

A large blue and yellow Euro symbol sculpture in front of modern skyscrapers in Frankfurt, Germany.

OUTLOOK 2023

BANCO DE INVESTIMENTO GLOBAL

GESTÃO DE ATIVOS | RESEARCH

Disclaimer

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral. Não deve entender-se nada do aqui disponibilizado é constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são suscetíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Na sua elaboração, não foram consideradas necessidades específicas de nenhuma pessoa ou entidade. O BiG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado.

BiG. O banco que entende os seus valores.

ÍNDICE

1. Posicionamento
 - 1.1 Asset Allocation
 - 1.2 Key Calls
2. Enquadramento
 - 2.1 Macroeconómico
 - 2.2 Mercado de Taxas de Juro
 - 2.3 Mercado de Ações
 - 2.4 Posicionamento

ÍNDICE

1. Posicionamento

1.1 Asset Allocation

1.2 Key Calls

2. Enquadramento

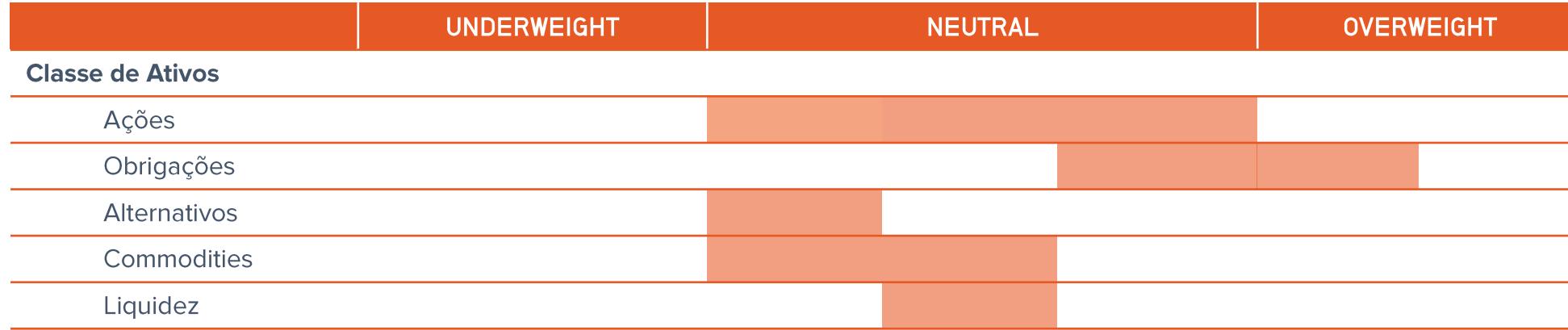
2.1 Macroeconómico

2.2 Mercado de Taxas de Juro

2.3 Mercado de Ações

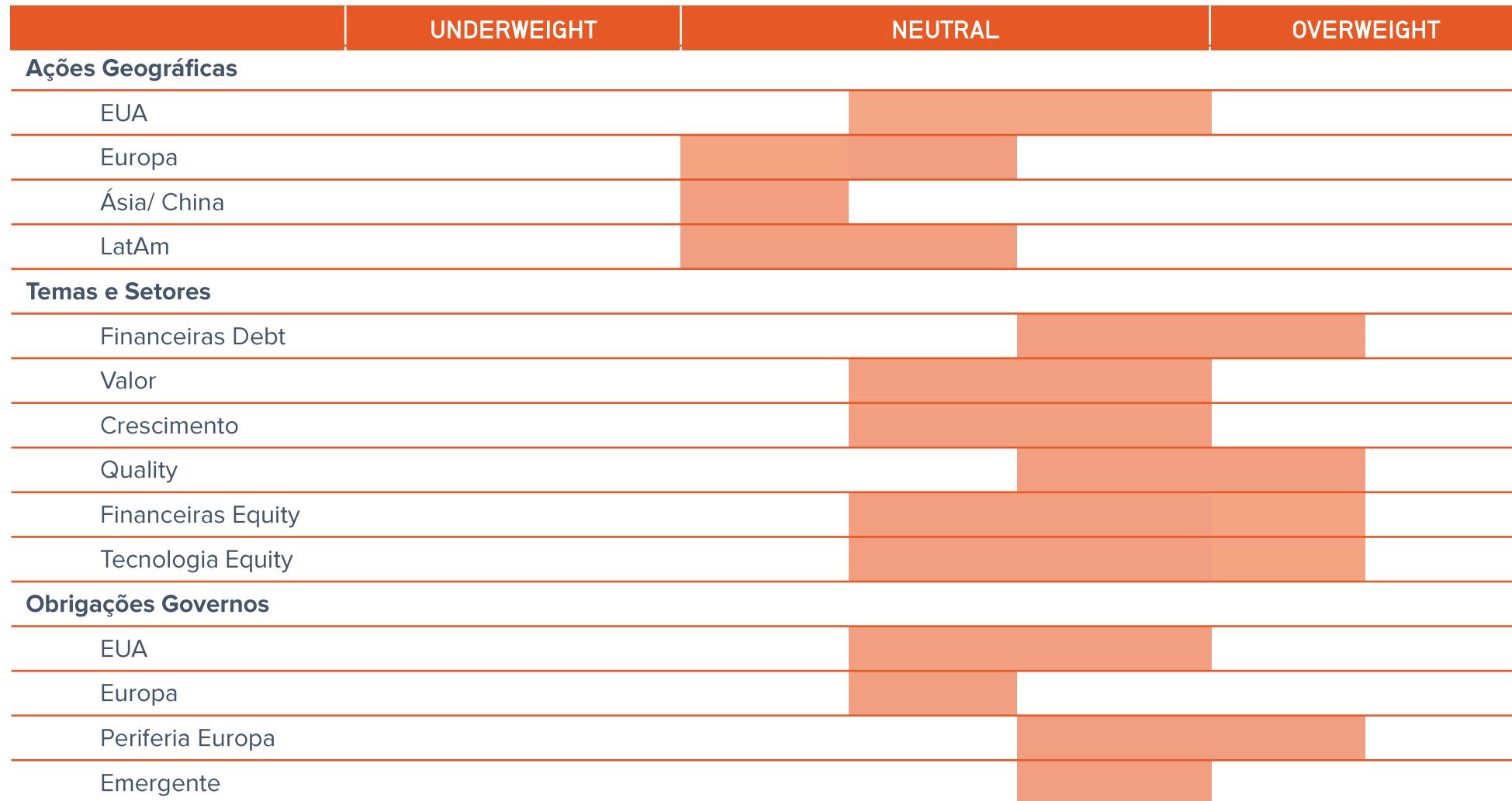
2.4 Posicionamento

POSICIONAMENTO | ASSET ALLOCATION



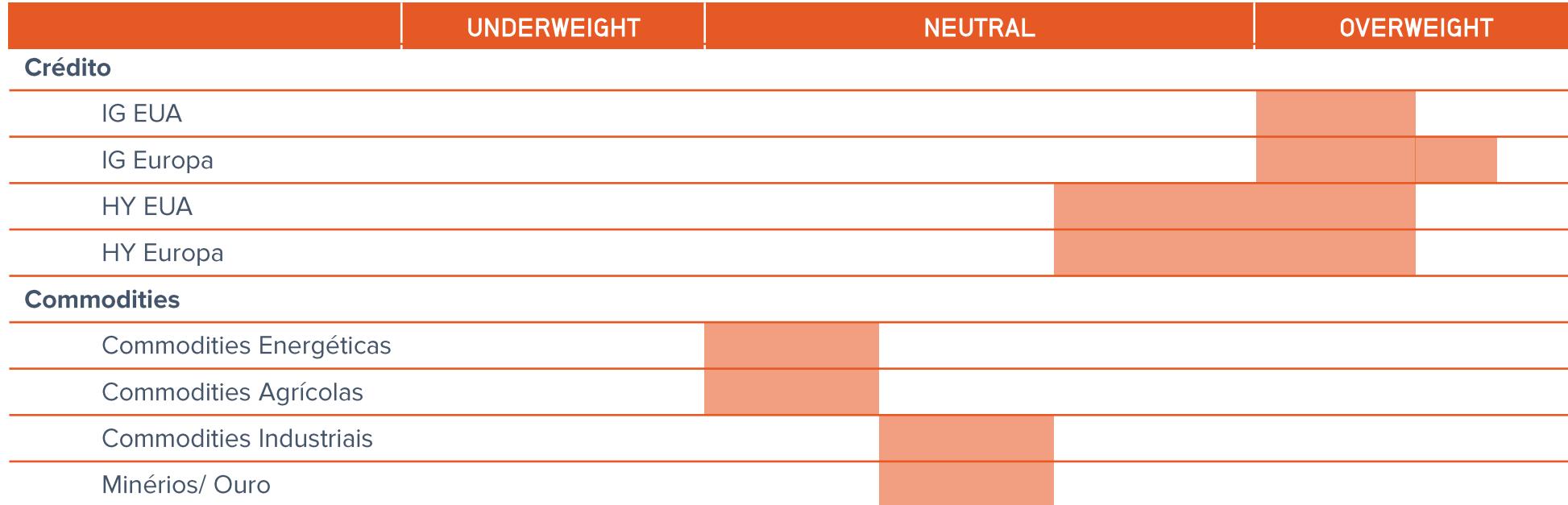
Esta apresentação é propriedade exclusiva do Banco de Investimento Global, S.A.

POSICIONAMENTO | ASSET ALLOCATION



Esta apresentação é propriedade exclusiva do Banco de Investimento Global, S.A.

POSICIONAMENTO | ASSET ALLOCATION



Esta apresentação é propriedade exclusiva do Banco de Investimento Global, S.A.

VISÕES-CHAVE

MACROECONÓMICO

- Economia Mundial deverá crescer ao ritmo mais baixo desde a GCF de 2008 (+2,1%), com as Economias Asiáticas a recuperar algum fulgor perdido, em particular o Japão que crescerá próximo de 2% e a China que deverá reaproximar-se da fasquia de 5% de crescimento com a alteração estrutural da política de Covid-zero;
- *Hard Landing* inevitável nos EUA e Europa – Crescimento Recessivo induzido pelos Bancos Centrais de modo a conter inflação, mesmo que dinâmica global (Oferta-Procura) seja materialmente distinta entre regiões. Nos EUA, há uma probabilidade residual do FED engendrar uma Soft-Landing bem sucedida, ao passo que na Europa, mesmo o nosso cenário mais otimista passa inevitavelmente por uma recessão;
- Deterioração macro agressiva sincronizada (EUA, Europa, China e instabilidade geopolítica) eleva riscos de recessão global vs fraca capacidade de suporte pelo lado da política Fiscal);
- Nunca assistimos a uma desaceleração global a este ritmo, sem que a mesma não tenha resvalado para uma recessão global.

VISÕES-CHAVE

MERCADO DE TAXAS DE JURO

- Com a Inflação a retroceder de forma evidente nos EUA e a deterioração macroeconómica a ganhar contornos cada vez mais agressivos, aproximamo-nos do momento pivotal para a alteração da retórica e do curso da política monetária que deverá materializar-se o mais tardar até ao final do 1º semestre do ano. O FED e o BCE deverão subir a taxa diretora até 5% e 3.5% respetivamente, mas o mercado já desconta um corte de 125 pb pelo FED entre Junho 23 e Junho 24;
- O pico das yields ocorre 3 meses antes da última subida dos Bancos Centrais. Acreditamos que as taxas de juro a 10 anos nos EUA podem atingir o intervalo 2,6%-3,75% (Recessão/Soft Landing) em 2023YE, ao passo que na Alemanha o intervalo poderá situar-se entre os 1,70%-2,65% (Recessão Desinflacionária/Recessão Inflacionária).
- Com volatilidade muito agressiva no mercado Obrigacionista, a diversificação no segmento com viés para Investment Grade é a melhor opção de retorno-risco. O crédito IG Europa oferece retornos compósitos na ordem de 3%-4,5 e com duration implícita até 5 anos.

MERCADO DE AÇÕES

- A inevitabilidade de um hard landing económico tornam o cenário base de investimento ainda complexo. No pior cenário macro, o downside pode ser ainda assim contido, uma vez que essa situação implicará um cap das yields que beneficia o prémio de risco das ações e os múltiplos de preço (ajustados) encontram-se relativamente próximos de episódios recessivos.
- Posicionamento Neutral para Ações, com viés favorável para US Equities, uma vez que a dinâmica estrutural da economia Americana suaviza o efeito do choque de tightening e o segmento Top Tier Growth será beneficiado com a proximidade do “pico” das taxas de juro— mesmo e sobretudo pelo efeito de uma eventual recessão. O re-rating das perspetivas dos lucros das empresas será o driver principal à entrada de 2023 e admitimos uma queda adicional dos lucros entre 10% a 15% em 2023.



ÍNDICE

1. Posicionamento

1.1 Asset Allocation

1.2 Key Calls

2. Enquadramento

2.1 Macroeconómico

2.2 Mercado de Taxas de Juro

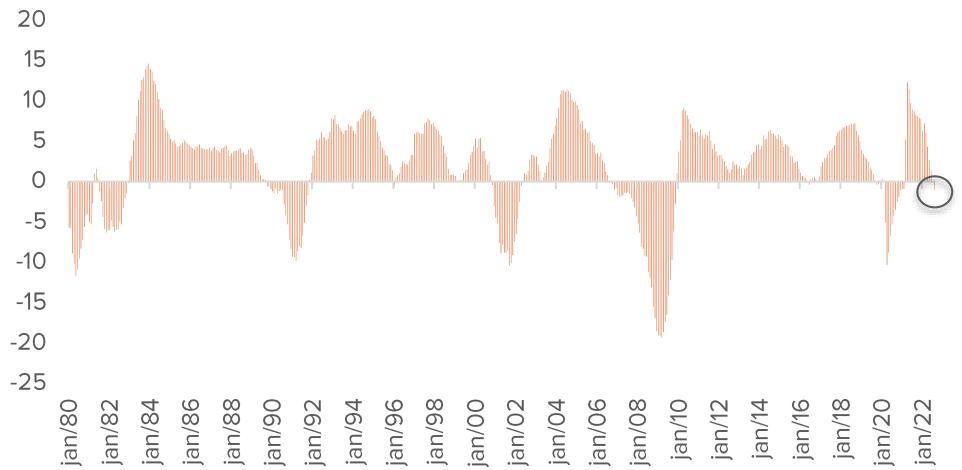
2.3 Mercado de Ações

2.4 Posicionamento

KEY CALLS 1 | MACRO – Hard Landing Inevitável e riscos de recessão

- Hard Landing inevitável – Crescimento recessivo induzido pelos Bancos Centrais que visa a destruição relativa da procura agregada - queda de preços do imobiliário, ativos de risco e subida do desemprego de modo a conter inflação;
- Deterioração macro agressiva sincronizada (EUA, Europa, China e instabilidade geopolítica) eleva riscos de recessão global vs fraca capacidade de suporte pelo lado da política Fiscal;
- Bancos Centrais irão esticar a narrativa ao máximo relativa ao trade-off inflação-crescimento e o “pé no pedal de endurecimento monetário” será retirado pelos efeitos macro adversos (efeito lag da política monetária), de modo a recuperar a credibilidade e evitar danos ainda maiores no futuro;

Conf. Board US Leading Indicator (%YoY)



Euribor 3M Fut. vs Probabilidade Recessão



KEY CALLS 2 | OVERWEIGHT OBRIGAÇÕES CORPORATE INVESTMENT

- Após o maior repricing das taxas sem risco nos últimos 40 anos – o segmento Investment Grade foi obviamente muito penalizado – vislumbrando-se já sinais evidentes de moderação da inflação e capitulação no mercado Obrigacionista;
- Os crescentes riscos de recessão motivam um enviesamento para Investment Grade no crédito, sendo que os níveis de spread e de yield – apesar do recente pullback – ainda se encontram amplamente atrativos quando atentamos os últimos 10 anos.
- O crédito IG Europeu já oferece retornos compósitos na ordem de 3,5%-4% e com duration implícita até 5 anos.
- O nosso viés IG Europeu reflete yields mais atrativas do segmento face ao IG norte-americano quando ajustamos ao hedge cambial.

ATIVOS RELACIONADOS COM O TEMA:

Investment Grade Euro Corporate Bonds	ISIN	Moeda
Fundos		

Fidelity Euro Corporate Bond E EUR Acc	LU0605514644	EUR
Schroder ISF Euro Corporate Bond B EUR Inc	LU0512749036	EUR
Amundi Funds Euro Corporate Bond - A EUR (C)	LU0119099819	EUR

Investment Grade Global Corporate Bonds	ISIN	Moeda
Fundos		

Schroder ISF Global Corporate Bond EUR Hdg B Acc	LU0203348601	EUR
--	--------------	-----

Fund Mix
Fund Mix Obrigações Investment Grade EUA

Fund Mix Obrigações Investment Grade Europa

Fund Mix Obrigações Investment Grade Mundiais

KEY CALLS 3 | OVERWEIGHT DÍVIDA COVERED & FINANCIALS

- ▶ Covered Bonds oferecem uma combinação única de segurança, regulação favorável e potencial de alta quando comparado com as alocações de dívida soberana tradicionais.
- ▶ O segmento de Covered Bonds encontra-se bem posicionado para este momento de incerteza por apresentar níveis de spreads muito atrativos frente às dívidas soberana e fundamentos técnicos mais favoráveis do que Govies EU.
- ▶ Historicamente as soluções em Covered Bonds têm demonstrado um retorno ajustado a risco superior às demais classes de obrigações Europa – gerando alfa positivo e consistente ao longo do tempo (média de 1,2% a.a.), tanto em momentos de alargamentos ou estreitamento de yields e spreads.

ATIVOS RELACIONADOS COM O TEMA:

European Covered Bonds	ISIN	Moeda
Fundos		
Nordea European Covered Bond Opp E EUR Acc	LU19156909728	EUR
Nordea Low Dur European Covered Bond E EUR Acc	LU1694214047	EUR

Dívida Subordinada	ISIN	Moeda
Fundos		
Pimco Capital Securities	IE00BFRSV973	EUR
Nordea European Financial Debt	LU0772944731	EUR

KEY CALLS 4 | OVERWEIGHT TEMÁTICA EQUITIES – QUALITY GLOBAL

- Empresas muito robustas ao nível operacional e de balanço, com maior pricing power e vendas mais resilientes ao ciclo económico;
- Segmento Quality é historicamente Top Performer durante o ciclo de tightening e na conjuntura de alargamento de spreads de crédito;
- Retração muito pronunciada do nível de preço e sobretudo dos fundamentais do Segmento de Quality Global, o qual já transaciona com um P/E ajustado ao nível mais baixo dos últimos 10 anos;
- Com a inflação claramente em queda nos EUA e o quadro macro a deteriorar-se significativamente, o trade-off Recessão-Inflação parece cada vez mais próximo para um eventual Pivot monetário que deverá ocorrer no 1H23 e materializará o “pico das taxas de juro” descontadas no mercado – situação que beneficiará o Top Tier Growth que tem importante representatividade no Quality Global.

ATIVOS RELACIONADOS COM O TEMA:

	Europa	ISIN	Moeda
Fundos			
Eleva European Selection Fund A1 EUR	LU1111642408	EUR	
Nordea 1 - European Stars Equity E EUR	LU1706108062	EUR	
Fidelity Funds - European Div A-ACC-EUR	LU0353647737	EUR	
	EUA	ISIN	Moeda
ETFs			
Fidelity US Quality Income ETF	IE00BYXVGY31	EUR	
iShares Edge MSCI USA Quality	IE00BD1F4L37	EUR H	
iShares MSCI USA Quality Dividend	IE00BKM4H312	EUR	
Fundos			
Amundi Funds Pioneer US Eq Research Value - C E C	LU1894683694	EUR	
Invesco US Value Equity A Acc USD	LU0607513826	USD	
Schroder ISF US Large Cap EUR Hedged B Acc	LU0271484411	EUR H	
	Global	ISIN	Moeda
Fundos			
Schroder ISF QEP Global Quality EUR B Acc	LU0323591916	EUR	
Amundi Funds Global Eq Sustainable Inc - A2 E C	LU1883320993	EUR	
DWS Invest ESG Equity Income NC	LU1729948221	EUR	
Capital Group World Div Growers (LUX) B EUR	LU0939073614	EUR	

KEY CALLS 5 | OVERWEIGHT EQUITIES US COM VIÉS TECNOLOGIA

- Métricas de preço retrocedem para junto de níveis históricos.
- Economia norte-americana bastante flexível, i.e., maior capacidade de recuperar de recessões.
- Queda acentuada das avaliações conjugado com margens de lucro acima da média do mercado acionista, tornam sector tecnológico uma oportunidade, mesmo num cenário de recessão económica.
- Sector Tecnológico poderá considerar-se um safe-haven mesmo em recessão, tendo em conta que essa situação deverá materializar-se no acentuar da quebra das yields que deverá conferir suporte ao Equity e a este segmento em particular.

ATIVOS RELACIONADOS COM O TEMA:

Mercado	ISIN	Moeda
ETFs		
iShares V plc - iShares S&P 500 EUR Hedged UCITS ETF Acc	IE00B3ZW0K18	EUR
iShares NASDAQ 100 UCITS ETF	IE00BYVQ9F29	EUR
iShares Core S&P500 ETF	IE0031442068	EUR
Amundi S&P500 ETF	LU1681048804	EUR
Fundos		
Schroder ISF US Large Cap EUR B Acc	LU0248185513	EUR
Nordea 1 - North American Stars Equity E EUR	LU0772958798	EUR
Amundi Funds US Pioneer Fund - C EUR C	LU1883872688	EUR
Tecnologia	ISIN	Moeda
ETFs		
iShares S&P500 Information Technology	IE00B3WJKG14	EUR
Fundos		
Fidelity Funds - Global Technology A-ACC-EUR H	LU1841614867	EUR H
Threadneedle (Lux)-Global Technology DEH	LU0444972128	EUR
Janus Henderson HF Global Technology Lds A2 EUR	LU0572952280	EUR



ÍNDICE

1. Posicionamento

1.1 Asset Allocation

1.2 Key Calls

2. Enquadramento

2.1 Macroeconómico

2.2 Mercado de Taxas de Juro

2.3 Mercado de Ações

2.4 Posiconamento

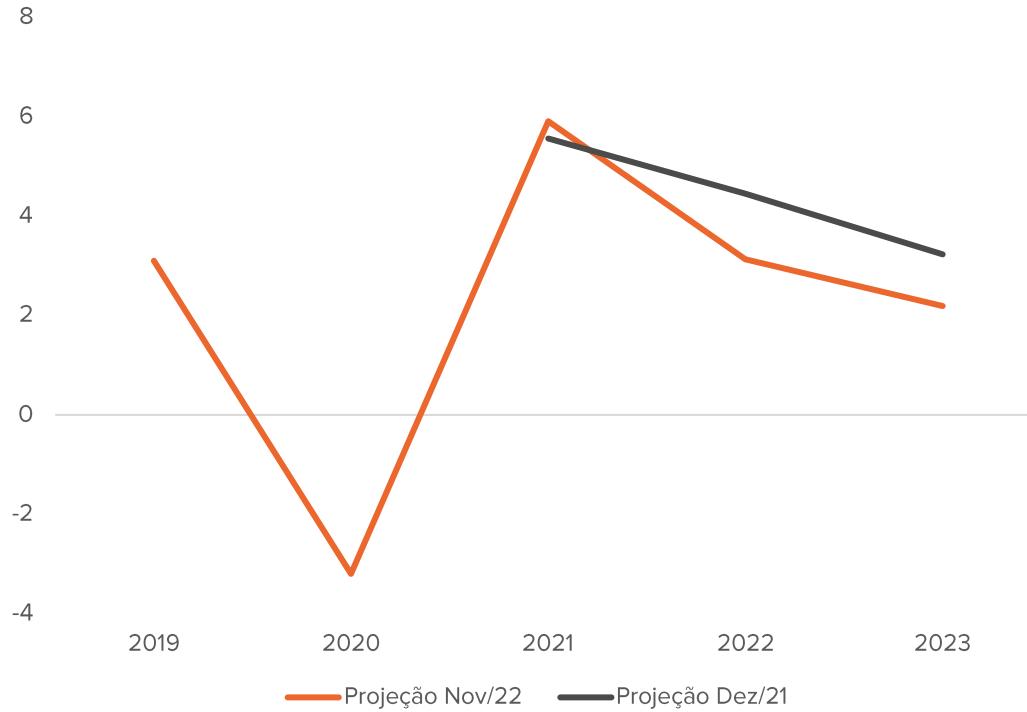
SINOPSE I ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

- ▶ Economia Mundial deverá crescer ao ritmo mais baixo desde a GCF de 2008, com a OCDE a projetar um crescimento tépido e no limiar da recessão para EUA e Europa (ambos com crescimento previsto de 0,5% YoY). Economias Asiáticas deverão recuperar algum fulgor perdido, em particular o Japão que crescerá próximo de 2% e a China deverá reaproximar-se da fasquia de 5% de crescimento com a alteração estrutural da política de Covid-zero!
- ▶ O Hard Landing é assim uma inevitabilidade - Recessão “de crescimento nominal razoável” induzida pelos Bancos Centrais (já explicitamente admitida pelo FED) de modo a conter inflação, mesmo que dinâmica global (Oferta-Procura) seja materialmente distinta entre regiões; A Europa não tem praticamente hipóteses de escapar a uma recessão, ao passo que a probabilidade do FED engendrar uma soft landing económica também não vai além de 30%.
- ▶ Deterioração macro agressiva sincronizada (EUA, Europa, China e instabilidade geopolítica) eleva riscos de recessão global vs fraca capacidade de suporte pelo lado da política Fiscal;
- ▶ Atual ciclo de subida de taxas de juro pelo FED é o mais violento de sempre e o efeito nefasto macro já é bastante evidente em múltiplos segmentos – em particular o Imobiliário. O mercado de trabalho mantém-se resiliente, mas acreditamos numa deterioração mais expressiva face ao projetado pelo FED face ao seu perfil lag.
- ▶ Bancos Centrais irão esticar a narrativa ao máximo relativa ao *trade-off* inflação-crescimento e o “pé no pedal de maior restritividade monetária” será retirado apenas quando se consumar efetivamente a deterioração do quadro macroeconómico (efeito *lag* da política monetária), de modo a recuperar a credibilidade e evitar danos ainda maiores no futuro; Esse eventual pivot deverá ocorrer até ao final do primeiro semestre de 2023.
- ▶ Nunca assistimos a uma desaceleração global a este ritmo, sem que a mesma não tenha resvalado para uma recessão global;

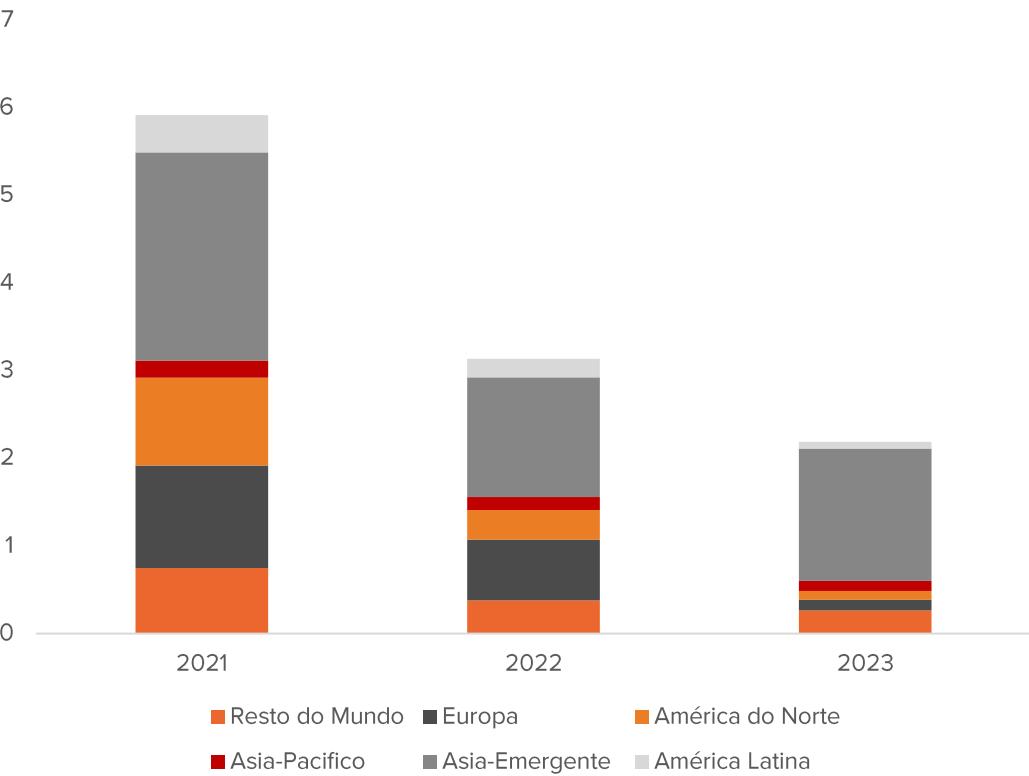
ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

CRESCIMENTO MUNDIAL EM 2022 (EX-COVID) SERÁ O MAIS BAIXO DESDE A GCF DE 2008

Projeção Crescimento Mundial OCDE



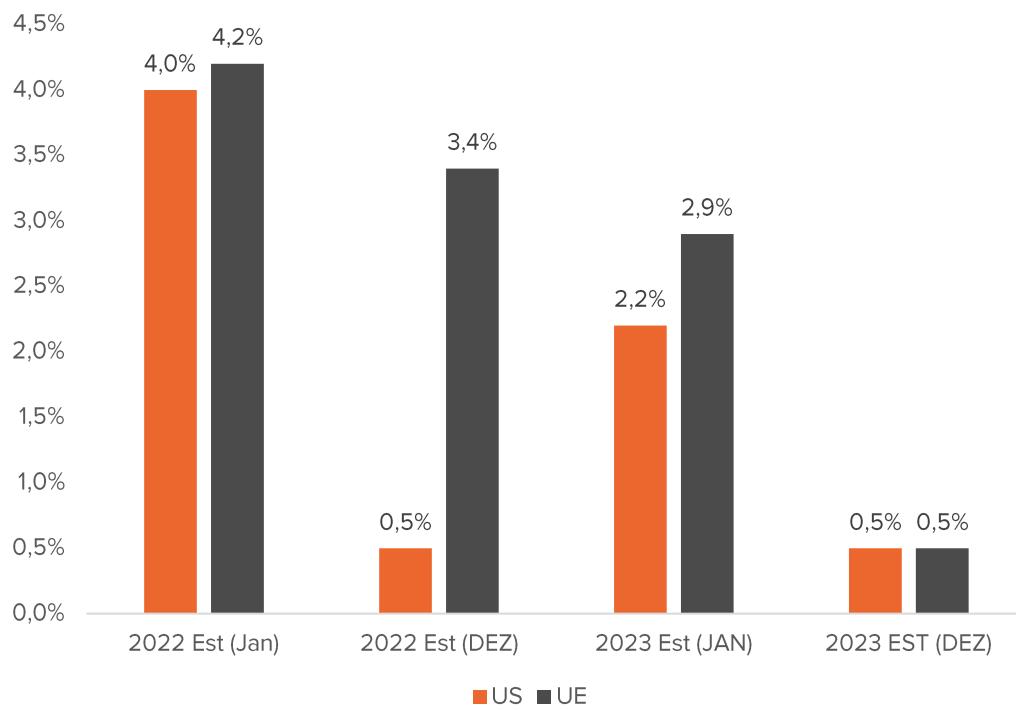
Breakdown do Crescimento Mundial 2021-23



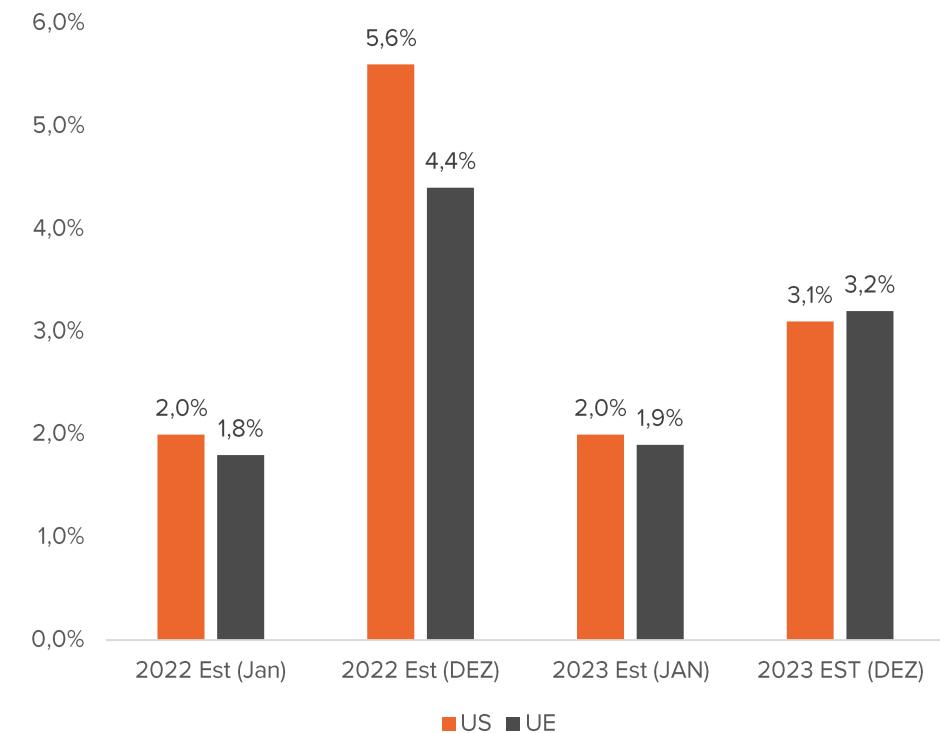
ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

REVISÃO DAS ESTIMATIVAS DE CRESCIMENTO AFASTAM CENÁRIO DE “ATERRAGEM SUAVE” DA ECONOMIA AMERICANA

Estimativas PIB JAN-Atual (2022/23- US vs UE)



Estimativas Inflação Core (US vs UE)

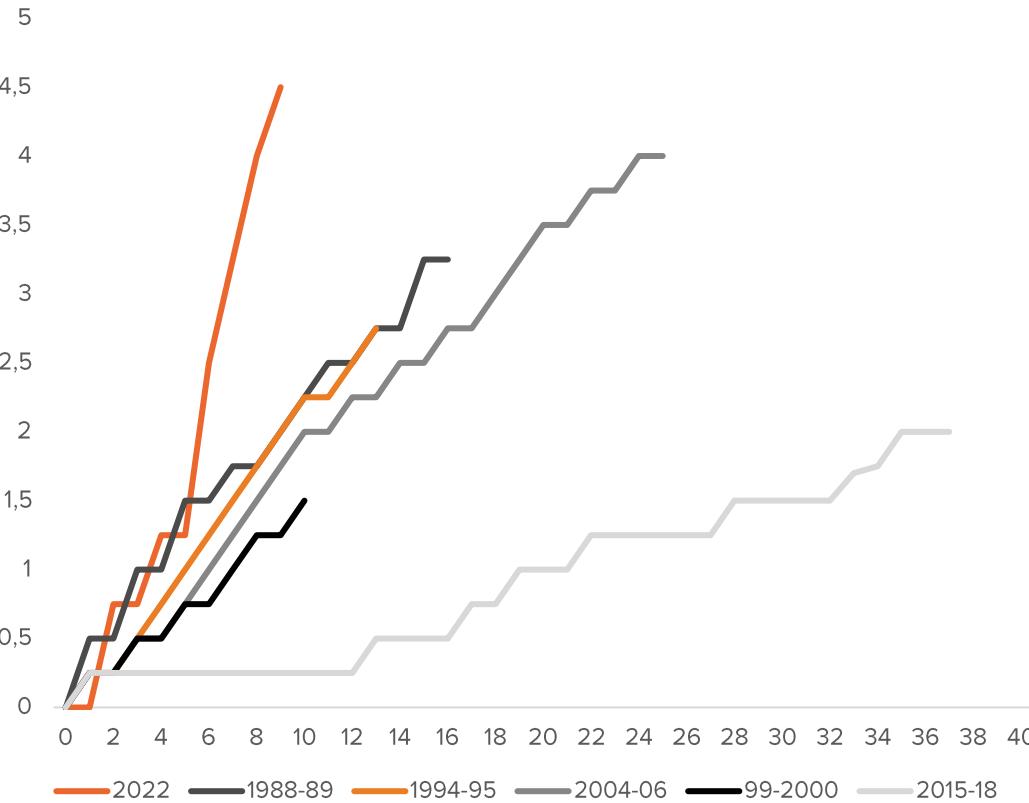


PCE: O índice PCE é uma medida de inflação utilizada nos EUA que mede a alteração do preço dos bens e serviços adquiridos pelos consumidores.

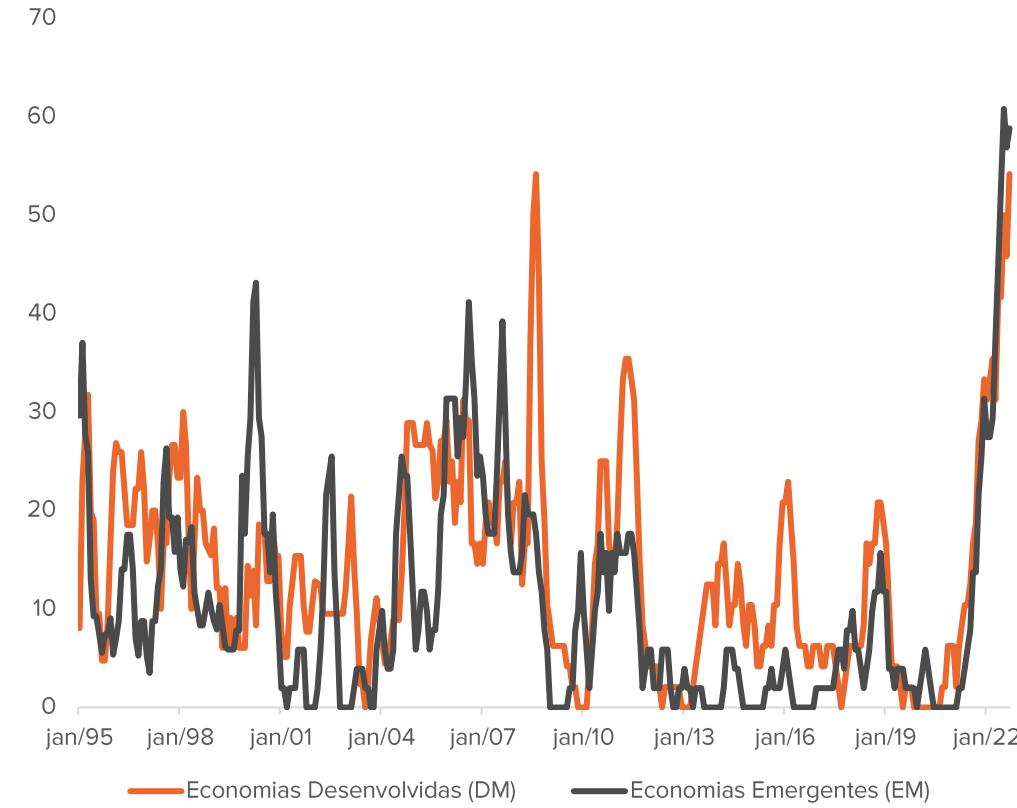
ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

CICLO DE TIGHTENING SINCRONIZADO É O MAIS AGRESSIVO DA HISTÓRIA

Evolução ritmo de ciclos de Tightening - FED

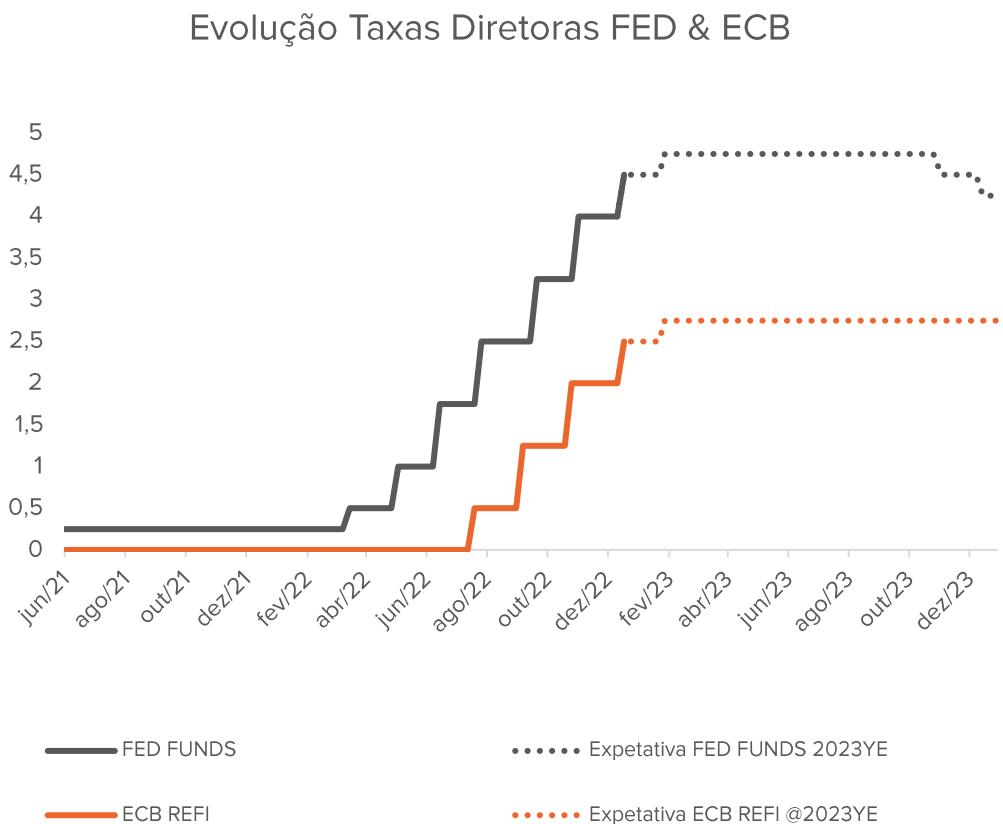
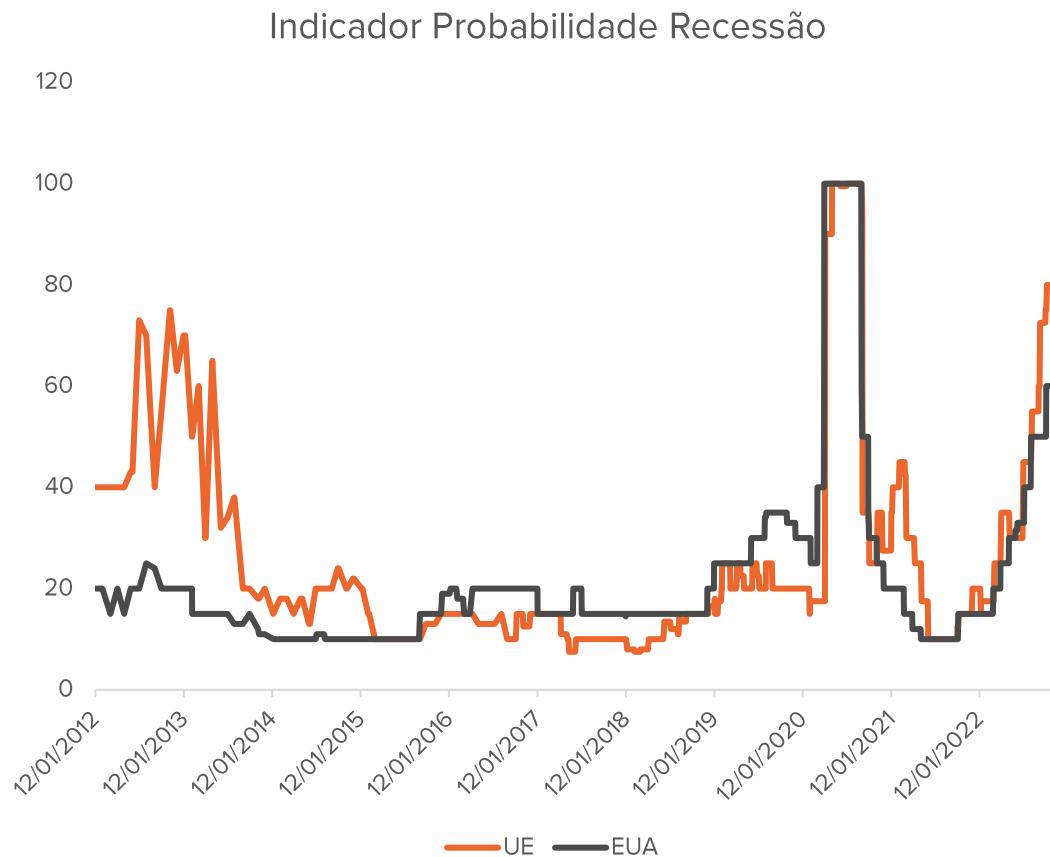


Evolução Tightening DM/EM (bp) vs Mês Anterior



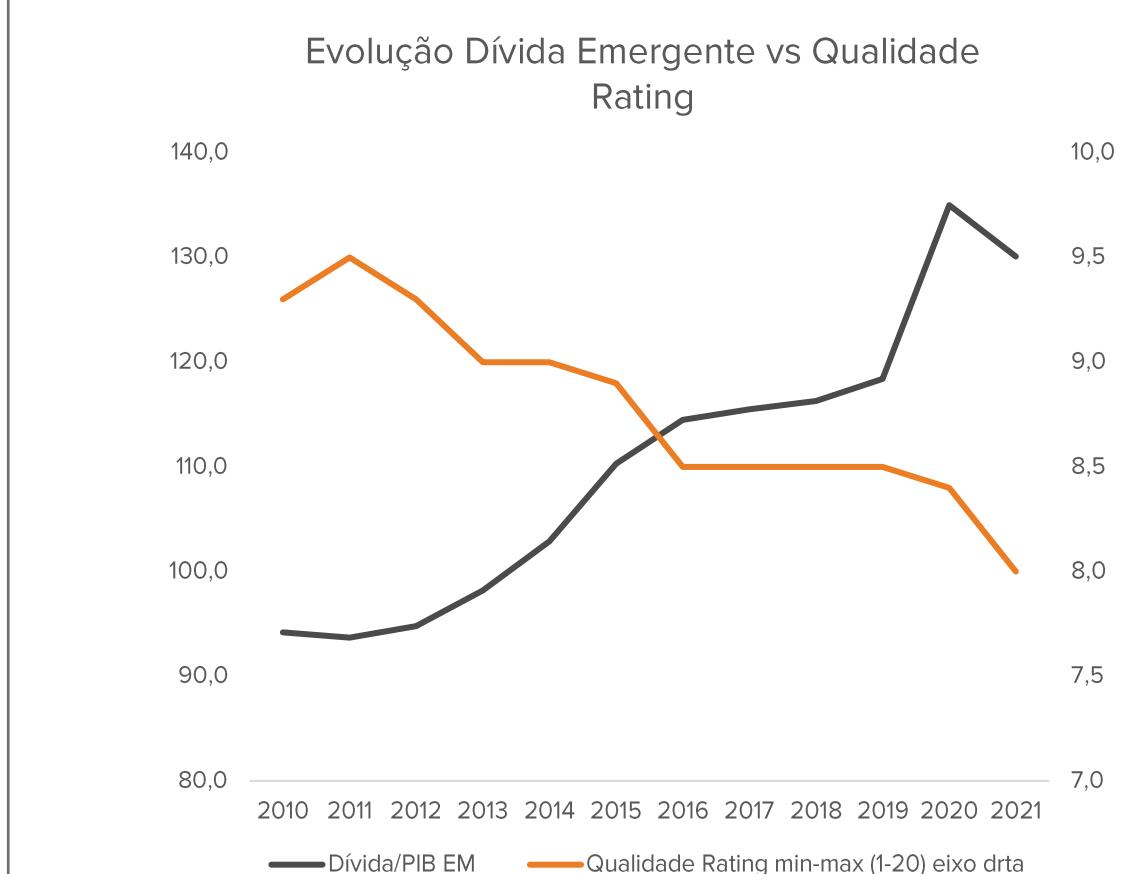
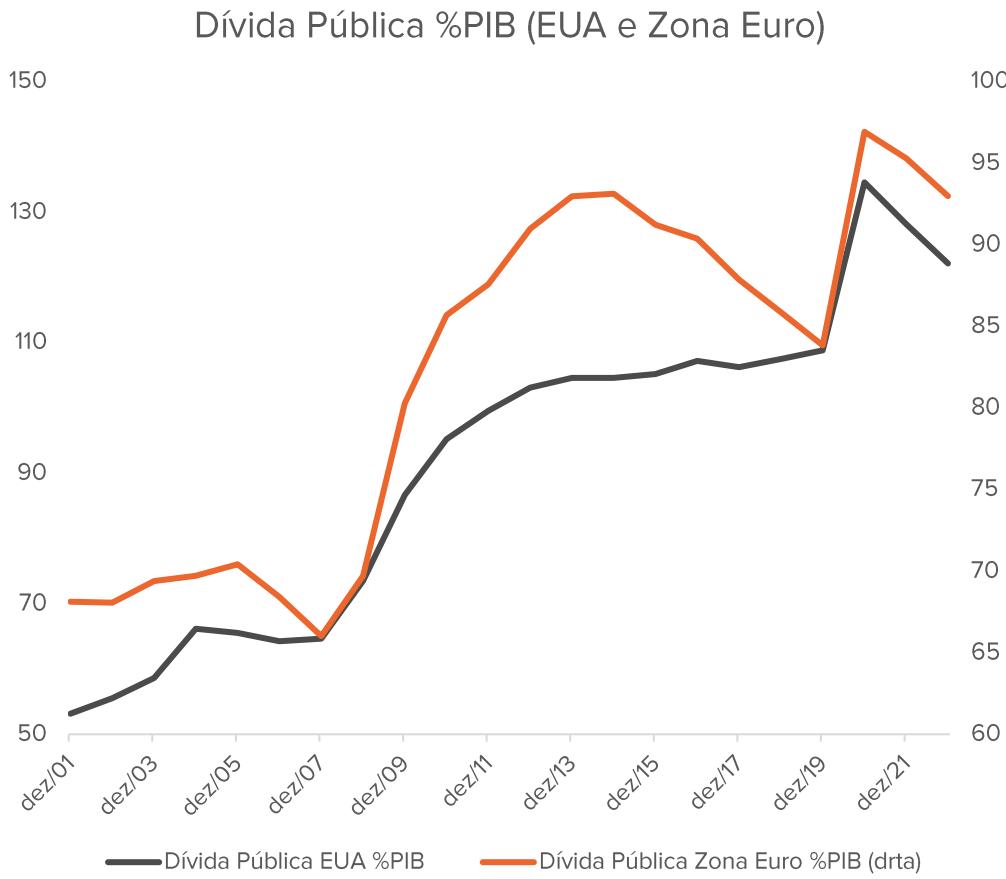
ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

CICLO DE RESTRITIVIDADE MONETÁRIA MUITO AGRESSIVO TORNA RECESSÃO CENÁRIO BASE – SOBRETUDO NA UE



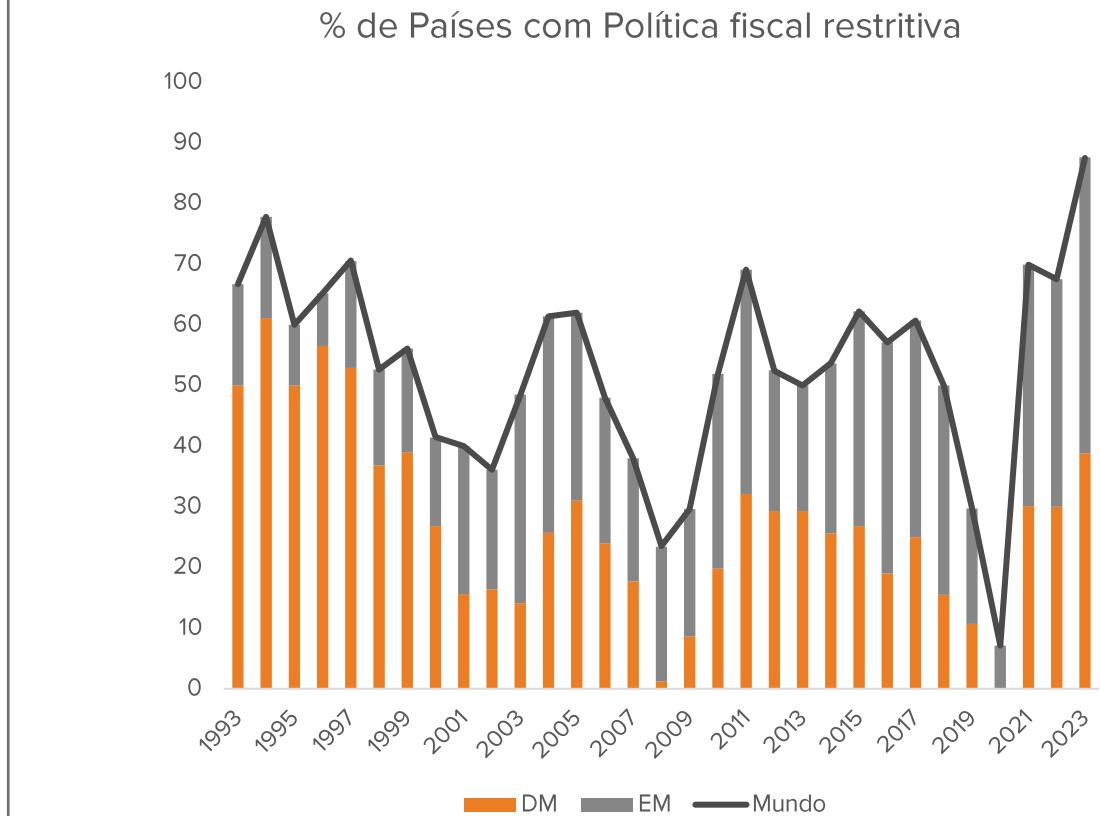
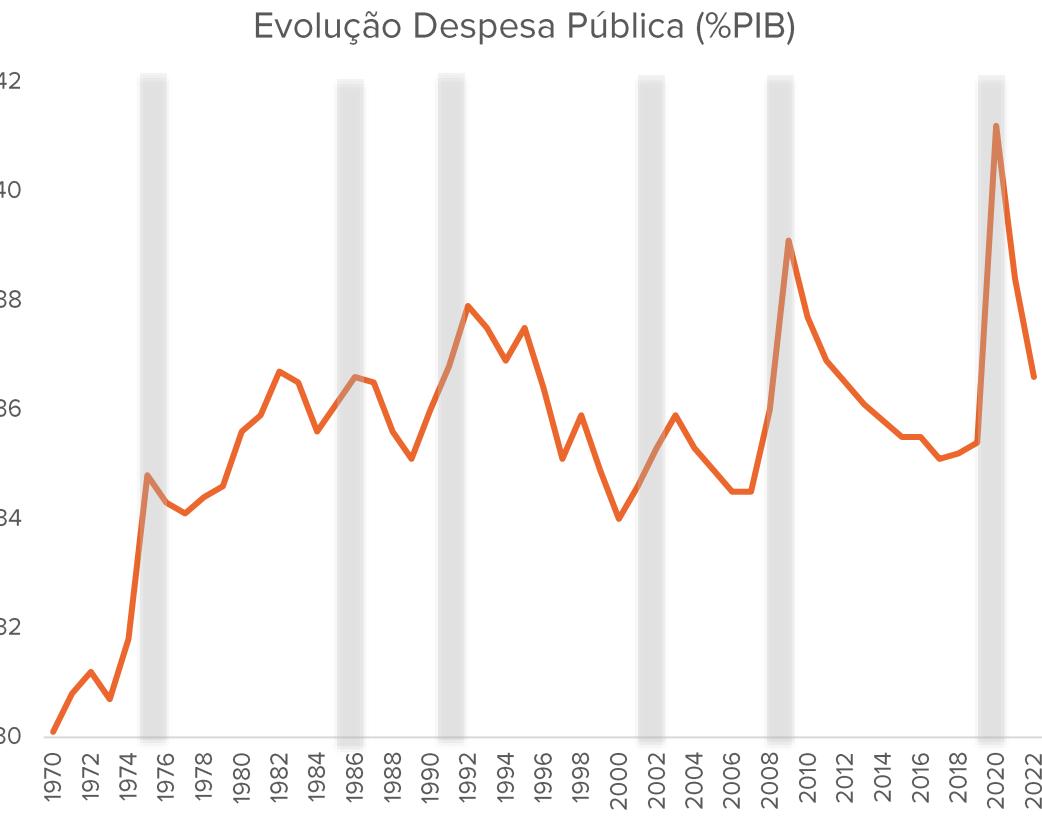
ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

TAXAS DE JURO PROGRESSIVAMENTE MAIS ALTAS IRÃO NECESSARIAMENTE PARAR COM O “MURO DA DÍVIDA”!



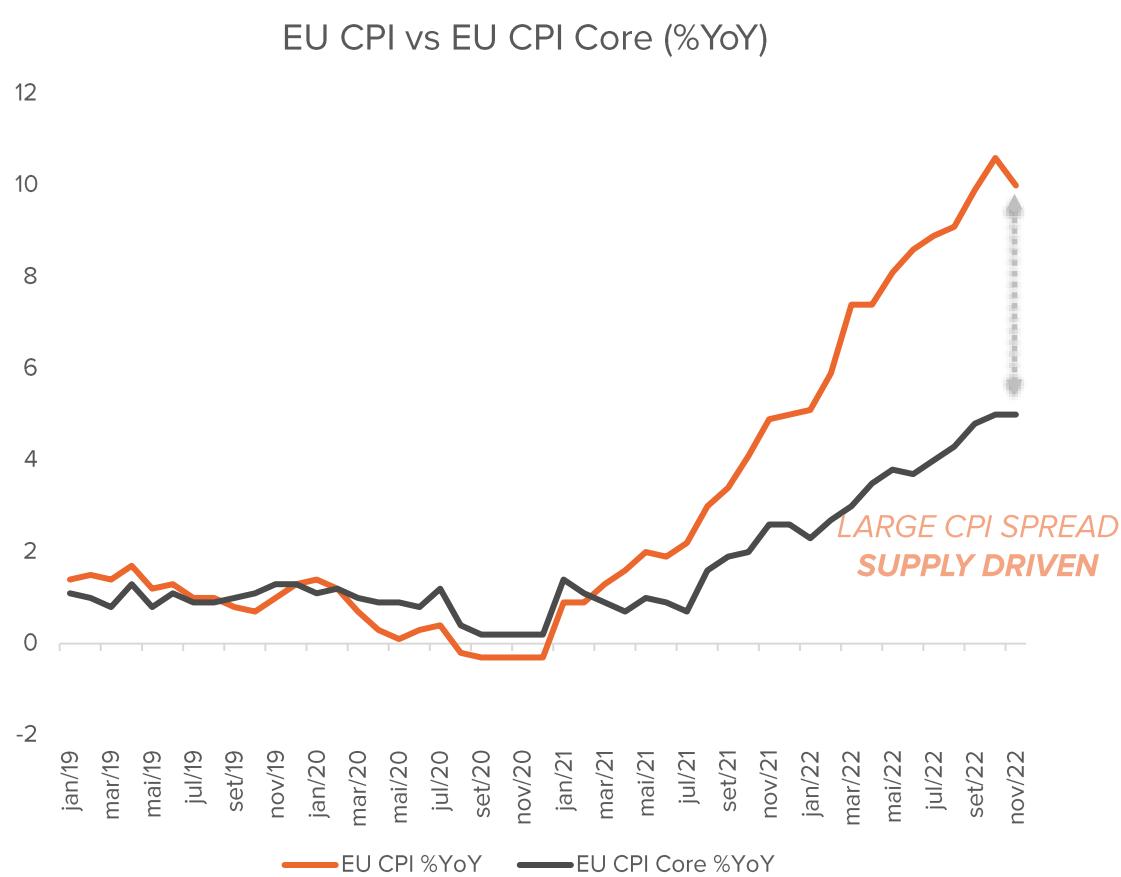
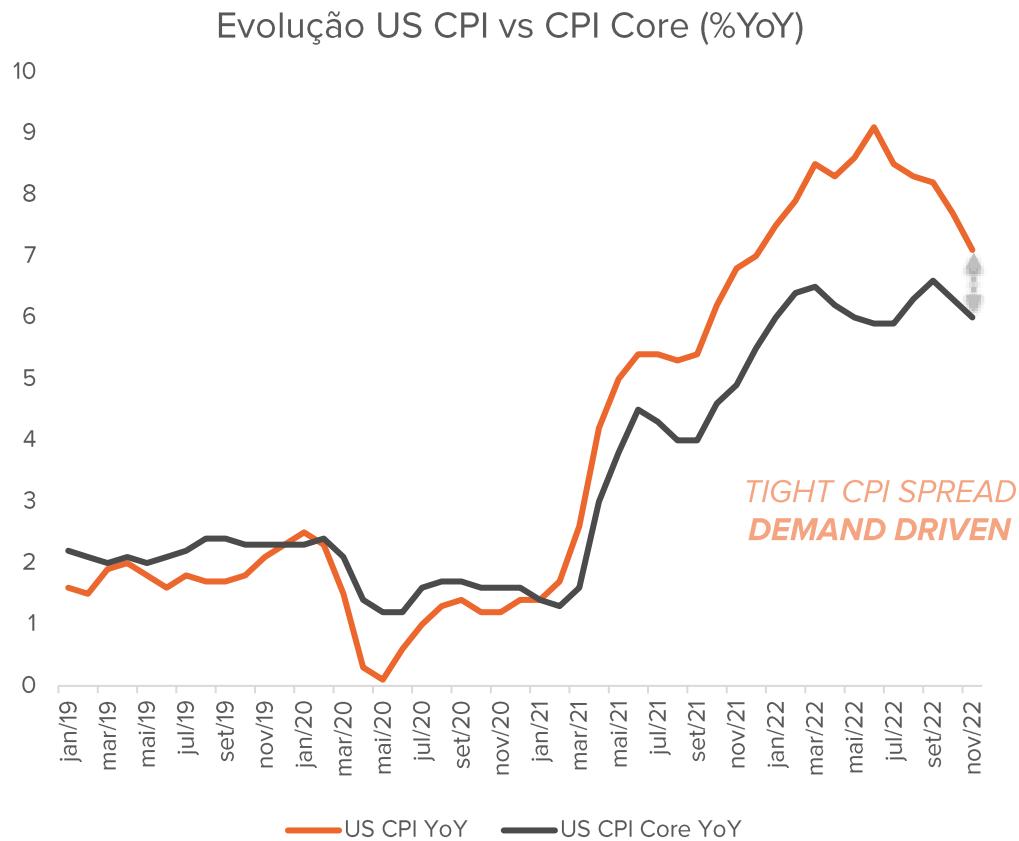
ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

NÍVEL DE ENDIVIDAMENTO E RISCO DE OVERSHOOT DA INFLAÇÃO LIMITAM GRAU DE SUPORTE DA POLÍTICA FISCAL



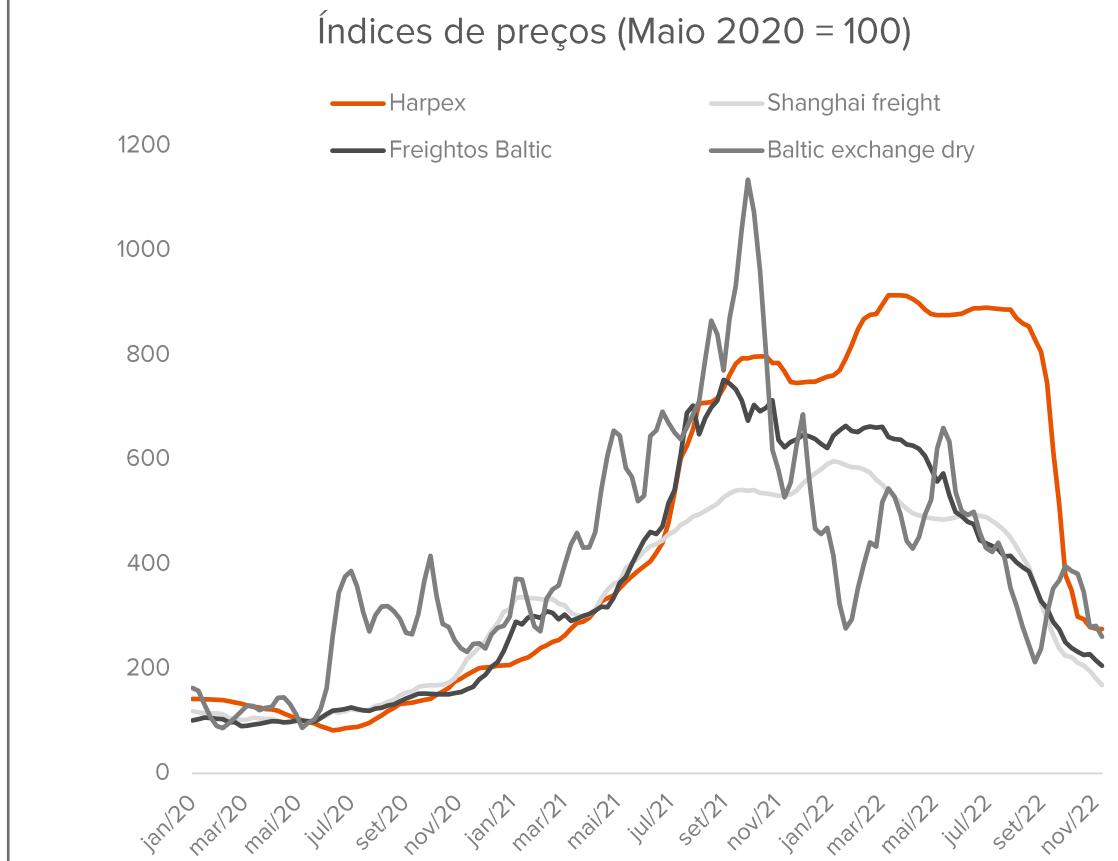
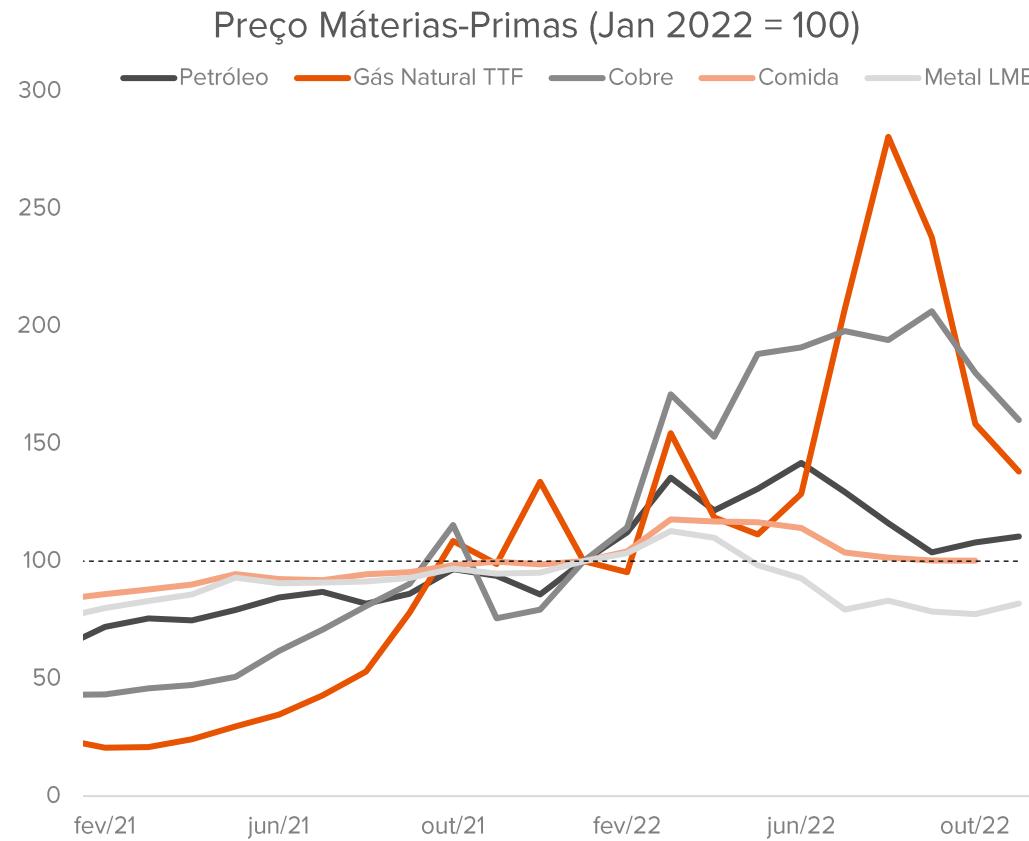
ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

DINÂMICA INFLACIONÁRIA PERSISTE MUITO FORTE, COM INFLAÇÃO NA EUROPA A ACELERAR PELA COMPONENTE ENERGÉTICA



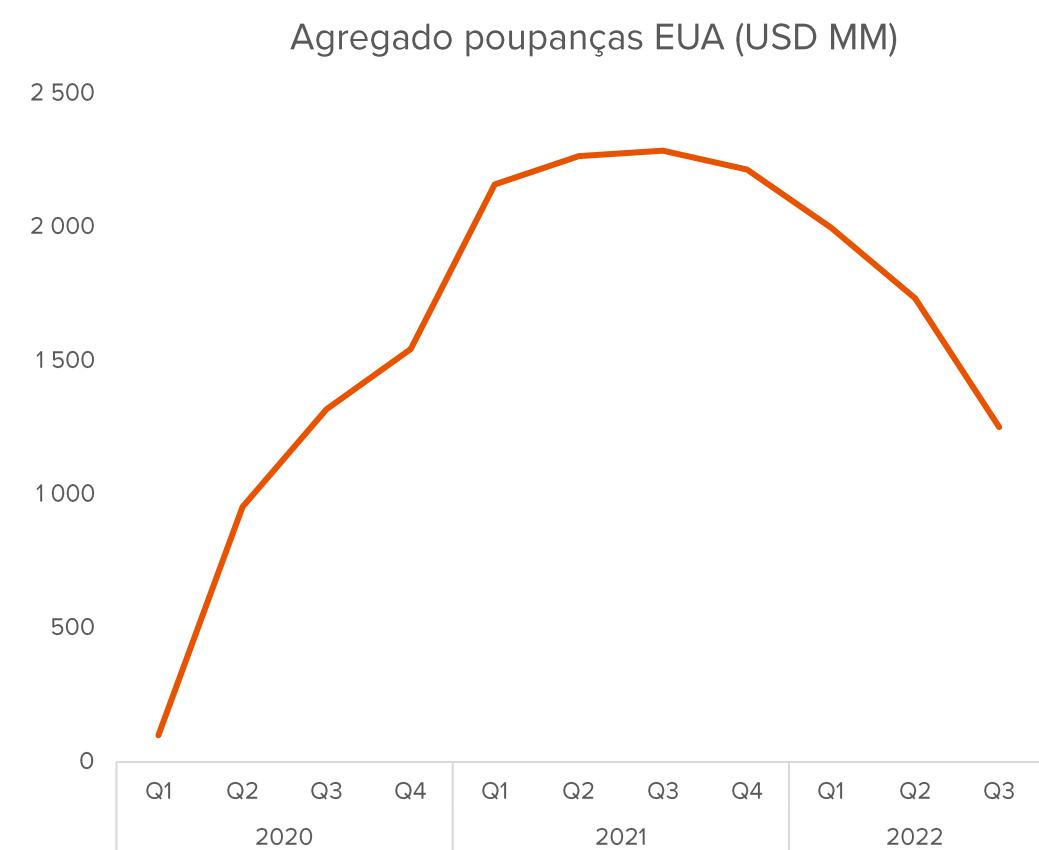
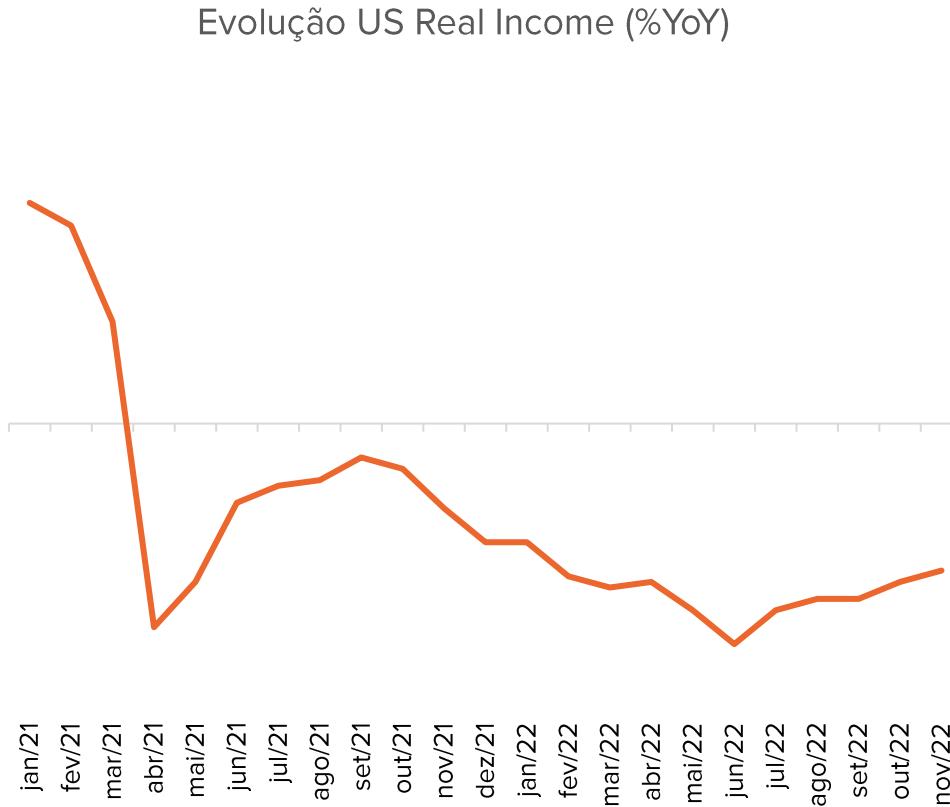
ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

NORMALIZAÇÃO DA INFLAÇÃO PELO LADO DA OFERTA:
PREÇOS DAS MATÉRIAS-PRIMAS E DE CUSTOS DE SHIPPING REVERTEM PARA NÍVEIS PRÉ-GUERRA E PRÉ-COVID



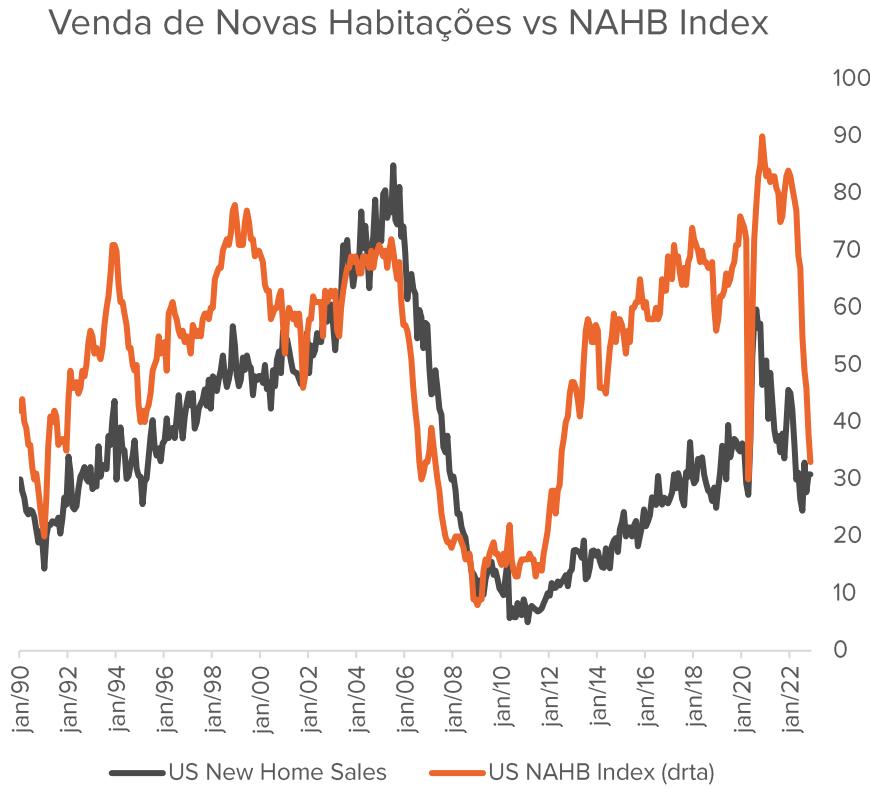
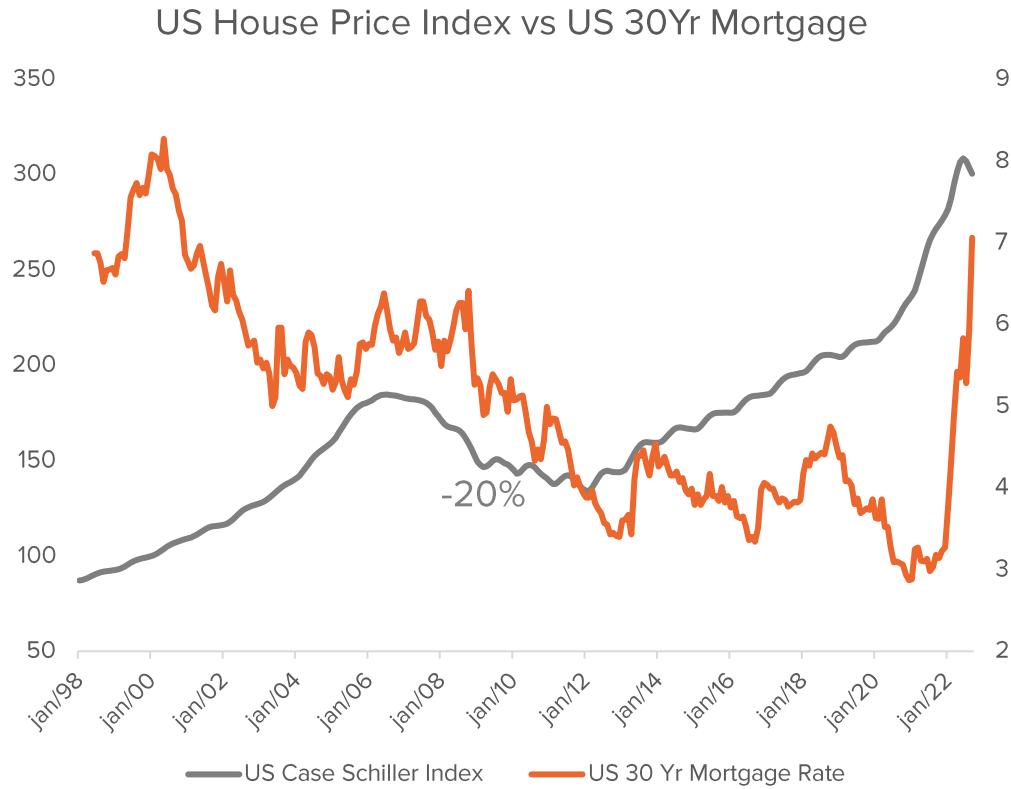
ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

NORMALIZAÇÃO DA INFLAÇÃO PELO LADO DA PROCURA
RENDIMENTO REAL DISPONÍVEL ESTRUTURALMENTE NEGATIVO E DECLÍNIO ACENTUADO DAS POUPANÇAS



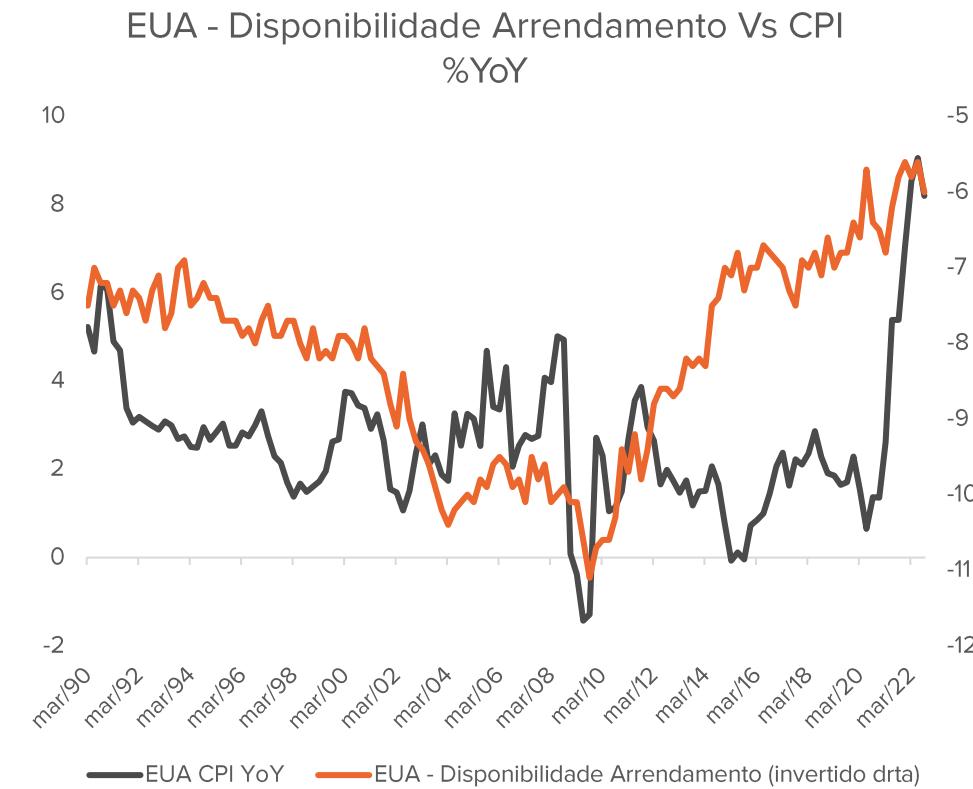
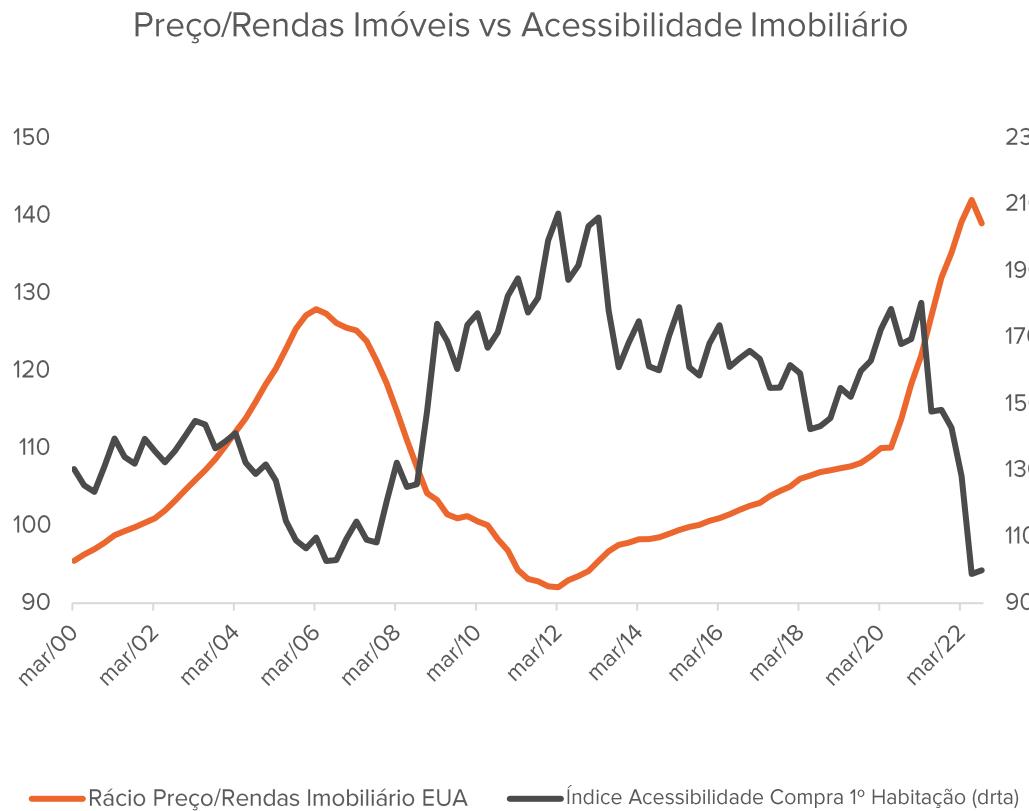
ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

EVENTUAL QUEDA DE PREÇOS NO IMOBILIÁRIO E DÉBIL QUADRO MACRO IRÃO PESAR NA DESCIDA DA PROCURA AGREGADA



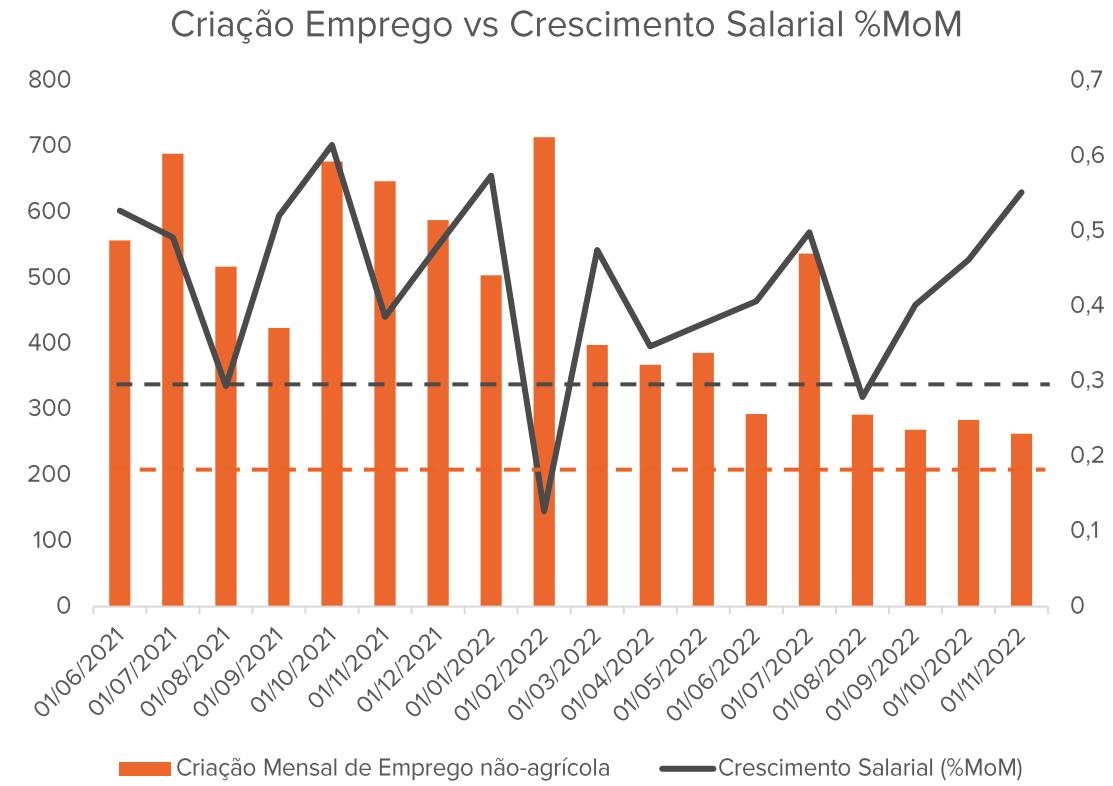
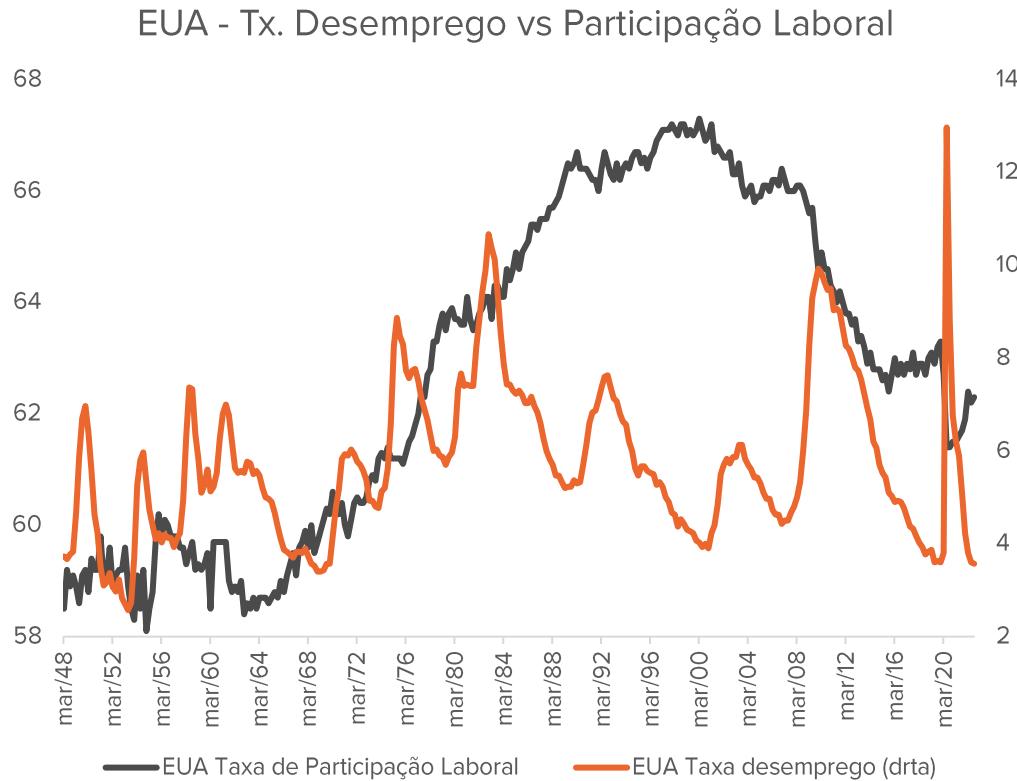
ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

EVENTUAL QUEDA DE PREÇOS NO IMOBILIÁRIO E DÉBIL QUADRO MACRO IRÃO PESAR NA DESCIDA DA PROCURA AGREGADA



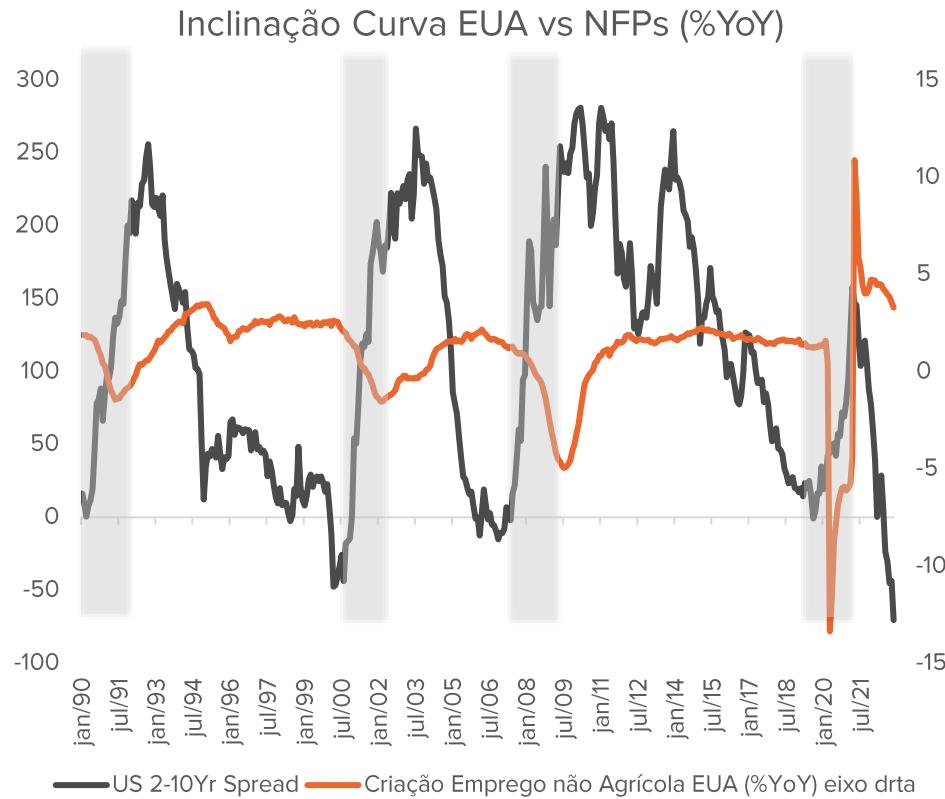
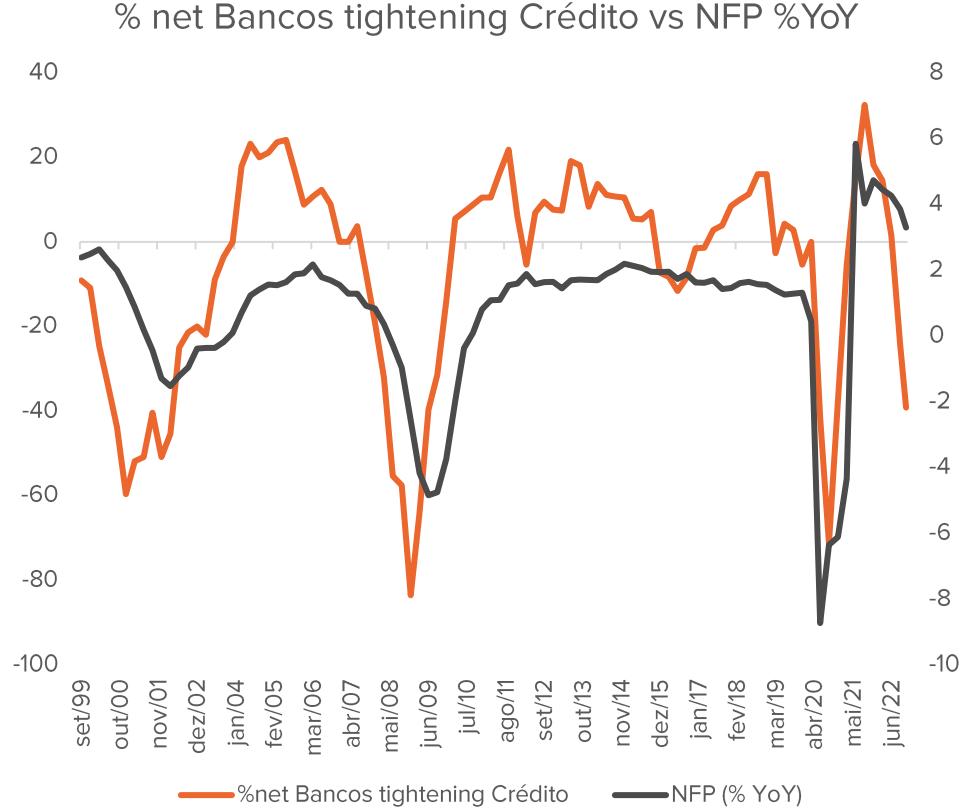
ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

MERCADO DE TRABALHO PERMANECE ROBUSTO, MAS TRADUZ UM INDICADOR “ATRASADO DE ATIVIDADE”



ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

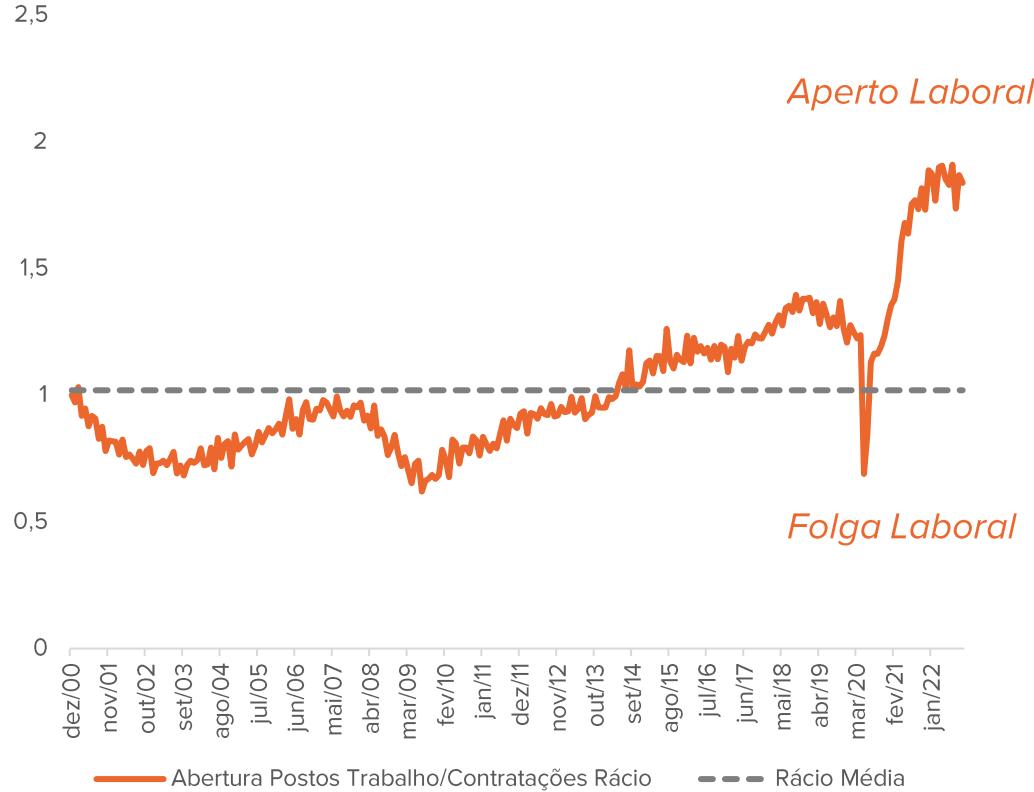
NÍVEL DE EMPREGO DEVERÁ DETERIORAR-SE RAPIDAMENTE EM 2023:
I) AGRAVAMENTO DA CONCESSÃO DE CRÉDITO; II) POTENCIAL REINCLINAÇÃO DA CURVA AMERICANA;



ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

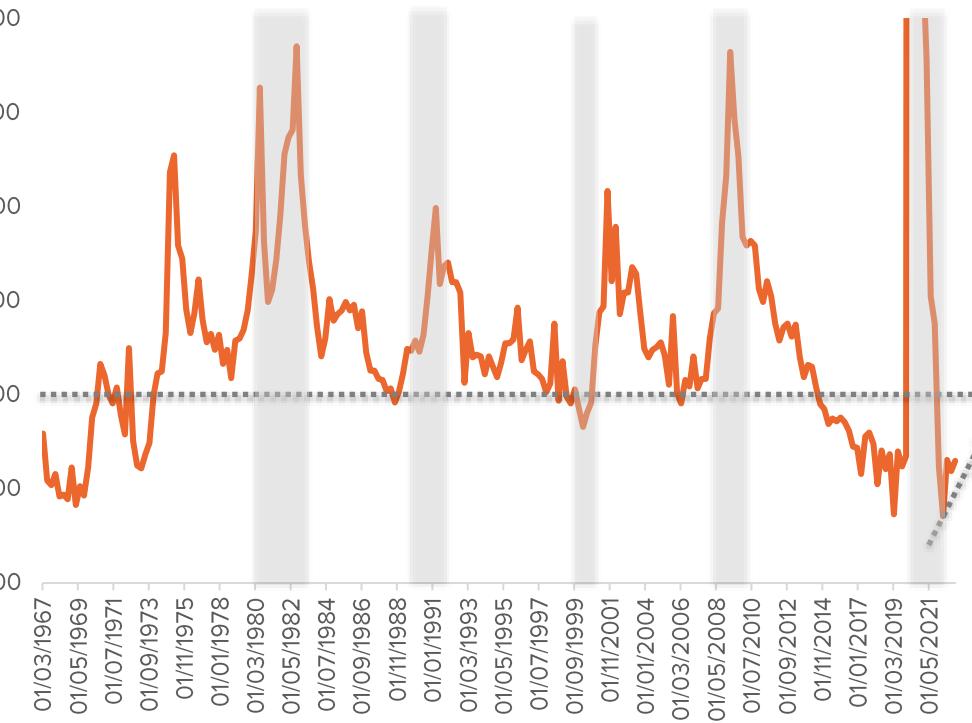
MERCADO DE TRABALHO DENOTA UM APERTO SIGNIFICATIVO E NÚMERO DE #300K DE PEDIDOS DE SUBSÍDIO DE DESEMPREGO PODEM MARCAR PIVOT DO FED

Evolução Dinâmica Mercado Trabalho EUA



Fonte: Bloomberg; GA BiG

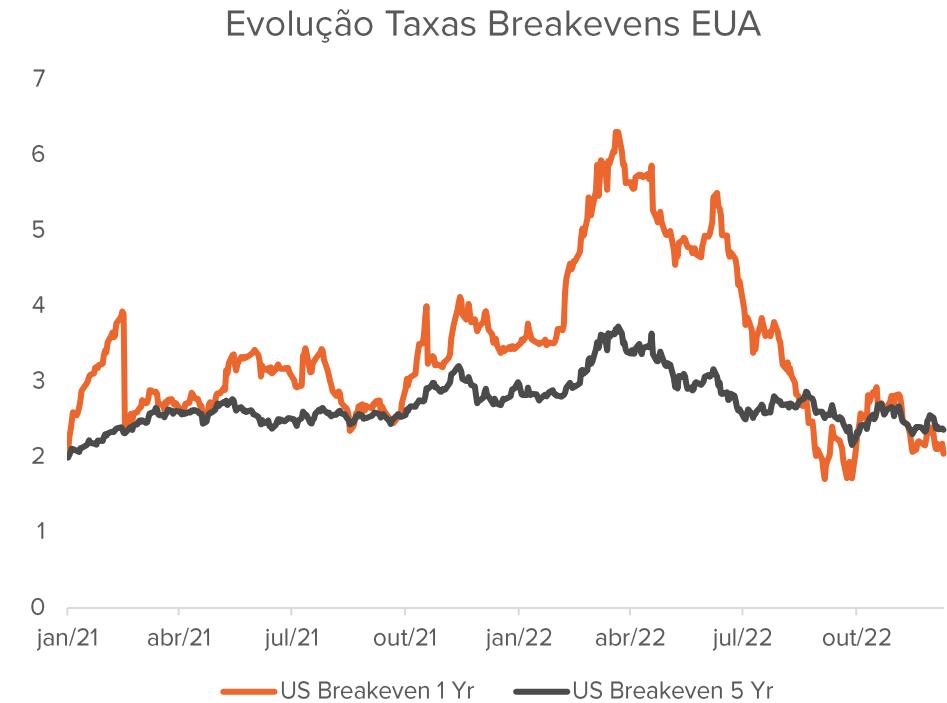
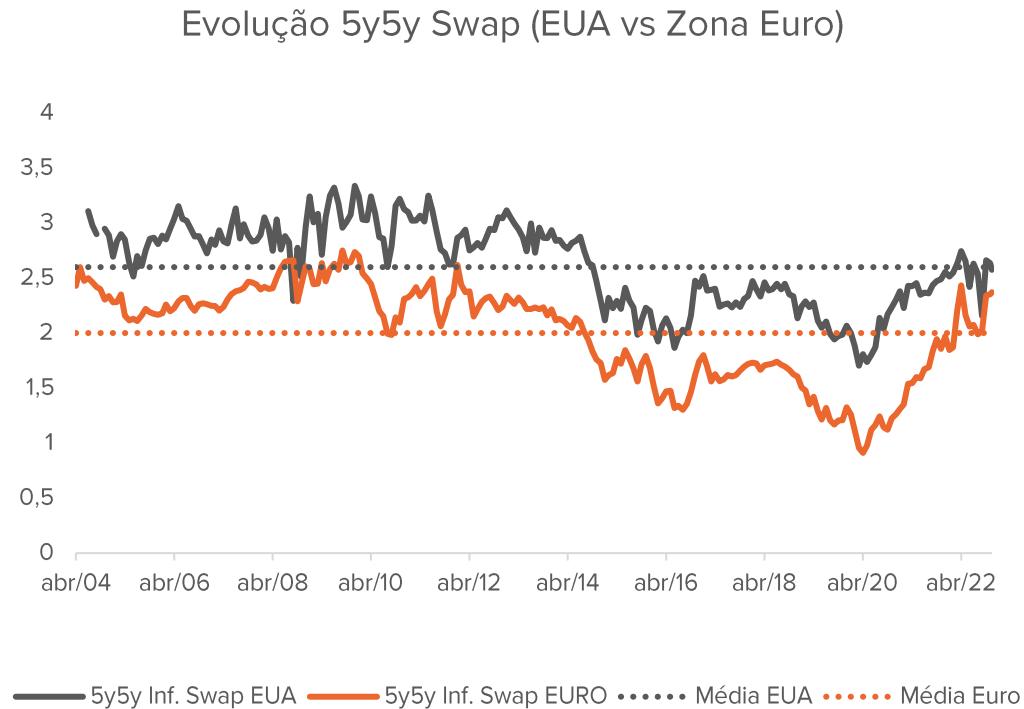
EUA - Pedidos Semanais de Subsídio Desemprego



Fonte: Bloomberg; GA BiG

ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

MERCADO DESCONTA DESACELERAÇÃO DA INFLAÇÃO POR DINÂMICAS ESTRUTURAIS (OFERTA & PROCURA)



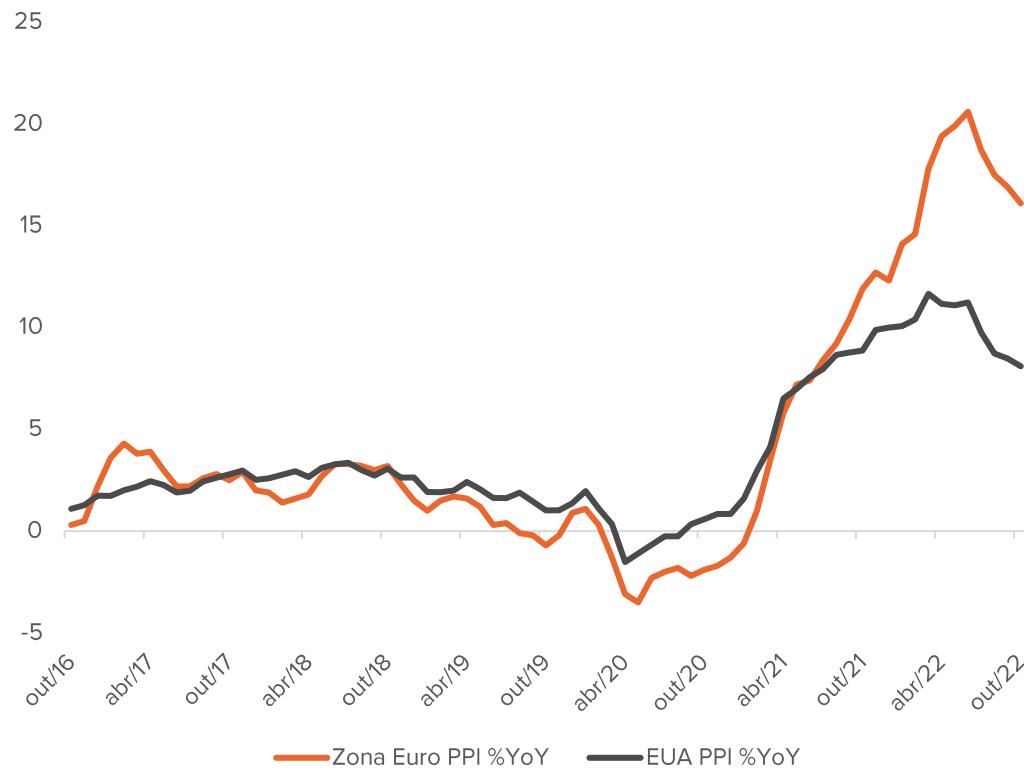
5Y5Y Inflation Swap: Expectativa do mercado para a inflação média dos 5 anos após os próximos 5 anos.

Breakevens: Expectativa do mercado para a inflação média durante o período da obrigação.

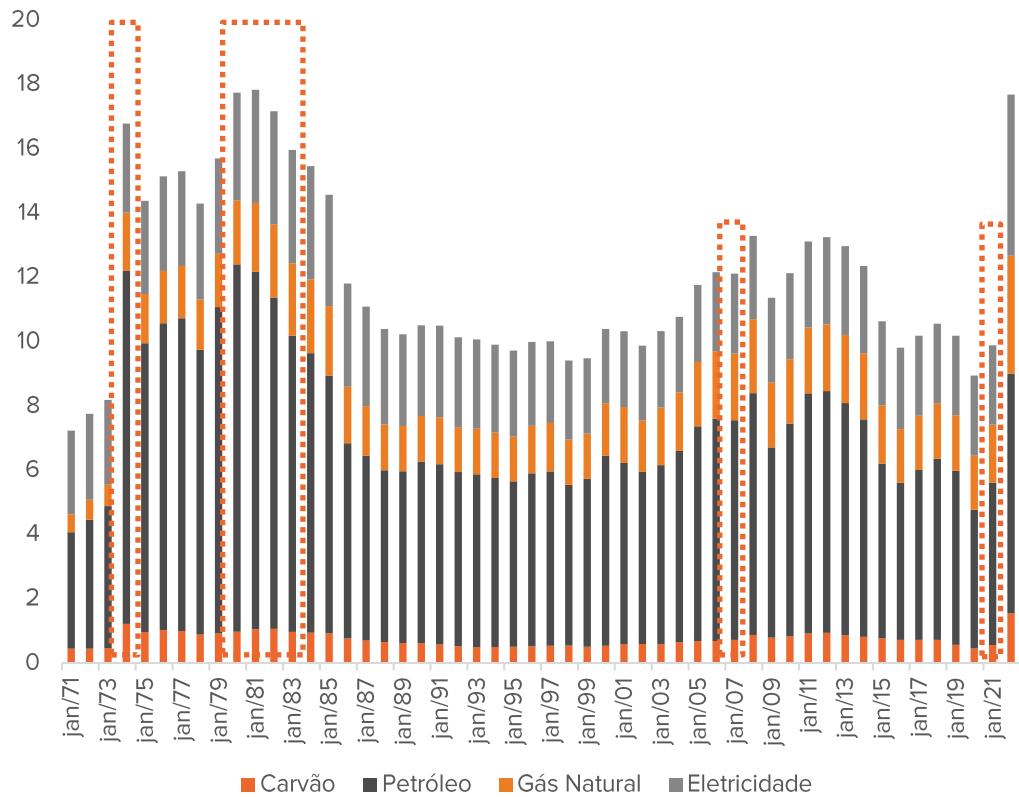
ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

ATUAL NÍVEL DE DESPESA ENERGÉTICA REMETE HISTORICAMENTE PARA EPISÓDIOS DE RECESSÃO GLOBAL

Índice de PPI %YoY (EUA vs Zona Euro)

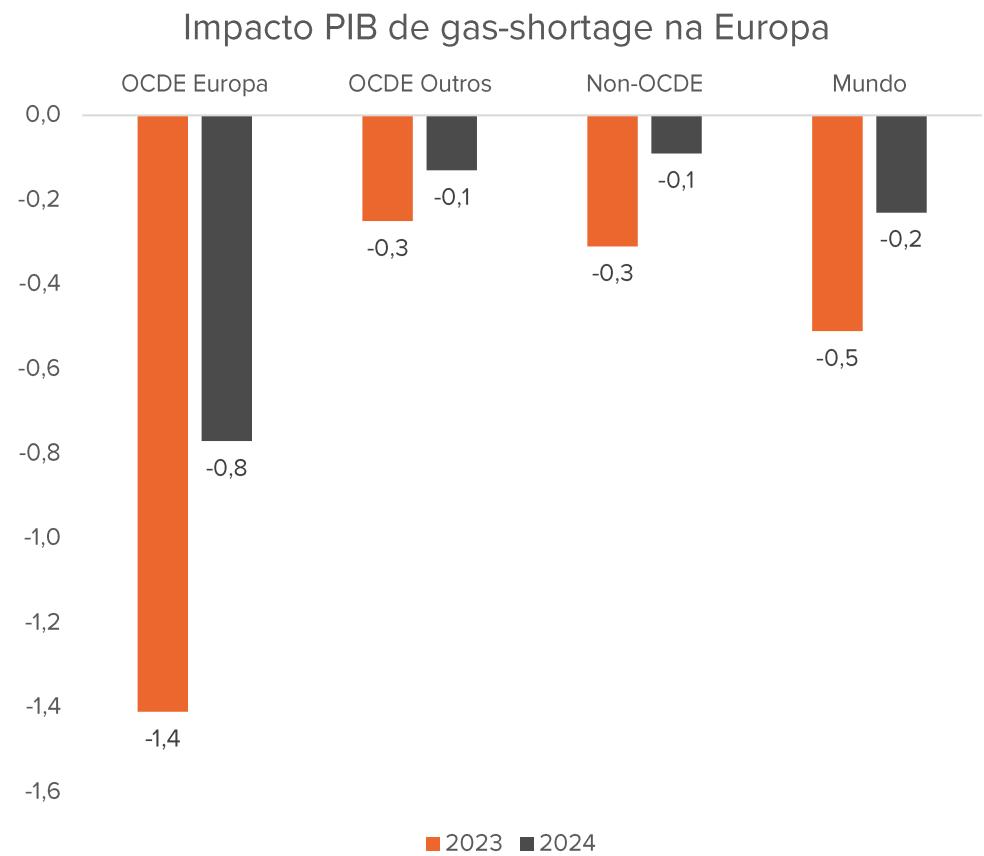
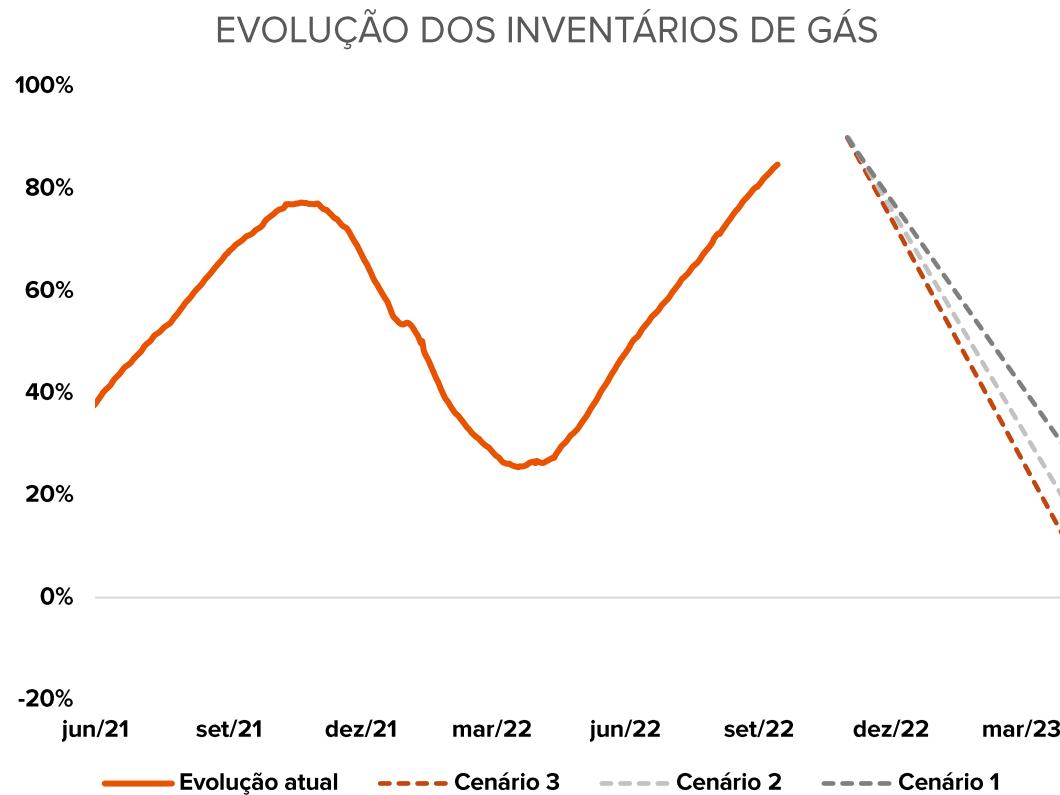


Despesa Energética %PIB - Países OCDE



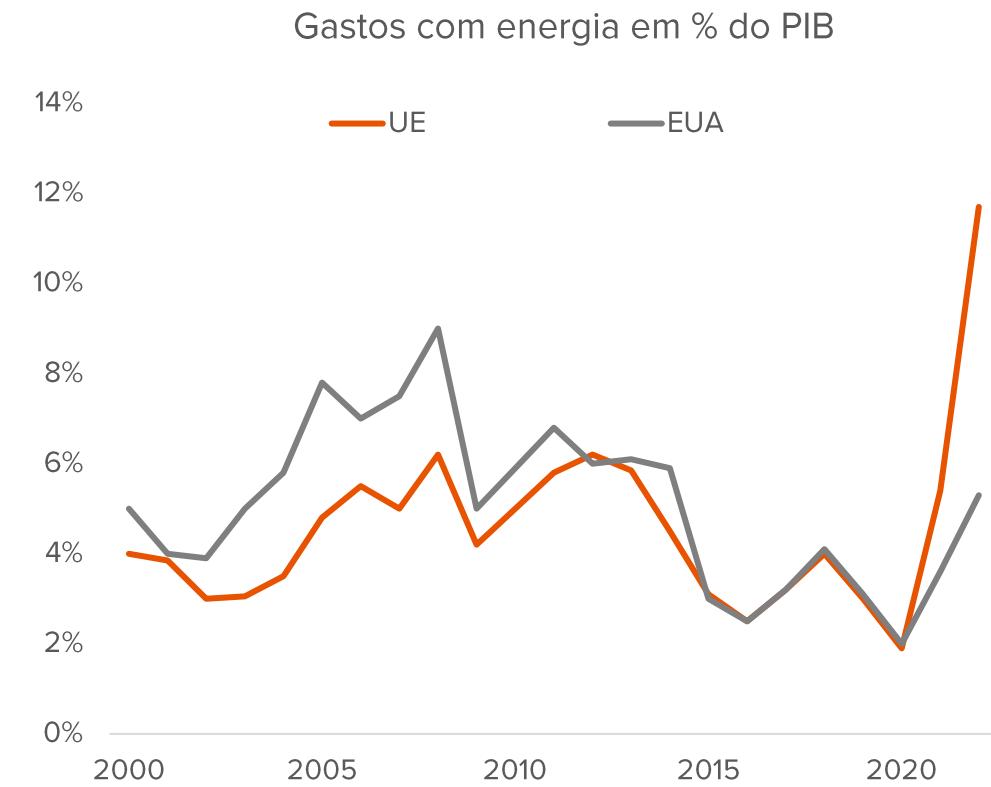
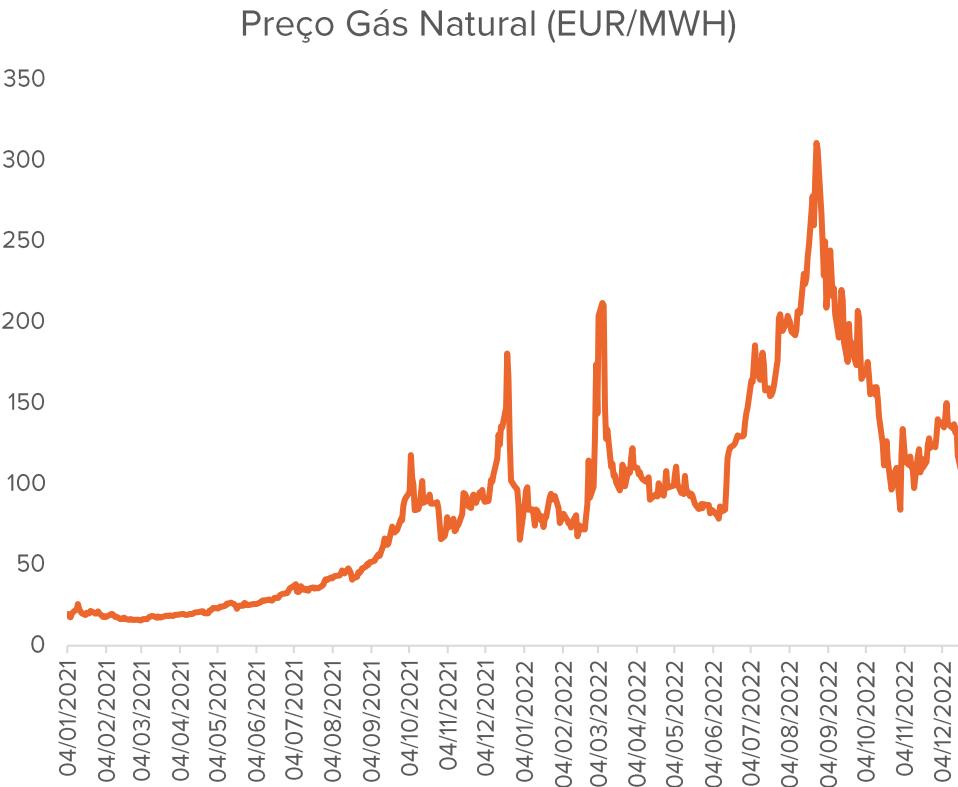
ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

Evolução de stocks condicionada pela severidade do inverno e worst case pode induzir queda do PIB até 1,4%



ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

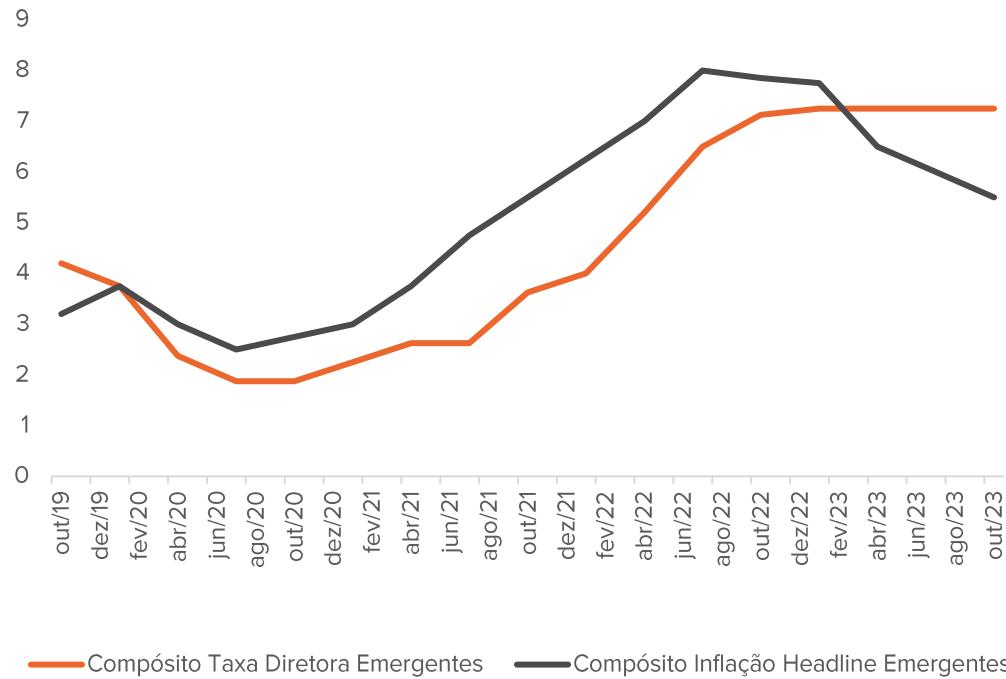
A UE ULTRAPASSARÁ CRISE ENERGÉTICA NO INVERNO-22, MAS SUPORTARÁ UM ELEVADO CUSTO E RISCOS PLURIANUAIS



ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

TIGHTENING PREVENTIVO DAS ECONOMIAS EMERGENTES E SALDO EXTERNO FAVORÁVEL PODEM TRADUZIR OPORTUNIDADES

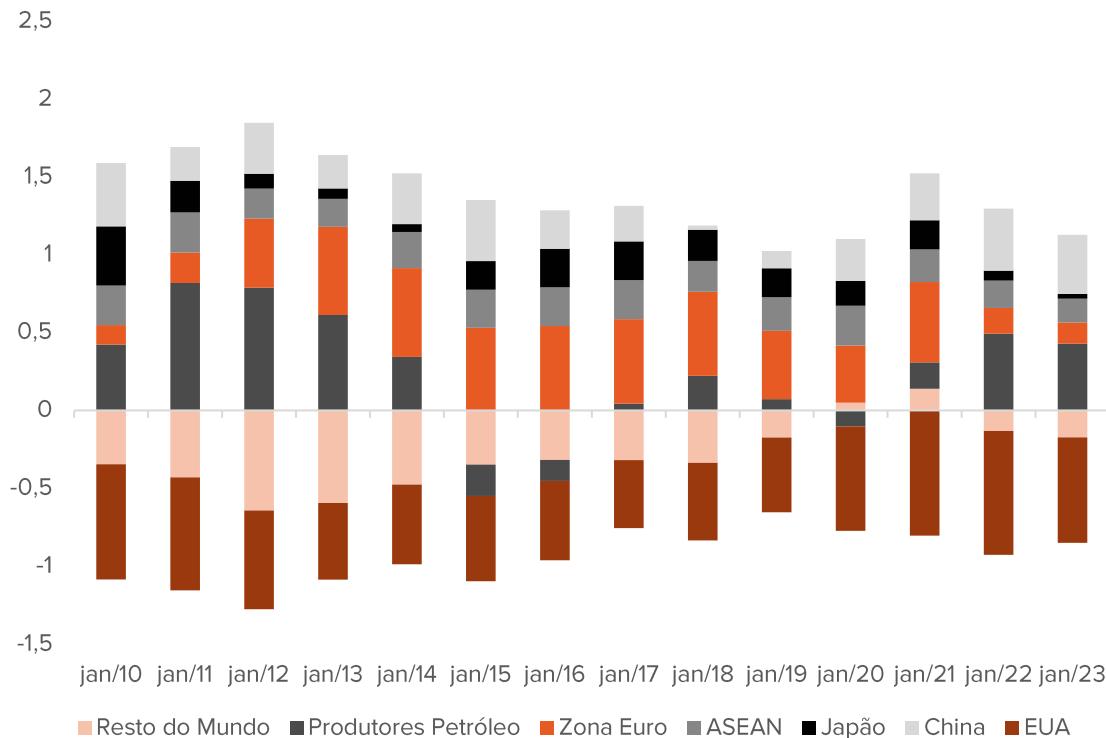
Inflação Headline Emergente vs Taxas Diretoras



Observação: Basket emergente integra Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, Índia, Indonésia, México, Peru, Roménia, Arábia Saudita e África do Sul;

Fonte: Bloomberg; OCDE;

Evolução Saldo Conta Corrente (2010-2023Est)



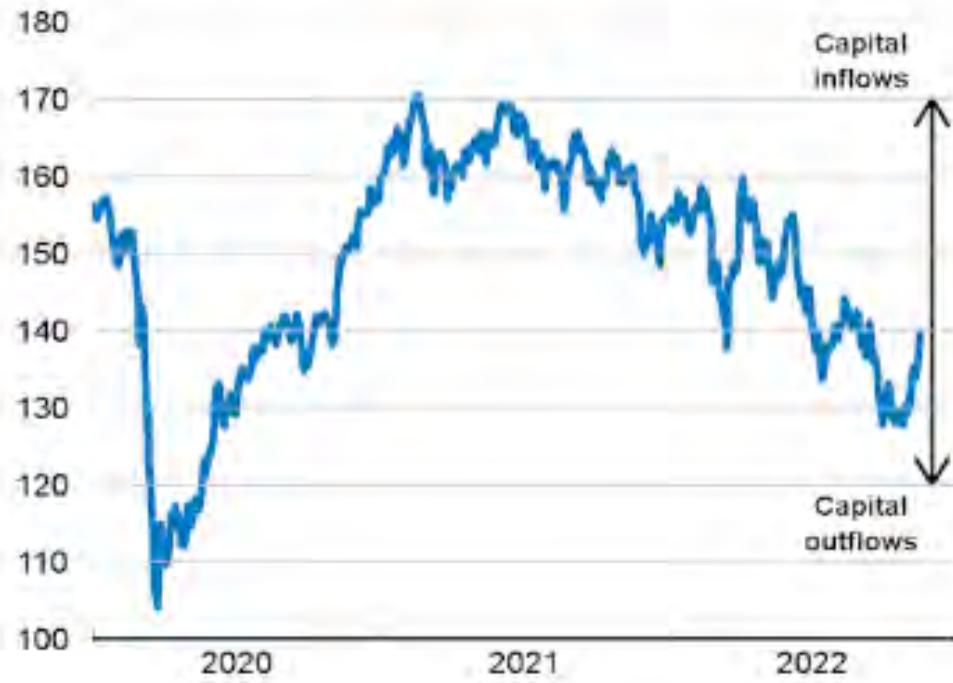
Fonte: Bloomberg; GA BiG

Esta apresentação é propriedade exclusiva do Banco de Investimento Global, S.A.

ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

BLOCO EMERGENTE DEVE RECUPERAR FLOWS DE INVESTIMENTO COM ESTABILIZAÇÃO DO USD E REVERSÃO COVID-ZERO NA CHINA DEVERÁ ACELERAR IMPULSO DE CRÉDITO

INDEX EMERGING MARKETS CAPITAL FLOWS



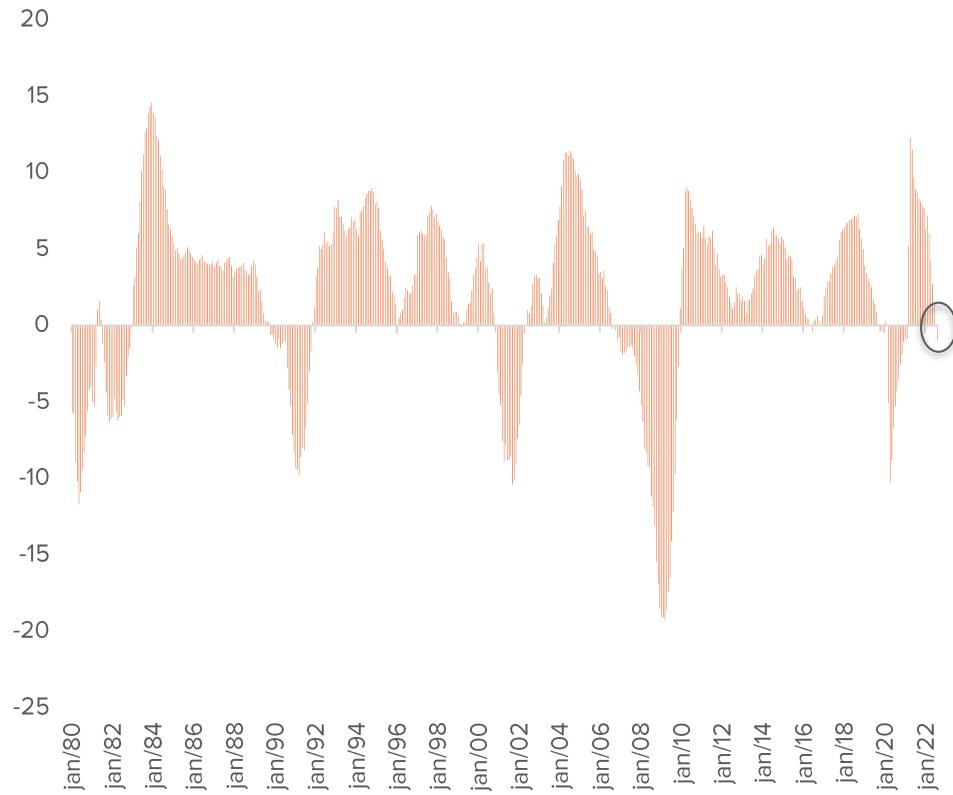
REVERSÃO POLÍTICA “COVID-0” PODERÁ ESTIMULAR IMPULSO CRÉDITO NO C/PRAZO



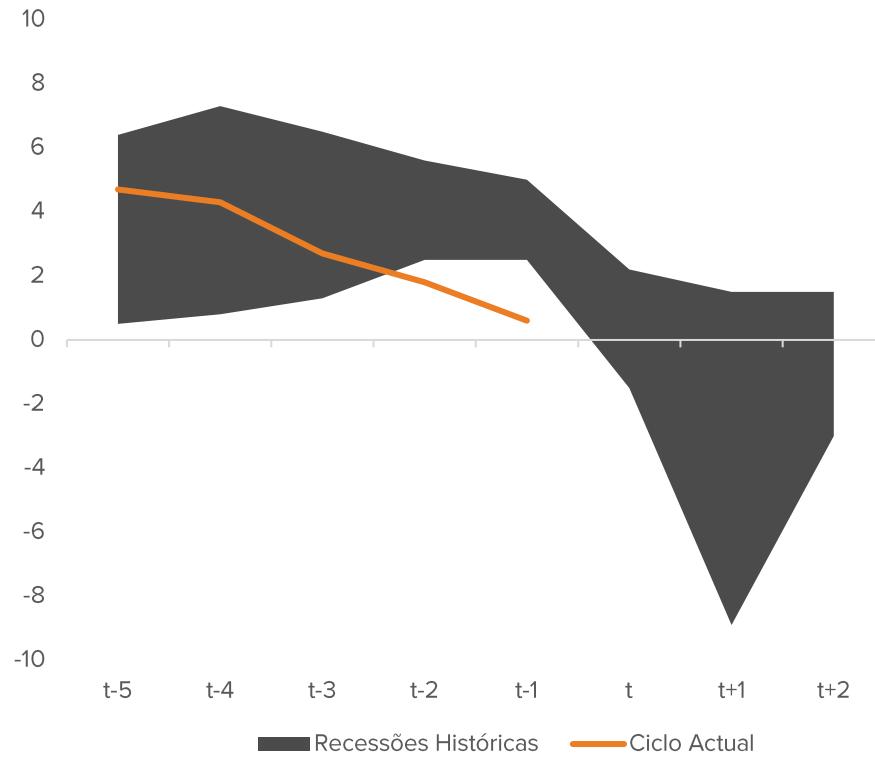
ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

RITMO DE DESACELERAÇÃO ECONÓMICA VIGENTE É SINÓNIMO DE RECESSÃO FACE A EPISÓDIOS HISTÓRICOS

Conf. Board US Leading Indicator (%YoY)



Evolução PIB Global durante Recessões





ÍNDICE

1. Posicionamento
 - 1.1 Asset Allocation
 - 1.2 Key Calls
2. Enquadramento
 - 2.1 Macroeconómico
 - 2.2 Mercado de Taxas de Juro
 - 2.3 Mercado de Ações
 - 2.4 Posicionamento

SINOPSE I MERCADO TAXAS DE JURO

- O *tightening* mais agressivo da história da política monetária levou a que as Obrigações do Tesouro Norte-americano registaram em 2022 o pior desempenho dos últimos 250 anos. O Portfolio de investimento tradicional 60-40 não conseguiu mitigar perdas e providenciar um buffer de segurança, acumulando um desempenho negativo acumulado de 16% - naquele que é o terceiro pior desempenho conjunto negativo das Obrigações e das ações nos últimos 100 anos.
- Com a Inflação a retroceder de forma evidente nos EUA e a deterioração macroeconómica a ganhar contornos cada vez mais agressivos, aproximamo-nos do momento pivotal para a alteração da retórica e do curso da política monetária que deverá materializar-se o mais tardar até ao final do 1º semestre do ano. O FED e o BCE ainda deverão conseguir colocar as taxas de referência a 5,0% e 3,50% respetivamente, mas o mercado já desconta um corte de 125 pb pelo FED entre Junho 23 e Junho 24 – algo que apenas consideramos possível mediante uma recessão a larga escala.
- O pico das yields (US e GER) tende a ocorrer até 3 meses antes da última subida do FED ou do BCE, sendo que a queda subsequente das yields norte-americanas ou Alemãs pode atingir os 100 p.b.; No espaço de 12-18 meses, acreditamos que as taxas de juro a 10 anos nos EUA poderão atingir o intervalo 2,6%-3,75% (Recessão/Soft Landing), ao passo que na Alemanha as taxas a 10 anos poderão situar-se entre os 1,70%-2,65% (Recessão Desinflacionária/Recessão Inflacionária).
- O FED quererá evitar o erro de Volcker no início da década de 80 em que a Reserva Federal revelou alguma complacência ao cortar a taxa de referência ainda com a inflação demasiado elevada (como está no momento presente!). A consequência foi que o FED voltou a acentuar a política restritiva, após um erro de suavização inicial, o que acarretou um impacto negativo económico muito mais severo na luta contra a inflação.
- Com volatilidade e movimentos de preço muito agressivos em todo o mercado Obrigacionista, a diversificação no segmento com viés para Investment Grade é a melhor opção de retorno-risco. O crédito IG Europeu já oferece retornos compósitos na ordem de 3%-4,5 e com duration implícita até 5 anos.

TAXAS DE JURO

OBRIGAÇÕES DO TESOURO NORTE-AMERICANO REGISTAM EM 2022 O PIOR DESEMPENHO DESDE 1788

Chart 3: Worst year for 10yr US Treasury note since 1788

US 10yr Government Bond Annual Returns %

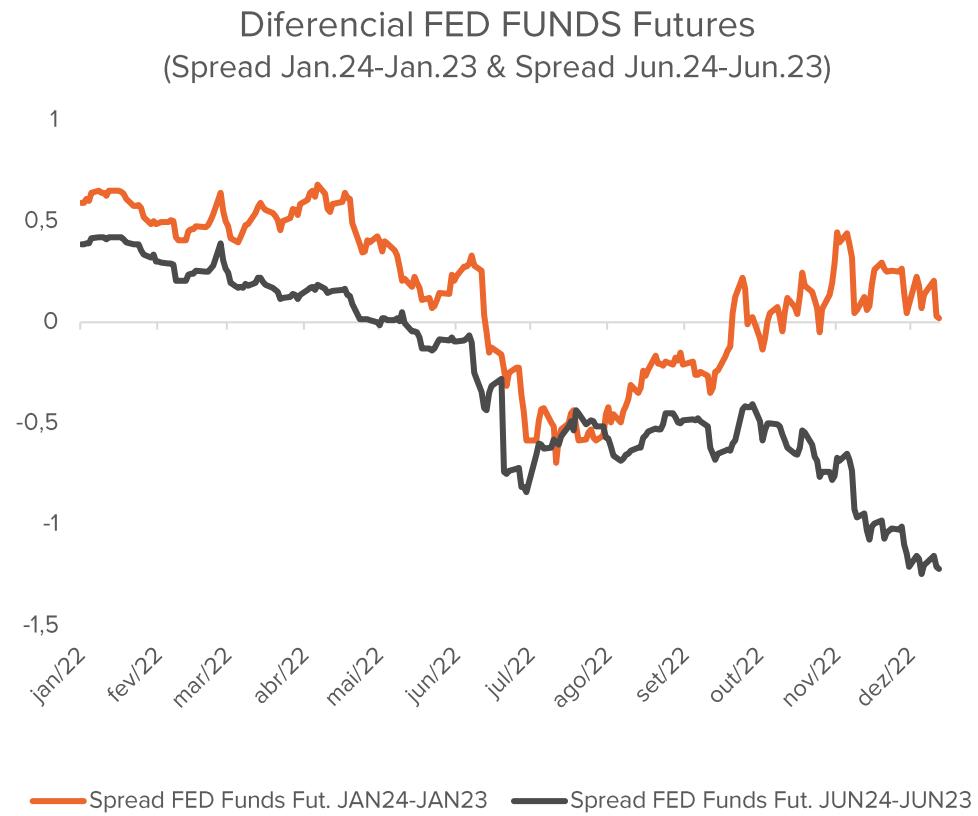
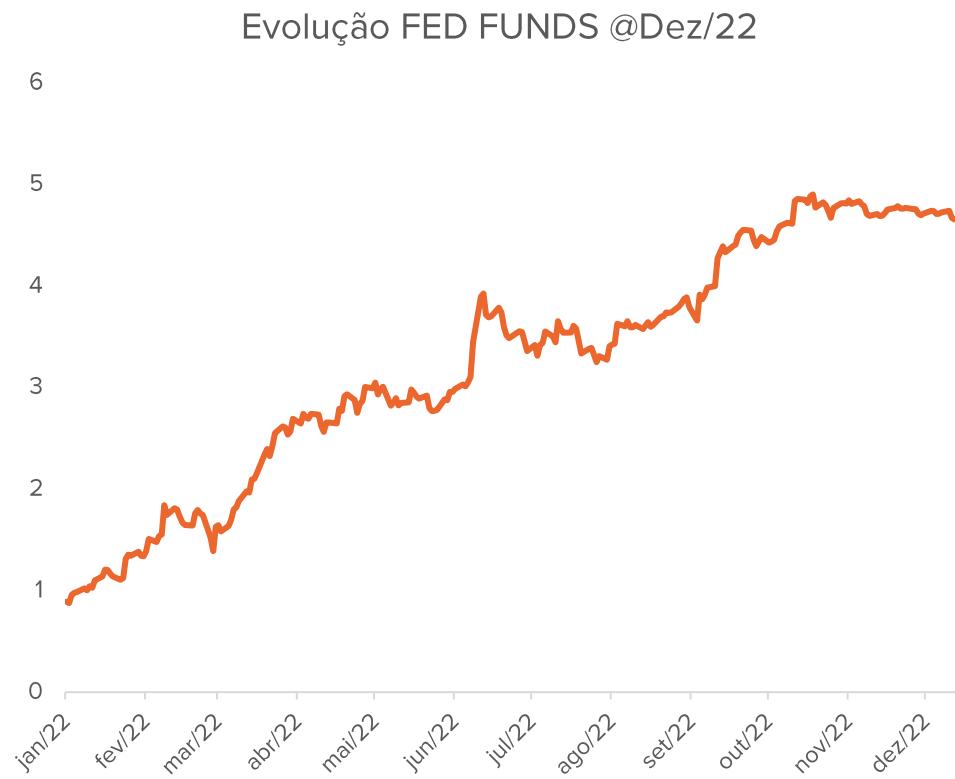


Bloomberg Treasury Index vs S&P 500



TAXAS DE JURO

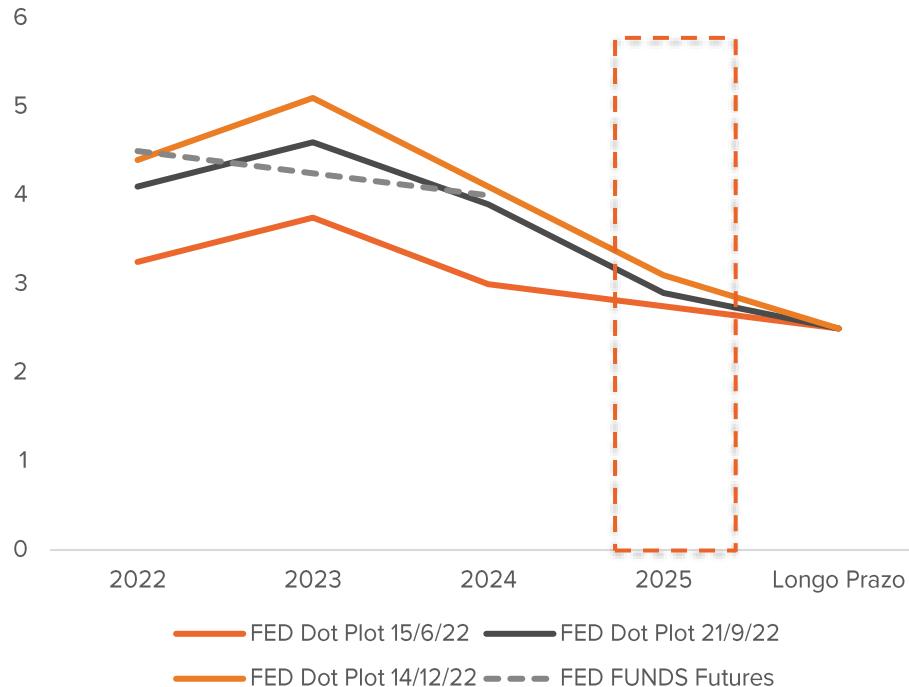
FED DEVERÁ ATINGIR TAXA TERMINAL DE 5% E MERCADO JÁ DESCONTA CORTE DE 150 PB ENTRE JUN/23-JUN/24



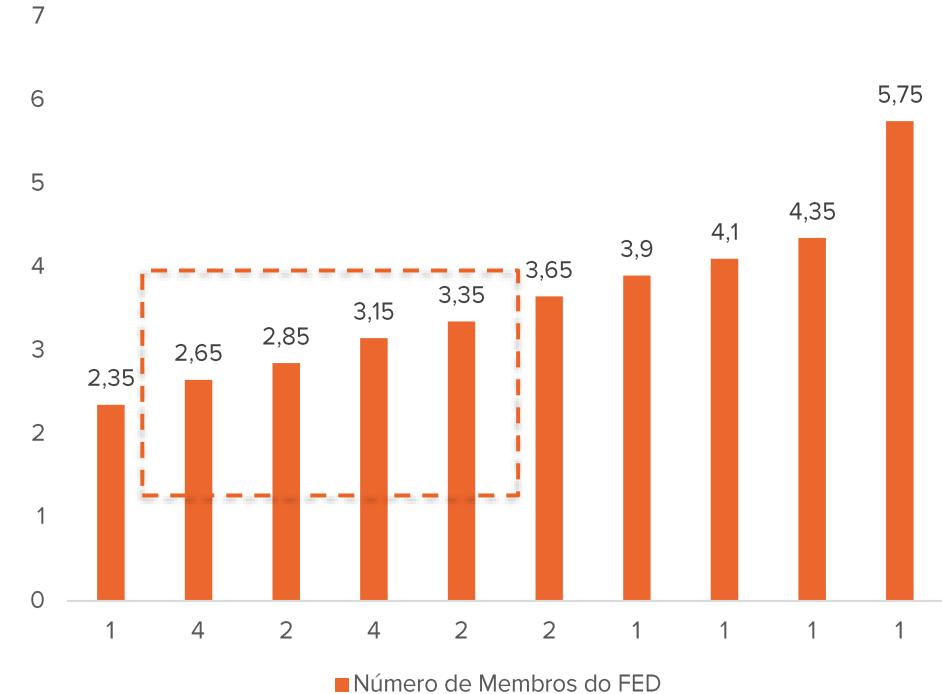
TAXAS DE JURO

COMITÉ DO FED NÃO REÚNE CONSENSO PARA DIREÇÃO DE TAXAS DE JURO EM 2025 – ELEVADA INCERTEZA NO QUADRO MACRO!

DOT PLOT 2023 VS FED FUNDS FUTURES



Dispersão Dot Plot Level @2025



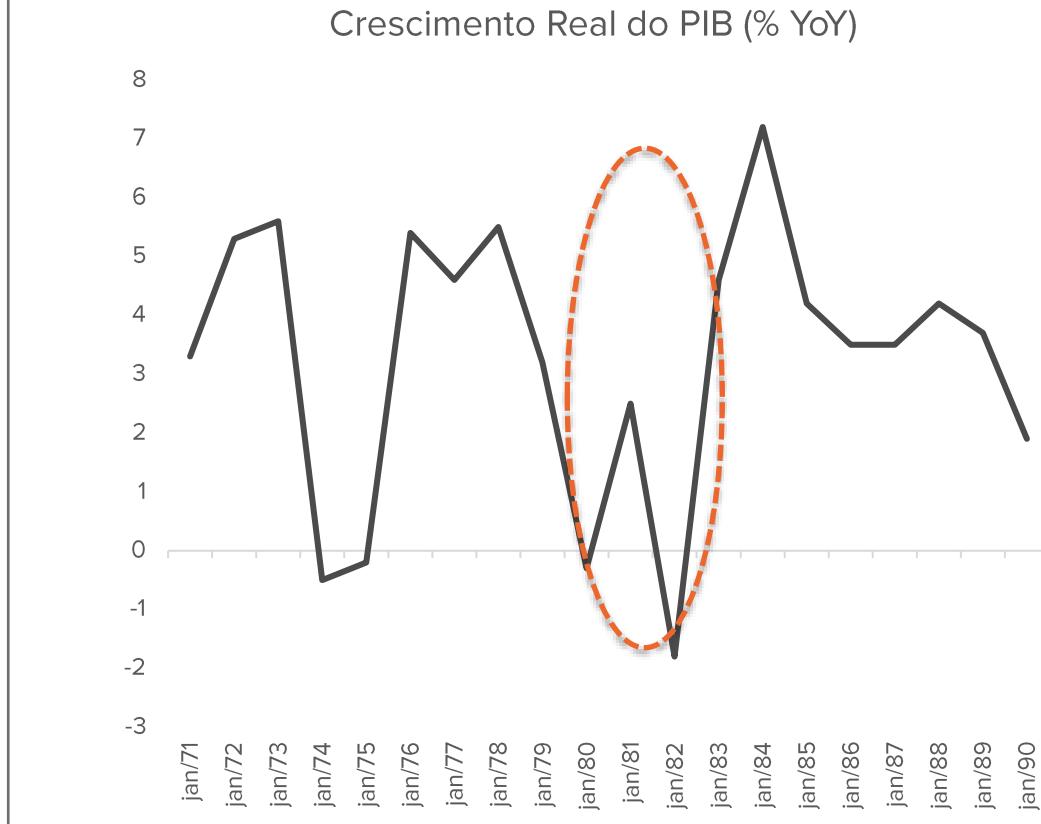
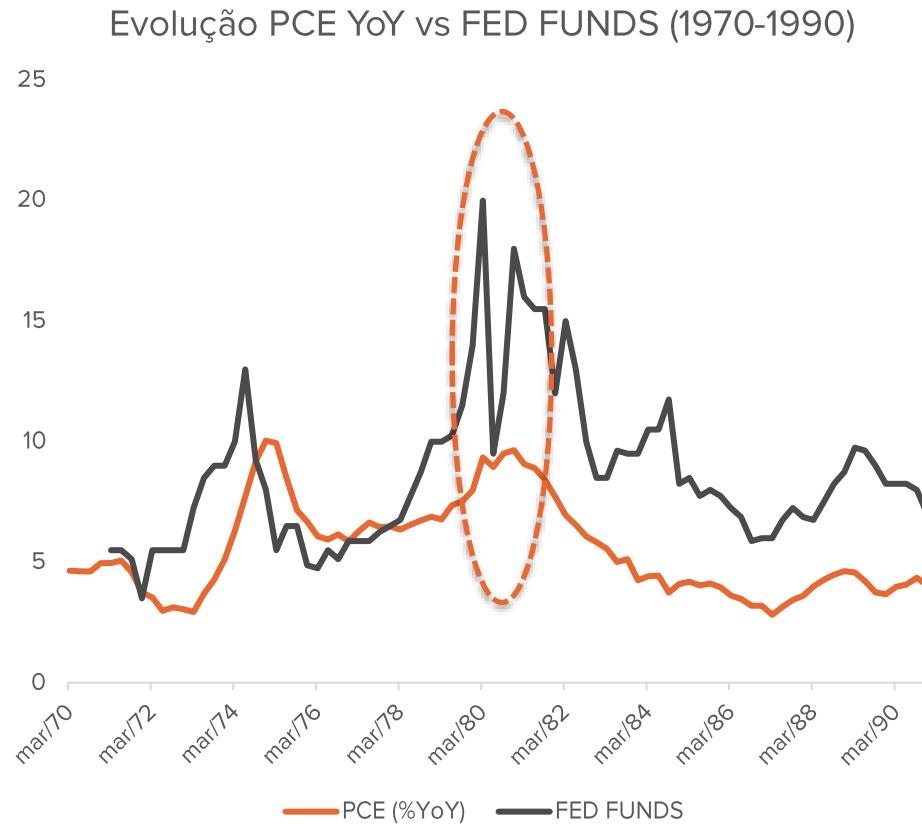
Fed Funds: Taxa de juro de curto prazo determinada pelo Reserva Federal norte-americana. As taxas de juro de referência impactam diversas taxas de juro praticadas no mercado monetário;

Fonte: Bloomberg; GA BiG

Fonte: Bloomberg; GA BiG

TAXAS DE JURO

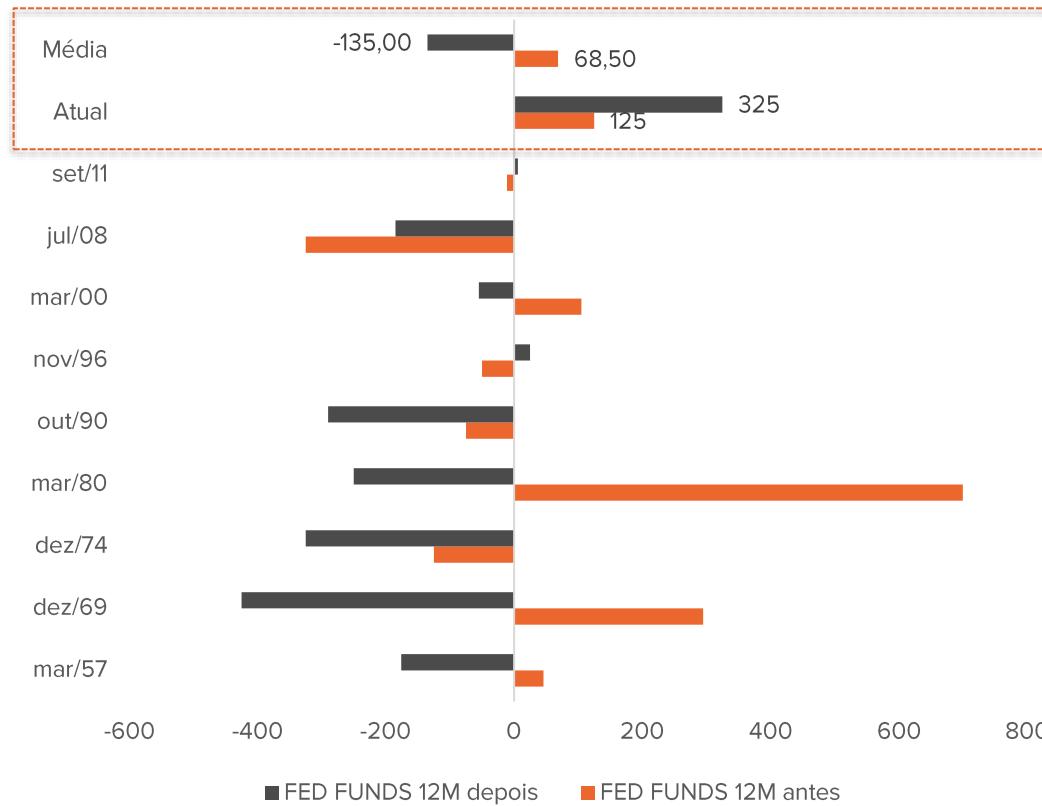
A EXPERIÊNCIA DA INFLAÇÃO 80: POWELL NA SOMBRA DE VOLCKER E O JUSTIFICADO RECEIO DE CORTAR TAXAS CEDO DEMAIS FACE A INFLAÇÃO PERSISTENTE



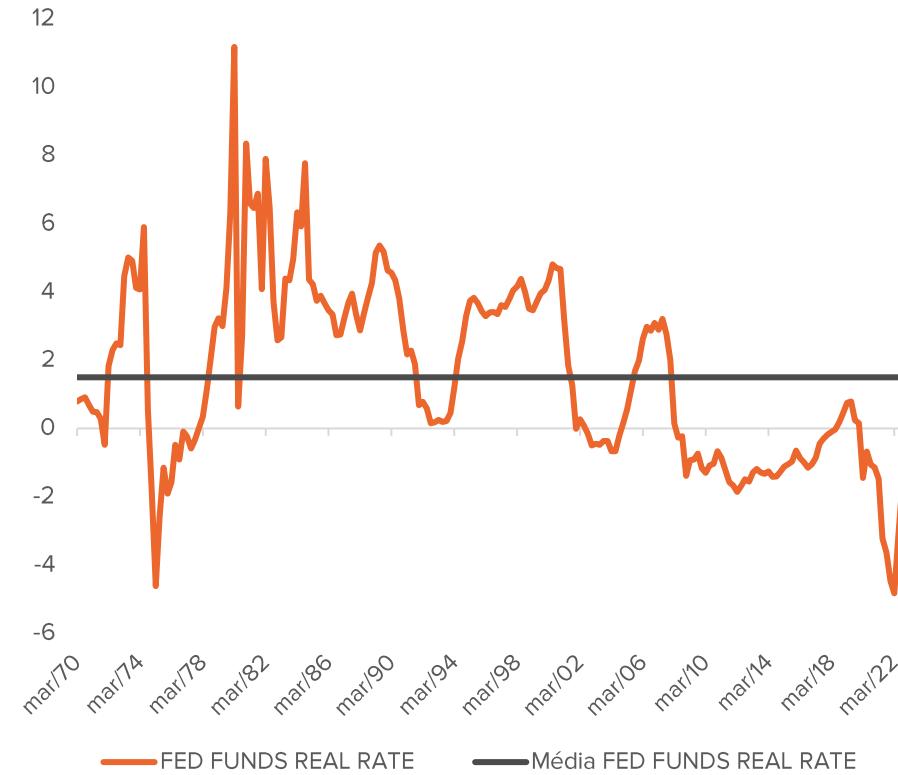
TAXAS DE JURO

TAXA REAL DA FED FUNDS AINDA PODE SUBIR 100 PB PARA CONVERGIR PARA MÉDIA RESTRITIVA NUM CICLO TIGHTENING ÚNICO

FED FUNDS vs Pico da Inflação @Ciclos Económicos



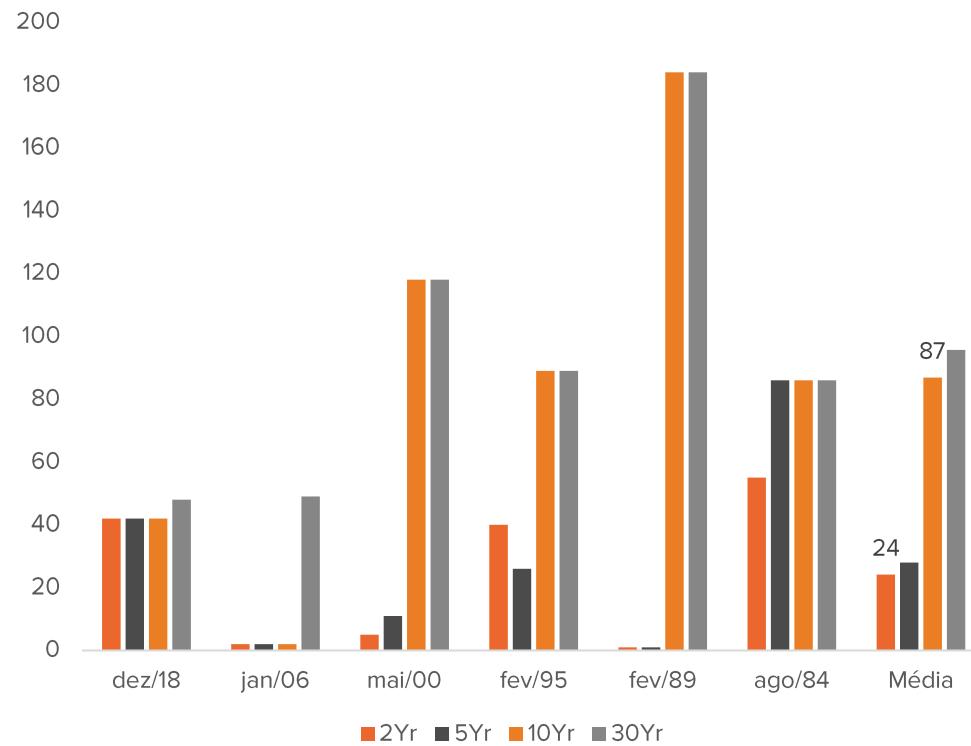
Evolução FED Funds - Taxa de Juro Real



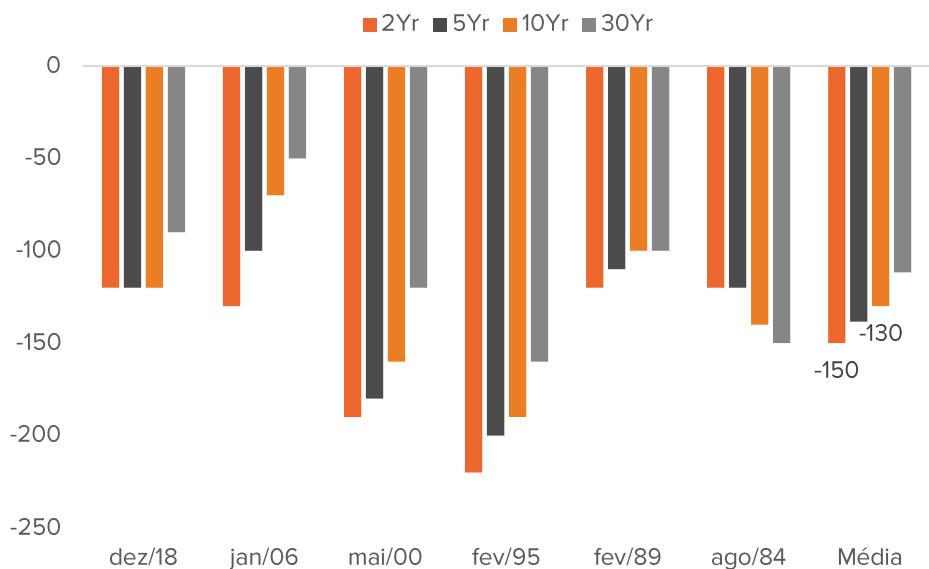
TAXAS DE JURO

10 YR US TENDE A FAZER TOPO 3M ANTES DO ÚLTIMO HIKE E QUEDA SUBSEQUENTE ATÉ PRIMEIRO CUT SUPERA 100 PB

Pico das Yields - Número dias até último hike

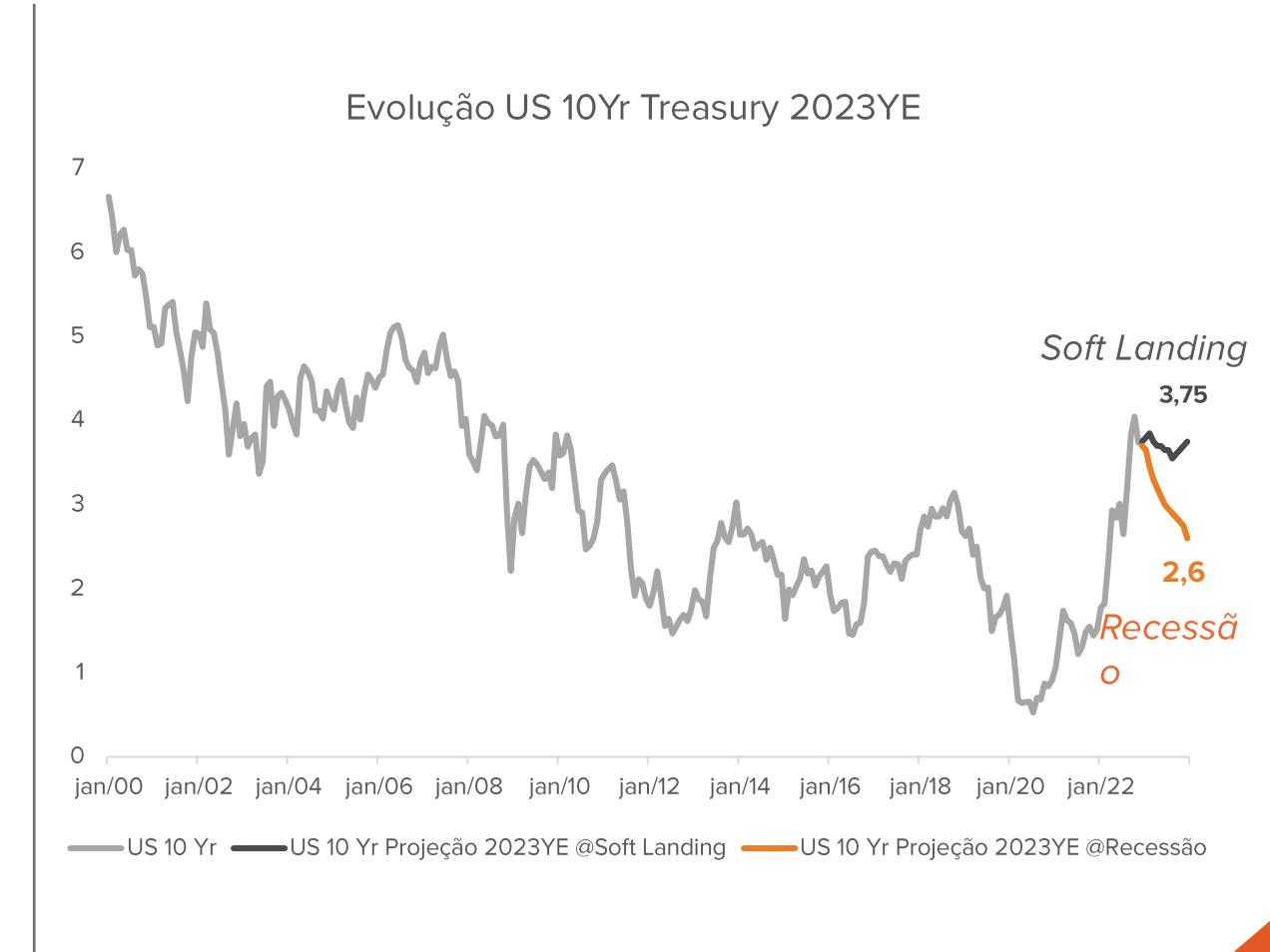
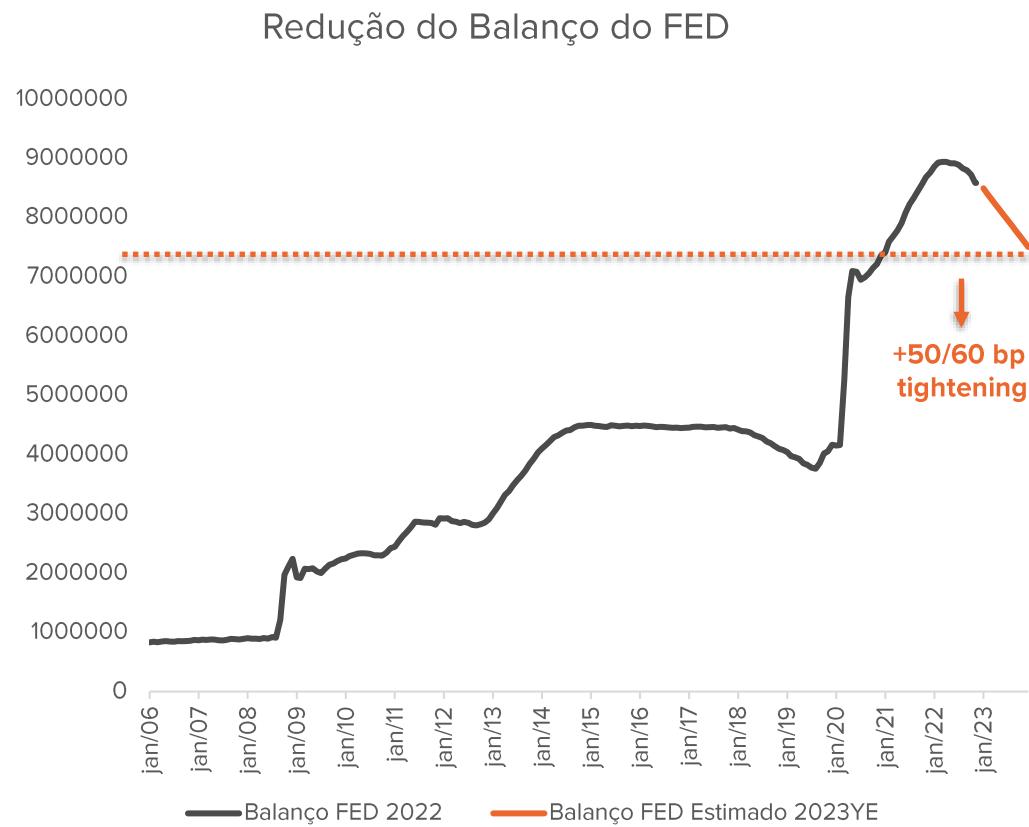


Queda das yields US desde "pico" entre último "hike" e primeiro "cut"



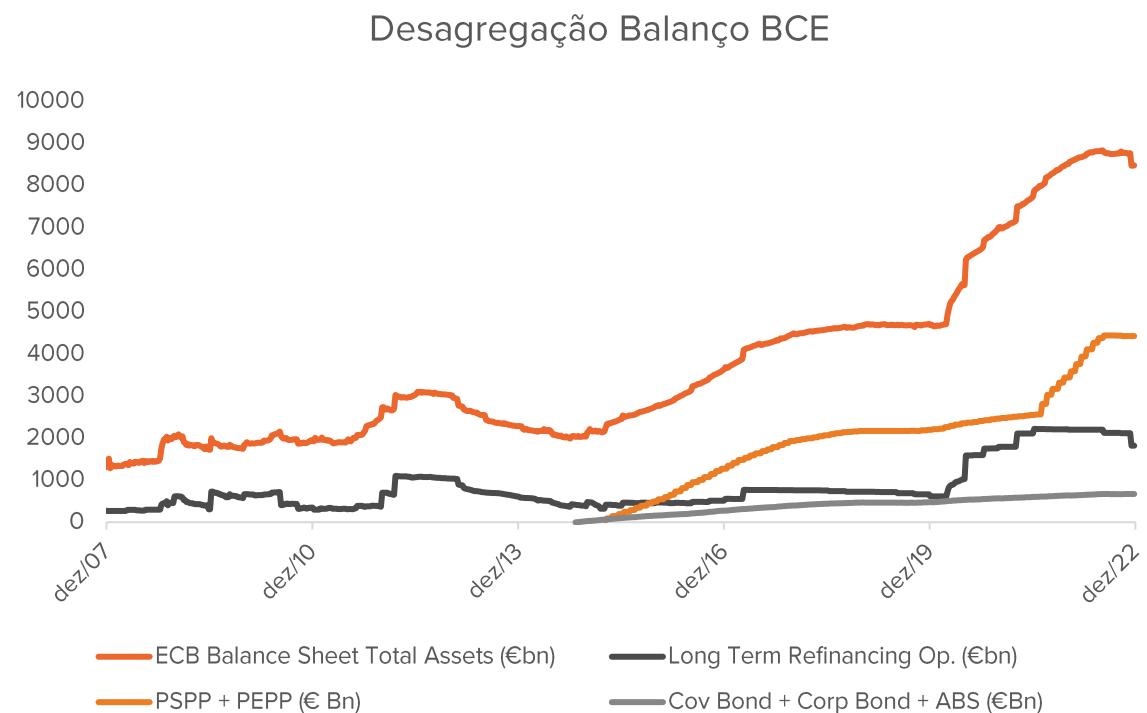
TAXAS DE JURO

US 10 YR PODE FIXAR-SE ENTRE 2,6% E 3,75% DEPENDENDO DO DESENLACE MACRO – SOFT LANDING OU RECESSÃO

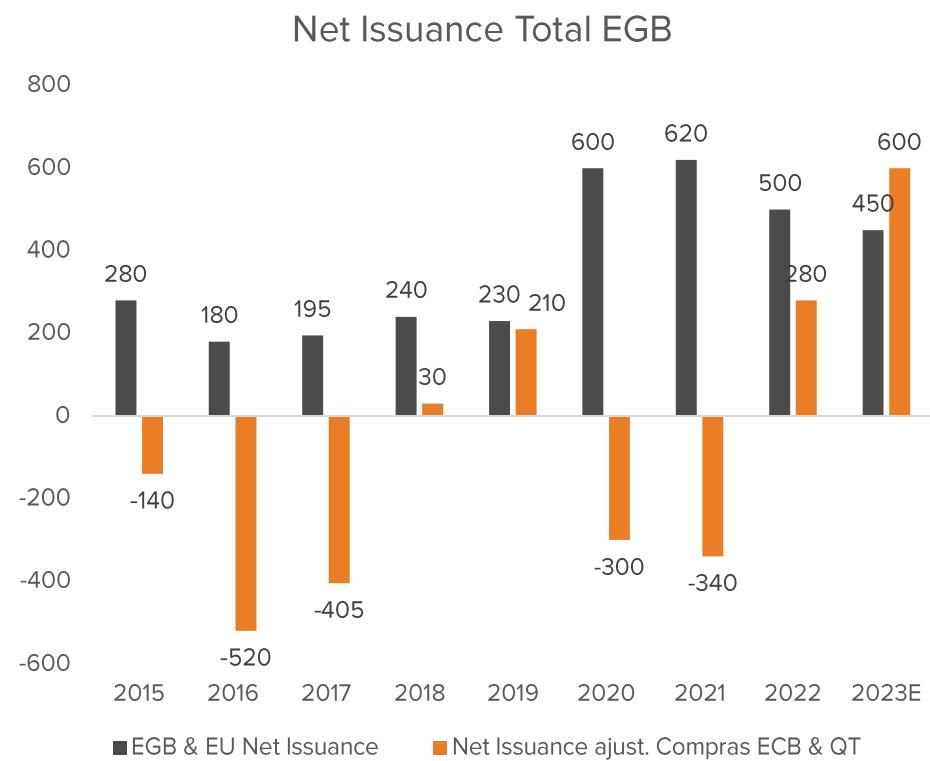


TAXAS DE JURO

ANÚNCIO DE QT (BCE) É MAIS FORTE QUE O ESPERADO E AUMENTO DE EMISSÕES (NET) PODE GERAR PRESSÃO NA PERIFERIA



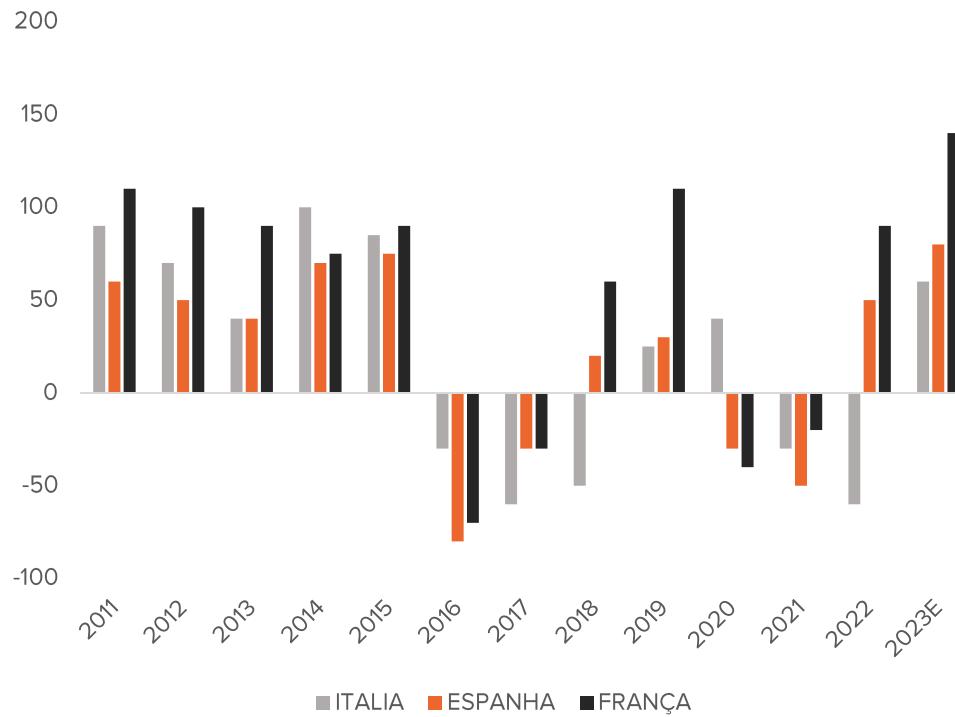
Anúncio QT: Redução de EUR 15 mil mn de reinvestimentos/Mês do APP a partir de Mar/23



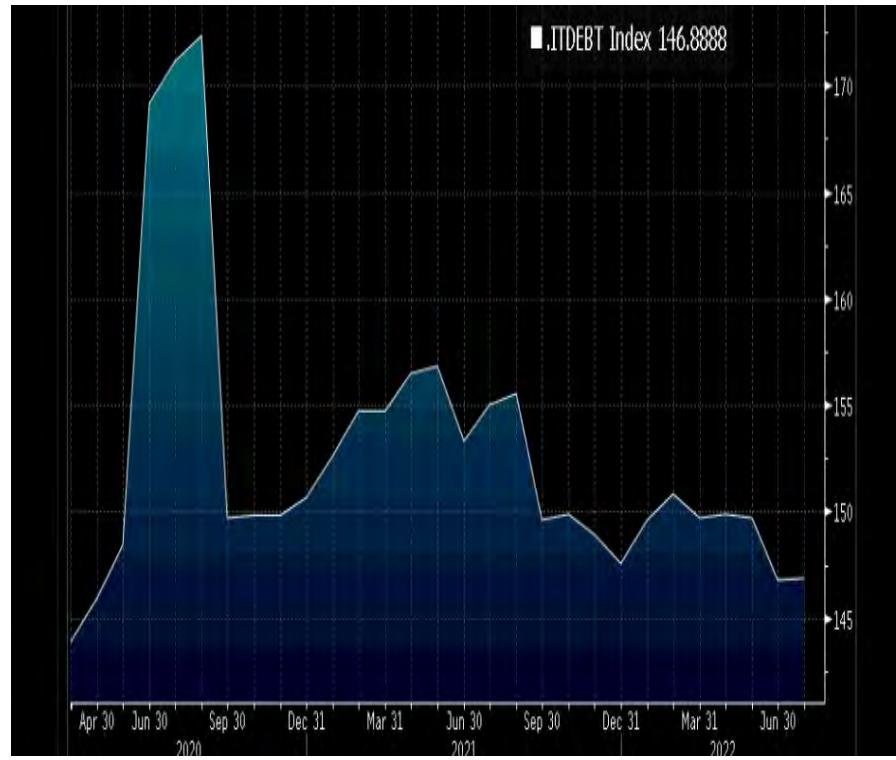
TAXAS DE JURO

ITÁLIA: O EFEITO POSITIVO DA INFLAÇÃO NO NÍVEL DE ENDIVIDAMENTO E MENOR NÍVEL DE EMISSÃO DE DÍVIDA RELATIVA @23

Emissão de dívida 2023E ITA/ESP/FR



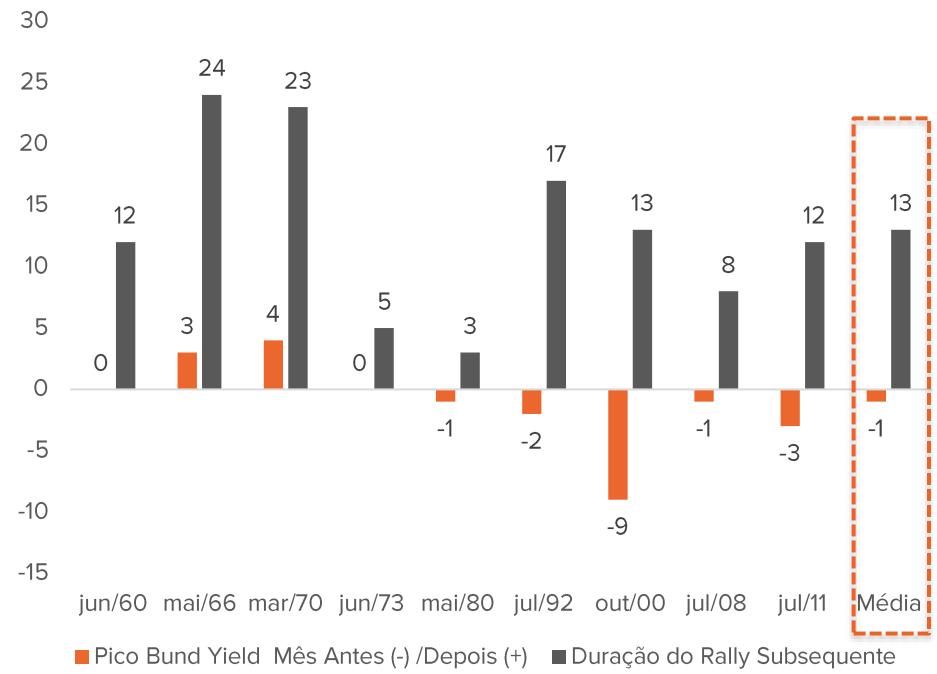
ITALIA Dívida %PIB



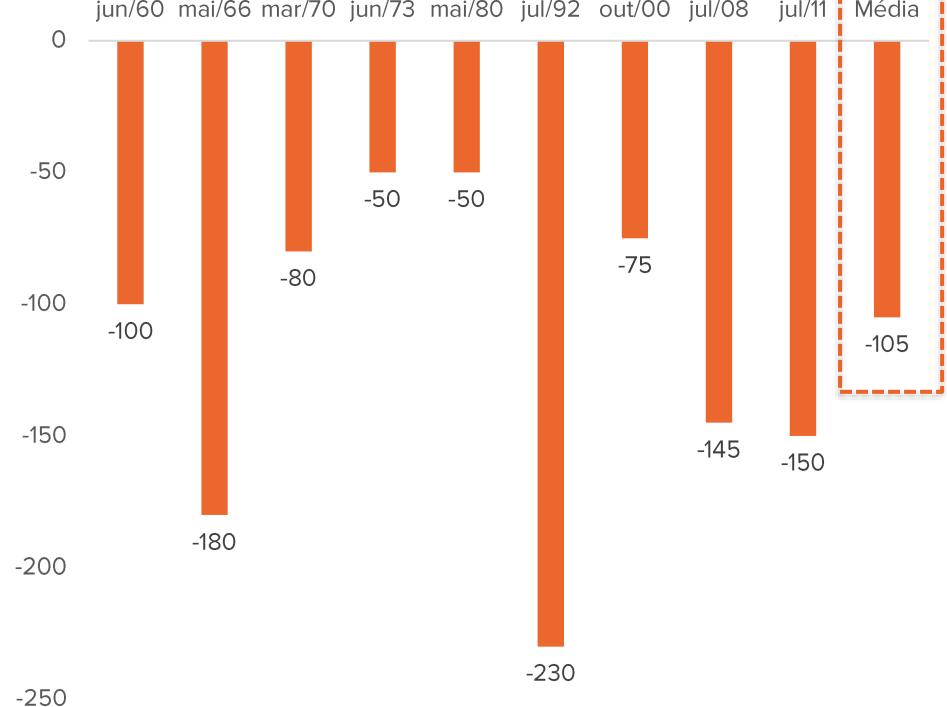
TAXAS DE JURO

O PICO DAS BUNDS TENDE A OCORRER 1M ANTES DO ÚLTIMO “HIKE” DO BCE E RALLY SUBSEQUENTE ATINGE EM MÉDIA 100PB

Pico Bund Yield vs último hike & Duração do Rally

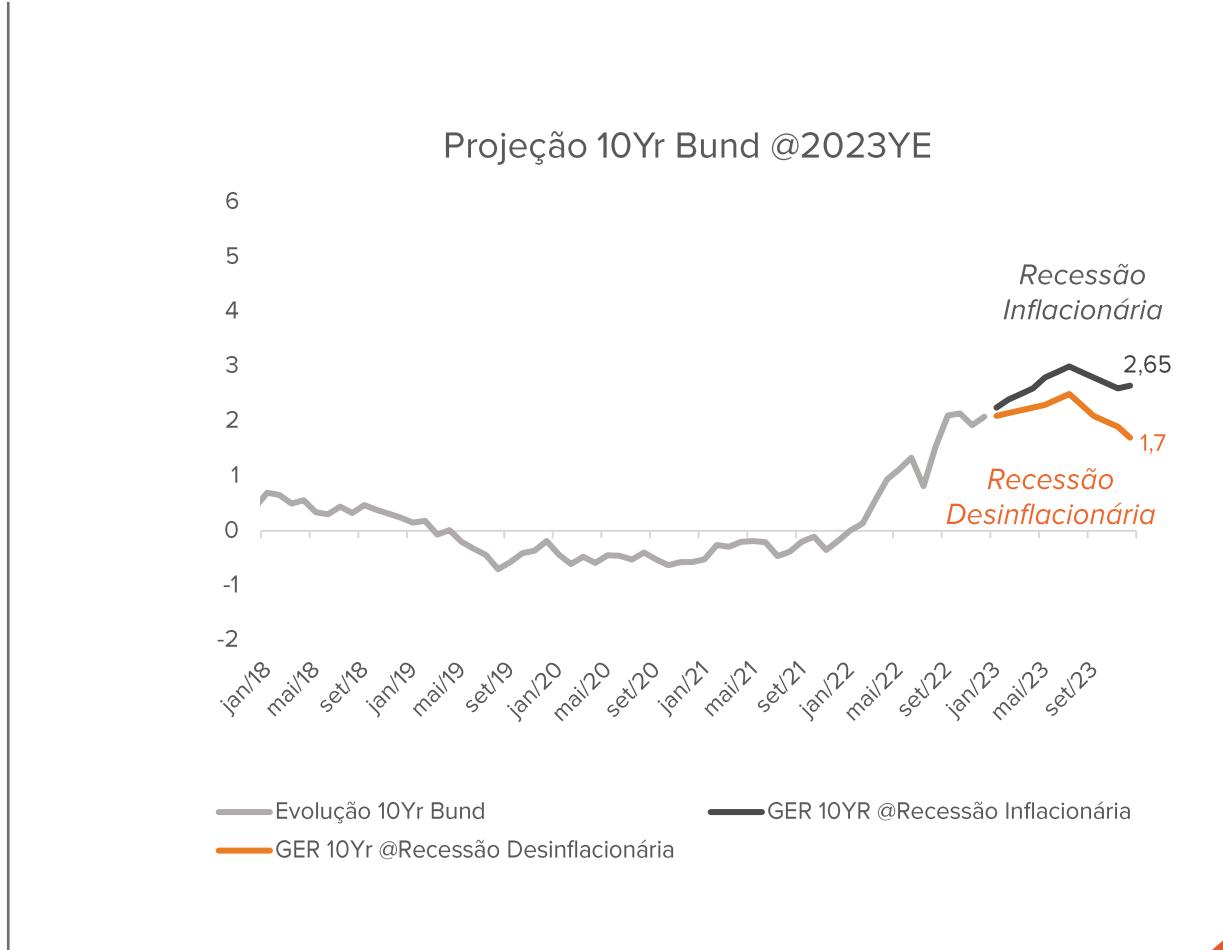
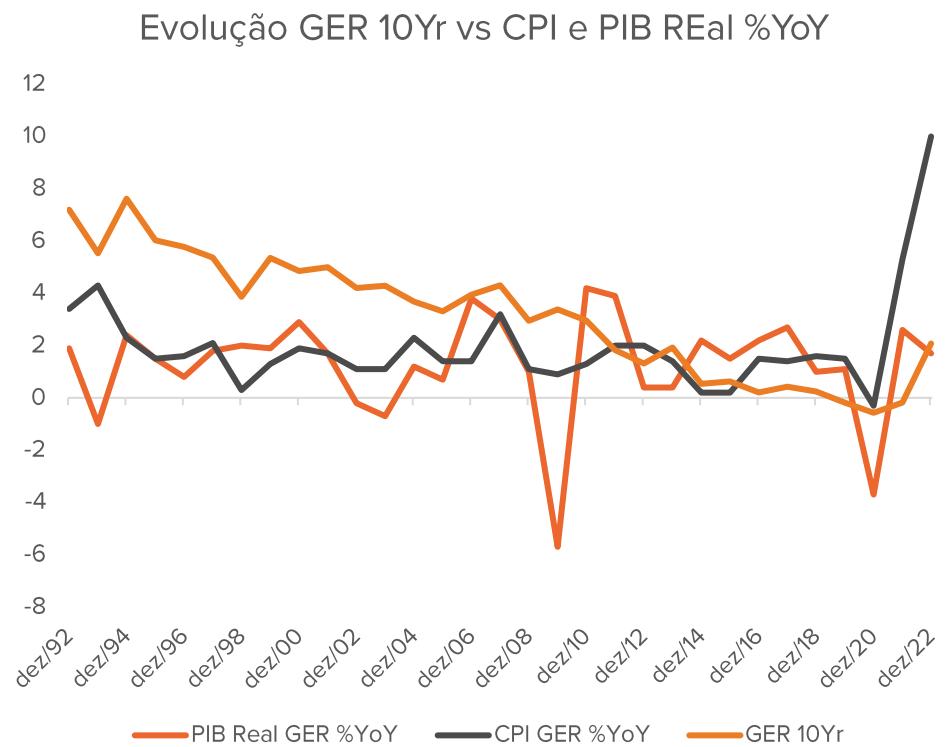


Valor do Rally Bund 10Yr face ao pico da Yield



TAXAS DE JURO

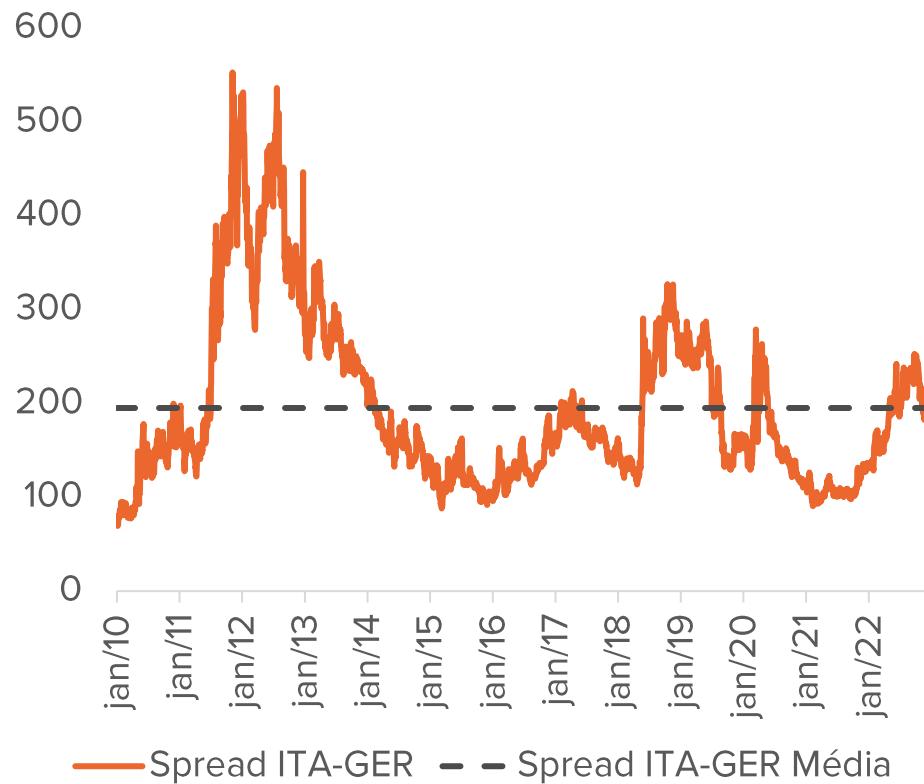
A EVOLUÇÃO DAS 10YR NA ALEMANHA SÃO FUNÇÃO DO CRESCIMENTO REAL DA ECONOMIA: A RECESSÃO É PRATICAMENTE CERTA E A PROJEÇÃO PARA BUNDS SITUA-SE ENTRE 1,7% E 2,65 @23YE



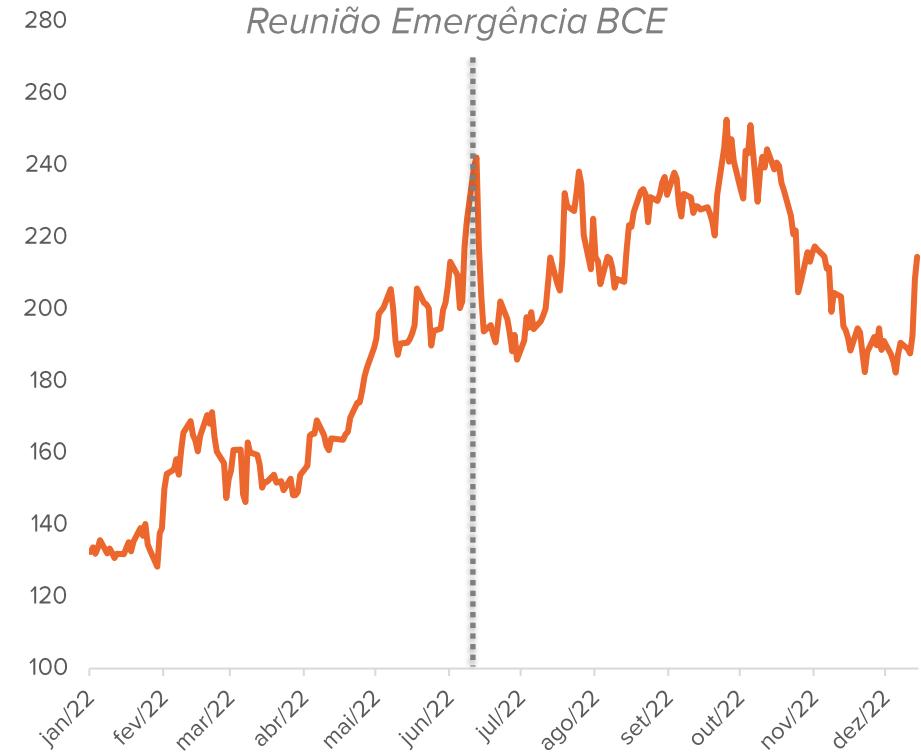
TAXAS DE JURO

MOVIMENTO DAS TAXAS DE JURO SEM RISCO AGRAVAM CONDIÇÕES DE FINANCIAMENTO NA PERIFERIA EUROPEIA

Evolução Spreads ITA-GER (2010-22)

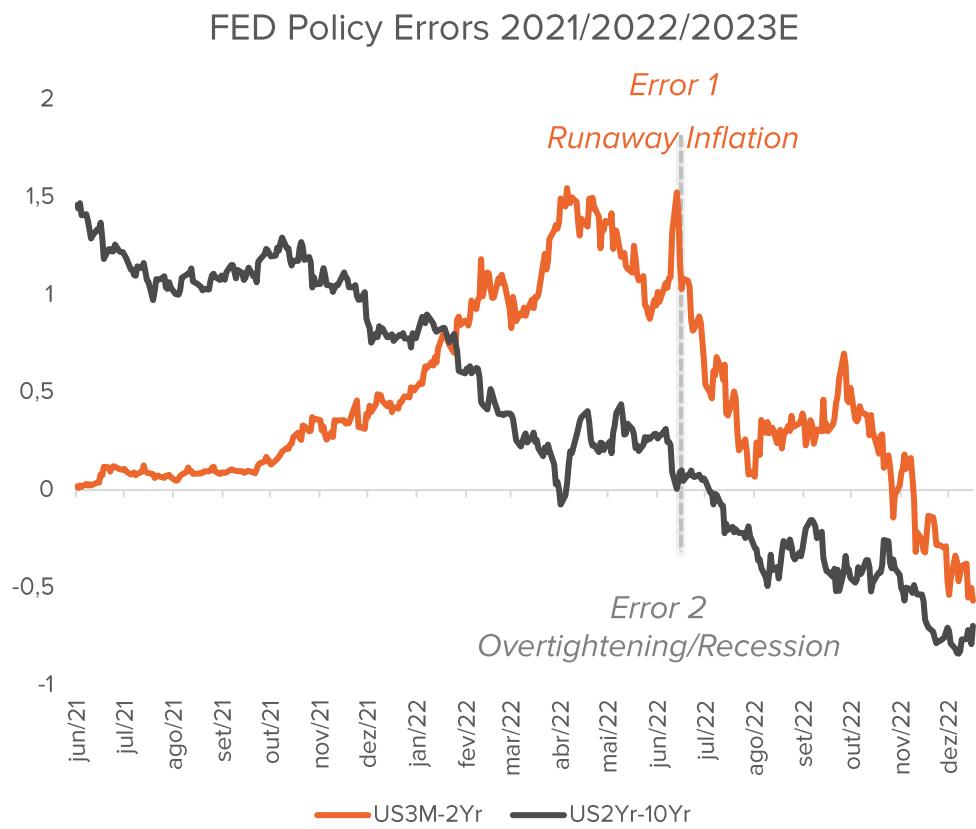
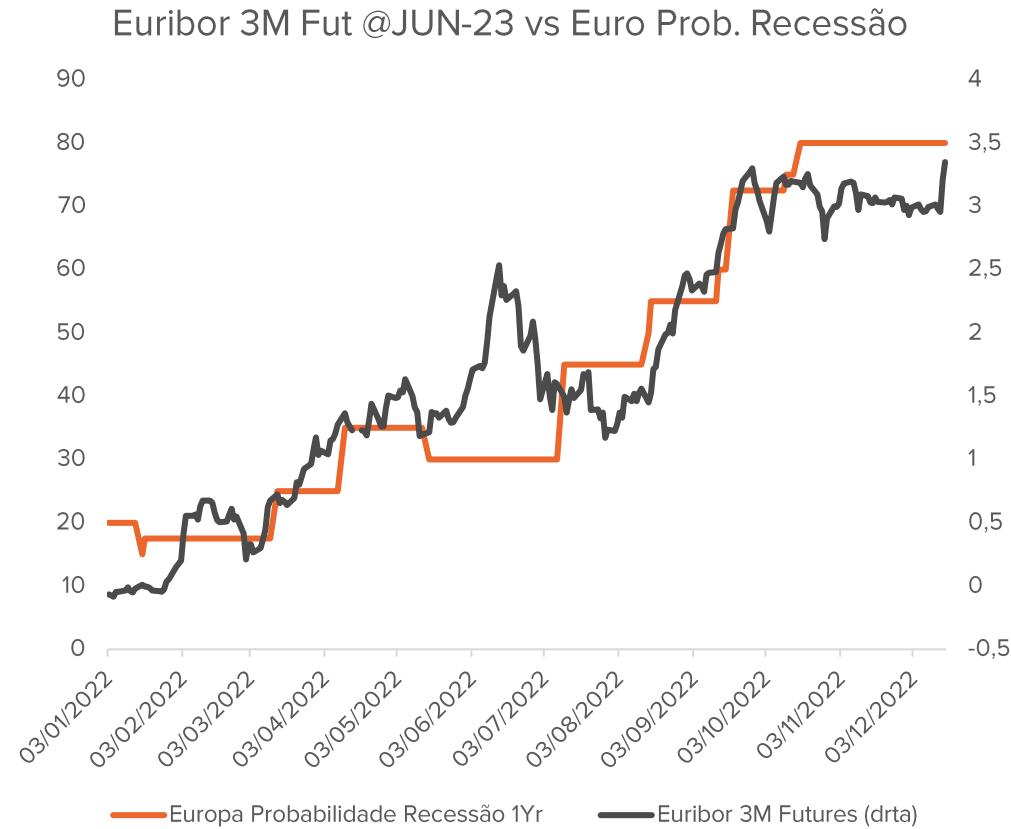


Evolução Spreads ITA-GER 2022YTD
Reunião Emergência BCE



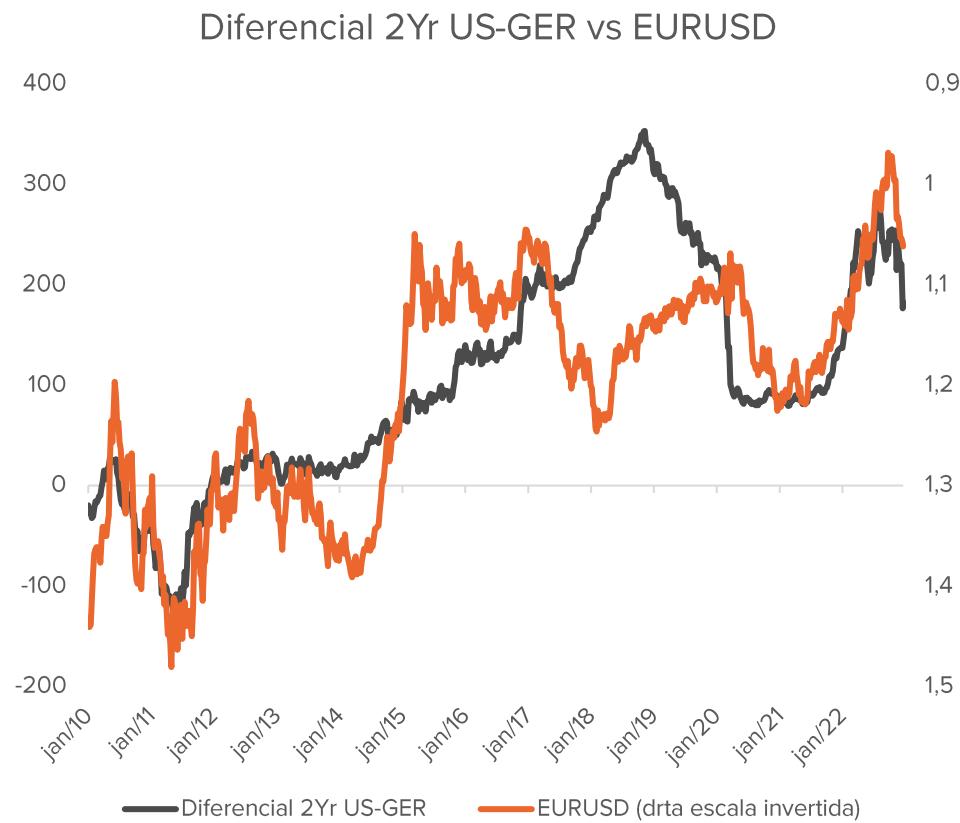
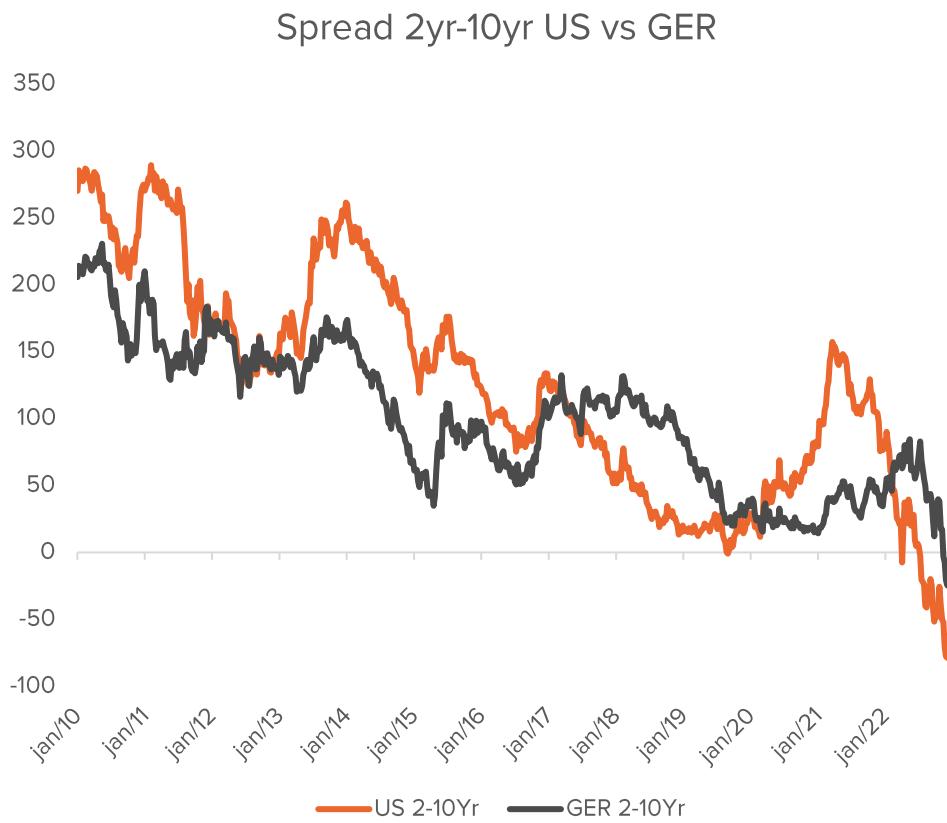
TAXAS DE JURO

EVOLUÇÃO DOS FUTUROS DAS EURIBOR E INCLINAÇÃO NEGATIVA DA CURVA AMERICANA SUGERE RECESSÃO NO HORIZONTE



TAXAS DE JURO

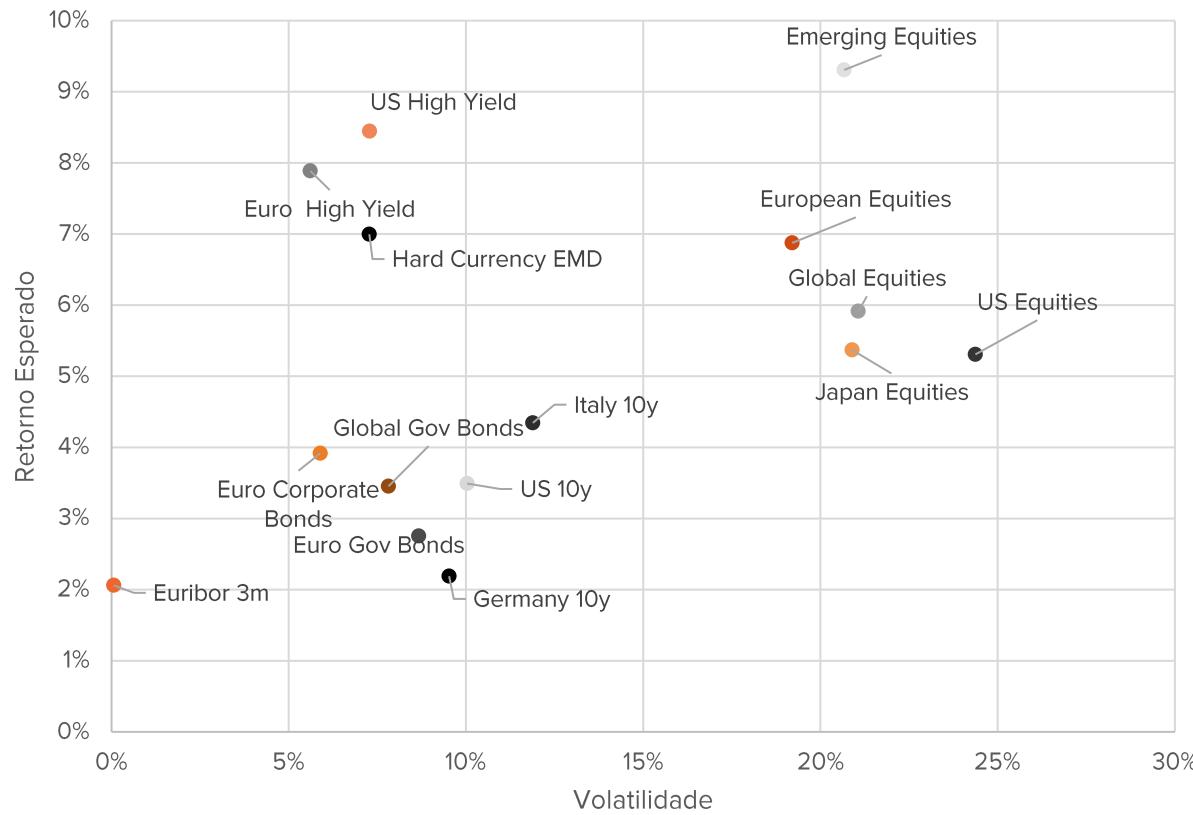
PERSPECTIVA DE RECESSÃO DEVERÁ TRADUZIR-SE NA INCLINAÇÃO DAS CURVAS COM QUEDA DAS TAXAS DE CURTO PRAZO



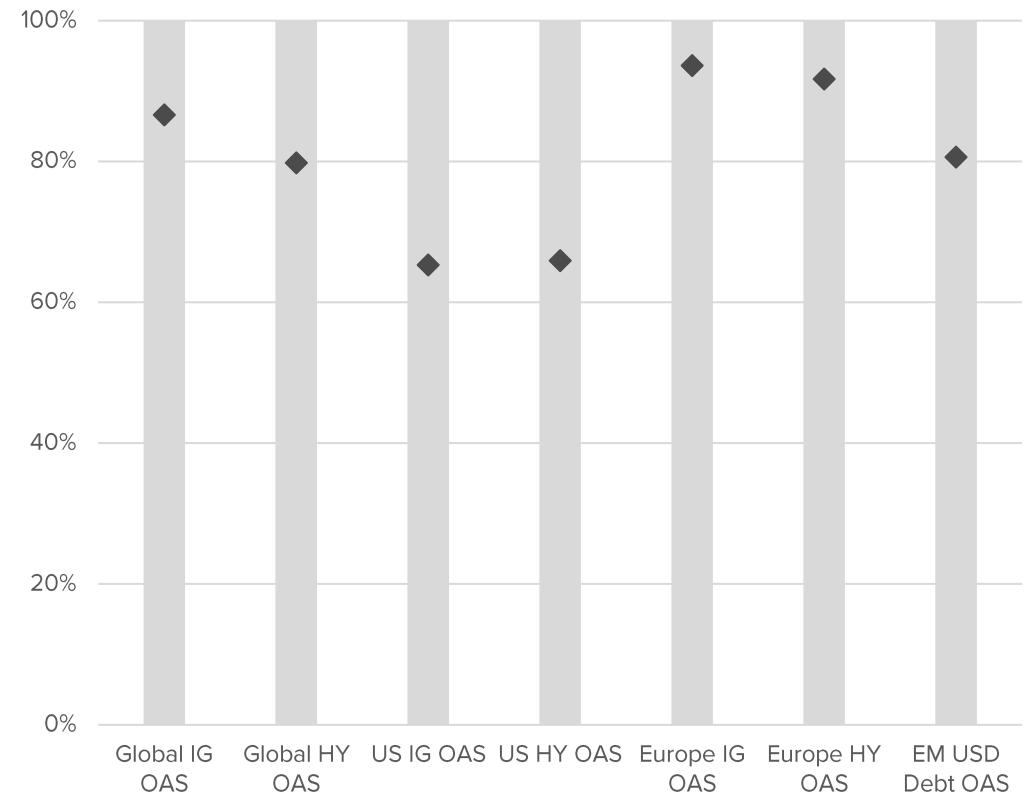
TAXAS DE JURO

BINÓMIO RETORNO- RISCO MAIS INTERESSANTE TRADUZ VALOR RELATIVO DE OBRIGAÇÕES EM RELAÇÃO A AÇÕES
EM 2023

CRÉDITO IG YIELD TO WORST US VS EUROPA

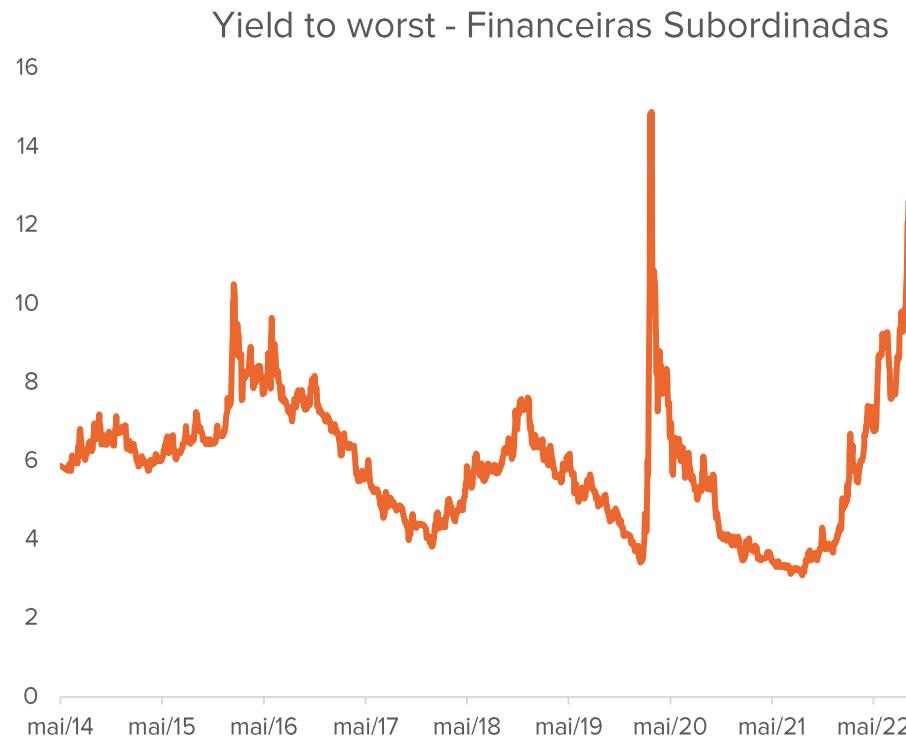
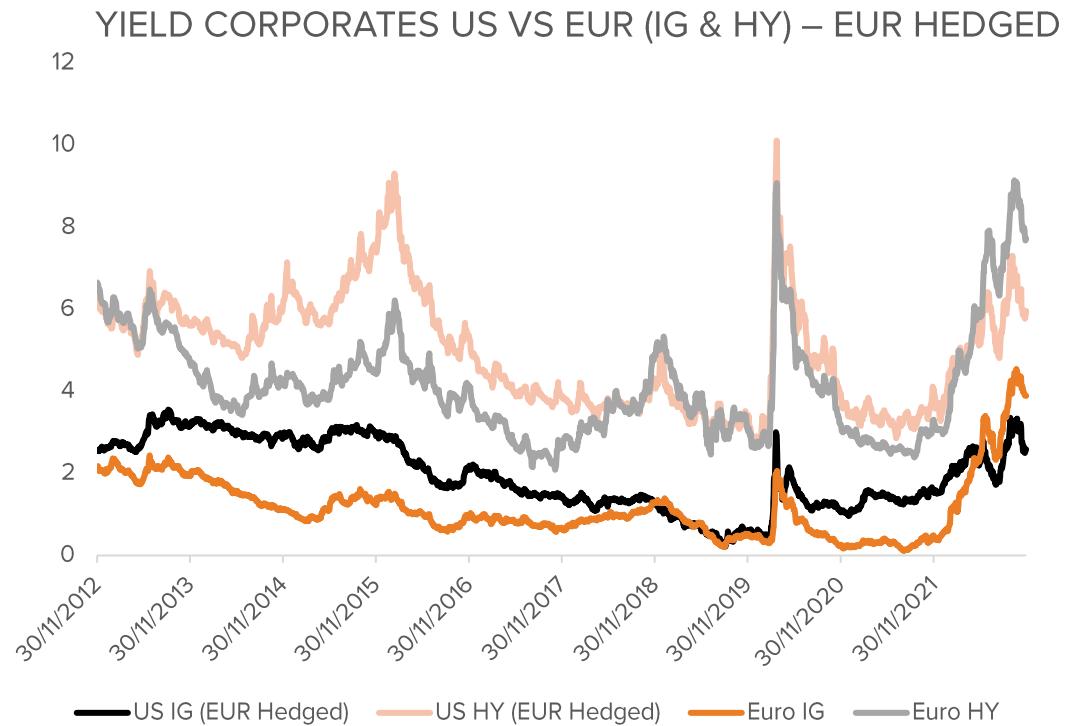


PERCENTIL SPREADS DE CRÉDITO



TAXAS DE JURO

HEDGE CAMBIAL TORNA O INVESTIMENTO EM CRÉDITO INVESTMENT GRADE NA EUROPA MAIS ATRATIVO VS EUA

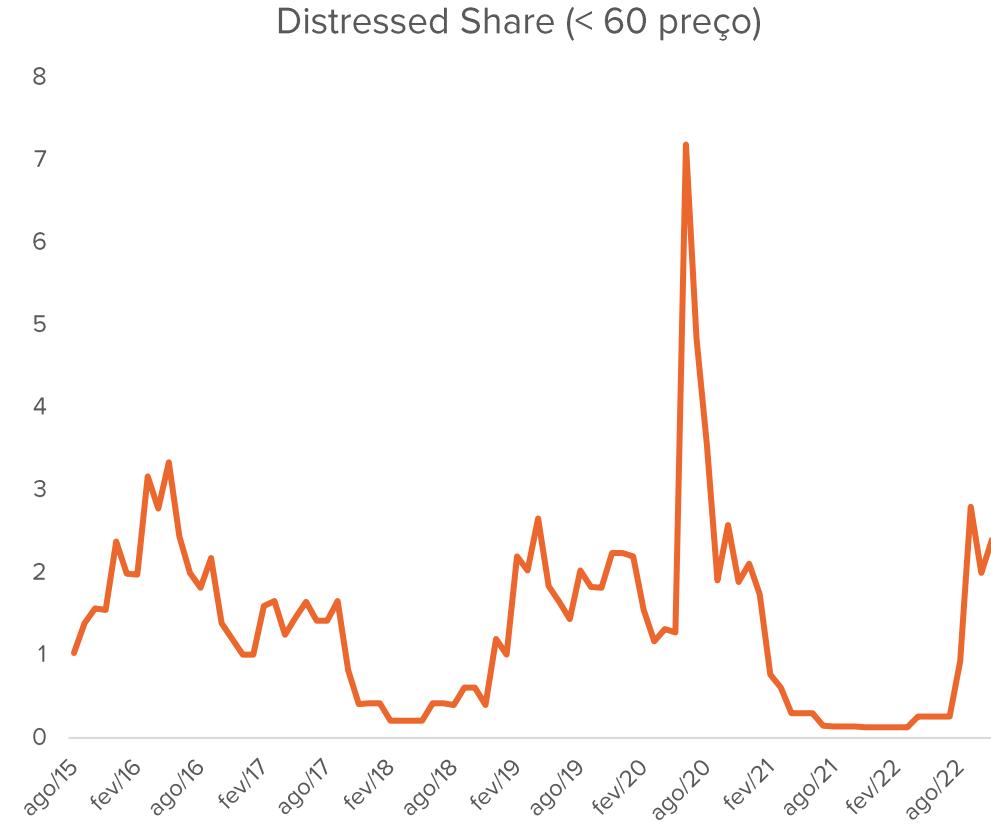
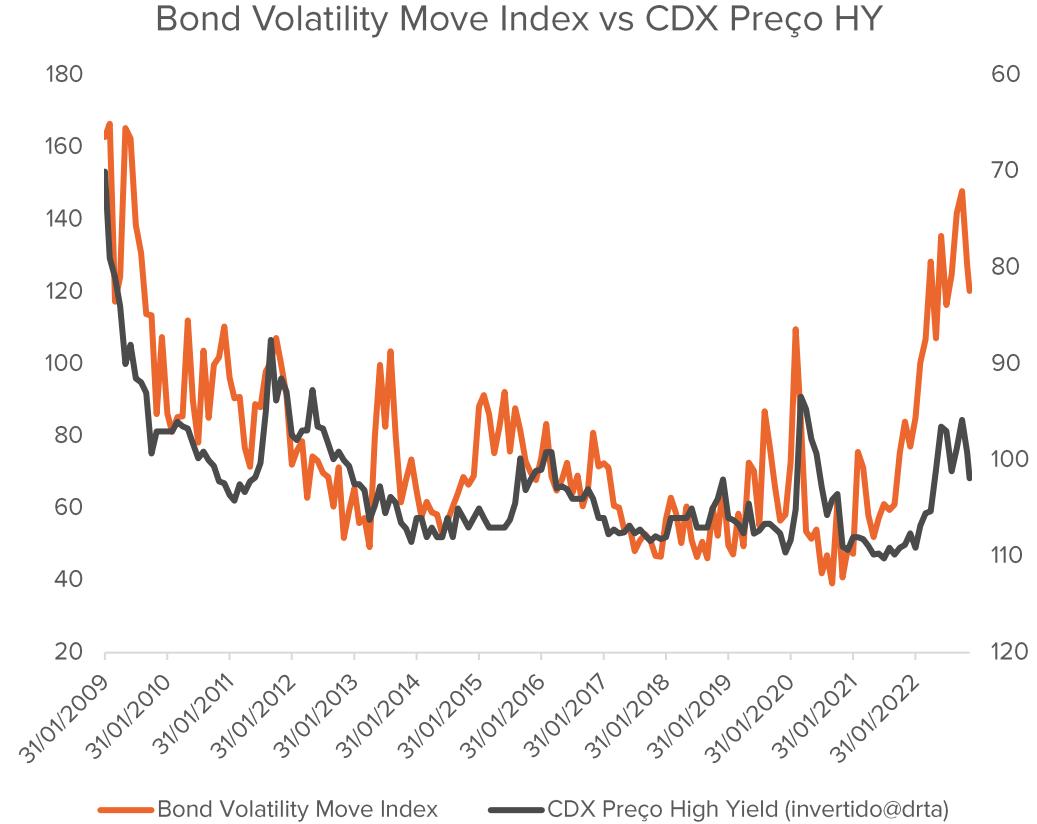


Investment Grade: Empresas/países com um rating de crédito de baixo risco, ou seja, igual ou superior a 'BBB-' e 'Baa3' pela S&P e a Moody's, respectivamente;

High Yield: Empresas/países com um rating de crédito de alto risco, ou seja, igual ou inferior a 'BB+' e 'Ba1' pela S&P e a Moody's, respectivamente;

TAXAS DE JURO

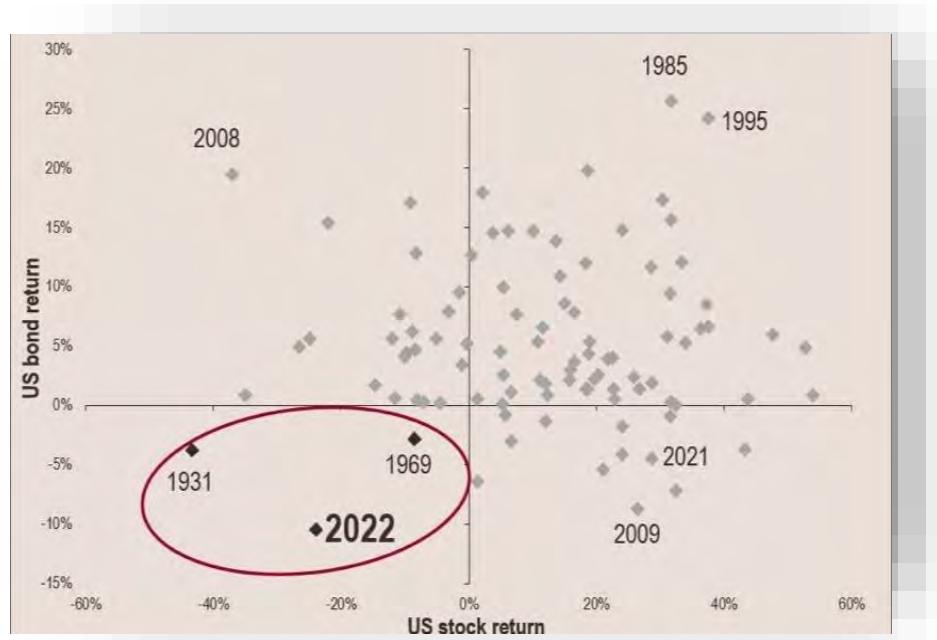
MOVIMENTO DE PREÇO NO HIGH YIELD NÃO SE COMPADECE COM VOLATILIDADE NO SEGMENTO OBRIGACIONISTA



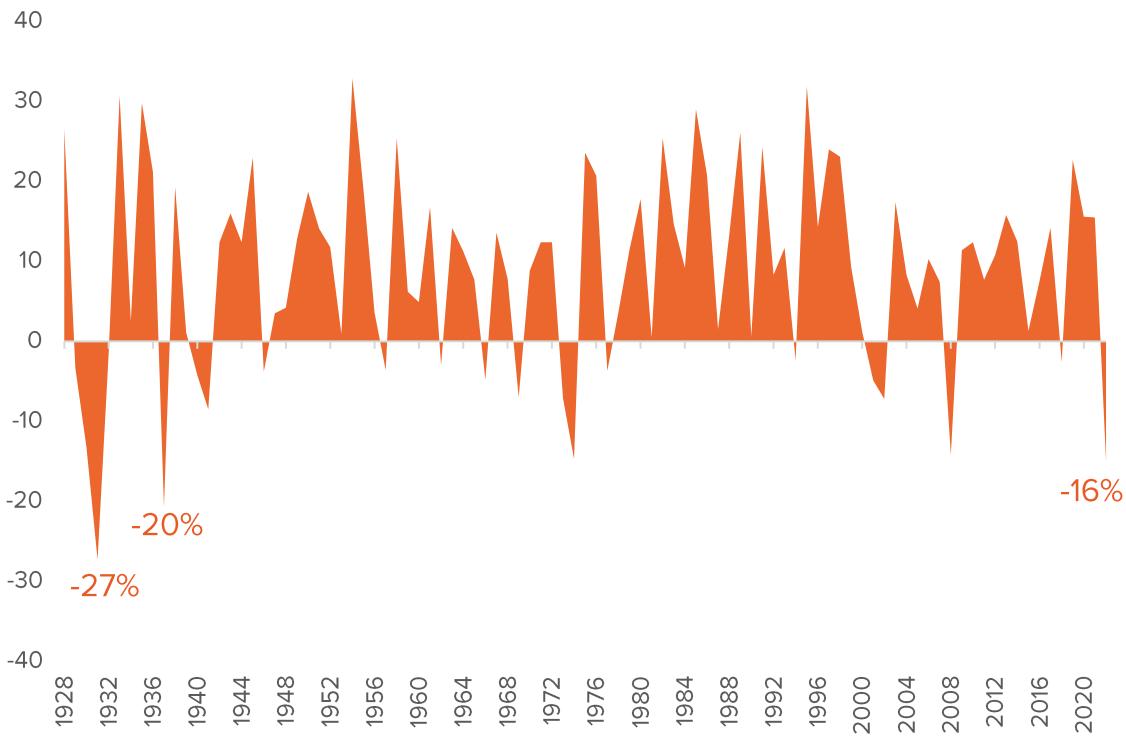
TAXAS DE JURO

VOLATILIDADE ASSIMÉTRICA ENTRE OBRIGAÇÕES-AÇÕES E MOVIMENTO DE YIELDS INVARIABLEZA PAPEL DE ACTIVOS DE REFÚGIO NOS TRADICIONAIS PORTFOLIOS 60-40

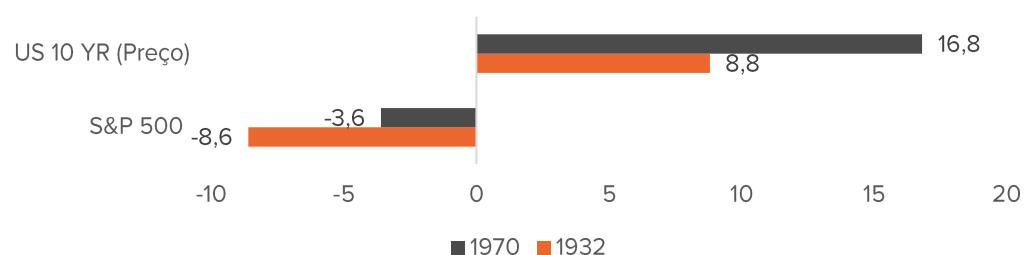
Retorno Ações vs Obrigações 1926-2022



Retorno Anual Portfolio 60-40 (S&P 500 + US 10Yr)



Evolução preço S&P 500 vs US 10Yr (1932/1970)



Fonte: Bloomberg; GA BiG

Esta apresentação é propriedade exclusiva do Banco de Investimento Global, S.A.



ÍNDICE

1. Posicionamento
 - 1.1 Asset Allocation
 - 1.2 Key Calls
2. Enquadramento
 - 2.1 Macroeconómico
 - 2.2 Mercado de Taxas de Juro
 - 2.3 Mercado de Ações
 - 2.4 Posicionamento

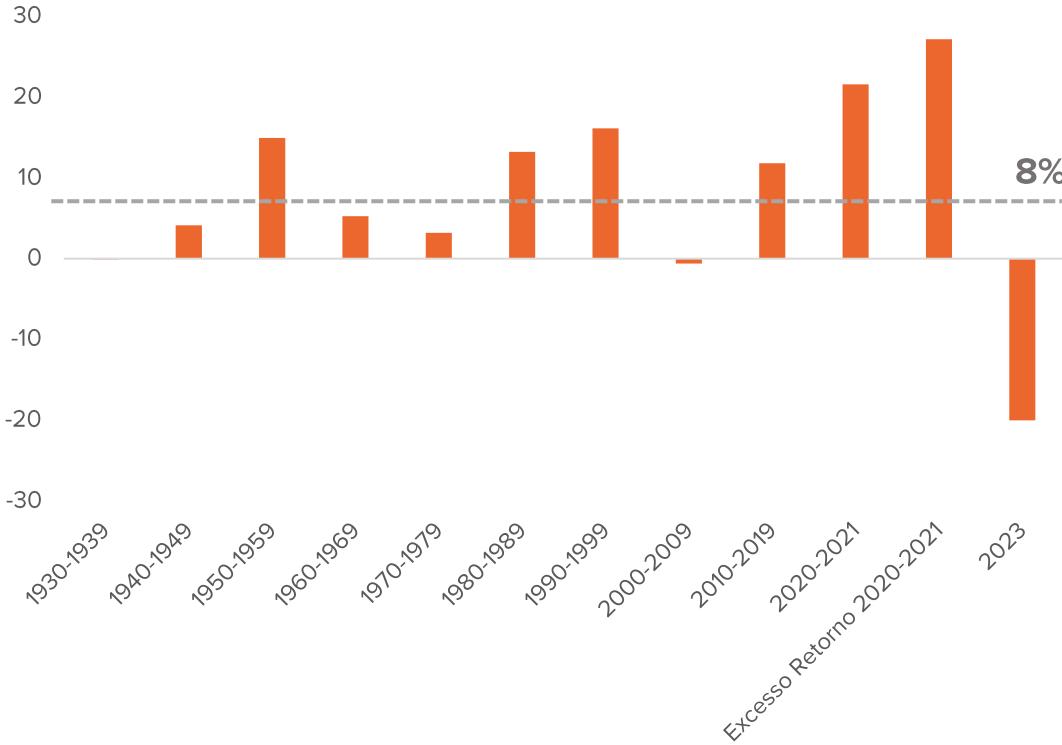
SINOPSE I MERCADO DE AÇÕES

- O Rally de Natal do mercado acionista traça um forte paralelo com o surreal Rally de Verão – parecendo-nos que o nível de preços ter-se-á “adiantado” um pouco face à realidade provável dos próximos meses/trimestres – inflação ainda se encontra demasiado elevada e riscos de recessão crescentes.
- Os excessos de retorno no Covid foram “limpos” em 2022 e o novo regime de taxas e o menor crescimento económico potencial sugere retornos potenciais na ao longo da década de 2020-2030 inferiores à média histórica.
- A inevitabilidade de um hard landing económico tornam o cenário base de investimento ainda complexo. No pior cenário macro, o *downside* pode ser ainda assim contido, uma vez que essa situação implicará um *cap* das yields que beneficia o prémio de risco das ações e os múltiplos de preço (ajustados) encontram-se relativamente próximos de episódios recessivos.
- Fora o efeito dos prémios de risco Ações vs Obrigações e a trajetória das taxas reais na direção estrutural do Equity, acreditamos no curto-prazo que o re-rating das perspetivas dos lucros das empresas será o driver principal à entrada de 2023. Consideramos como cenário base uma queda adicional dos lucros das empresas do S&P 500 entre os 10% a 15% em 2023, já depois do bottomline das empresas do S&P 500 ter resvalado circa 5% desde os máximos de Junho.
- Do ponto de vista temático temos preferência pelo segmento de Quality, uma vez que reúne empresas muito robustas ao nível operacional e de Balanço com maior pricing power e vendas mais resilientes ao ciclo económico.
- Posicionamento Neutral para Ações, com viés favorável para US Equities, uma vez que a dinâmica estrutural da economia Americana suaviza o efeito do choque de tightening e o segmento Top Tier Growth (elevado peso nos índices) pode ser beneficiado caso nos encontremos na vizinhança do “pico” das taxas de juro descontadas no mercado – mesmo e sobretudo pelo efeito de uma eventual recessão no horizonte.

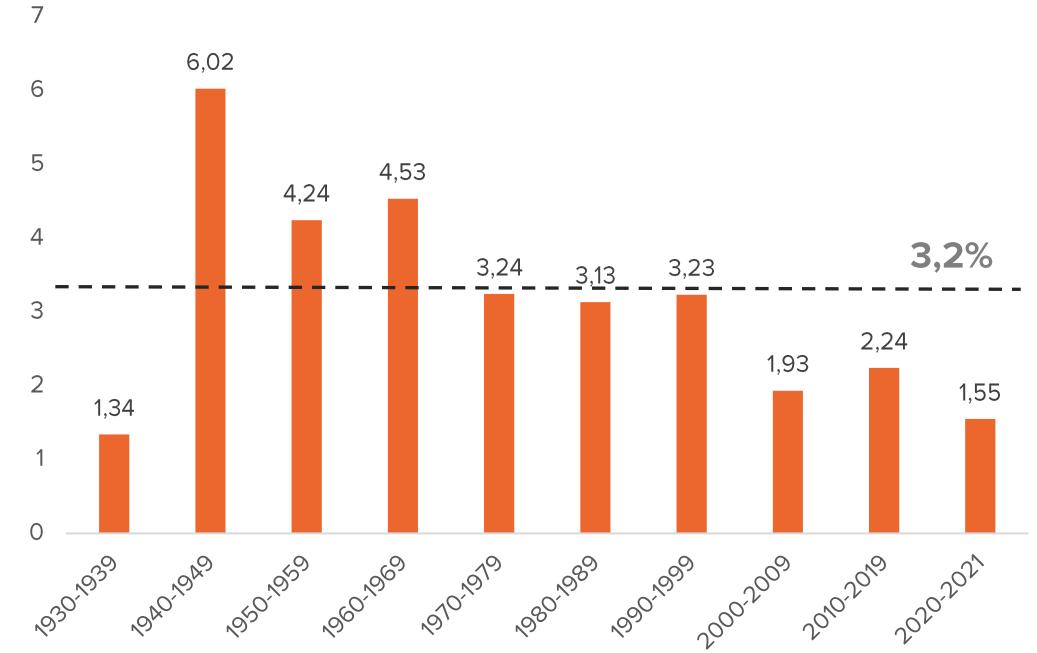
MERCADO DE AÇÕES

EXCESSOS DE RETORNO NO COVID FORAM LIMPOS EM 2023 E NOVO REGIME DE TAXAS SUGERE MENORES
RETORNOS POTENCIAIS NA DÉCADA 2020-2030

Rendimento Médio Anual S&P 500 (década)

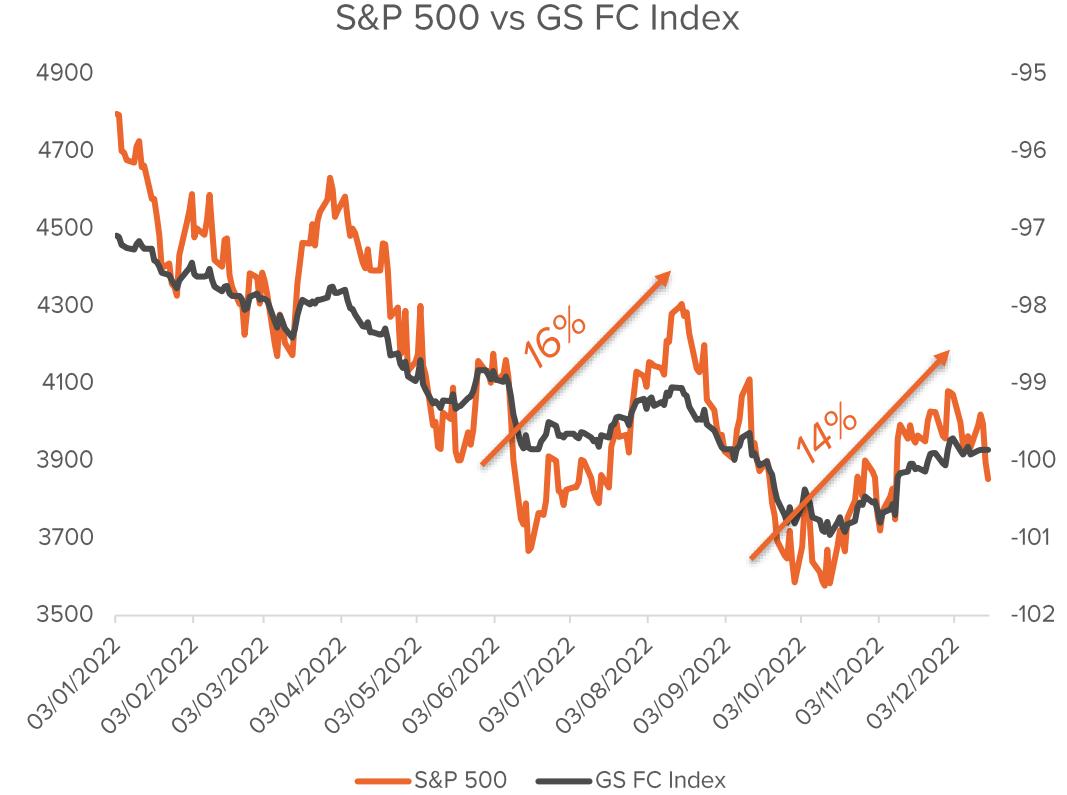
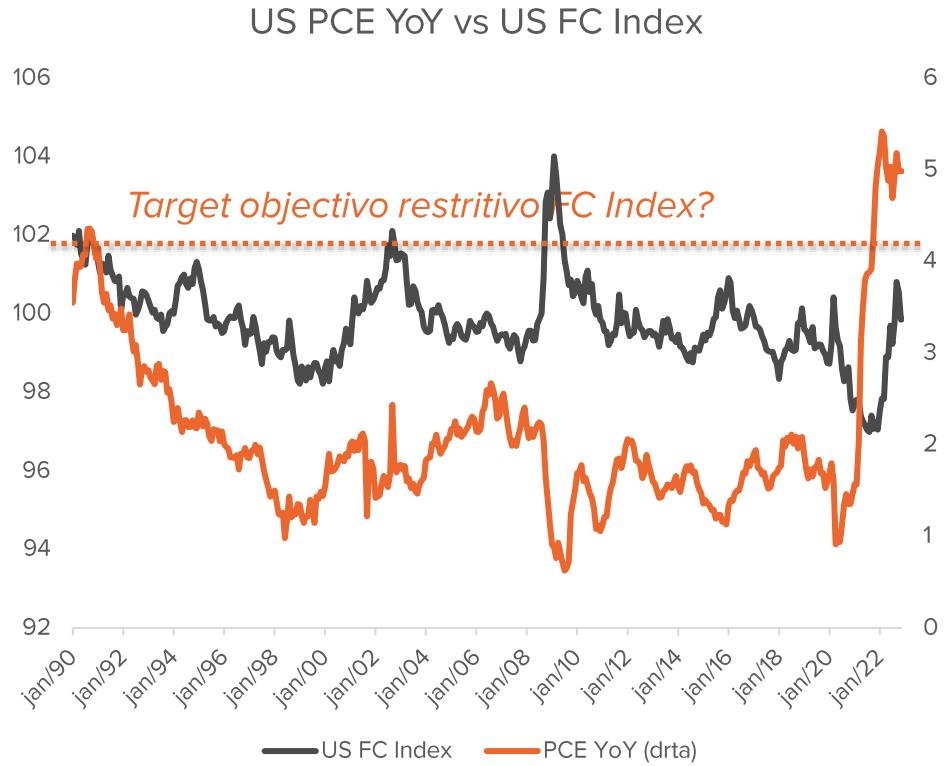


Crescimento médio do PIB EUA por década



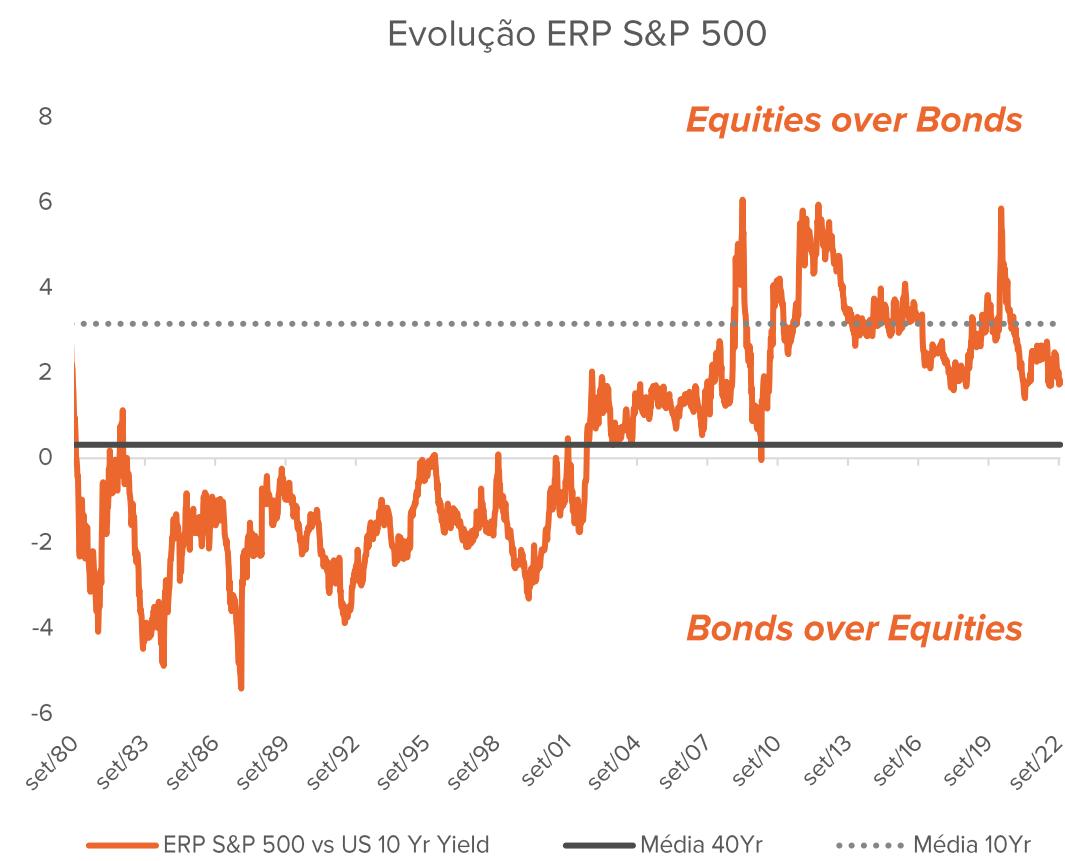
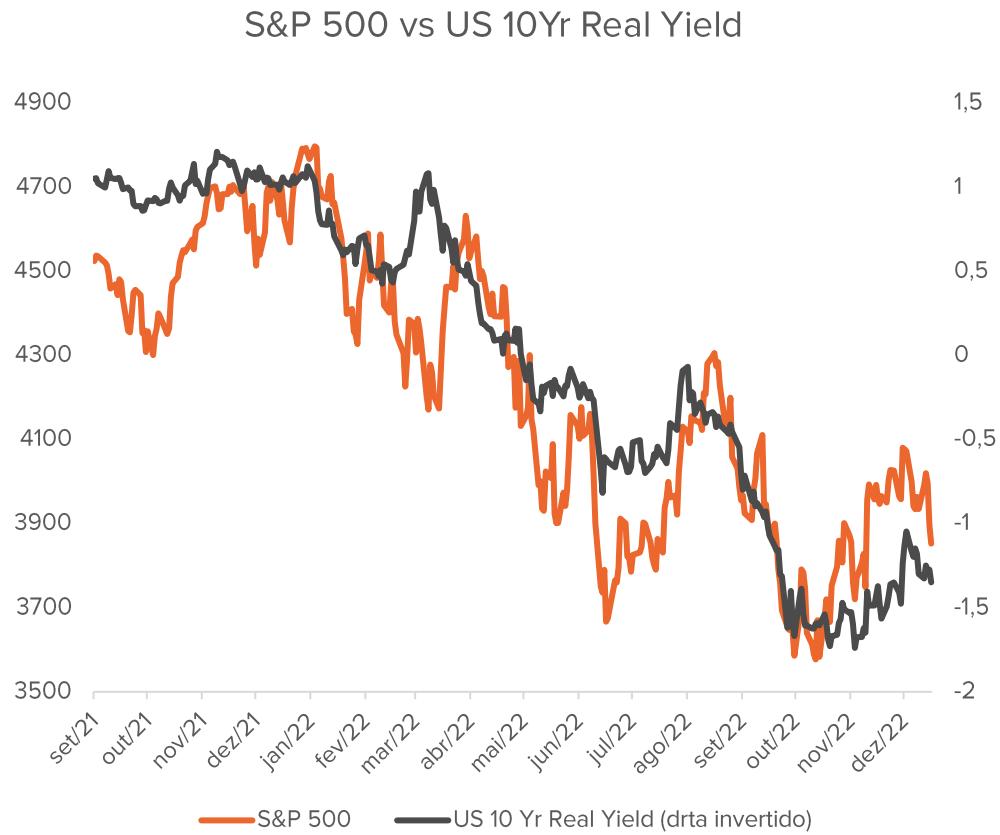
MERCADO DE AÇÕES

RALLY DE NATAL TRAÇA FORTE PARALELO COM SURREAL RALLY DE VERÃO – CPI AINDA DEMASIADO ALTO E RECESSÃO MUTO PROVÁVEL



MERCADO DE AÇÕES

PRÉMIOS DE RISCO E TRAJETÓRIA DE TAXAS REAIS É FATOR PRINCIPAL PARA A EVOLUÇÃO DAS AÇÕES

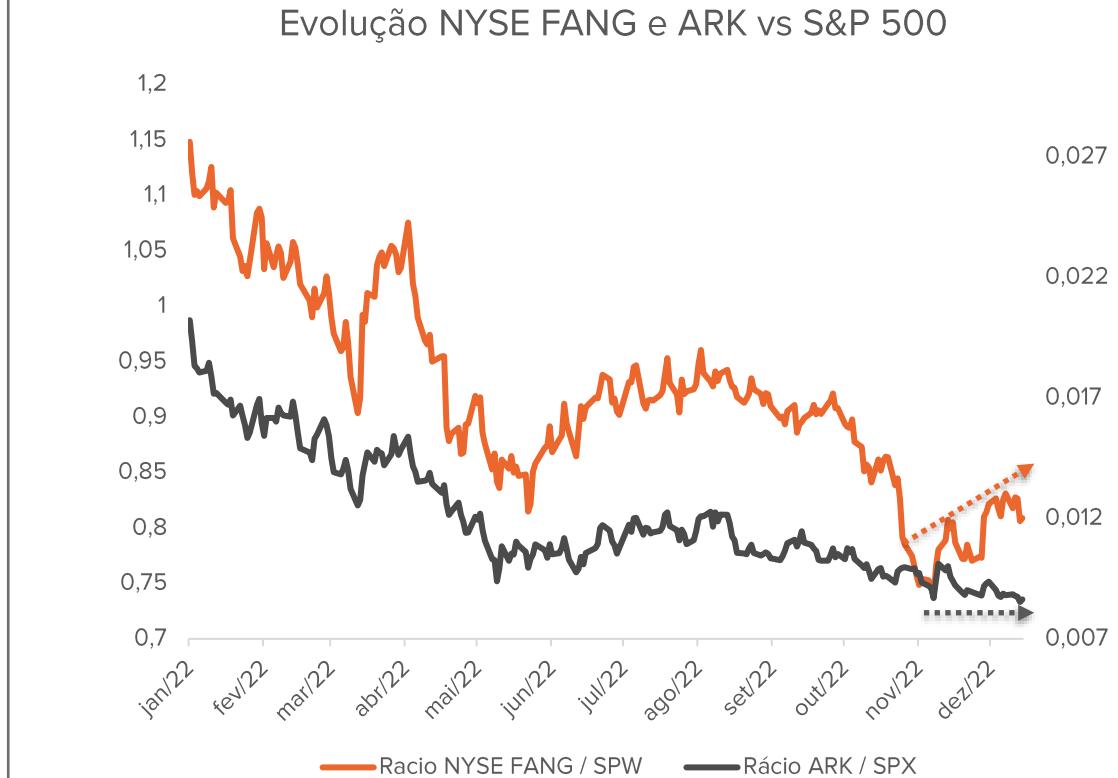


Esta apresentação é propriedade exclusiva do Banco de Investimento Global, S.A.

ERP: Prémio de risco das ações, i.e., retorno das ações menos a taxa de juro das obrigações do governo a 10 anos.

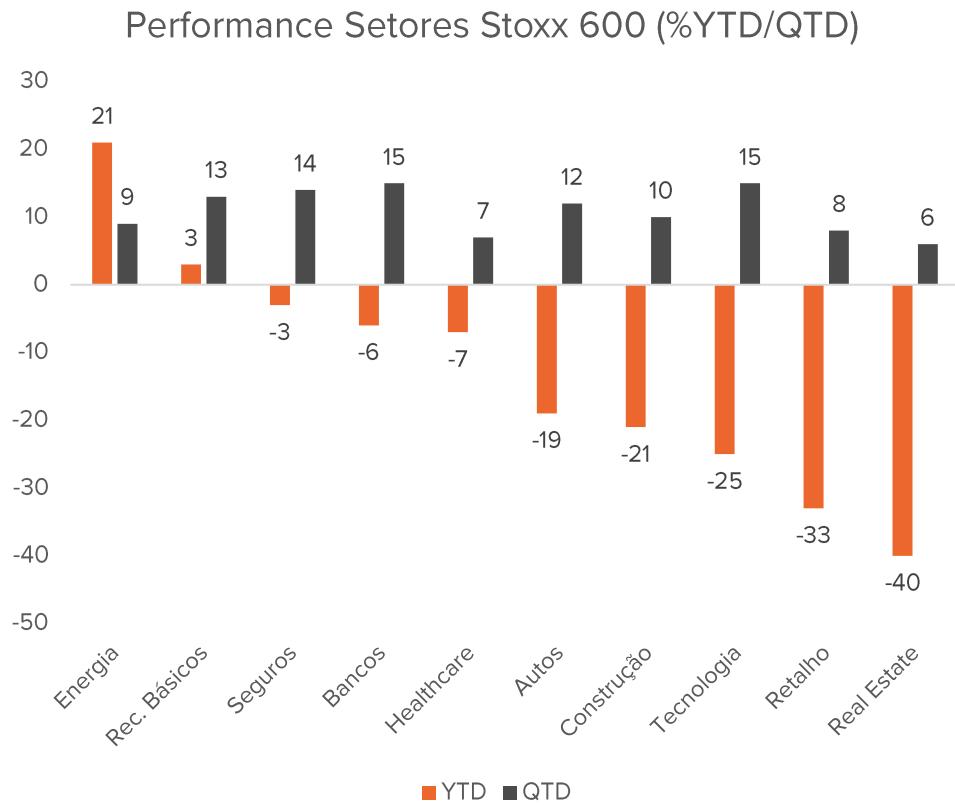
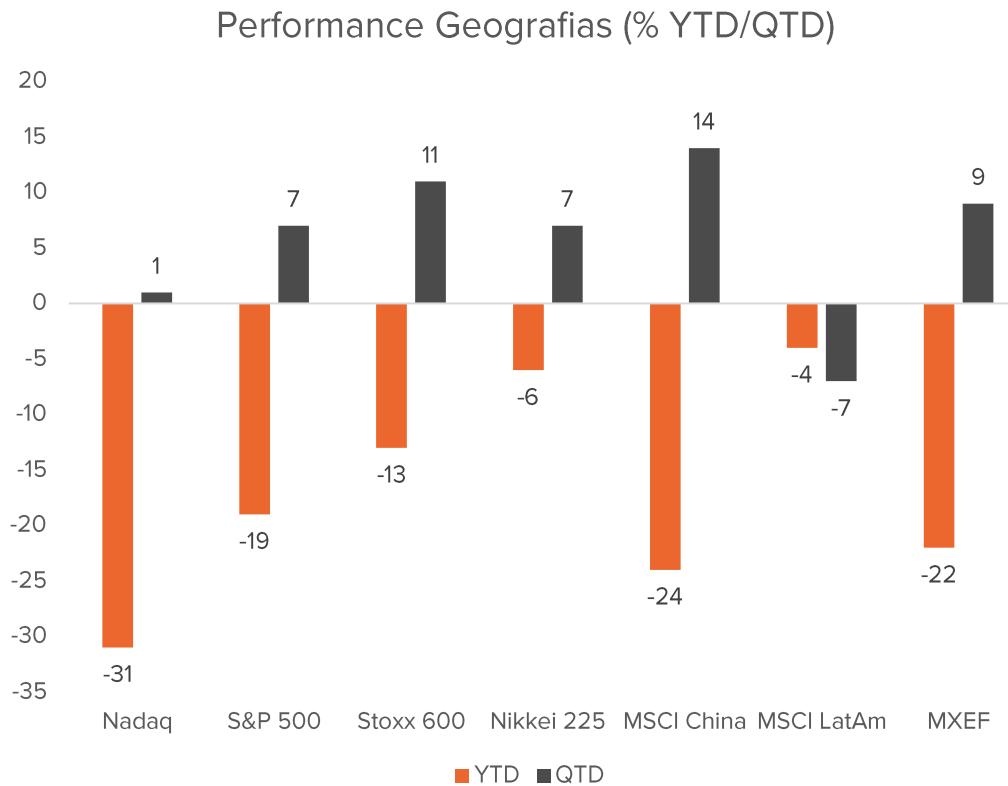
MERCADO DE AÇÕES

DOWNTREND DE US EQUITIES JÁ EM NADA ESTÁ RELACIONADO COM EXTINÇÃO DO FERVOR ESPECULATIVO



MERCADO DE AÇÕES

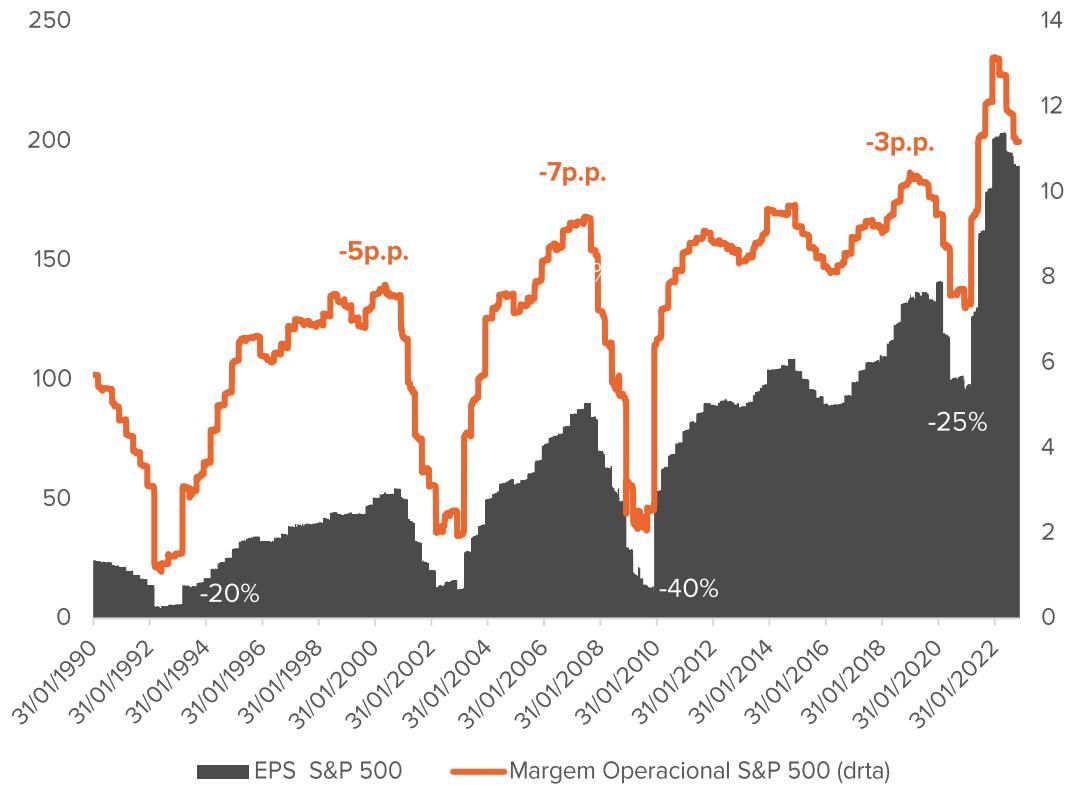
EUROPA E BLOCO EMERGENTE DESTACA-SE NO 4T/22 – ANO DE 2023 PODERÁ ARRANCAR COM TENDÊNCIA SIMILAR?



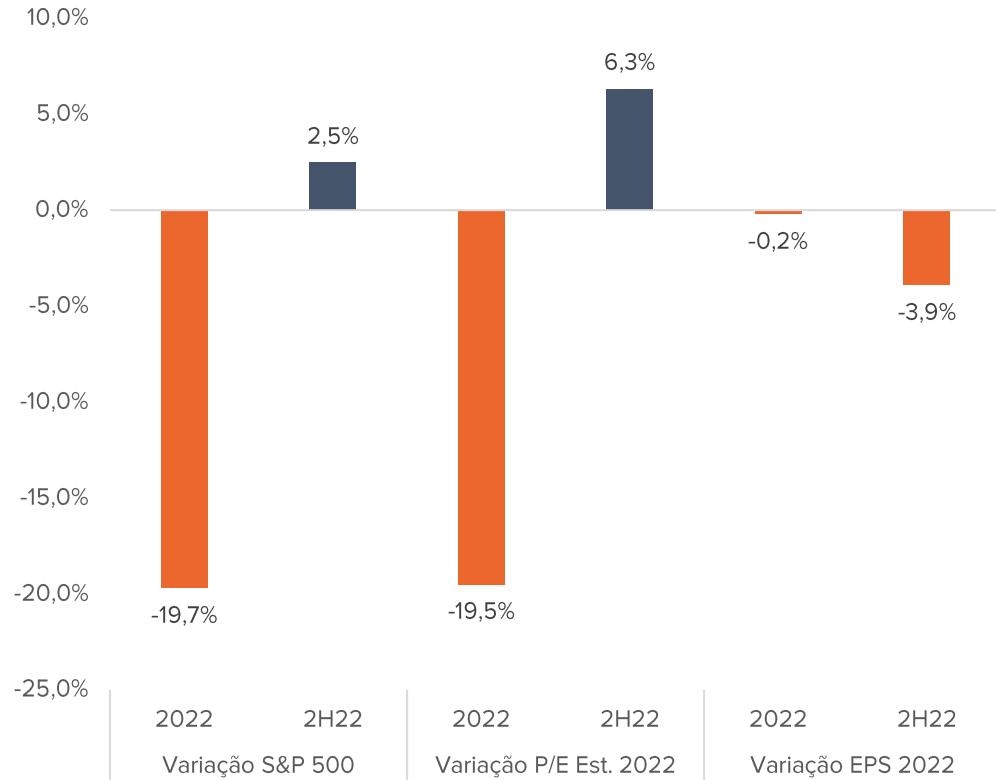
MERCADO DE AÇÕES

RE-RATING DE PERSPECTIVAS DE CRESCIMENTO DOS LUCROS SERÁ DRIVER PRINCIPAL PARA EQUITIES EM 2023

Evolução Margem Lucro vs EPS S&P 500

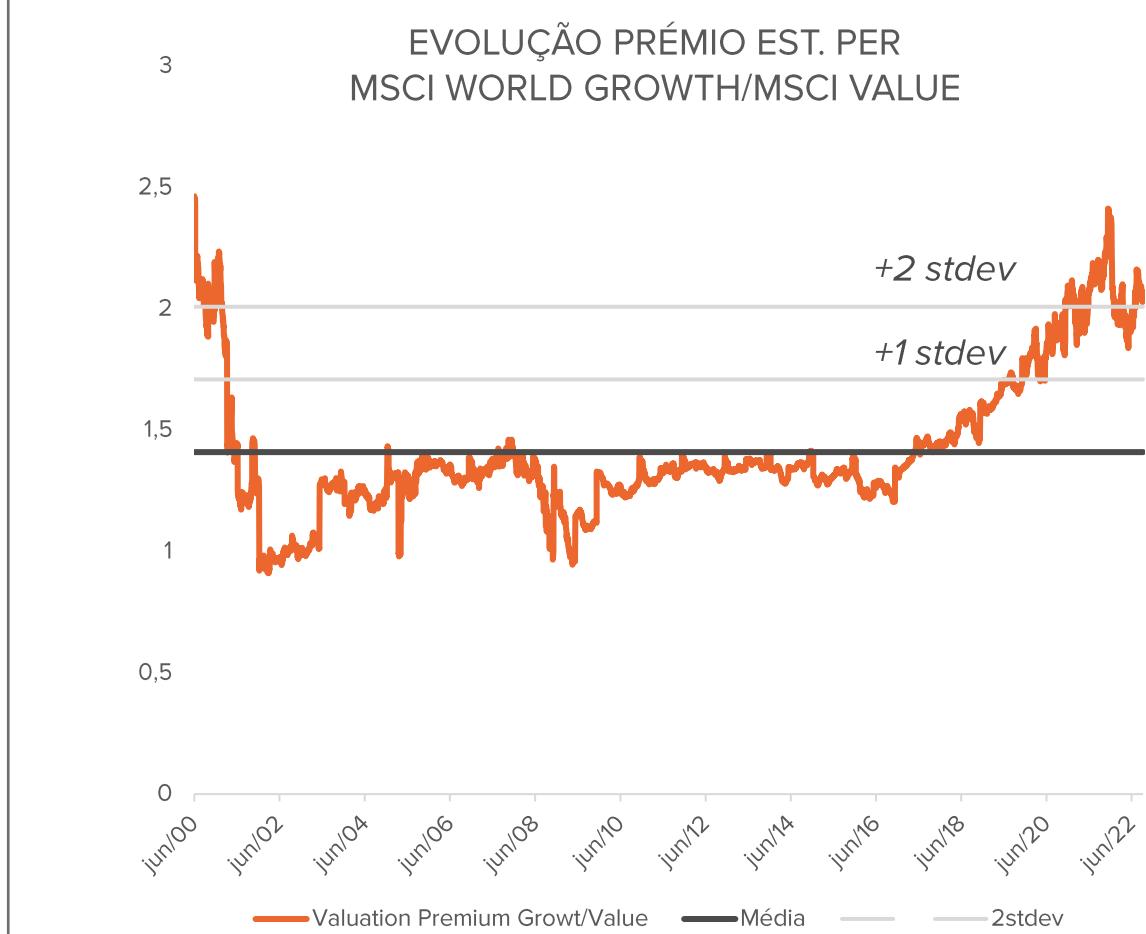
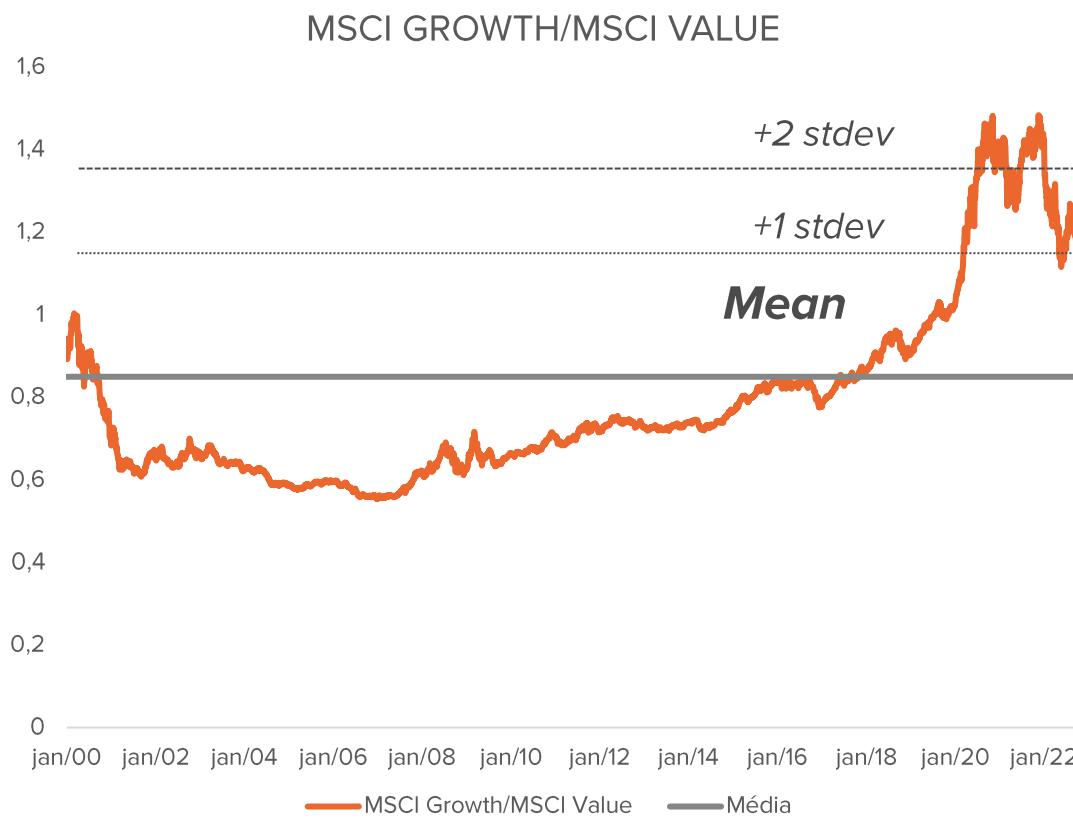


Breakdown Preço S&P 500 - Rerating P/E vs EPS



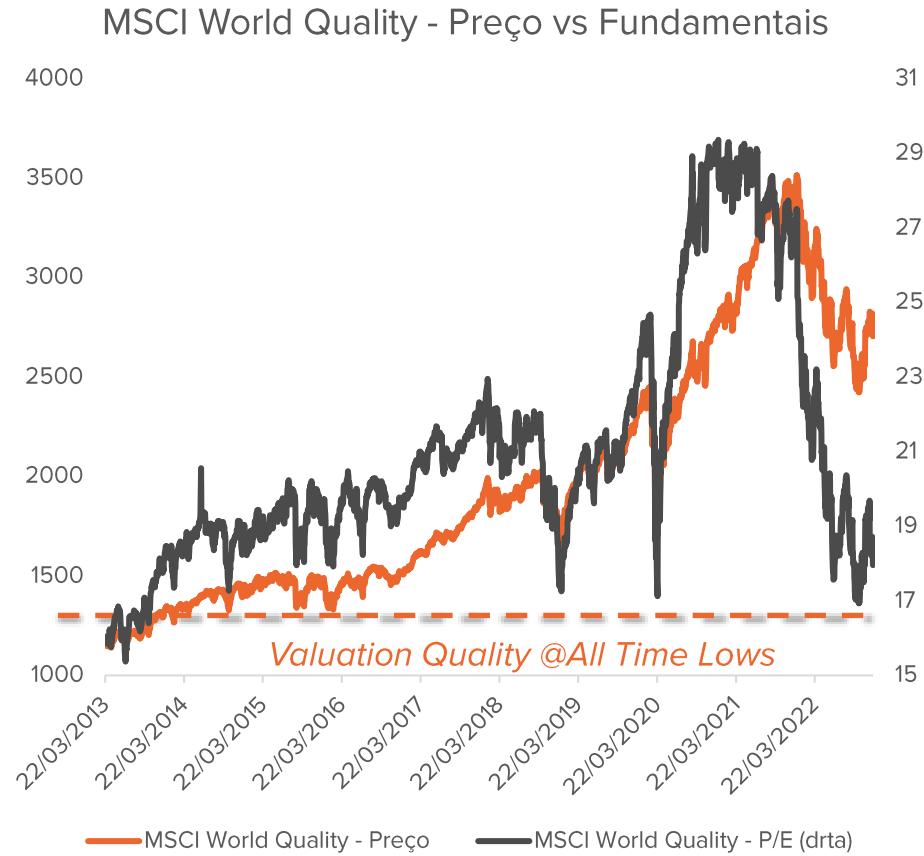
MERCADO DE AÇÕES

A TEMÁTICA VALUE VS GROWTH CONTINUA A SUGERIR UPSIDE ADICIONAL NO LONGO PRAZO



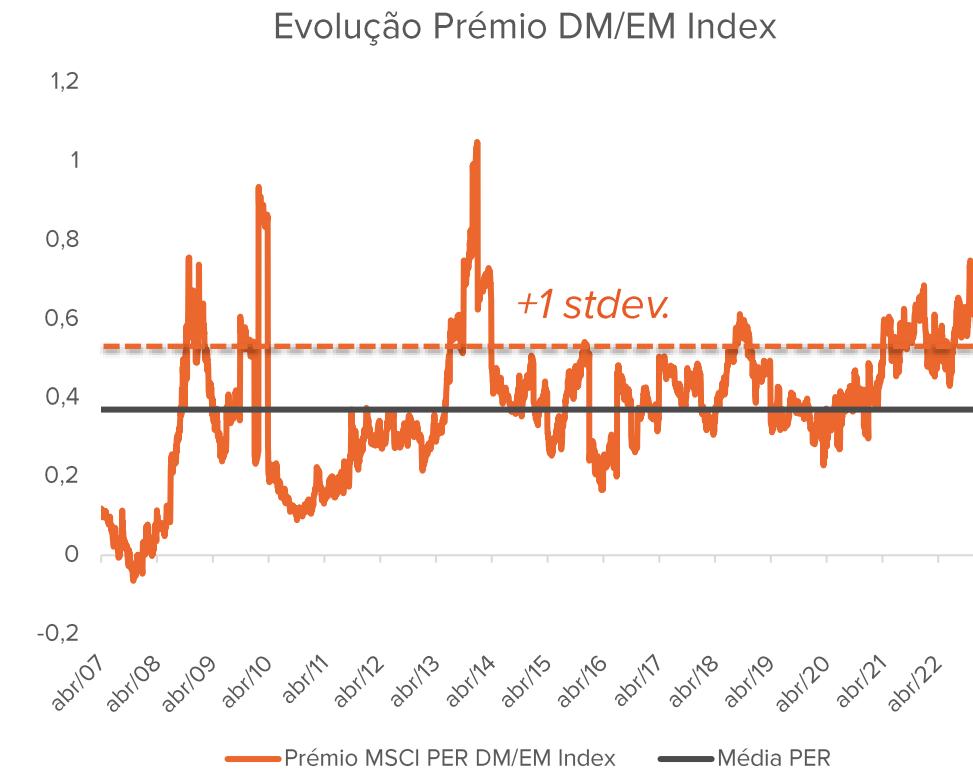
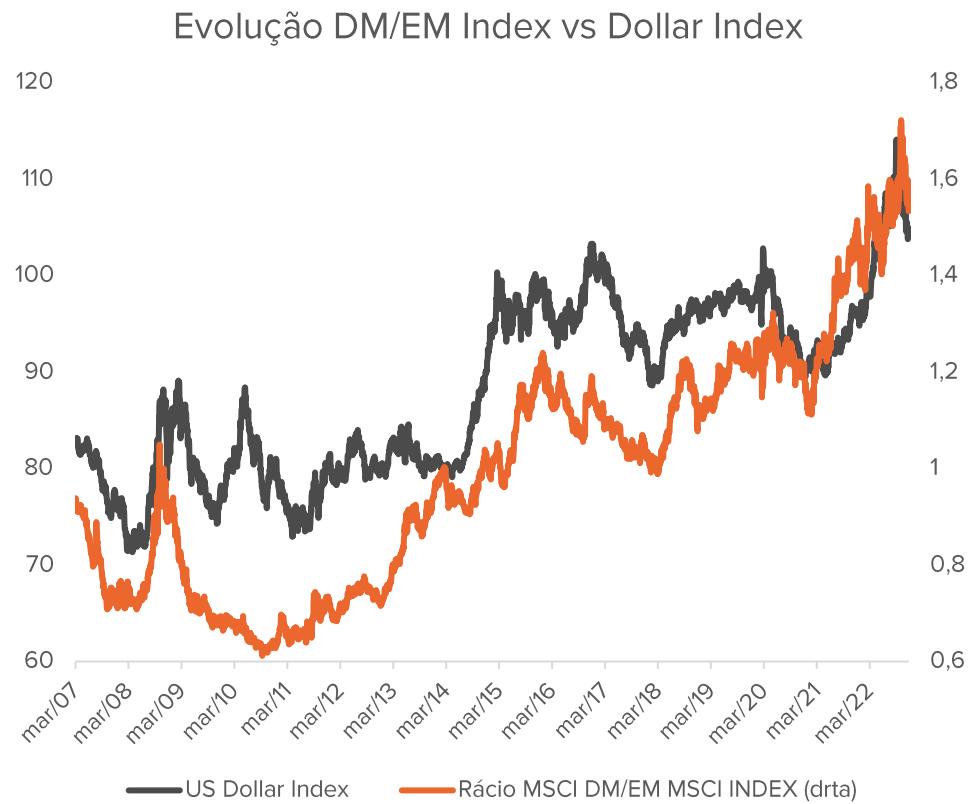
MERCADO DE AÇÕES

FUNDAMENTAIS DO PLAY QUALITY ESTÃO ATRATIVOS “COMO NUNCA” E BIG TECH PODE AJUDAR



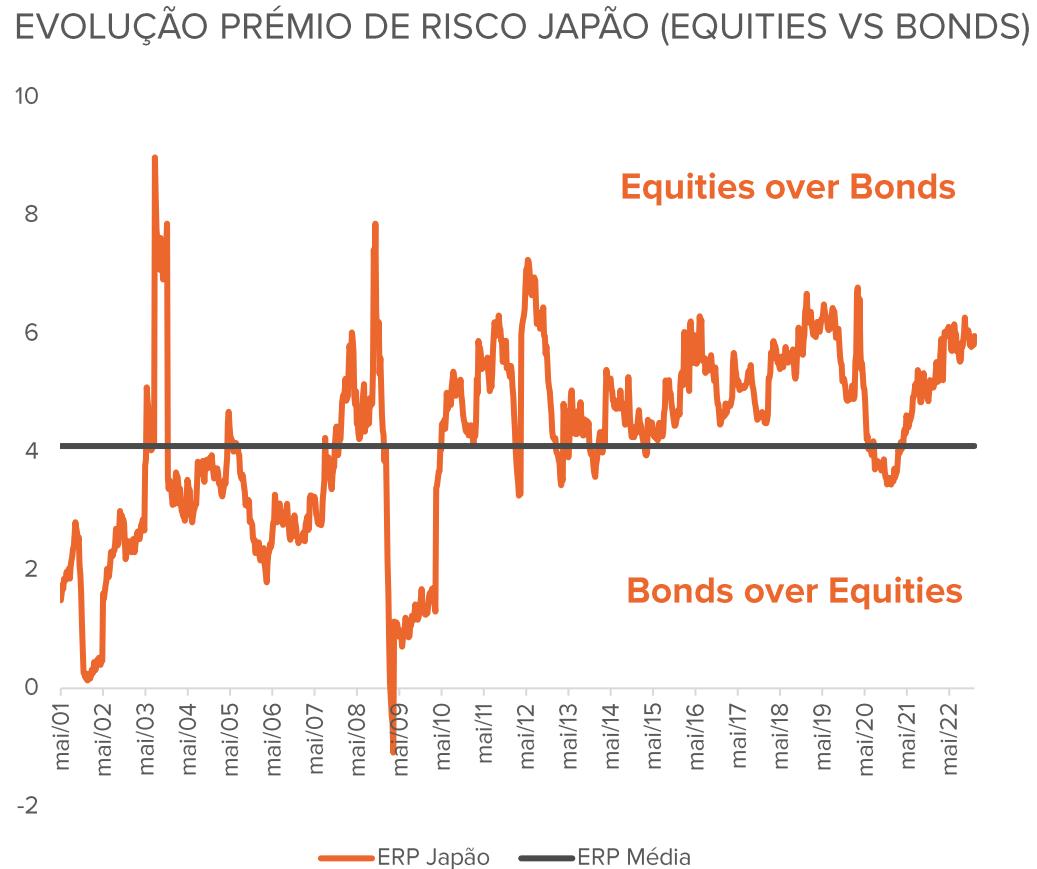
MERCADO DE AÇÕES

BLOCO EMERGENTE OFERECE RETORNO INTERESSANTE À LUZ DE AVALIAÇÃO, FLUXO E MANUTENÇÃO DA REVERSÃO DO USD

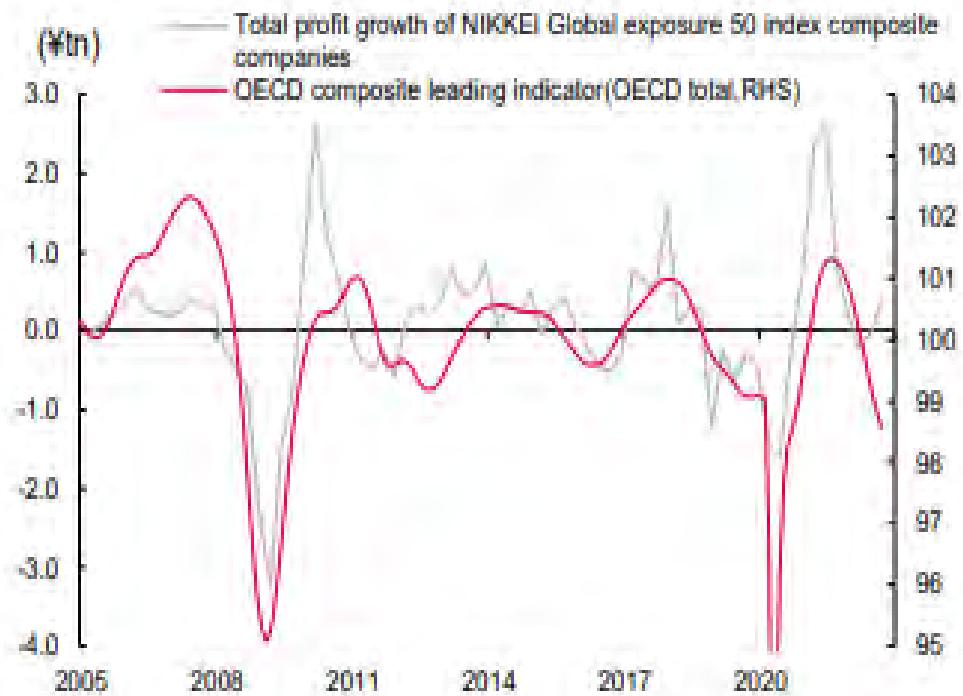


MERCADO DE AÇÕES

EQUITIES JAPÃO OFERECE PRÉMIO DE RISCO MAIS ATRATIVO ENTRE PEERS DM (EUA E UE) E CICLO DE EARNINGS REVELA-SE IGUALMENTE MAIS ROBUSTO COM INFLAÇÃO CONTROLADA



CRESCIMENTO DE LUCROS DE EMPRESAS JAPONESAS VS OCDE INDICADORES AVANÇADOS



ÍNDICE

1. Posicionamento
 - 1.1 Asset Allocation
 - 1.2 Key Calls
2. Enquadramento
 - 2.1 Macroeconómico
 - 2.2 Mercado de Taxas de Juro
 - 2.3 Mercado de Ações
 - 2.4 Posicionamento

POSICIONAMENTO

CONSENSO NA RETRAÇÃO DA INFLAÇÃO ENTRE ASSET MANAGERS GLOBAL, MAS ESTAGFLAÇÃO AINDA É CENÁRIO BASE

% ASSET MANAGERS QUE ANTECIPAM: i) TAXAS C/PRAZO MAIS BAIXAS (inv.); ii) CPI GLOBAL MAIS ELEVADO VS ATUAL



Fonte: BofA Global Survey; GA BiG

Expectativas de crescimento global vs S&P 500 YoY

Chart 4: "Stagflation" is the consensus view

Which of the following best describes the global economy as you see it over the next 12 months?



Source: BofA Global Fund Manager Survey

BofA GLOBAL RESEARCH

Fonte: BofA Global Survey; GA BiG;

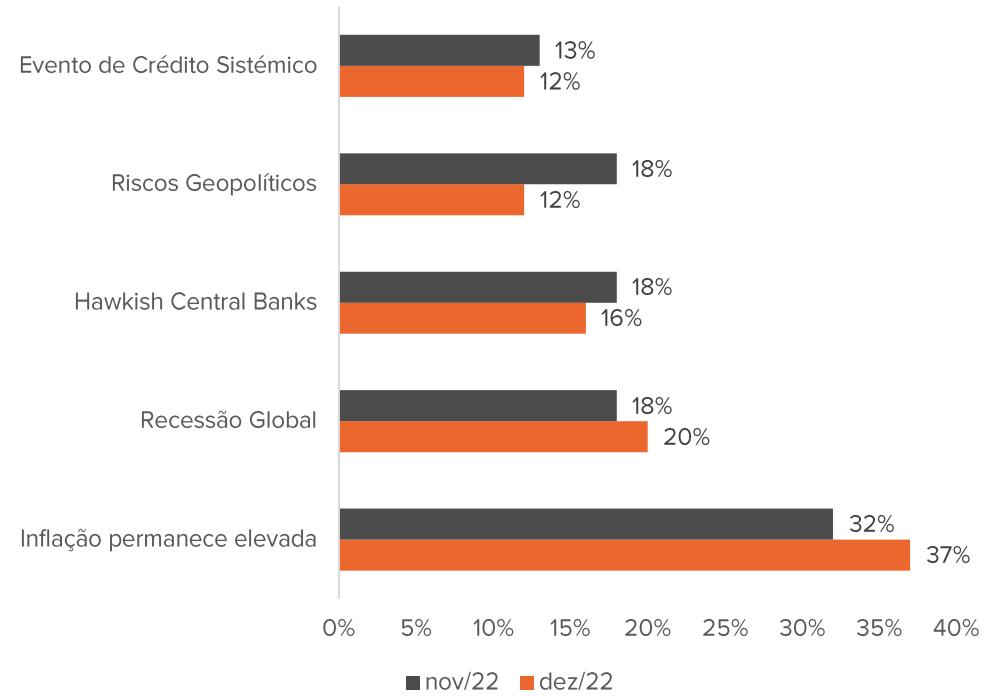
POSICIONAMENTO

INFLAÇÃO RETRAIR MENOS QUE O ESPERADO É PRINCIPAL RISCO PARA 2023 E EQUITIES MANTÊM-SE SUBPONDERADAS

Posição Líquida de Investimento entre Asset Managers (%net OW vs Net UW)



Principal Tail Risk de Mercado para 2023:



Disclaimer

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral. Não deve entender-se nada do aqui disponibilizado é constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são suscetíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Na sua elaboração, não foram consideradas necessidades específicas de nenhuma pessoa ou entidade. O BiG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado.

BiG. O banco que entende os seus valores.

BiG

O banco
que entende
os seus valores