvidos e as ineficiências impostas ao fluxo comercial poderão criar um arrefecimento temporário do crescimento económico. As partes deverão alocar todos os esforços à evitação deste cenário, com um moderado potencial disruptivo a nível político e social.
Dez-2022 - (?)	Fim do *backstop*	Implementação dos tratados comerciais negociados anteriormente, UK recupera autonomia total perante a UE.	A União Europeia e o Reino Unido iniciam uma nova relação como dois blocos totalmente independentes um do outro. Ambos deverão estar pior após a cisão, principalmente o UK.

Fonte: Capital Economics; Financial Times; BiG Research

Permanência na UE ou mesmo *Soft Brexit* deverão desbloquear potencial de crescimento

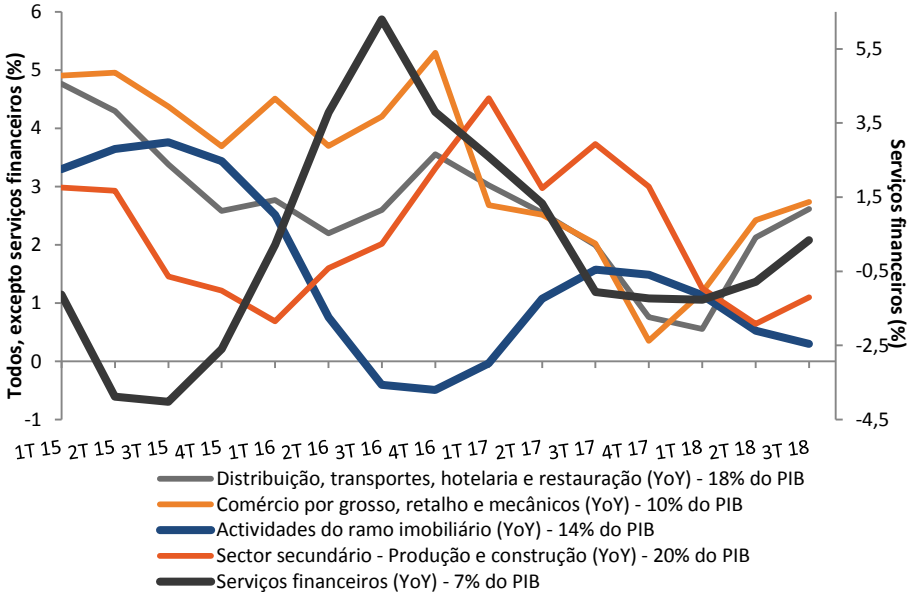
- Nos últimos dois anos, o Reino Unido cresceu, em média, a uma das mais baixas taxas (1,6% YoY) dentro dos países desenvolvidos pertencentes à OCDE (2,4% YoY).
- O voto para abandonar a UE instaurou um clima de incerteza – recentemente revigorado pela aproximação da data de Brexit –, que penalizou fortemente o investimento (17% do PIB) e a libra esterlina. Perante uma balança comercial deficitária, o consumo privado (66%) ressentiu-se. As exportações, num primeiro momento, beneficiaram e o governo tentou suportar a economia com mais despesa (18%).
- Um cenário benigno de permanência ou um menos maligno de *Soft Brexit* providenciarão maior certeza, permitindo uma recuperação do investimento e do consumo, apoiado pela apreciação da libra. Políticas orçamentais mais expansionistas em 2019 concederão um estímulo adicional ao crescimento económico.
- Ainda que todas devam recuperar, para as indústrias-chave esperamos uma evolução mais heterogénea e dependente da existência de Brexit. Caso este ocorra, a aviação, a produção automóvel e o sector financeiro deverão ter uma retoma mais contida.

IMPACTO DO BREXIT NOS AGREGADOS MACROECONÓMICOS



Fonte: UK Office for National Statistics; Bloomberg; BiG Research

VALOR ACRESCENTADO BRUTO POR INDÚSTRIAS-CHAVE NO UK

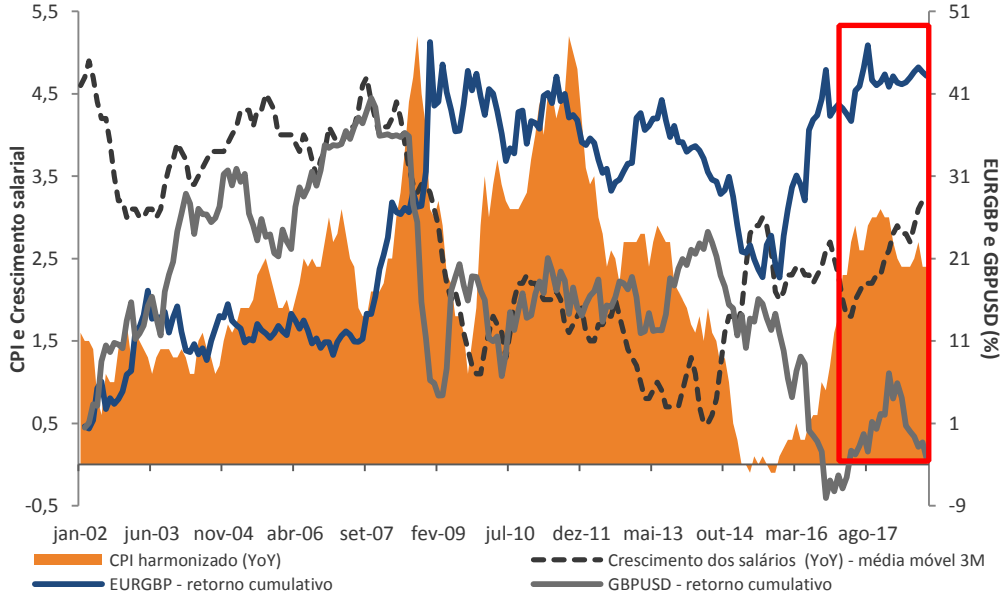


Fonte: UK Office for National Statistics; Bloomberg; BiG Research

Independentemente do desfecho político, Banco de Inglaterra aumentará a taxa de juro

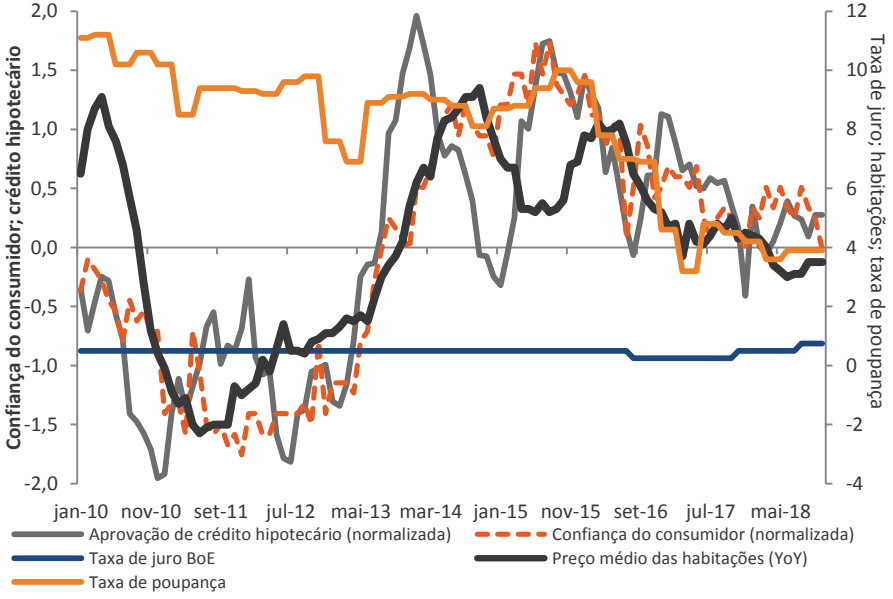
- Actualmente, estão reunidas duas muito relevantes forças inflacionista: a desvalorização da libra face às divisas de duas economias (UE e EUA) com as quais o Reino Unido tem cerca de 64% do seu comércio internacional e balança comercial deficitária e o crescimento sustentado dos salários.
- Um cenário de *Hard Brexit* deverá provocar uma evolução errática da taxa de juro. Num primeiro momento, o BoE aumentaria a taxa de juro, tanto quanto necessário, para segurar a libra e, posteriormente, reduzi-la-ia para estimular a economia. Perante um *Soft Brexit* ou um *No Brexit*, o BoE deverá realizar uma gradual normalização
- O sentimento dos consumidores sofreu uma forte quebra em virtude do voto para Brexit. A perspectiva de uma economia mais fechada e com menor fluxo imigratório, uma menor concessão de crédito hipotecário e uma redução da taxa de poupança para mínimos históricos, em função de um menor poder de compra, contribuíram para uma queda substancial no preço dos imóveis residenciais e comerciais.
- Um *Brexit* ordeiro ou, sobretudo, a permanência na UE deverão permitir uma recuperação material, não obstante o aumento dos custos de financiamento (que estão ainda bastante abaixo do crescimento salarial).

INFLAÇÃO, LIBRA ESTERLINA E CRESCIMENTO SALARIAL



Fonte: UK Office for National Statistics; Bloomberg; BiG Research

MERCADO IMOBILIÁRIO, SENTIMENTO E POUPANÇA

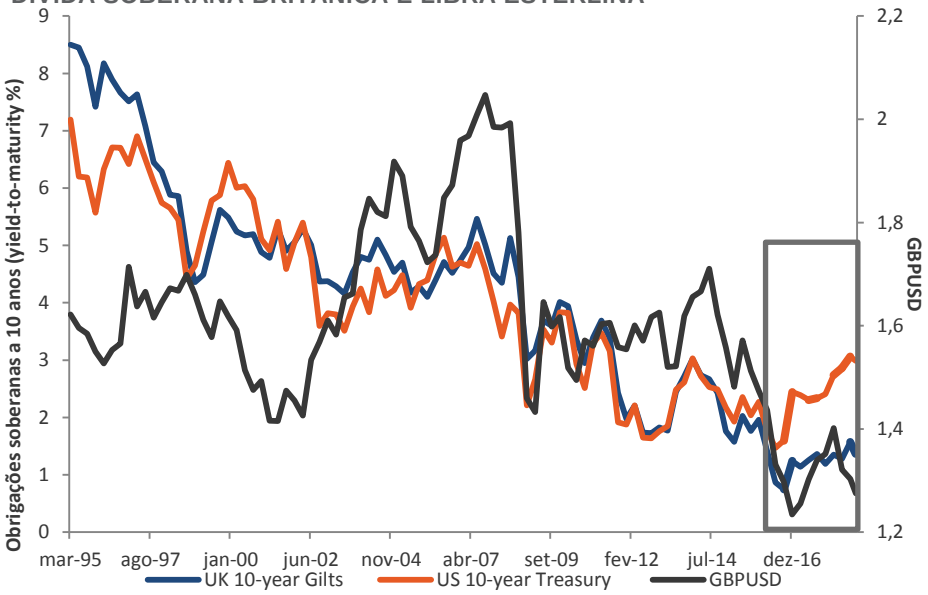


Fonte: UK ONS; Bank of England; UK Land Registry; GfK; Association of British Bankers; BiG Research

Dissipação da incerteza deverá permitir que os activos britânicos recuperem face aos seus congéneres

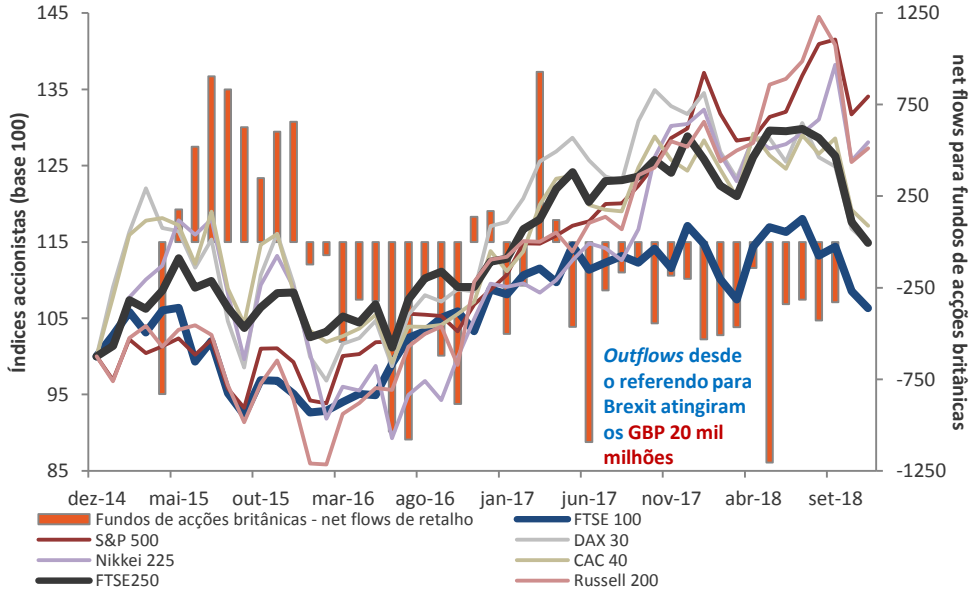
- A perspectiva de menor crescimento fora da União Europeia e, simultaneamente, a procura por refúgio implicou que as *yields* soberanas britânicas a 10 anos não acompanhassem as suas homólogas norte-americanas. O seu diferencial atingiu mínimos históricos de -162 pontos base, acrescentando pressão vendedora à libra face ao dólar.
- Perante um *Soft Brexit*, antecipamos uma recuperação gradual da libra e das *yields* britânicas. Se o Brexit não se consumar de todo, acreditamos numa retoma acentuada nestes dois activos. Por outro lado, um *Hard Brexit* deverá conduzir a uma queda abrupta na libra e pressionar igualmente as *yields* soberanas britânicas em baixa.
- Desde que a possibilidade de saída da UE começou a ser seriamente descontada pelos mercados, as acções britânicas, em pleno *bull market* accionista mundial e independentemente da sua capitalização bolsista, registaram uma *performance* inferior às restantes principais praças accionistas de países desenvolvidos.
- No âmbito accionista, identificamos maior sensibilidade ao Brexit nos seguintes activos: FTSE 250, com empresas mais ligadas à economia britânica, REIT expostos ao mercado imobiliário britânico, sector financeiro, companhias aéreas e empresas da indústria do turismo.

DÍVIDA SOBERANA BRITÂNICA E LIBRA ESTERLINA



Fonte: Bloomberg; BiG Research

MERCADO ACCIONISTA BRITÂNICO

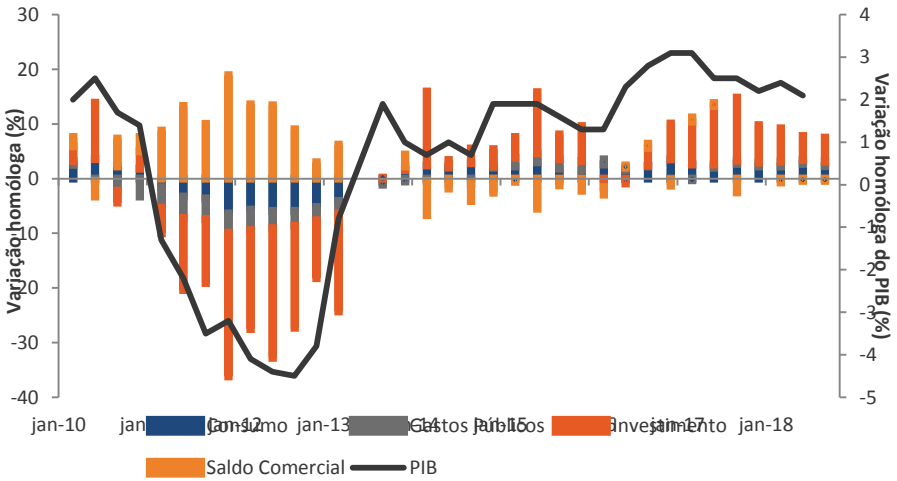


Fonte: Investment Association; Bloomberg; BiG Research

Recuperação de métricas macrofundamentais impulsionam crescimento

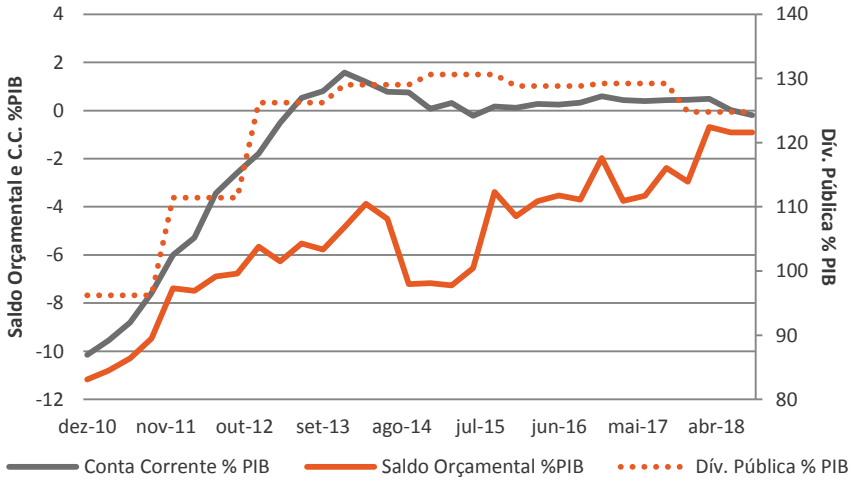
- O final do período da Troika coincidiu com uma recuperação assinalável do investimento.
- Os comparáveis mais exigentes do excedente comercial vigente no período da Troika, tal como o *pick-up* do consumo, contribuiu para uma estabilização deste indicador.
- A execução orçamental registou o melhor desempenho dos últimos anos, pelo que o superavit primário e o produto a crescer a uma taxa superior ao PIB potencial já se traduziu num declínio do nível de dívida/PIB.
- A evolução notável do Saldo de Conta Corrente beneficiou também do *pick-up* significativo do turismo nos últimos anos.

EVOLUÇÃO AGREGADOS ECONÓMICOS PORTUGAL



Fonte: BCE; Bloomberg; BiG Research

SURVEY EUROPA – % SUPORTE PERMANÊNCIA ZONA EURO

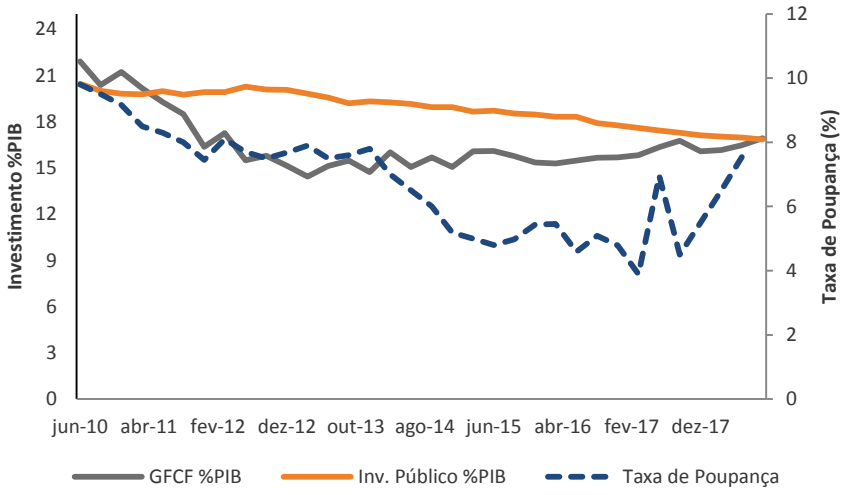


Fonte: Bloomberg; BiG Research

Exportações adquirem peso significativo nos agregados do PIB

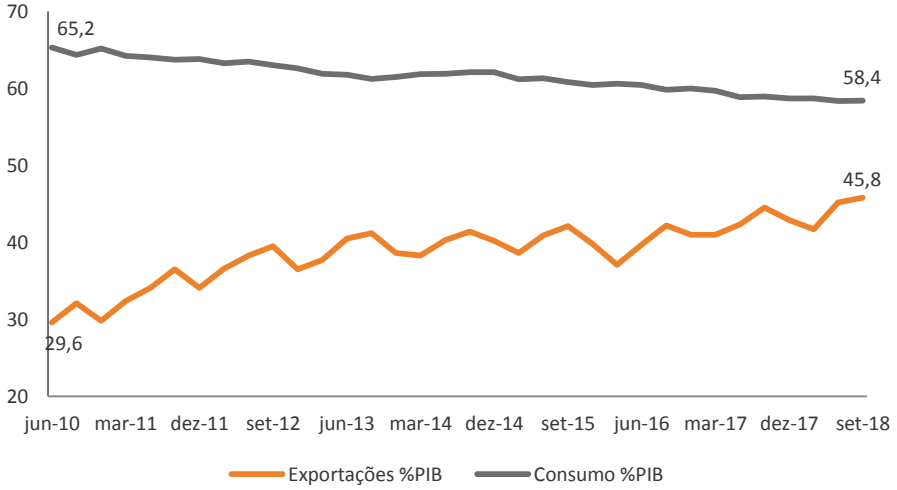
- O investimento público e privado apresentam dinâmicas distintas, sendo evidente que o primeiro não recuperará para níveis idênticos ao pré-crise.
- A recuperação do consumo nos últimos anos tem motivado uma redução gradual da taxa de poupança global.
- A crescente flexibilidade do sector empresarial e o "boom" do turismo materializaram-se nos principais drivers de crescimento das exportações.
- O consumo retrocedeu para níveis mais adequados à dimensão e riqueza gerada pelo país.

INVESTIMENTO PÚBLICO & PRIVADO (%PIB) VS TAXA POUPANÇA



Fonte: BCE; Bloomberg; BiG Research

EVOLUÇÃO EXPORTAÇÕES VS CONSUMO (% PIB)



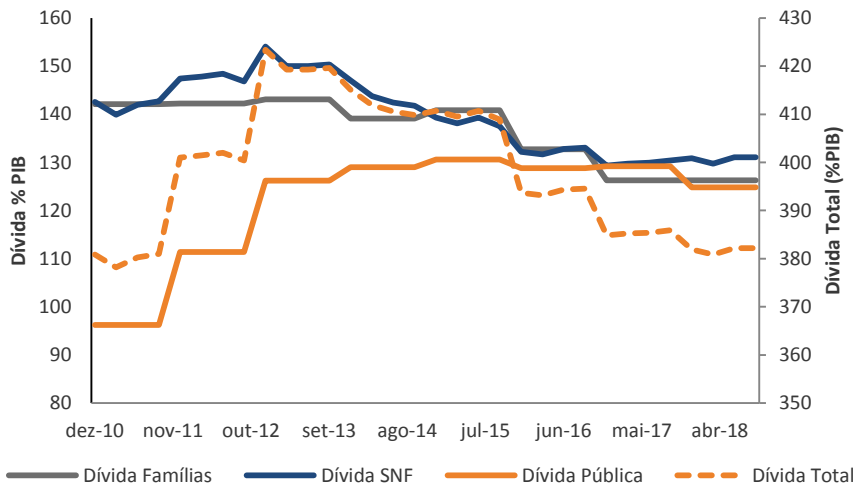
Fonte: Bloomberg; BiG Research

Fonte: Bloomberg; BiG Research

Desalavancagem da Economia limita nível de recuperação da concessão de crédito

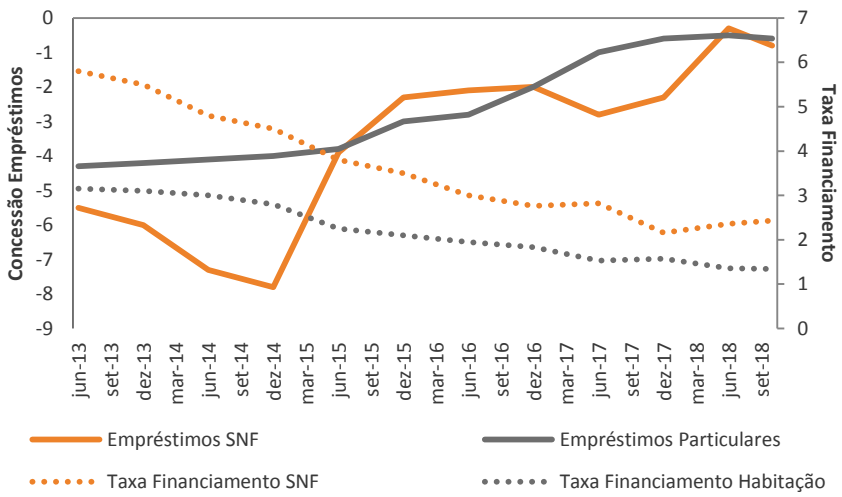
- A desalavancagem da economia abrangeu todos os segmentos, em particular o sector Privado – Famílias e Empresas.
- A redução do endividamento público foi mais ténue, mas a dívida total retrocedeu, ainda assim, de um máximo de 420% para 380% do PIB.
- Observou-se uma recuperação da concessão de crédito ao sector Privado – SNF e Famílias – ainda que este continue a exibir um crescimento homólogo (menos) negativo.
- As taxas de financiamento continuam historicamente baixas, em resultado do efeito das políticas de QE realizadas pelo BCE no auge da crise Soberana.

EVOLUÇÃO AGREGADOS ENDIVIDAMENTO %PIB



Fonte: BCE; Bloomberg; BiG Research

EVOLUÇÃO CONCESSÃO DE EMPRÉSTIMOS SNF & PARTICULARES

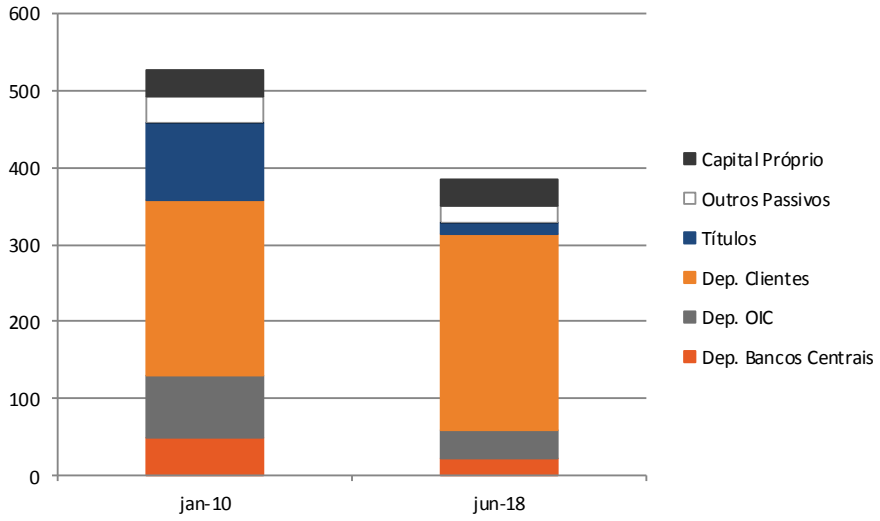


Fonte: Bloomberg; BiG Research

Restruturação no período das trevas concretiza maior robustez do sector financeiro

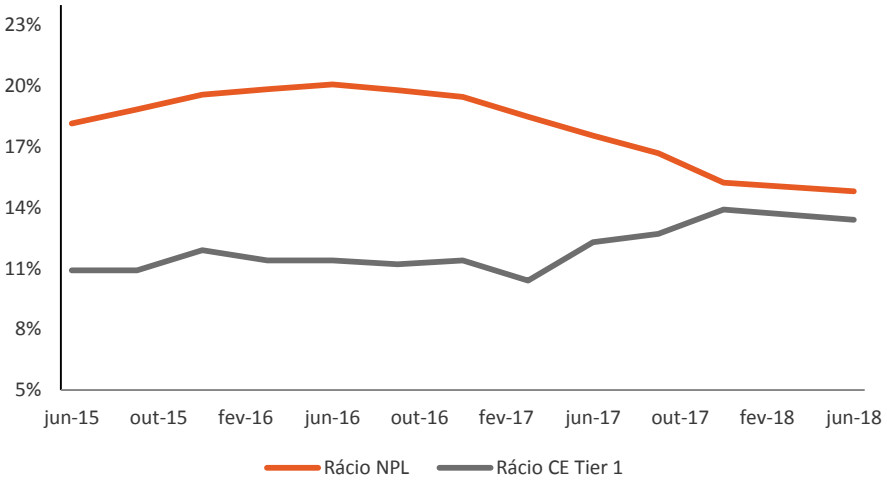
- A estrutura de financiamento dos Bancos nacionais alterou-se significativamente na sequência da crise Soberana.
- A maior robustez do sector financeiro traduziu-se no incremento do funding via maior parcela de Depósitos e de Capital Próprio.
- A recuperação da actividade económica e a "limpeza" gradual do Balanço dos Bancos determinou uma evolução mais favorável dos rácios de incumprimento.
- O ciclo regulatório dos Bancos parece-nos aproximar-se do seu epílogo, à luz do excesso recente, mas também motivou uma subida generalizada dos rácios de capital.

EVOLUÇÃO ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO BANCOS (EUR MIL MN)



Fonte: Banco de Portugal; BiG Research

EVOLUÇÃO RÁCIOS DO SECTOR FINANCEIRO



Fonte: Banco de Portugal; BiG Research

Vistos Gold & RNH são exemplos de sucesso de Regimes Fiscais especiais

RNH Totais: 23.767

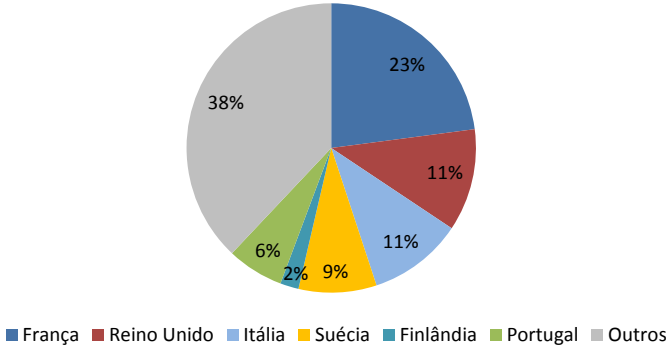
Número Vistos Gold*: 16.231

 # RNH + # Vistos Gold = 39.998

RNH Portugueses: 1.502

Fonte: Dinheiro Vivo; APEMIP; BiG Research

Breakdown Nacionalidades - RNH



Fonte: Dinheiro Vivo; APEMIP; BiG Research

"Vistos Gold" concedidos
(De 2012 a Junho de 2018)

CHINA	3.890	(+36)
BRASIL	561	(+8)
ÁFRICA DO SUL	254	(+8)
TURQUIA	224	(+11)
RÚSSIA	222	(+3)

Fonte: SEF; BiG Research

INVESTIMENTO DIRECTO

Investimento RNH	~ 11.000.000
Investimento Vistos GOLD	~ 4.000.000
Investimento Total	~ 15.000.000

Nota: Valores em EUR mn

Fonte: Dinheiro Vivo; APEMIP; BiG Research

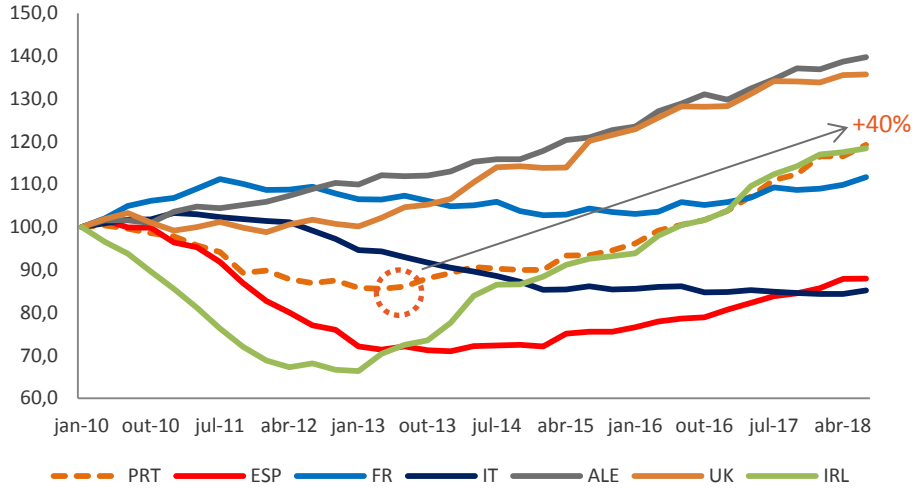
INVESTIMENTO DIRECTO

8% PIB

Valorização histórica do mercado imobiliário parece aproximar-se do seu epílogo

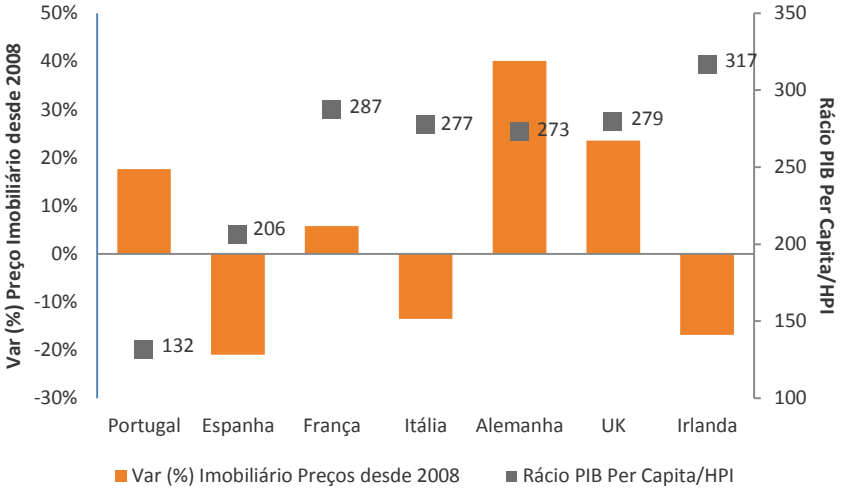
- A recuperação histórica do mercado imobiliário não encontra paralelo com a evolução dos preços noutros países da periferia.
- A ausência de uma bolha imobiliária em Portugal (vs Espanha e Irlanda) no pré-crise e o enorme fluxo de compras de imóveis por estrangeiros (mais de 30% do total em 2018) contribuiu para acentuar o fenómeno altista do preço das casas – o qual terá inevitavelmente um limite.
- Portugal regista o valor mais baixo do rácio de riqueza per capita em relação ao índice de preços Imobiliário (HPI) – realçando as perspectivas de sobreaquecimento do mesmo.
- O fenómeno do investimento em Imobiliário proveniente de Capital estrangeiro contribui para explicar o desalinhamento dos preços imobiliários em relação aos fundamentais.

EVOLUÇÃO ÍNDICE DE PREÇOS IMOBILIÁRIO



Fonte: BCE; Bloomberg; BiG Research

VARIAÇÃO ÍNDICE IMOBILIÁRIO (HPI) VS RÁCIO PIB PER CAPITA / HPI



Fonte: Bloomberg; BiG Research

Síntese de trajectória Macro-estrutural: Sucessos & Riscos

✓ Ajustamento fenomenal do sector privado motivou uma correcção significativa dos desiquilíbrios estruturais do país;

✓ Modelo de crescimento do país com crescente peso das exportações (46% do PIB) revela maior flexibilidade estrutural;

✓ Recuperação significativa do investimento beneficiou também do sucesso de regimes fiscais atractivos para capital estrangeiro;

✓ Sucesso na desalavancagem do país e restruturação do sector financeiro torna o país mais resiliente a uma eventual subida dos custos de financiamento;

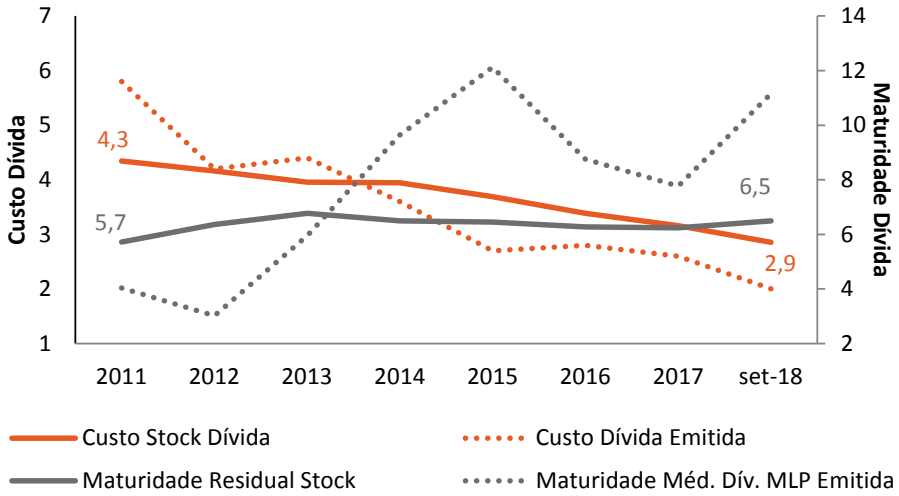
✕ Nível de endividamento público e privado subsiste a níveis elevados;

✕ Índice de Competitividade laboral não acompanhou "explosão" do IDE, o que restringe crescimento futuro;

✕ Perspectiva de sobreaquecimento do mercado imobiliário acarreta riscos face a um eventual *downturn* global;

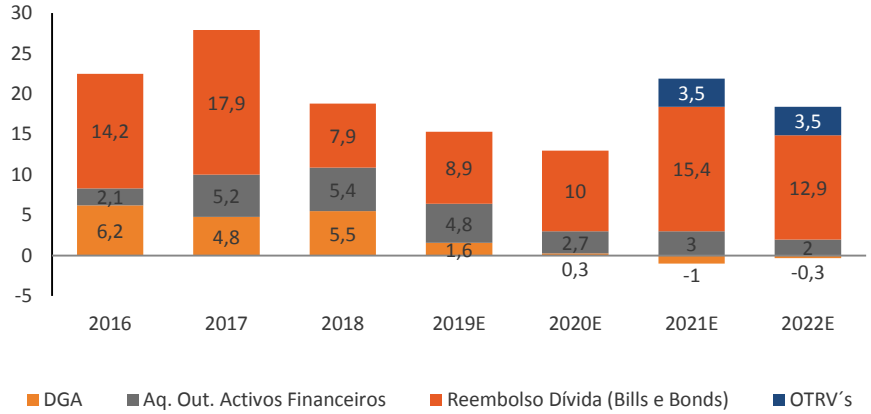
✕ Insuficiente ajustamento do sector público, apesar de evolução favorável do exercício orçamental;

CUSTO DA DÍVIDA VS MATURIDADE DA DÍVIDA



Fonte: BCE; Bloomberg; BiG Research

NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO ESTADO (EUR MIL MN)

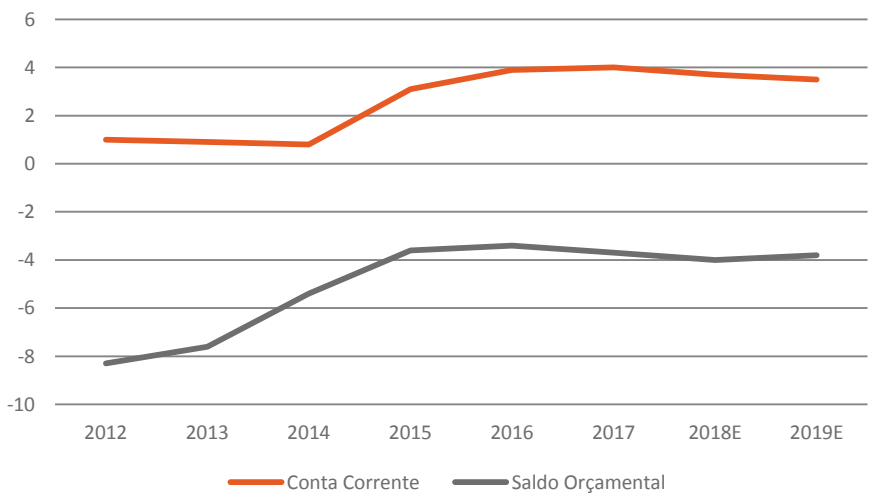


Fonte: Bloomberg; BiG Research

Agregados macroeconómicos no Japão apontam para uma desaceleração

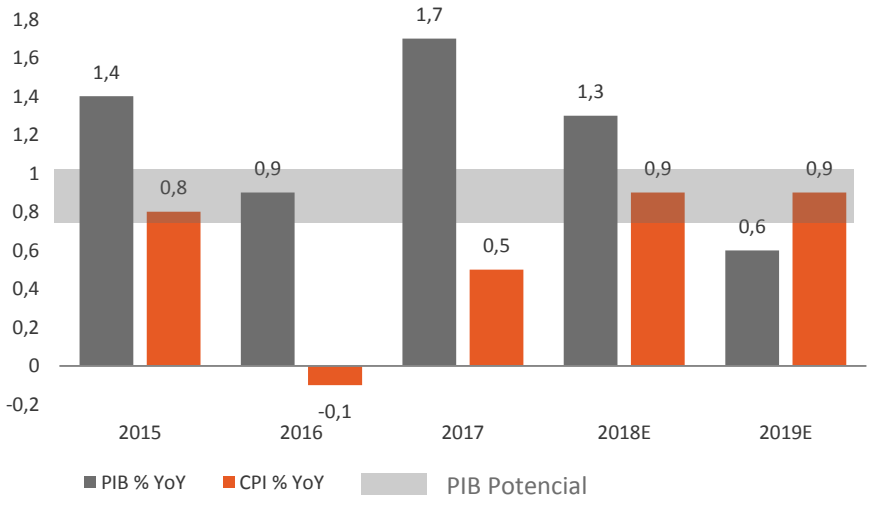
- Saldo Orçamental amplamente deficitário e redução do crescimento potencial exacerbou problema de endividamento público.
- Superavit de Conta Corrente mantém-se en torno dos 4% - mitiga dependência externa – não obstante volatilidade do câmbio.
- A redução do consumo e do investimento deverão ser os principais drivers que contribuirão para o arrefecimento económico em 2019.
- A inflação mantém-se longe do target definido pelo BoJ e o crescimento deverá quedar-se no limite inferior do PIB potencial.

SALDO CONTA CORRENTE VS SALDO ORÇAMENTAL



Fonte: bLOomberg; BiG Research

EXPECTATIVAS DE CRESCIMENTO & INFLAÇÃO

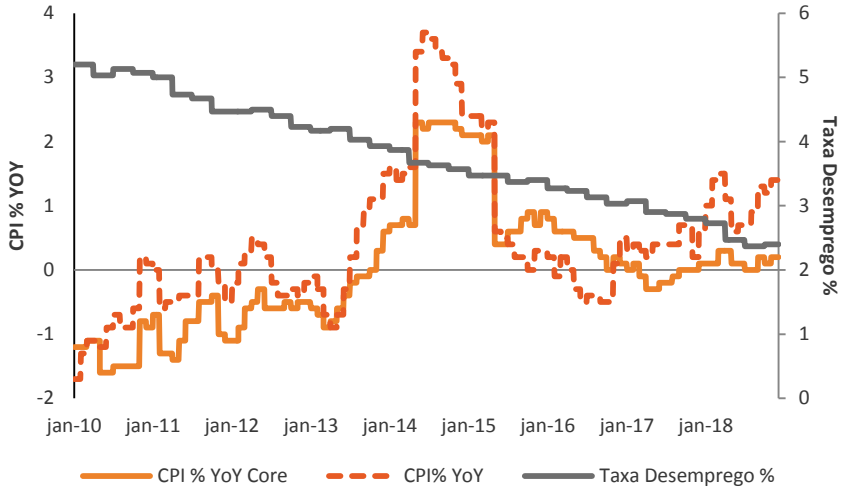


Fonte: Bloomberg; BoJ; BiG Research

Perspectiva demográfica idiossincrática limita riscos inflacionistas no médio prazo

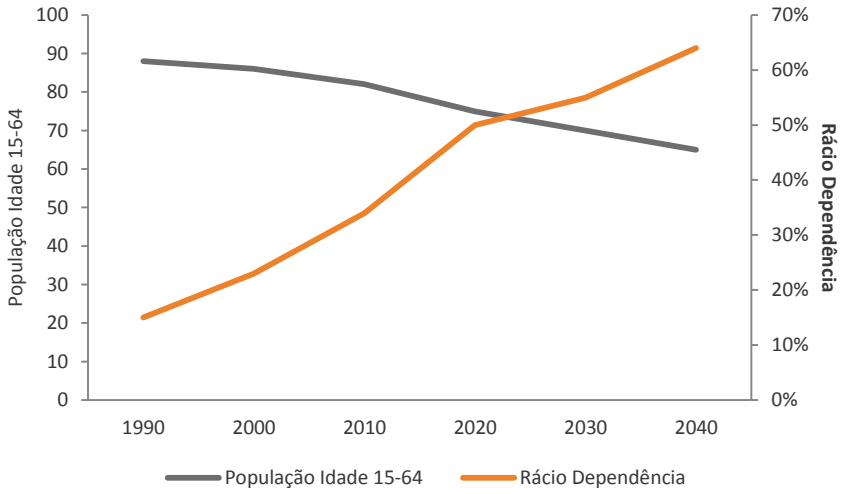
- A taxa de desemprego situa-se a valores mínimos do actual ciclo de expansão...
- ...ainda que as pressões salariais encontram-se relativamente contidas e o pick-up da inflação mostra-se mais relacionado com a componente energética.
- A tendência demográfica única no Japão acentuará a dificuldade do país em quebrar a dinâmica de maior endividamento.
- Avanços da Produtividade – sobretudo do lado da Inteligência Artificial – terão de amenizar a perda de riqueza face à expectativa demográfica.

CPI VS DESEMPREGO



Fonte: bLOomberg; BiG Research

RISCO ESTRUTURAL – TENDÊNCIA DEMOGRÁFICA

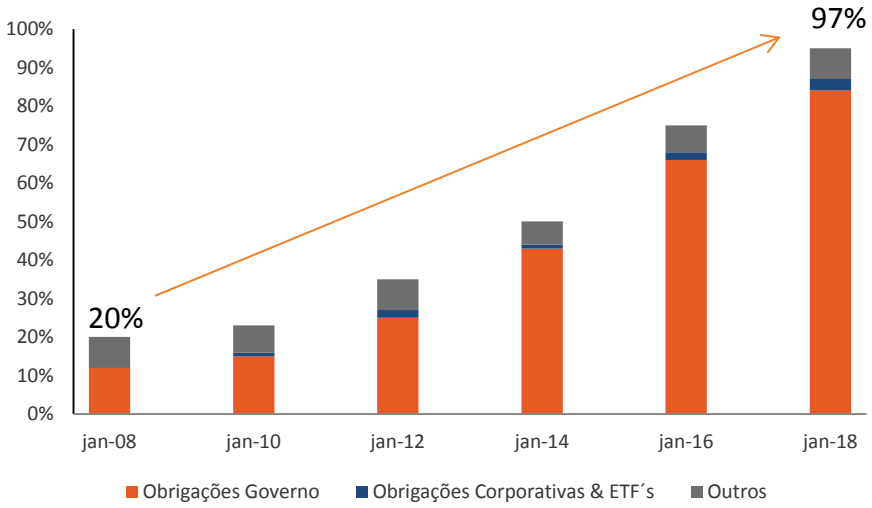


Fonte: Bloomberg; BoJ; BiG Research

QQE (Quantitative Qualitative Easing) deverá perdurar em 2019 com efeitos assimétricos

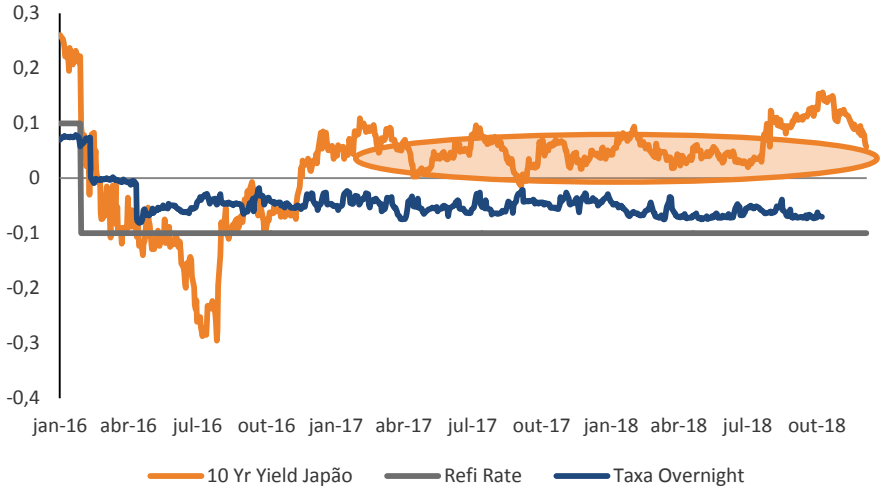
- O BoJ tem definido um target anual de compra de activos financeiros (sobretudo dívida pública) no montante de JPY 80 tri que não deverá sofrer alterações significativas.
- O elevado endividamento público e ausência de pressões inflacionistas encerram o perfil dovish peculiar do BoJ.
- Para além do efeito quantitativo definido, o BoJ manter-se-á activo na gestão da curva de dívida nipónica – procurando ancorar as taxas de juro a 10 anos próximas de zero.
- Não obstante o enquadramento dovish, subsiste algum risco de um eventual spike de taxas de juro em função de causas exógenas.

EVOLUÇÃO HOLDINGS BOJ (% pib)



Fonte: bLOomberg; BiG Research

TAXA DE REFERÊNCIA & OVERNIGHT VS TAXA 10 YR

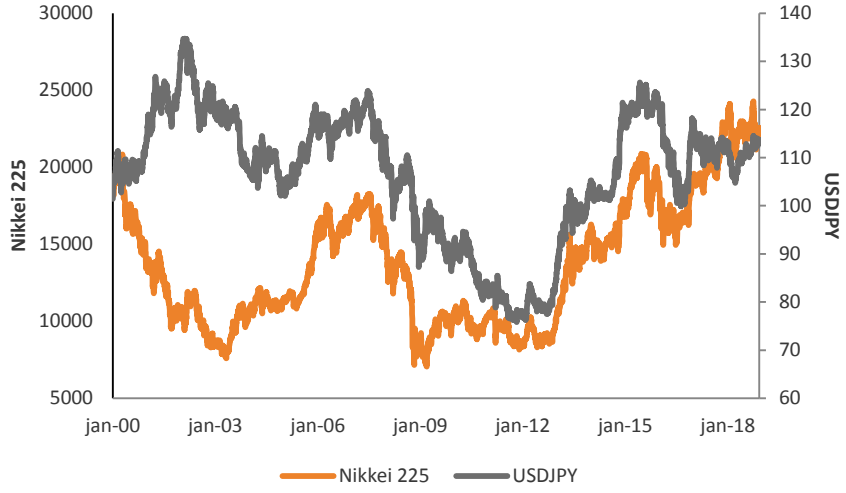


Fonte: Bloomberg; BoJ; BiG Research

Índice nipónico beneficia do enfraquecimento do Iene e crescente robustez empresarial

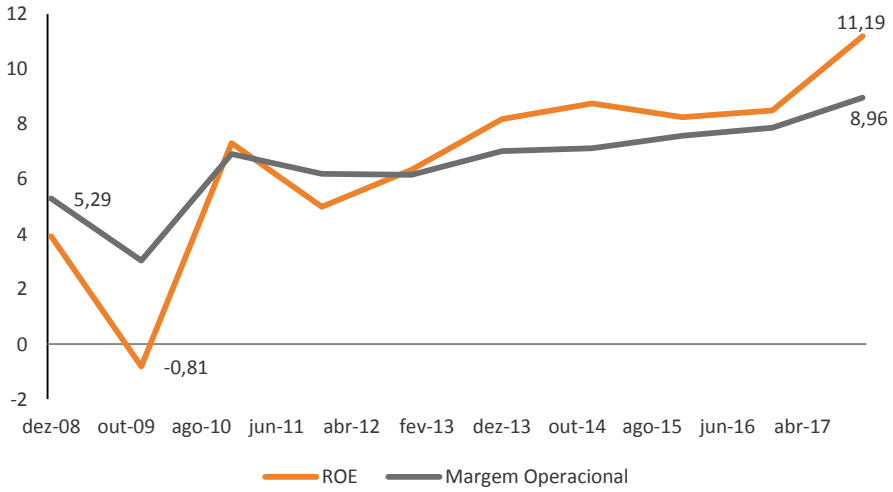
- Excluindo o período que ficou conhecido como o crash das dot.com no início do século, a correlação inversa entre o Iene e o índice Nikkei 225 revela-se muito significativa.
- A própria depreciação do Iene poderá ser um catalisador de valorização do índice nipónico…
- …a que se juntam métricas de avaliação globalmente atractivas e a crescente robustez ao nível empresarial.
- Do ponto de vista da métrica de ERP, o investimento no índice nipónico revela-se o mais atractivo entre o bloco desenvolvido.

NIKKEI 225 VS USDJPY



Fonte: bLOomberg; BiG Research

ROE VS MARGEM OPERACIONAL

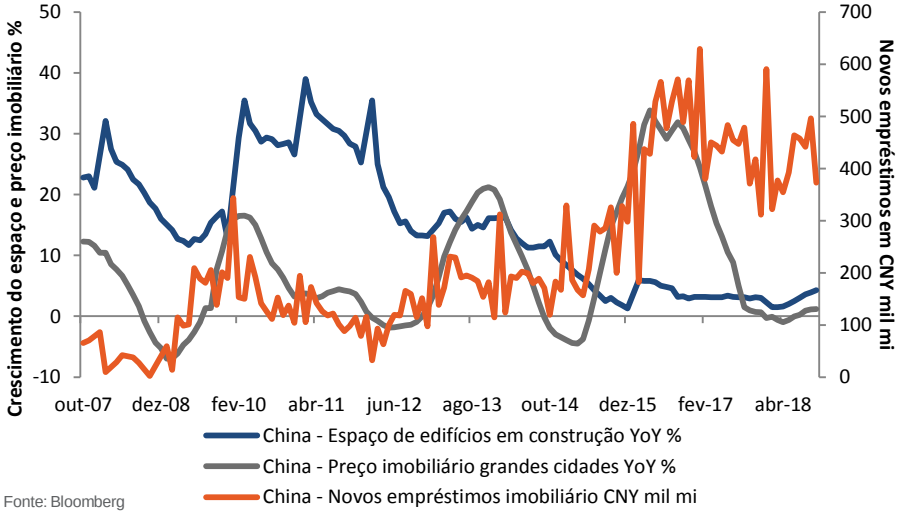


Fonte: Bloomberg; BoJ; BiG Research

O investimento em infraestruturas e em imobiliário aumentará com os incentivos do Governo...

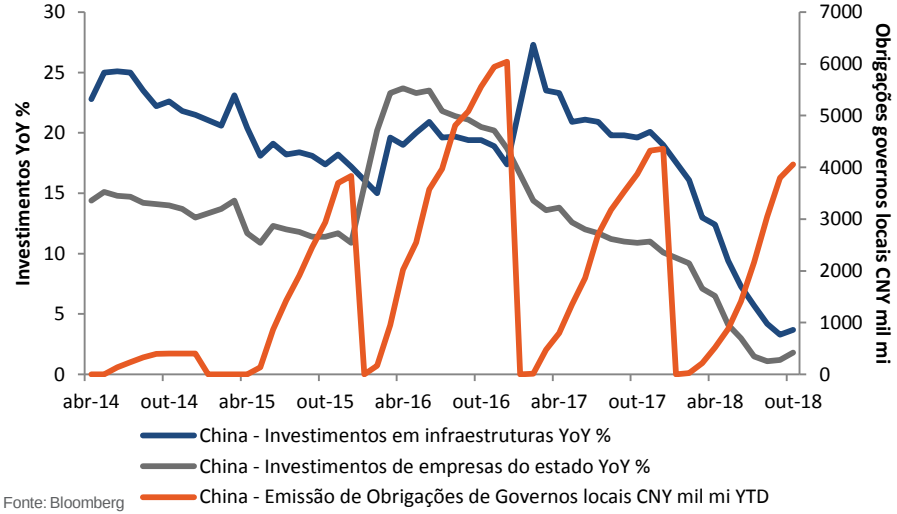
- Numa primeira instância em 2008, o crédito foi concedido principalmente a governos locais e empresas estatais de modo a que desenvolvessem infraestruturas. Mais tarde em 2012 foi iniciado um programa de construção de novas casas, que em 2015 foi na sua maioria substituído pela compra directa de casas pelo governo aos construtores de modo a fornecer habitações à população mais pobre, sustentando simultaneamente o mercado imobiliário.
- Recentemente surgiram rumores de que o governo estaria a abrandar este estímulo porque o nível de inventários dos contrutores e consequentemente o mercado imobiliário já está num nível sustentado.
- Em 2015 uma auditoria revelou dívidas superiores a RMB 15,4bi (cerca de USD 2,6bi) em entidades de financiamento de governos locais. Esta dívida foi na sua maioria convertida para obrigações governamentais oficiais. O governo impôs também a partir de 2015 quotas anuais sobre a nova dívida para o financiamento do orçamento dos governos locais e uma nova dívida especial para o investimento em projectos de infraestrutura.
- Devido à queda recente de gastos em infraestruturas, o governo decidiu relaxar os limites à nova dívida e aumentar as quotas anuais que deverá impulsionar este sector nos próximos anos.

O CRÉDITO TEM SUSTENTADO O MERCADO IMOBILIÁRIO



Fonte: Bloomberg

DIMINUIÇÃO DOS INVESTIMENTOS EM INFRAESTRUTURAS

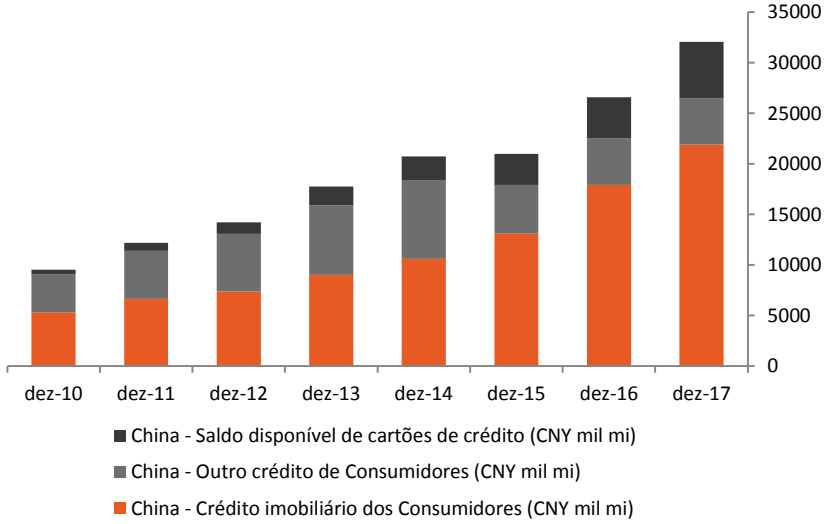


Fonte: Bloomberg

...e o plano de estímulos fiscais irá impulsionar o consumo.

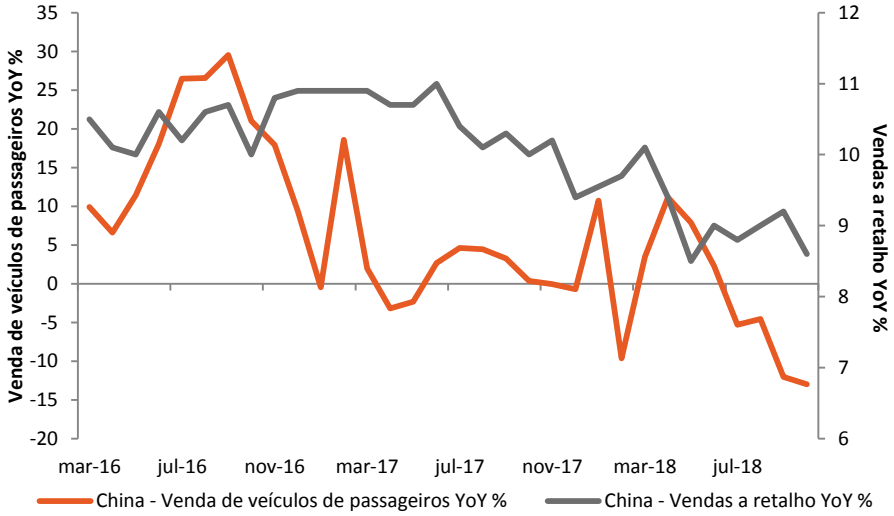
- Outro problema com que o governo se depara actualmente é a queda do consumo que em parte foi provocado pelo aumento dos gastos do rendimento disponível em empréstimos à habitação.
- Recentemente, foi divulgado um plano de estímulo ao consumo através da redução da carga fiscal. O limite acima do qual são cobrados impostos sobre o rendimento anual foi aumentado de RMB 42.000 para RMB 60.000 (EUR 7.500) beneficiando assim toda a população trabalhadora.
- O governo também melhorou os patamares fiscais possibilitando assim um ganho de cerca de 7% aos consumidores com rendimentos anuais entre os RMB 120.000 e RMB 600.000 (cerca de EUR 15.000 e EUR 75.000).
- A queda nas vendas de automóveis tem também pressionado o consumo. Consequentemente, o governo anunciou um corte de impostos a automóveis com motores de cilindrada 1600 ou menor.

O CRÉDITO IMOBILIÁRIO TEM AUMENTADO SIGNIFICATIVAMENTE



Fonte: Bloomberg

A QUEDA DAS VENDAS DE AUTOMÓVEIS PREJUDICOU O CRESCIMENTO DO CONSUMO



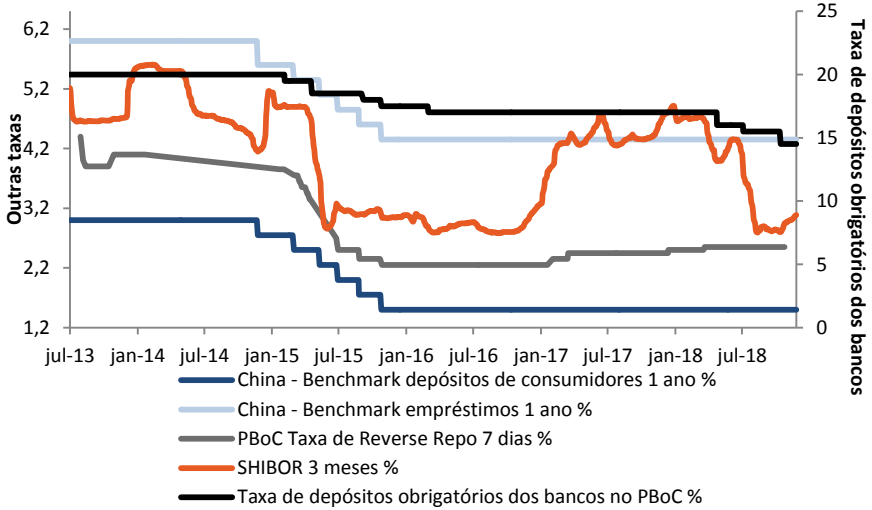
Fonte: Bloomberg

Ao mesmo tempo, o banco central implementa medidas expansionistas...

- Nos últimos anos a China tem estimulado a economia através de diferentes políticas monetárias tais como a diminuição do rácio de reservas sobre depósitos dos bancos, disponibilização de empréstimos aos bancos a um prazo de 3 meses a 1 ano e disponibilização de fundos de curto prazo através de reverse repos. A medida mais benéfica para os bancos tem sido o corte do rácio de reservas, pois disponibiliza uma injecção de liquidez a um custo inferior. O último corte de 100bp em Outubro(o terceiro de 2018) disponibilizou cerca de RMB 1,2bn em liquidez.

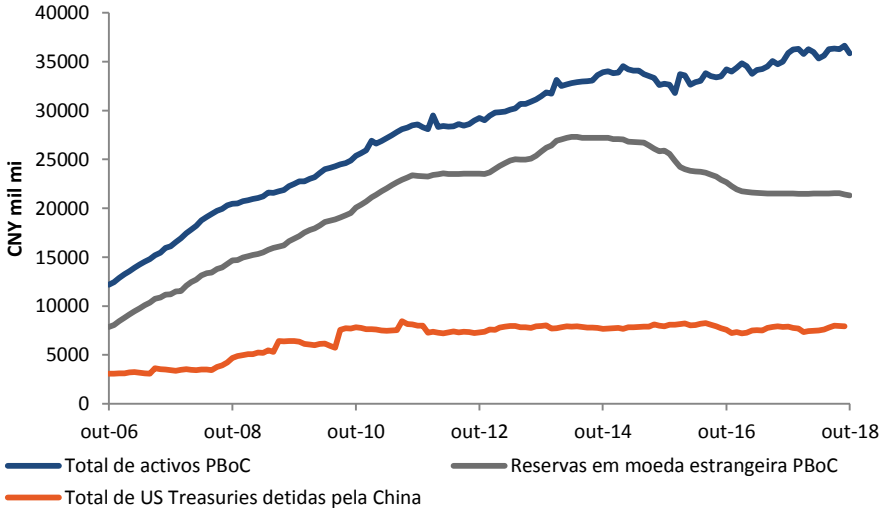
- O Balanço do banco central da China (PBoC) tem o maior valor em activos do mundo em USD 5,1bn. É composto na sua maioria por activos em moeda estrangeira como treasuries dos EUA que foram comprados para manter a moeda local (o renminbi) estável quando a China registava grande inflow de investimento estrangeiro e um grande balanço comercial positivo. Há medida que estes dois factores estabilizaram a níveis mais baixos a necessidade de compra de treasuries diminuiu e actualmente o balanço existente serve para gestão da moeda.

TAXAS USADAS PELO PBOC NA POLÍTICA MONETÁRIA



Fonte: Bloomberg

ACTIVOS NO BALANÇO DO PBOC

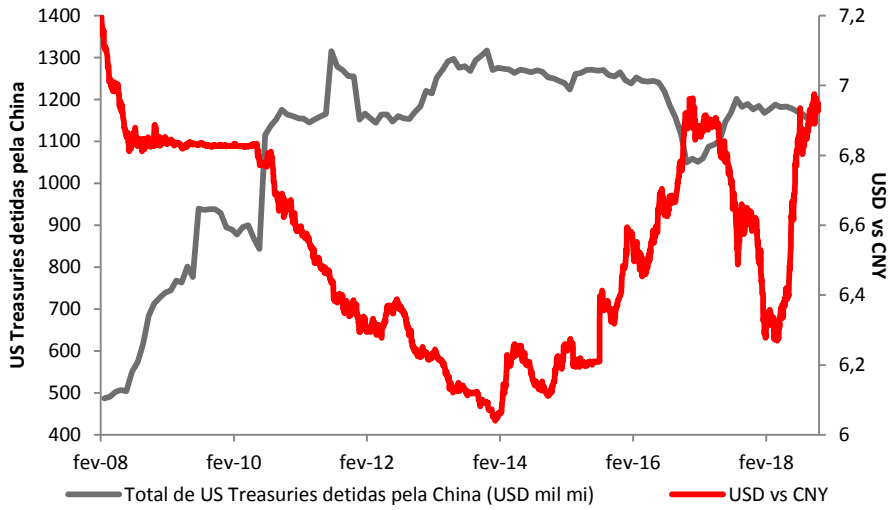


Fonte: Bloomberg

... e a desvalorização da moeda para além de controlada, beneficia o segmento exportador.

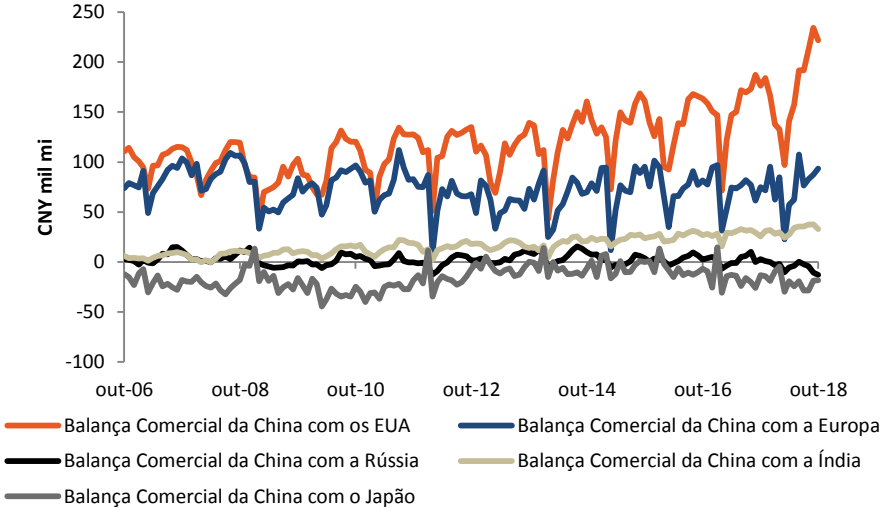
- Devido ao movimento mais expansionista tanto de política fiscal como monetária, vs movimento contraccionista dos EUA, a moeda chinesa tem vindo a registar desvalorizações expressivas, impulsionadas também pelo escalar de tensões comerciais.
- O governo não tem, no entanto, intervenido tanto no mercado como aconteceu em 2015-16, devido aos menores fluxos de saída de dinheiro do país e da estabilização do mercado accionista chinês vs a onda de pânico há 2 anos.
- Uma diminuição das tensões comerciais poderia impulsionar uma valorização da moeda chinesa, mas por enquanto a recente desvalorização ajuda os exportadores ao diminuir o impacto das tarifas impostas pelos EUA.
- Uma recuperação económica assente nos recentes estímulos do banco central iria provavelmente contrabalançar o facto de a política monetária ser expansionista e impulsionar assim uma valorização da moeda.

NÃO SE ASSISTIU A UMA VENDA DE US TREASURIES COMO EM 2015 E 2016



Fonte: Bloomberg

OS EFEITOS DAS TARIFAS AINDA NÃO SÃO EVIDENTES NA BALANÇA COMERCIAL

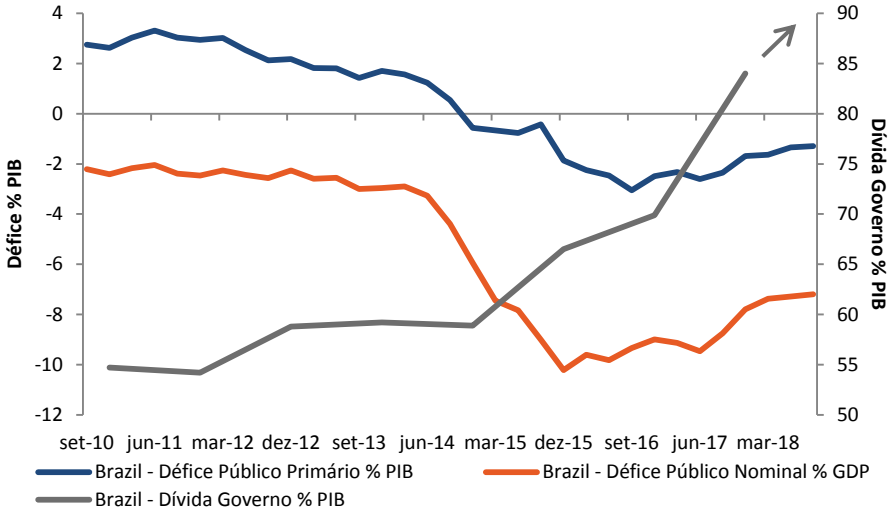


Fonte: Bloomberg

Mercado Brasileiro demasiado optimista e com difícil implementação de reformas

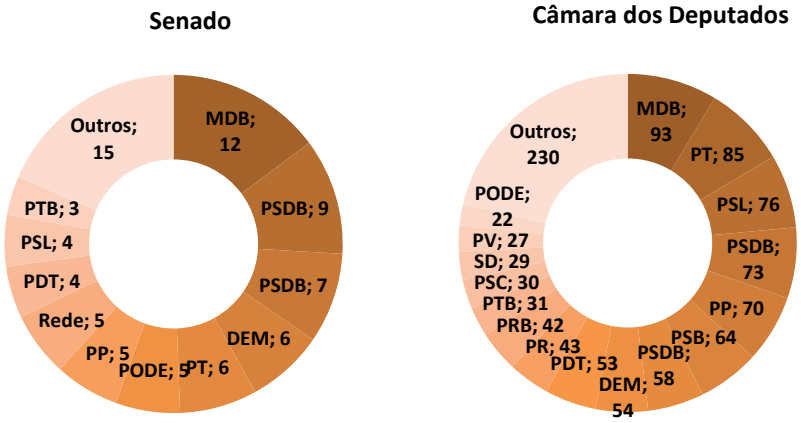
- Depois das perspectivas de Bolsonaro ser eleito aumentarem o mercado accionista brasileiro valorizou bastante. A expectativa é de que sejam criadas reformas que melhorem o estado macroeconómico do país.
- É tentador no entanto, para Bolsonaro, focar-se nas políticas mais populistas contra a imigração em detrimento de reformas económicas menos populares, depois desta recuperação positiva do mercado.
- O objectivo é a redução do défice (que já atingiu 7% devido ao aumento do custo dos juros da dívida).
- A venda de activos do governo, como por exemplo empresas estatais, é uma hipótese.
- No entanto, é provável que esta medida só aconteça depois da tentativa de aprovação da reforma de Temer da segurança social. Esta foi proposta em finais de 2016 mas ainda não foi aprovada no senado ou na câmara dos deputados. É expectável que com a actual segmentação dos dois centros legislativos entre mais de 20 partidos, seja difícil chegar a um consenso.
- Assim antecipamos uma deterioração dos fundamentais do Brazil na primeira metade do ano com a possível aprovação de reformas a ser adiada pela incapacidade de decisão do senado e câmara dos deputados.

O DÉFICE ESTÁ A AUMENTAR EXPONENCIALMENTE A DÍVIDA



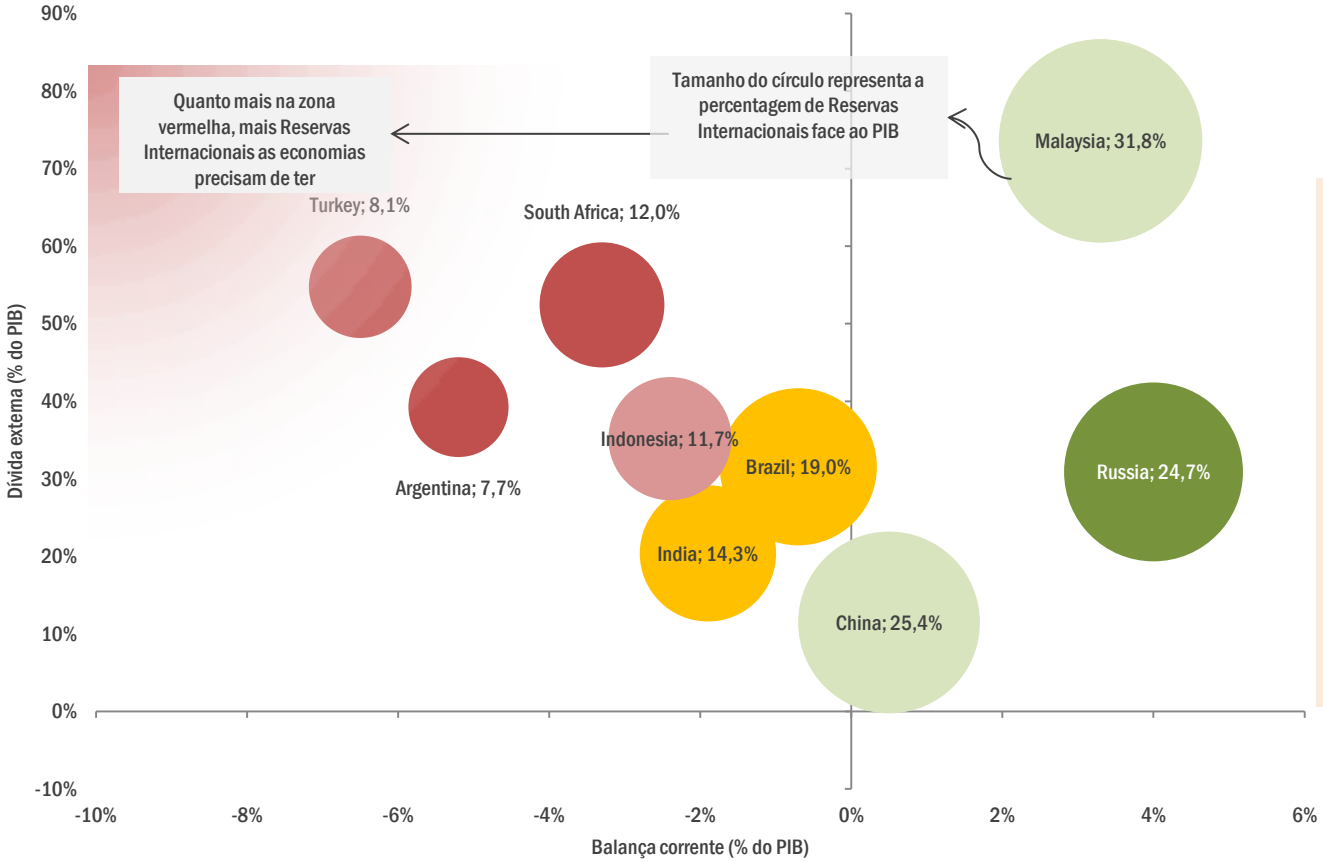
Fonte: Bloomberg

O SENADO E A CÂMARA DOS DEPUTADOS ESTÃO DIVIDIDOS



Fonte: Datafolha

Mercados emergentes apresentam-se resilientes do ponto de vista macro estrutural



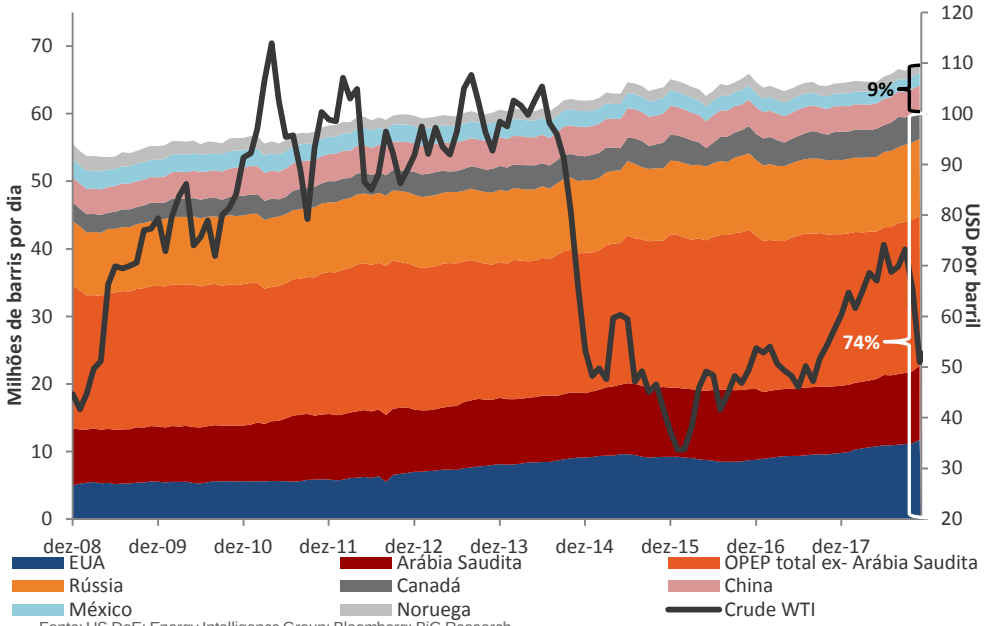
As economias que têm estado debaixo de fogo têm efectivamente desíquilibrios externos com os quais provavelmente ainda terão dificuldade em lidar, mas olhando para todo o segmento Emergente, os riscos de contágio são limitados. Principalmente na Ásia, encontramos vários casos de estruturas económicas bastante mais robustas do que o esperado de um perfil Emergente.

Fonte: BiG Research; BiG GA

Proximidade de fim de ciclo económico transforma *rally* do crude em *bear market*

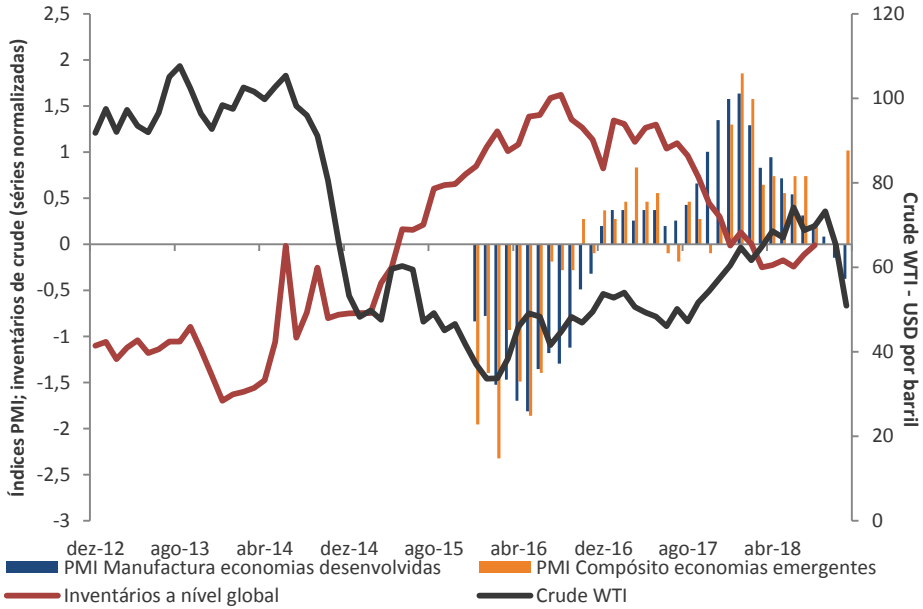
- Beneficiando de uma gestão activa da oferta por parte da OPEP e dos seus aliados – OPEP+ – e de uma conjuntura de crescimento global sincronizado em 2017, os cinco principais produtores mundiais, com uma quota de mercado agregada de 74%, aumentaram significativamente a sua produção, atingindo máximos históricos em 2018 (excepto OPEP como um todo).
- Como resultado, no actual contexto de desaceleração económica e crescente proteccionismo no comércio internacional, o mercado apresenta um excesso de oferta e o crude corrigiu quase 35% em menos de dois meses.
- Como principal fonte energética para transportes e uma das mais preponderantes na indústria, a utilização de crude está intimamente relacionada com a actividade económica. À medida que esta vai arrefecendo, a menor procura por crude implica uma acumulação de inventários.
- Para 2019, antevemos que o mundo esteja novamente sincronizado, mas desta vez em abrandamento económico. Com efeito, até se concretizar um expressivo corte de produção, os inventários de crude deverão continuar elevados, limitando o potencial de apreciação do crude.

EVOLUÇÃO DO *OUTPUT* DOS MAIORES PRODUTORES MUNDIAIS



Fonte: US DoE; Energy Intelligence Group; Bloomberg; BiG Research

ACTIVIDADE ECONÓMICA, INVENTÁRIOS DE CRUDE E PREÇO

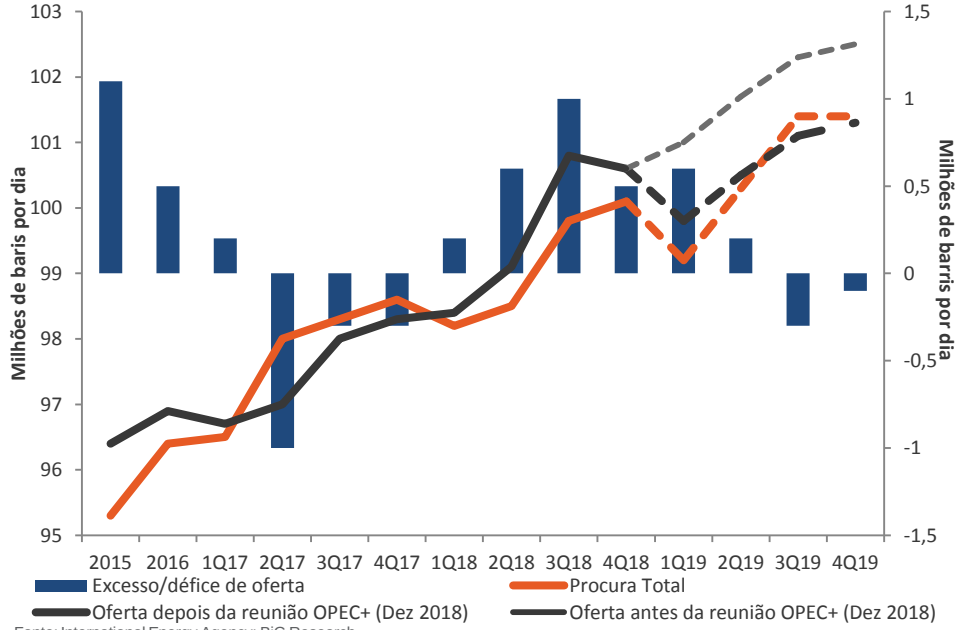


Fonte: International Energy Agency; Markit ; Bloomberg; BiG Research

Inflação mundial contida até um eventual equilíbrio de mercado no terceiro trimestre de 2019

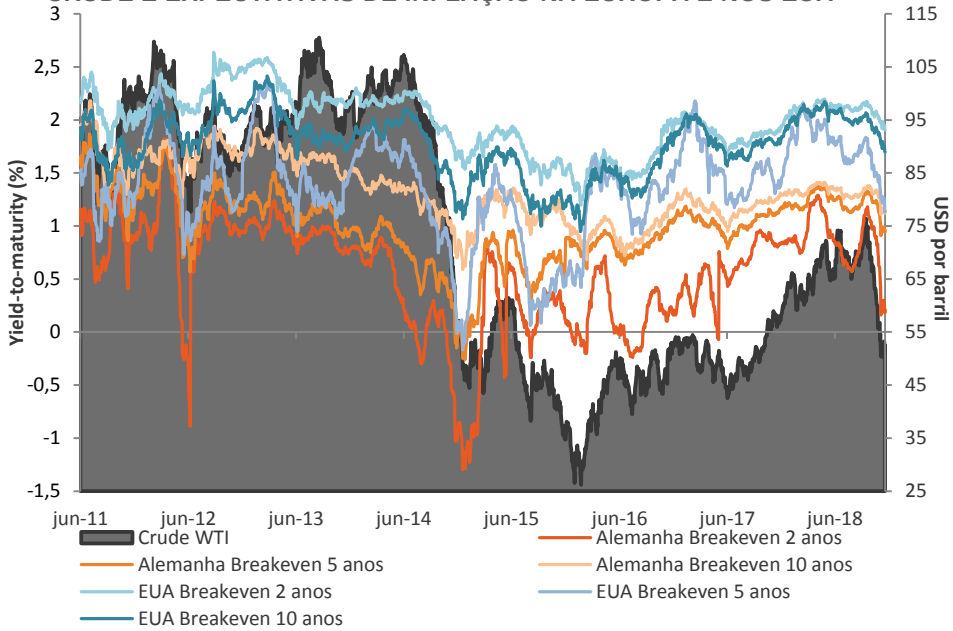
- Em Junho de 2018, a OPEP+ decidiu aumentar a produção, pondo fim ao paradigma de diminuição que vigorava desde Novembro de 2016. Tal evento levou-nos à construção de uma visão *bearish*, que recentemente se materializou de forma evidente.
- Com o mercado novamente em excesso de oferta, a OPEP+ reverteu a decisão tomada há menos de seis meses e voltou a cortar a produção. O montante de redução – 1,2 milhões de barris por dia (2/3 OPEP e 1/3 aliados) – superou o antecipado pelo mercado, podendo conferir um estímulo altista a curto prazo.
- Todavia, para além de vermos o cumprimento destes cortes com algum cepticismo, acreditamos que o facto de se tratar de uma repetição de estratégia, a ocorrer agora perto do fim de ciclo económico a nível global, não permitirá ao crude encetar uma recuperação sustentada, nem mesmo quando o mercado atingir o equilíbrio previsto.
- As expectativas de inflação estão, mesmo em horizontes temporais mais alargados, bastante ancoradas no preço da energia. Acreditando que o crude WTI não recuperará muito acima dos USD 65 por barril, acreditamos que a inflação, pelo menos no bloco desenvolvido, ficará contida.

MERCADO DE CRUDE – PROCURA E OFERTA



Fonte: International Energy Agency; BiG Research

CRUDE E EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO NA EUROPA E NOS EUA

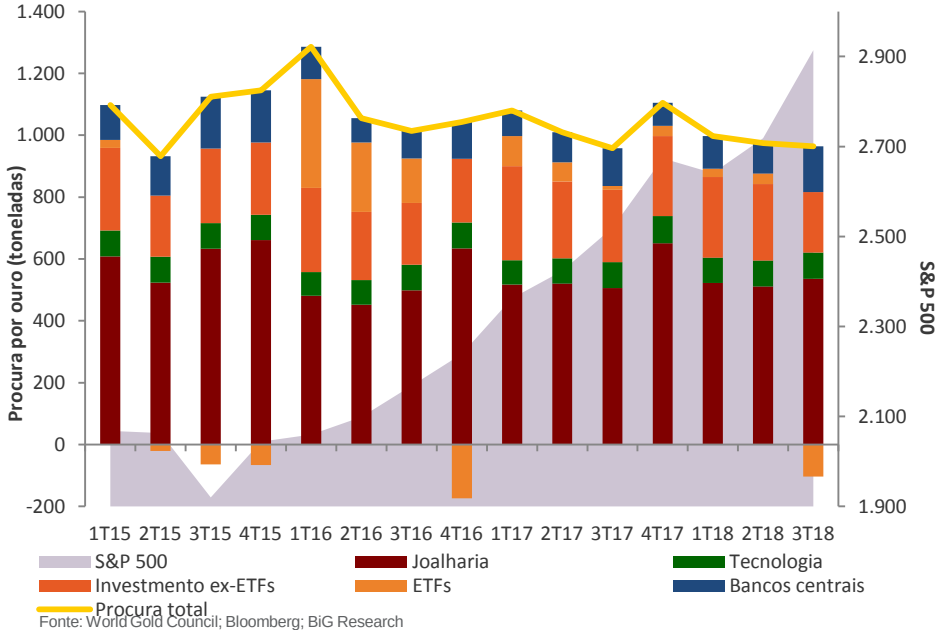


Fonte: Bloomberg; BiG Research

Permanência de volatilidade e desaceleração norte-americana poderão ressuscitar o ouro

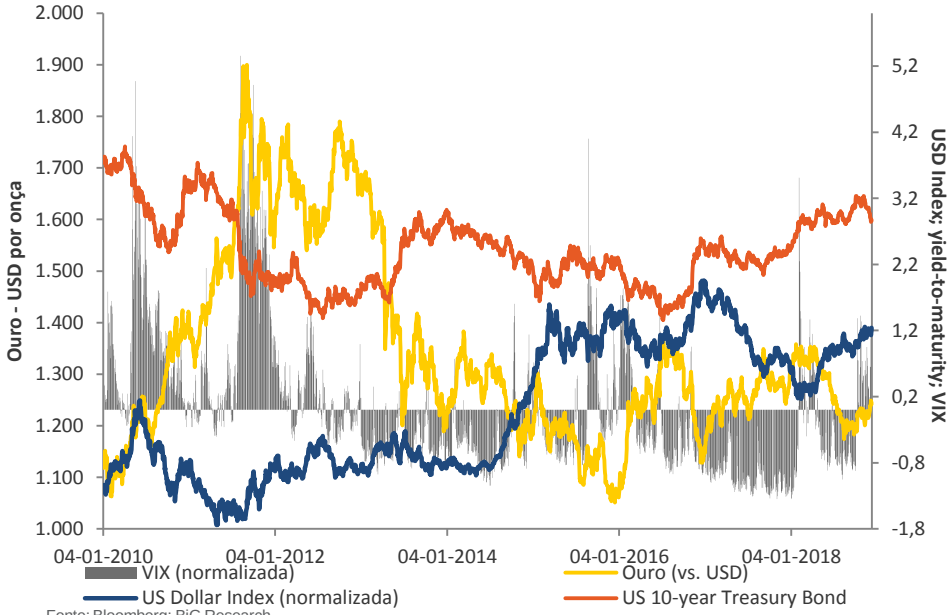
- A queda de 1,1% QoQ na procura agregada por ouro, durante o terceiro trimestre, deve-se exclusivamente à quebra na componente de ETFs suportados por ouro físico. O primeiro trimestre de *outflows* líquidos desde 2016 exibiu substanciais discrepâncias geográficas, com 73% destes a ocorrer nos EUA, onde as *yields* continuaram a subir e o mercado accionista atingiu novos máximos históricos.
- Todas as restantes componentes registaram um incremento de procura, com particular destaque para os bancos centrais (+51% QoQ), que deverão continuar a procurar alternativas ao USD como reserva de valor.
- O abrandamento económico e monetário nos EUA, que deverá limitar os ganhos do USD, e níveis de volatilidade superiores à média dos últimos dois anos deverão despoletar uma procura por refúgio, favorecendo igualmente uma queda nas *yields* de dívida do tesouro norte-americano.
- Um possível apaziguamento da guerra comercial entre EUA e China concretiza mais um factor de recuperação da procura por ouro, por uma dupla via de ETFs e de posicionamento especulativo líquido de investidores institucionais, que tem recuperado consistentemente desde os mínimos históricos resgitados em Outubro. Esperamos que o ouro acabe o ano 2019 entre os USD 1.300 e 1.350 por onça.

PROCURA POR OURO E AS SUAS COMPONENTES



Fonte: World Gold Council; Bloomberg; BiG Research

CATALISADORES DE MERCADO PARA CONFERIR ESTÍMULO AO OURO



Fonte: Bloomberg; BiG Research

2018: Performance Real Mercados/Classes de Activos vs. Outlook Research BiG 2018

EQUITY – EUA & EUROPA		
Projecção SPX 500	✔	
Projecção Euro Stoxx 50		✘
EQUITY SECTORES VS BENCHMARK		
Segurador	✔	
Industrial	✔	
Consumo Discricionário (ex-Autos)		✘
TAXAS DE JURO		
US 10 YR	✔	
GER 10 YR		✘
CÂMBIOS		
EUR/USD		✘
EUR/GBP	✔	
Política Monetária		
Ritmo de Tightening do Fed (2 subidas)		✘
BCE: Timeframe Tapering & Final QE	✔	

Top Calls 2018- Mercado Global			
EUA (Equity)	Small Caps*	⇨	8%
Inflação	Hedge (US 10 Yr. TIPS)	↑	-0,1%
Japão	WisdomTree Japan Hedged Financials Fund	↑	-16,5%
M&A	IQ Merger Arbitrage ETF	↑	1,47%
Emergentes	Arábia Saudita México	⇨ ↗	15%** -6,74%

Nota: Valores Apresentados na 4ª coluna representam variação year-to-date em moeda local, com a excepção da estratégia de Small Caps e Arábia Saudita, que apresentam performance do 1º semestre. A visão apresentada na 3ª coluna representa revisão de 3T.
Russell 2000 - *Downgrade* de Visão Positiva para Neutral no 2º Semestre. Performance apresentava relativa ao 1º Semestre.
**Tadawul All Share Index -*Downgrade* de Visão Positiva para Neutral no 2º Semestre. Performance apresentava relativa ao 1º Semestre.
***Mexico 10 Year Bond

Fonte: Bloomberg; BiG Research;

10. SÍNTESE DE POSICIONAMENTO ANUAL

Equity		
GEOGRAFIAS	EUA	↘
	Europa	→
	Portugal	→
	Emergentes	↗
ESTILO	Defensivas (Europa)	↗
	Cíclicas (Europa)	↘
	Large Caps (EUA)	→
	Small Caps (EUA)	↓

Dívida		
SOBERANA (EVOLUÇÃO PREÇO)	Treasuries (10 Yr)	→
	Bunds (10 Yr)	↓
	Periferia Europa - Soberano	↗
CORPORATE (EVOLUÇÃO PREÇO)	Investment Grade Europa	↓
	Investment Grade EUA	↘
	High Yield Europa	↓
	High Yield EUA	↓

Europa - Sectores & Indústrias	
Banca	↑
Mat.-Primas	→
Consumo Discrionário (ex. Autos)	↘
Autos	↗
Tecnologia	↘
Industrial	→
Oil&Gas	→
Consumer Staples	↗
Healthcare	↑
Telecoms	→
Segurador	↗
Media	→
Utilities	↗

Outras Classes de Activos		
FX	EUR-USD	↗
	USD-JPY	→
	GBP-USD	↗
Outros	Commodities	↘
	Crude	→
	Ouro	↗

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

Fonte: BiG Research

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