



# OUTLOOK 3ºT/23

BANCO DE INVESTIMENTO GLOBAL

GESTÃO DE ATIVOS

## ***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

1.3 Visões Chave

## 2. Enquadramento

2.1 Macroeconómico

2.2 Mercado de Taxas de Juro

2.3 Mercado de Ações

BiG

# ÍNDICE

## 1. Posicionamento

1.1 Asset Allocation

1.2 Visões Chave

1.3 Key Calls

## 2. Enquadramento

2.1 Macroeconómico

2.2 Mercado de Taxas de Juro

2.3 Mercado de Ações

BiG

# POSICIONAMENTO | ASSET ALLOCATION

	UNDERWEIGHT	NEUTRAL	OVERWEIGHT
<b>Classe de Ativos</b>			
Ações			
Obrigações			
Alternativos			
Commodities			
Liquidez			

# POSICIONAMENTO | ASSET ALLOCATION

	UNDERWEIGHT	NEUTRAL	OVERWEIGHT
<b>Ações Geográficas</b>			
EUA			
Europa			
Ásia/ Japão			
Emergentes			
<b>Temas e Setores</b>			
Financeiras Debt			
Valor			
Crescimento			
Quality			
Bens Essenciais			
Tecnologia Equity			
<b>Obrigações Governos</b>			
EUA			
Europa			
Periferia Europa			
Emergente			

# POSICIONAMENTO | ASSET ALLOCATION

	UNDERWEIGHT	NEUTRAL	OVERWEIGHT
<b>Crédito</b>			
IG EUA			
IG Europa			
HY EUA			
HY Europa			
<b>Commodities</b>			
Commodities Energéticas			
Commodities Agrícolas			
Commodities Industriais			
Minérios/ Ouro			

# ÍNDICE

## 1. Posicionamento

1.1 Asset Allocation

1.2 Visões Chave

1.3 Key Calls

## 2. Enquadramento

2.1 Macroeconómico

2.2 Mercado de Taxas de Juro

2.3 Mercado de Ações

BiG

# VISÕES-CHAVE

## MACROECONÓMICO

- ▶ A Economia Global deverá aguentar, pelo menos temporariamente, o endurecimento monetário levado a cabo pelos Bancos Centrais nos últimos 12 meses. Esta situação poderá apenas diferir no tempo uma eventual recessão cíclica – potencialmente mais Suave – lógica face à magnitude da política monetária restritiva para conter a inflação e subida transversal do custo de Vida.
- ▶ A trajetória de Inflação Core mantém-se neste momento como a maior preocupação dos Bancos Centrais em detrimento do ciclo económico, assente na espiral do crescimento de Preços-Salários e da subida de Preços da generalidade dos Produtos/Serviços das empresas que se materializam em margens corporativas junto de máximos históricos – fenómeno muito criticado pelos Bancos Centrais.
- ▶ Os receios mais graves sobre a evolução da Crise da Banca Regional Americana não se concretizaram, ainda que o impacto ao nível da concessão de crédito no sistema seja já amplamente visível – exacerbando assim os riscos no *downside* para a trajetória da Economia norte-americana.
- ▶ Os indicadores avançados de atividade e probabilidade de Recessão nos EUA ganharam inegável tração nos últimos 12 meses, sendo que noutras geografias a Alemanha já se encontra em recessão e a história de reabertura da China tem sido uma decepção em toda a linha.

# VISÕES-CHAVE

## MERCADO DE TAXAS DE JURO

- ▲ Com o ritmo de subida de taxas mais violento de sempre em 2022, aproximamo-nos do topo do ciclo de endurecimento monetário – eventualmente com taxas terminais do FED nos 5,25% e 4% no BCE. O mercado exclui cortes de taxas já este ano pelo FED, mas continua a assumir redução de 125-150 pb em 2024, algo viável apenas se a economia resvalar para Recessão e/ou Credit Crunch;
- ▲ 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 3,5%-4% e com duration implícita até 5 anos.

## MERCADO DE AÇÕES

- ▲ A possibilidade de *soft landing* torna 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.
- ▲ Posicionamento Neutral para Ações, com viés favorável para Quality e Bens Essenciais, uma vez que se tratam de empresas muito resilientes ao ciclo económico e que continuam a transacionar a níveis bastante apelativos ao nível de preço e avaliação. O re-rating das perspetivas dos lucros será o principal driver em 2023 e admitimos uma queda adicional dos lucros acima de 10% em 2023.
- ▲ Movimento de valorização tão expressivo em Tecnologia deixa-nos com alguma cautela à luz da forte expansão do múltiplo, excessiva concentração de ganhos nos nomes mais representativos do índice e perspetiva de taxas mais elevadas durante mais tempo.

# ÍNDICE

## 1. Posicionamento

1.1 Asset Allocation

1.2 Visões Chave

1.3 Key Calls

## 2. Enquadramento

2.1 Macroeconómico

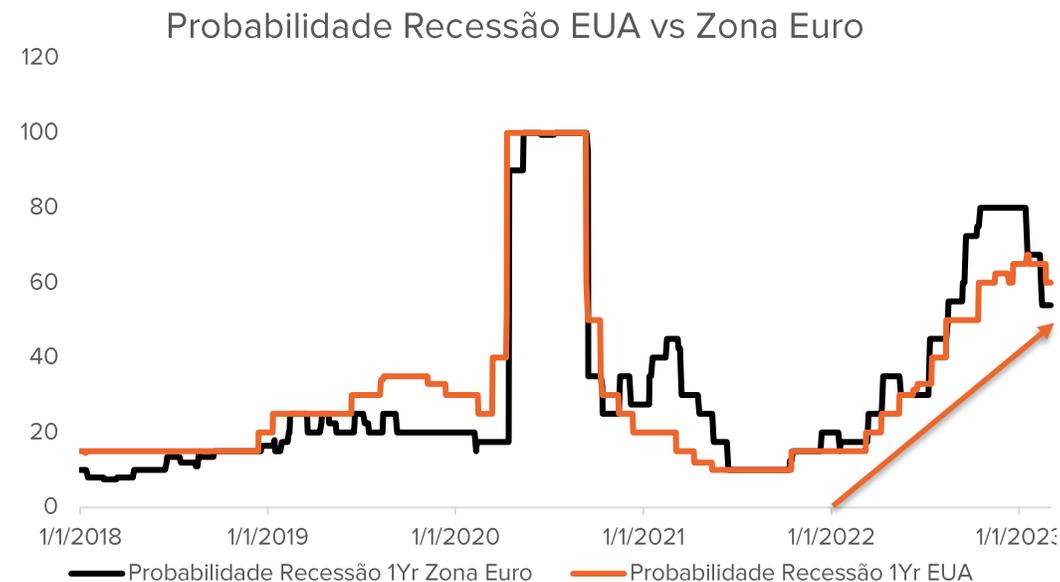
2.2 Mercado de Taxas de Juro

2.3 Mercado de Ações

BiG

# KEY CALLS 1 | MACRO – RECESSÃO DIFERIDA NO TEMPO & “NO LANDING” COMO CENÁRIO BASE

- ▶ Cenário de “No Landing” em que a Economia Global aguenta o endurecimento monetário surge como cenário Base, ainda que esta situação protele no tempo uma eventual recessão cíclica – mais Suave – lógica face à dimensão sem precedentes da restritividade monetária e subida do custo de Vida.
- ▶ Os receios mais graves sobre a evolução da Crise da Banca Regional Americana não se concretizaram, ainda que o impacto ao nível da concessão de crédito no sistema seja já amplamente visível.
- ▶ Os Bancos Centrais já demonstraram mecanismos para separar o mandato da gestão da Estabilidade de Preços vs Financeira, sendo que os níveis da Inflação Core demasiado enraizados nos Estados Unidos e UE irão obrigar o FED e o BCE a manter taxas mais elevadas durante um período mais longo.
- ▶ Os indicadores avançados de atividade e probabilidade de Recessão nos EUA ganharam inegável tração nos últimos 12 meses. A nível global, a Alemanha já se encontra em recessão técnica – em parte penalizada pela história de reabertura da China que tem dececionado em toda a linha.



Fonte: Bloomberg; GA BiG

# 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 alguns sinais de moderação da inflação e num contexto que se afigura claro no qual estaremos no limiar do pico de taxas do atual ciclo.
- ▶ 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.
- ▶ 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 à cobertura cambial.

## ATIVOS RELACIONADOS COM O TEMA:

Investment Grade Euro Corporate Bonds	ISIN	Moeda
<b>Fundos</b>		
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
<b>Fundos</b>		
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 COLATERALIZADA & FINANCEIRAS SUBORDINADA

- ▶ 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 soberanas e fundamentos técnicos mais favoráveis do que Governos Europeus.
- ▶ Historicamente as soluções em Covered Bonds têm demonstrado um retorno ajustado a risco superior às demais classes de obrigações Europeas, tanto em momentos de alargamentos ou estreitamento de yields e spreads.
- ▶ A dívida Financeira subordinada afigura-se um tema de investimento interessante pela subida do retorno esperado após a resolução do Credit Suisse - obrigou à diluição total dos instrumentos de dívida de capital contingente. O próprio BCE e BOE já reiteraram que os instrumentos de dívida subordinada continuarão a ser importantes na estrutura de capital dos Bancos – conferindo assim um perfil excepcional ao observado no Credit Suisse.

## ATIVOS RELACIONADOS COM O TEMA:

European Covered Bonds	ISIN	Moeda
<b>Fundos</b>		
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
<b>Fundos</b>		
Pimco Capital Securities	IE00BFRSV973	EUR
Nordea European Financial Debt	LU0772944731	EUR

# KEY CALLS 4 I EQUITIES – REDUÇÃO DE BETA COM PROFIT TAKING EM NASDAQ

- ▶ O Setor tecnológico lidera de forma ostensiva o movimento de valorização das Ações em 2023 – tal como havíamos previsto ao longo do ano passado. Nesta fase, os ganhos parecem-nos excessivos tendo em conta o contexto de taxas de juro elevadas durante mais tempo, deterioração do quadro macro e a concentração excessiva dos ganhos em nomes específicos.
- ▶ O nível de Avaliação do Nasdaq tem-se aproximado de máximos em termos relativos e absolutos, estando já a transacionar quase 2 desvios padrão acima da média dos últimos 15 anos, pelo que optámos por realizar mais-valias no momento atual e reduzir o nível de Beta dos nossos Portfolios.
- ▶ Não é fácil ter um view claro sobre a direção da temática que rodeia a Inteligência Artificial, sendo que a nível agregado de avaliação do índice este ainda se encontra distante de bolhas especulativas observadas no passado, mas determinados nomes específicos (NVIDIA) encontram-se já excessivamente sobreavaliados em termos fundamentais num contexto histórico.



Fonte: Bloomberg; GA BiG

# KEY CALLS 5 | EQUITIES – OVERWEIGHT CONSUMO STAPLES / BENS

- Na mesma lógica de redução de Beta dos Portfolios, optámos por realizar mais-valias na temática de Bens de luxo, o qual apesar do seu perfil idiossincrático não tem escapado a uma dinâmica de retração evidente. A dinâmica dos Bens Essenciais face à projeção do quadro macro afigura-se mais lógica.
- Os Bens essenciais revelam uma procura bastante inelástica face à variabilidade do ciclo económico e oferece por isso um nível de resiliência suplementar face à dimensão inapelável e estarecedora da Crise do Custo de Vida.
- Do ponto de vista da sua performance em mercado, os Bens Essenciais tendem a ostentar um desempenho mais favorável em termos relativos no prenúncio de uma recessão económica e também em momentos de subida dos spreads de crédito que nos parece bastante provável a médio prazo.

## ATIVOS RELACIONADOS COM O TEMA:

	GLOBAL	ISIN	Moeda
<b>FUNDOS</b>			
GOLDMAN SACHS FOOD & BEVERAGES		LU0332193779	EUR
DWS CROCI SECTOR PLUS		LU1701862739	EUR



Fonte: Bloomberg; GA BiG

# ÍNDICE

## 1. Posicionamento

1.1 Asset Allocation

1.2 Visões Chave

1.3 Key Calls

## 2. Enquadramento

2.1 Macroeconómico

2.2 Mercado de Taxas de Juro

2.3 Mercado de Ações

BiG

# 1. ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

OS DIFERENTES CENÁRIOS PARA A ATERRAGEM DA ECONOMIA GLOBAL – TEM CUIDADO COM O QUE DESEJAS!



## **SOFT LANDING (40%)**

- Desaceleração em curso ou Recessão Suave;
- Inflação normaliza de forma gradual;
- Bancos Centrais mantêm taxas altas durante mais tempo;
- Dinâmicas da Oferta e Procura evoluem favoravelmente



## **NO LANDING (40%)**

- Economia Global “aguenta endurecimento” monetário;
- Inflação não retrocede como desejado e Bancos Centrais mantêm “Pedal no Metal;”
- Recessão cíclica diferida no tempo e talvez mais severa

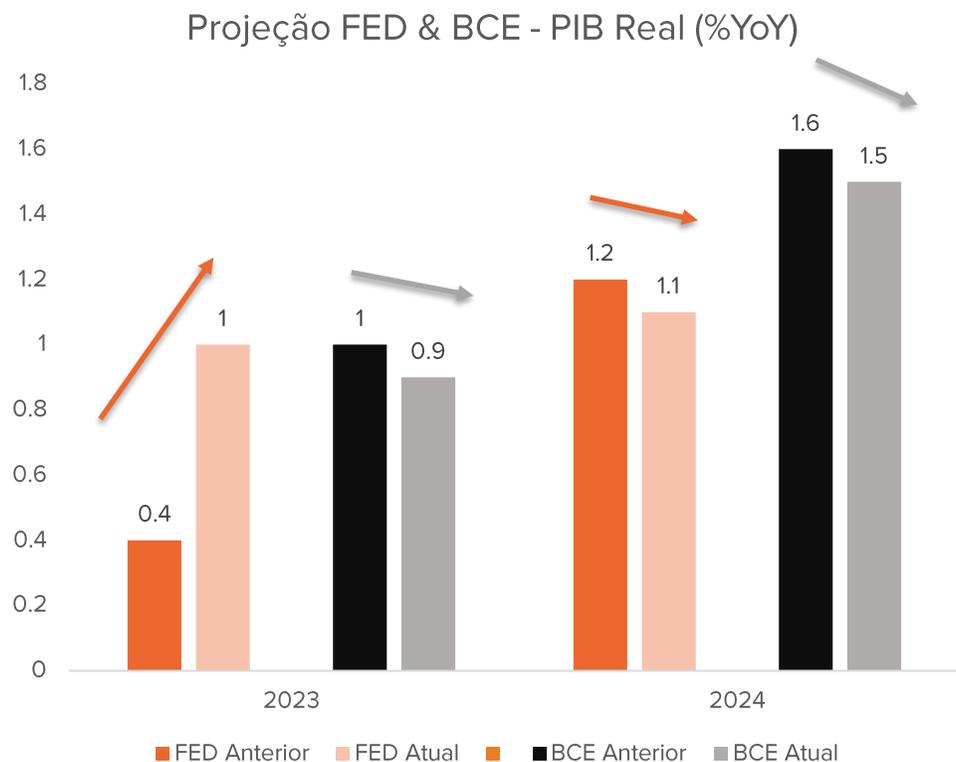


## **HARD LANDING (20%)**

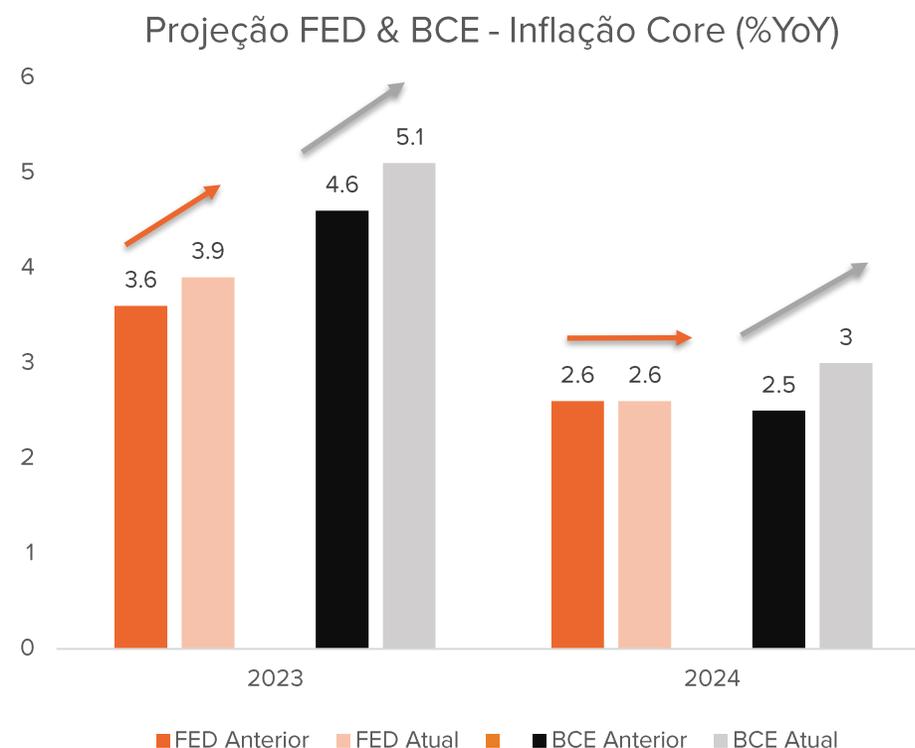
- Bancos Centrais acentuam condições restritivas;
- Recessão mais forte;
- Inflação normaliza @2-3%;
- Fricção nos equilíbrios entre Oferta-Procura Agregada

# ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

## REVISÃO DAS ESTIMATIVAS DE CRESCIMENTO REFORÇAM CENÁRIO DE “NO LANDING” DA ECONOMIA AMERICANA



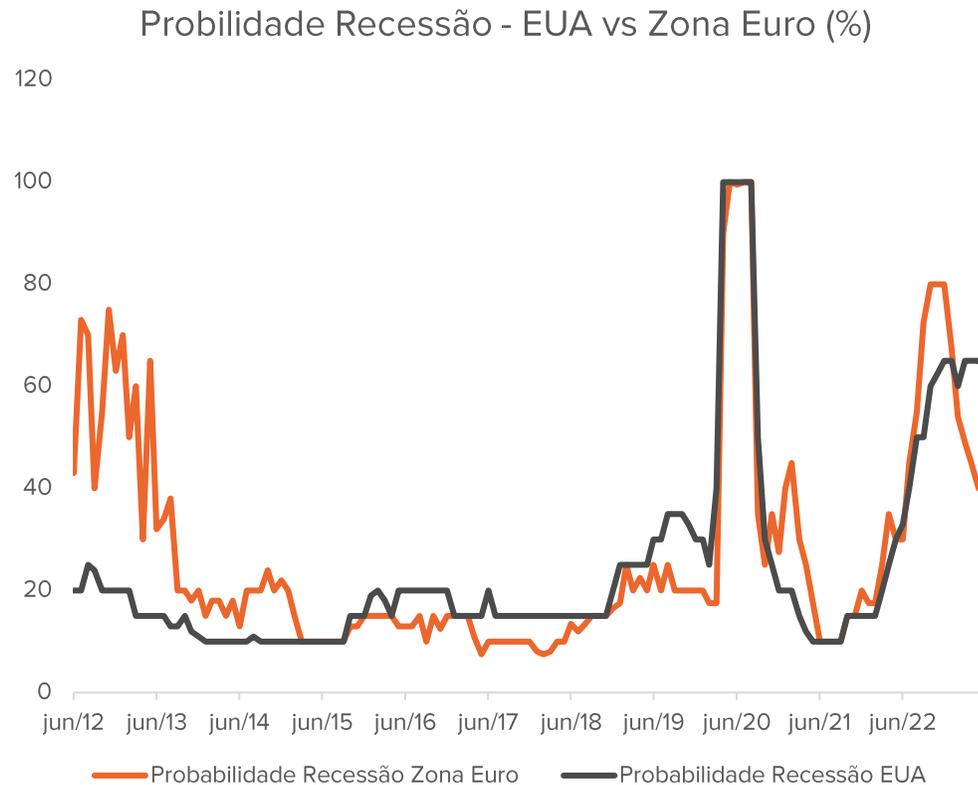
- FED revê em alta crescimento do PIB para 2023 e BCE mantém estimativas intactas.



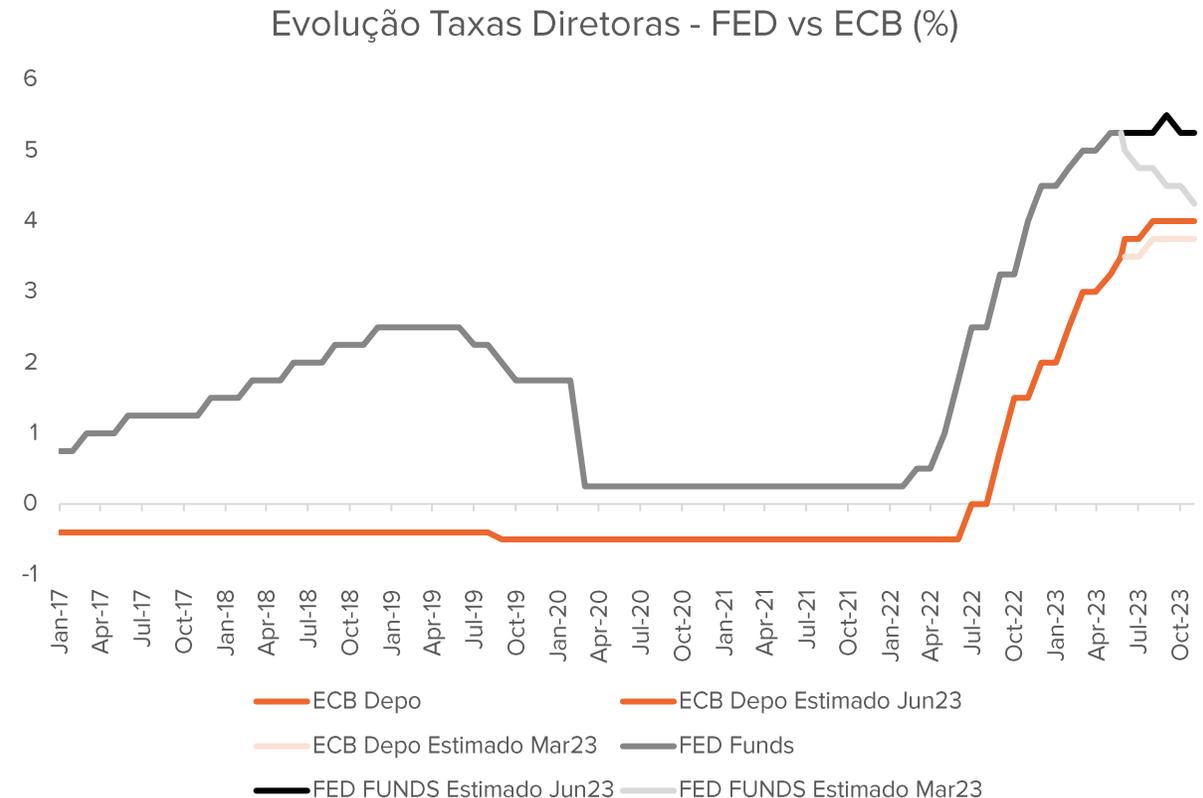
- Inflação Core revista em alta nos dois lados do Atlântico e com maior severidade na Zona Euro.

# ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

PROBABILIDADE DE RECESSÃO @EUA MANTÉM-SE CONSTANTE E MERCADO EXCLUI CORTES DE TAXAS ATÉ FINAL DO ANO



- Probabilidade de recessão da Economia Americana (12 meses) mantém-se a níveis historicamente elevados.

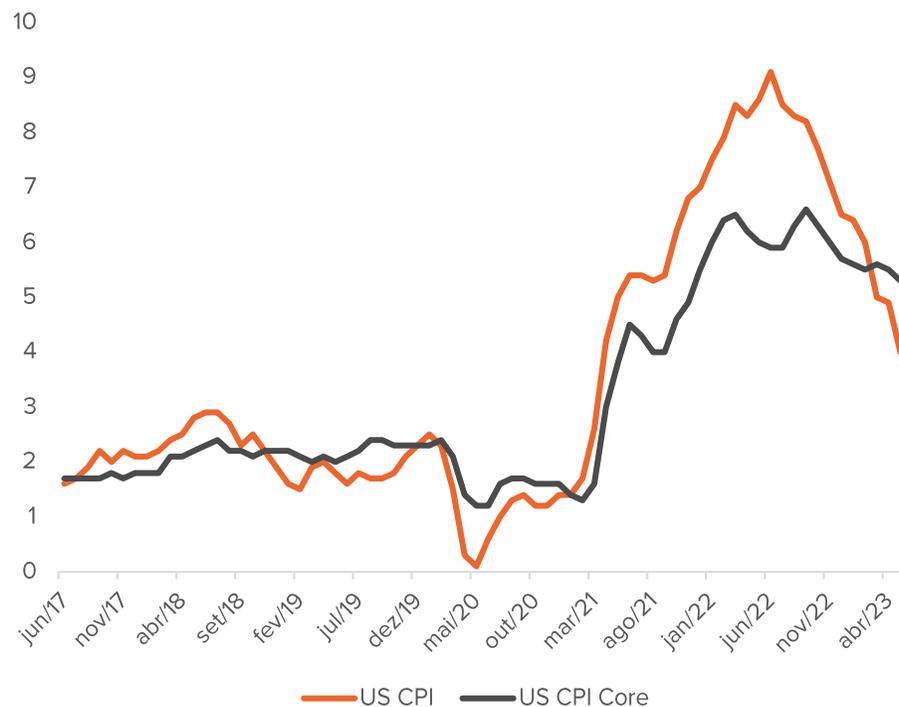


- Mercado eliminou no último trimestre expectativa de cortes para taxas de juro pelo FED até final de 2023.

# ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

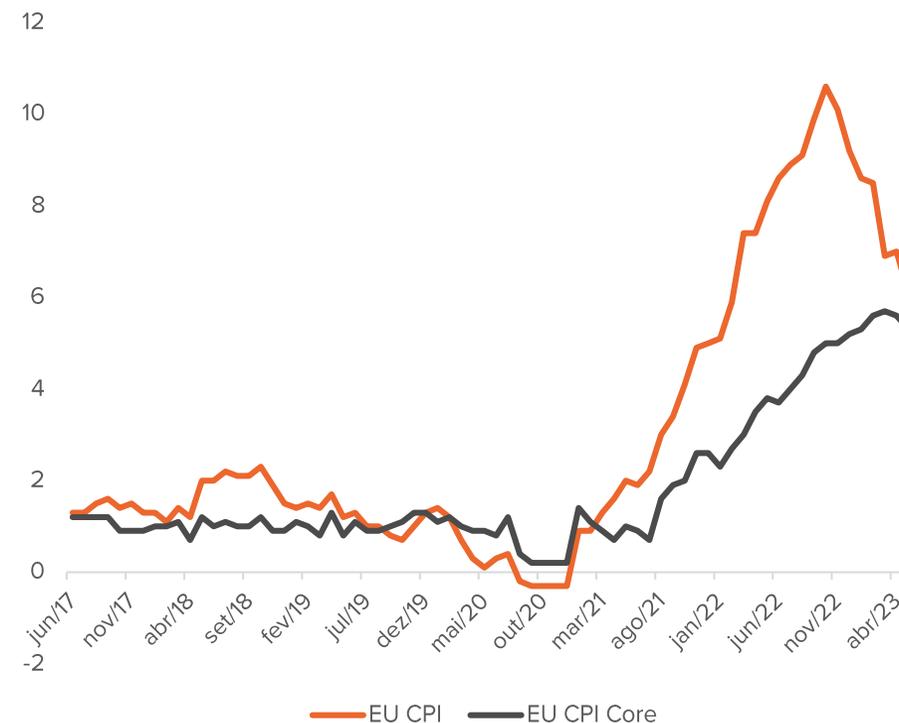
INFLAÇÃO CONTINUA DEMASIADO ALTA E TRAJETÓRIA DO CPI CORE SUSCITA PREOCUPAÇÃO – SOBRETUDO NA EUROPA

US CPI vs US CPI Core (%)



- Inflação retrocede bastante pelo contexto de deflação Energética e normalização das disrupções do lado da Oferta.

Euro Zona CPI vs CPI Core (%)

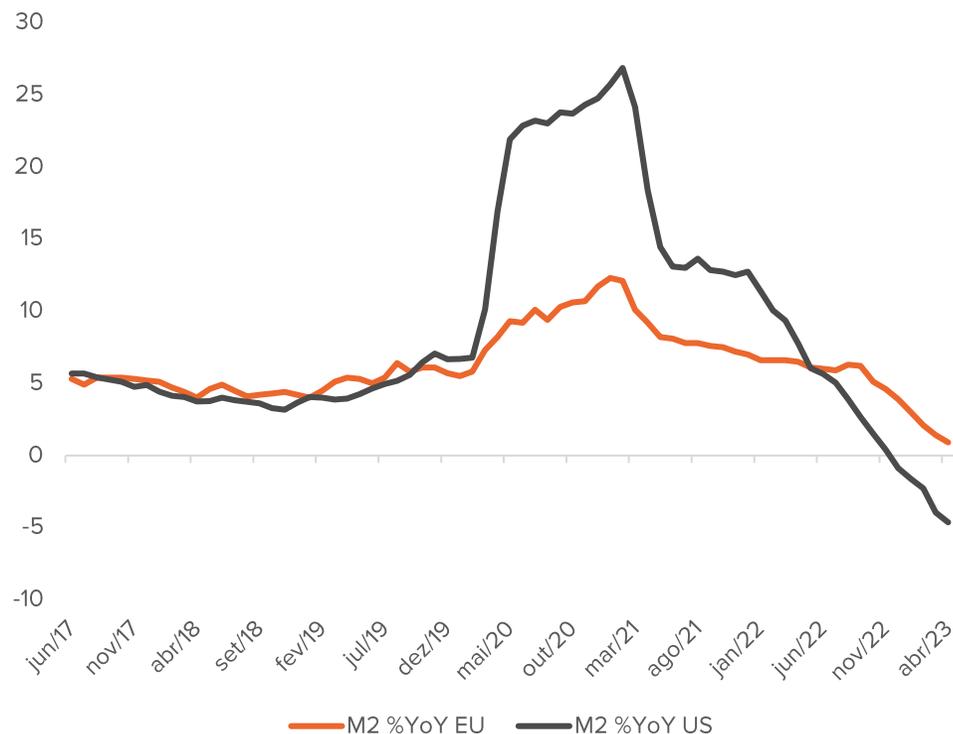


- A mesma tendência observa-se na Europa, mas Inflação Core persiste teimosamente elevada.

# ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

M2 EM QUEDA MAS INFLAÇÃO CORE CONTINUA RESILIENTE FACE À DINÂMICA DO CRESCIMENTO DE SALÁRIOS REAIS

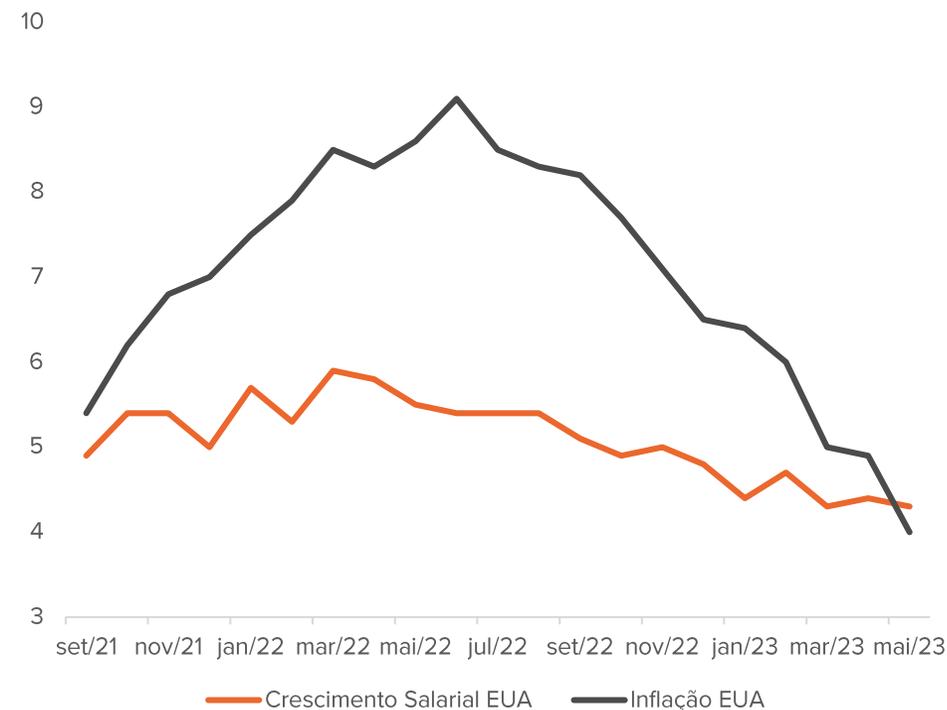
Evolução M2 %YoY (Zona Euro vs US)



- Contração da Massa Monetária reflete endurecimento sem precedentes realizado pelos Bancos Centrais.

Fonte: Bloomberg; GA BiG

Crescimento Salarial vs Inflação – EUA (%)

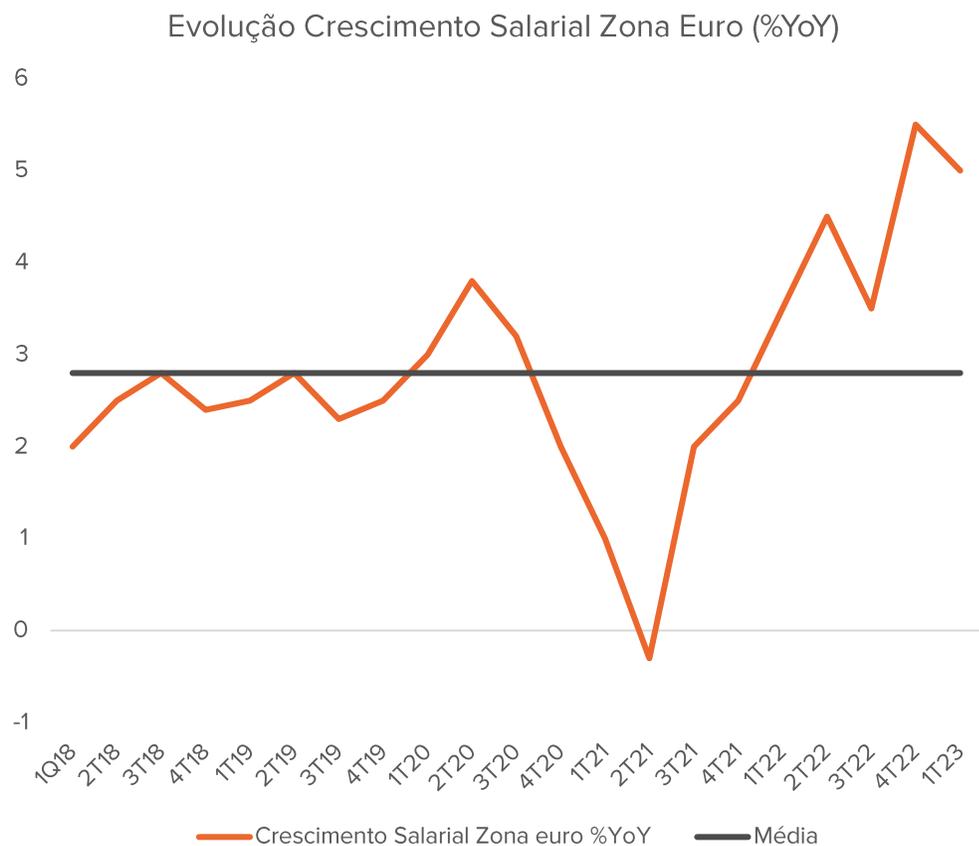


- Crescimento Salarial nos EUA ultrapassa pela primeira vez a inflação no pós-Covid.

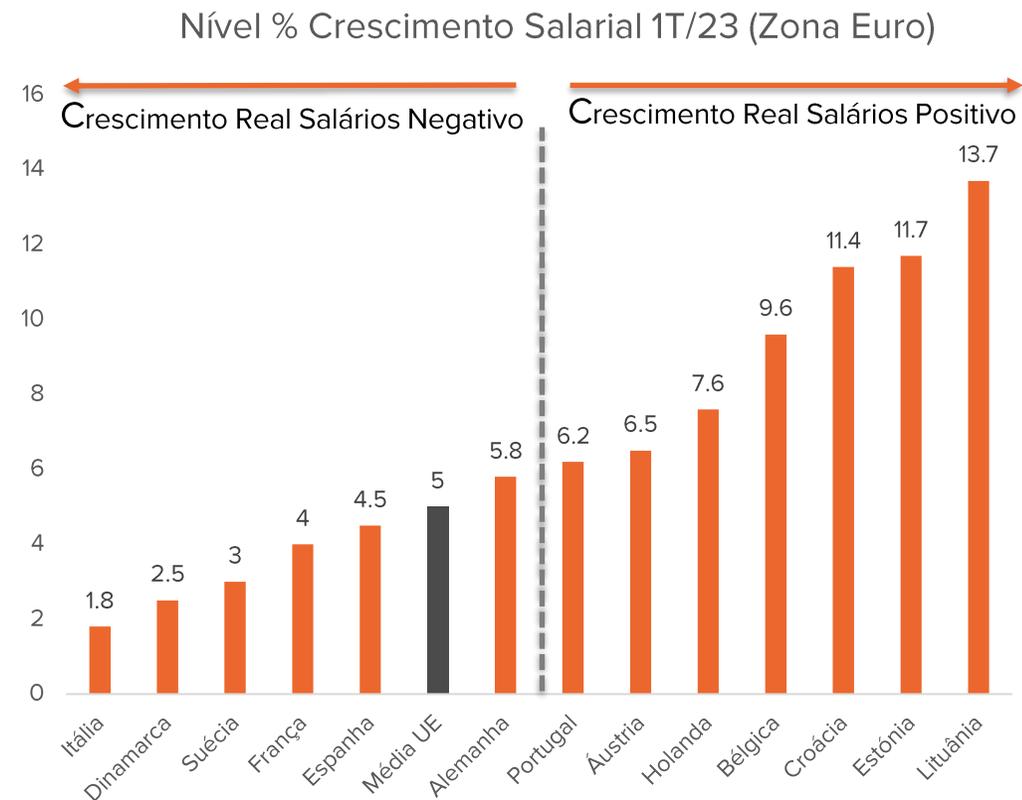
Fonte: Bloomberg; GA BiG

# ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

CRESCIMENTO SALARIAL NA EUROPA É ATÉ MAIS ELEVADO DO QUE NOS EUA E ACENTUA ESPIRAL PREÇOS-SALÁRIOS



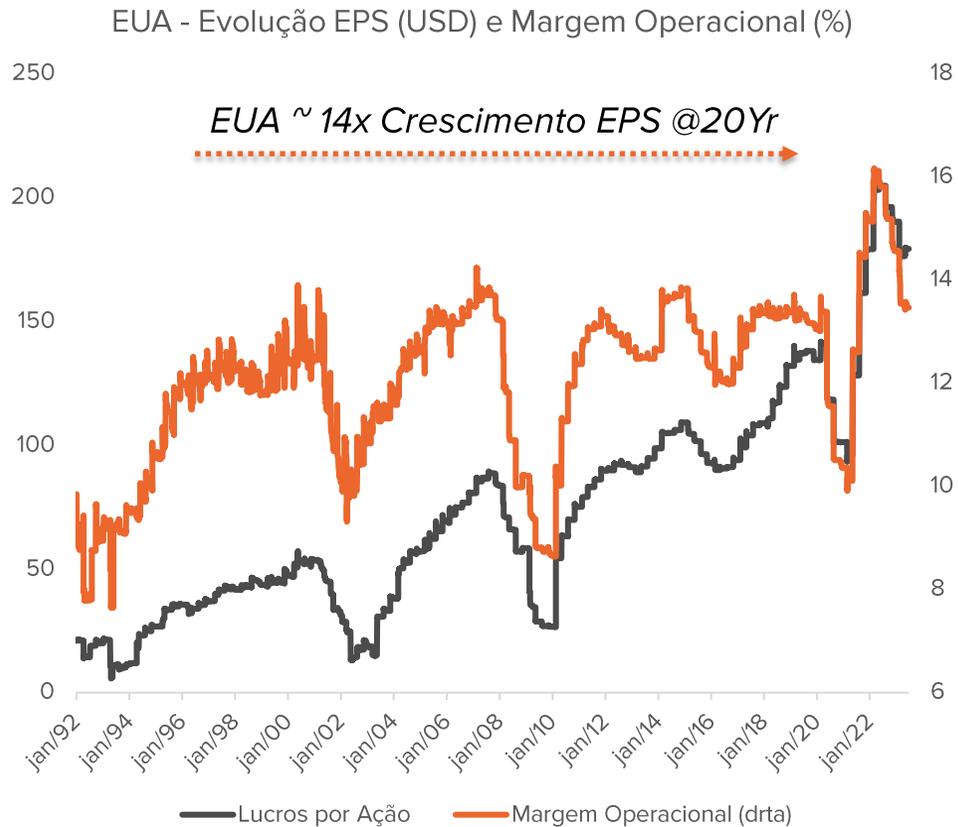
- Crescimento Salarial na Europa já ultrapassa em termos nominais o observado nos EUA.



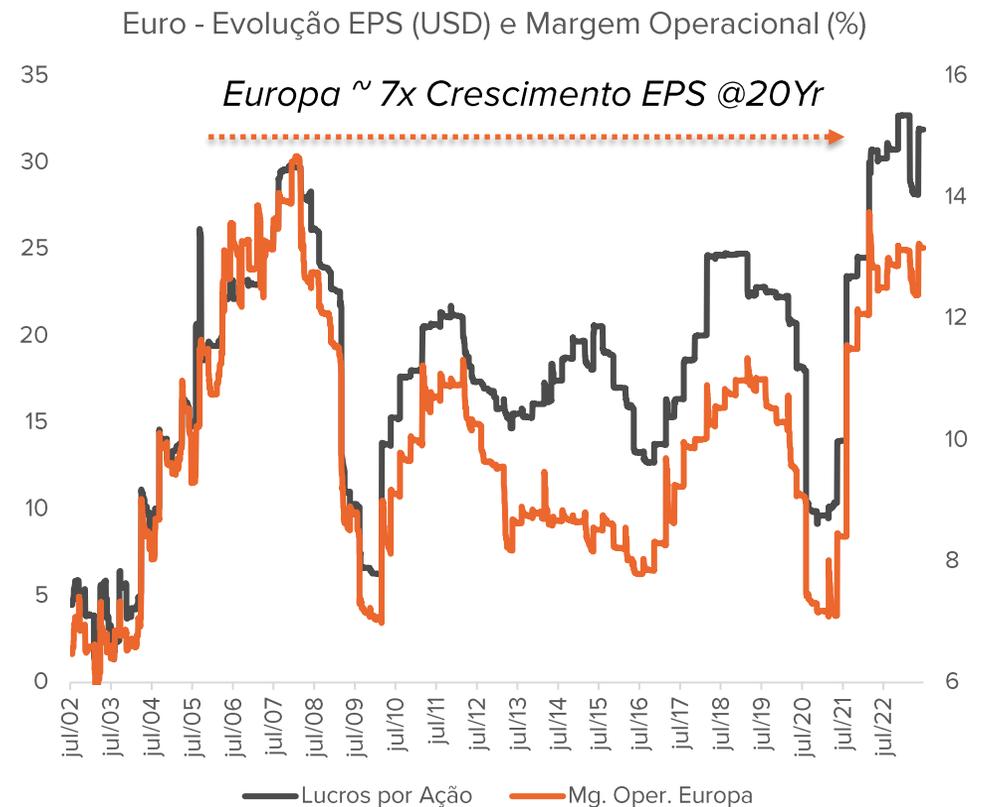
- Crescimento explosivo dos salários mantém pressão sobre níveis historicamente elevados da Inflação Core.

# ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

O FENÓMENO DA GREEDFLATION EXACERBA RISCOS INFLACIONÁRIOS  
COM MARGENS CORPORATIVAS A MÁXIMOS HISTÓRICOS



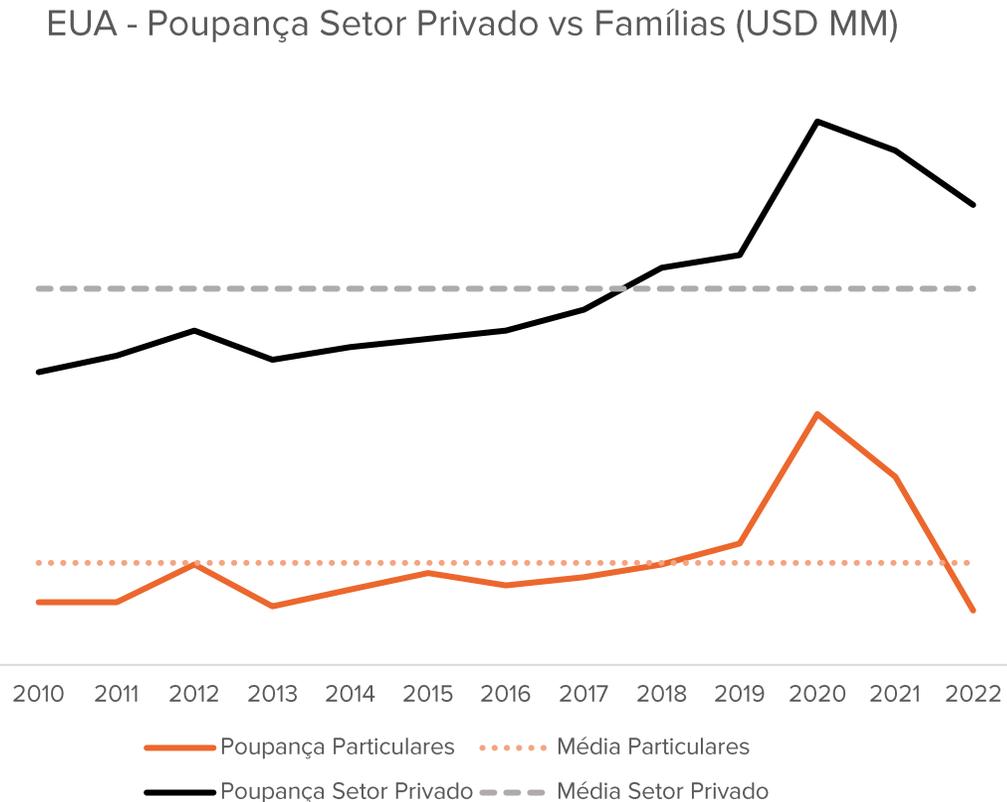
- Empresas subiram preços de forma excessiva e apresentam margens demasiado elevadas não condizentes com o ciclo económico.



- O crescimento dos Lucros das empresas Americanas nos últimos 20 anos foi mais do dobro face ao observado na Europa.

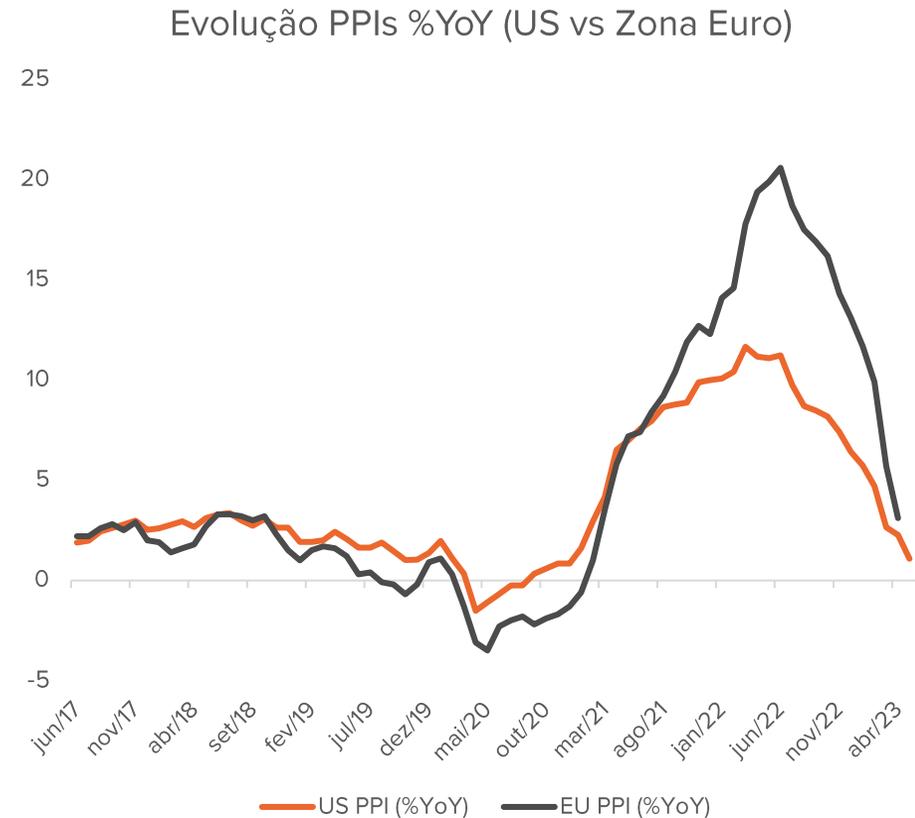
# ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

APROXIMA-SE PONTO DE INVERSÃO DAS SUBIDAS DE PREÇOS PELAS EMPRESAS FACE À COMPRESSÃO VIOLENTA DOS PPI'S NÍVEL DE CASH DAS EMPRESAS PERTO DE MÁXIMOS VS BRUTAL ESMAGAMENTO DO RENDIMENTO DAS FAMÍLIAS



- Os níveis de riqueza no setor privado americano estão concentrados nas empresas e as famílias já detêm níveis de liquidez abaixo da media dos últimos 10 anos.

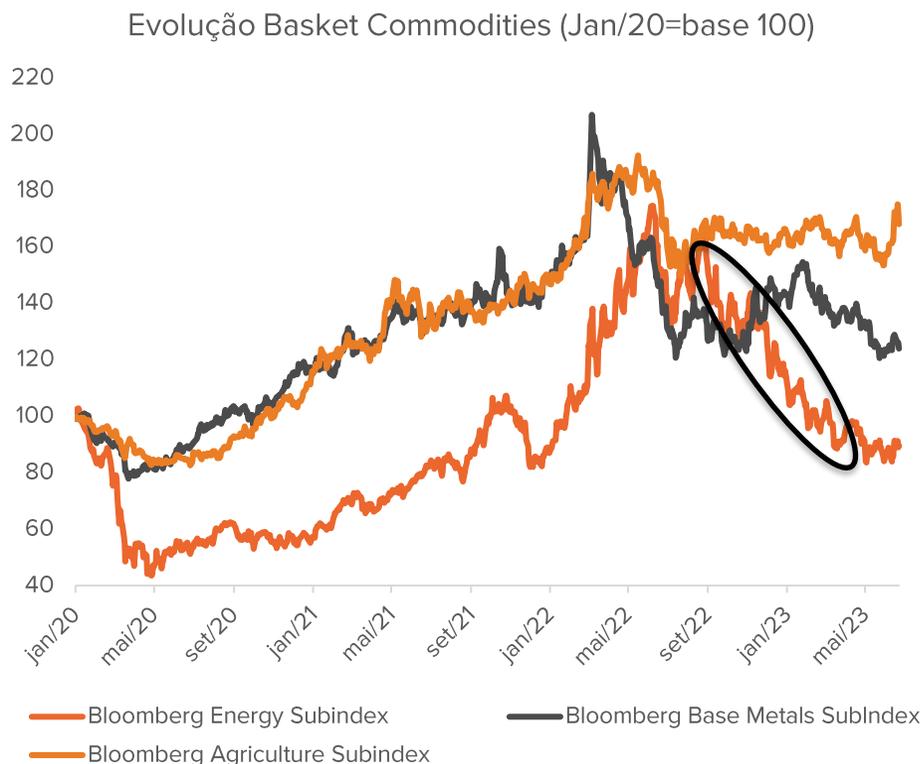
Fonte: Bloomberg; GA BiG



- O colapso do Índice de Preços de Produtor para além da quebra do ciclo económico leva-nos a acreditar que as subidas de preços são já um tema do passado.

# ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

SUAVIZAÇÃO DOS RISCOS DO LADO DA OFERTA CONCORREM PARA REDUÇÃO DO CPI HEADLINE COMPARÁVEIS DE PREÇOS “NORMALIZADOS” DIFICULTAM TRAJETÓRIA DE REDUÇÃO DA INFLAÇÃO PELO LADO DA OFERTA



- Commodities ao nível pré-Guerra e Custos de Transporte ao nível de pré-Covid retiram pressão sobre Inflação.

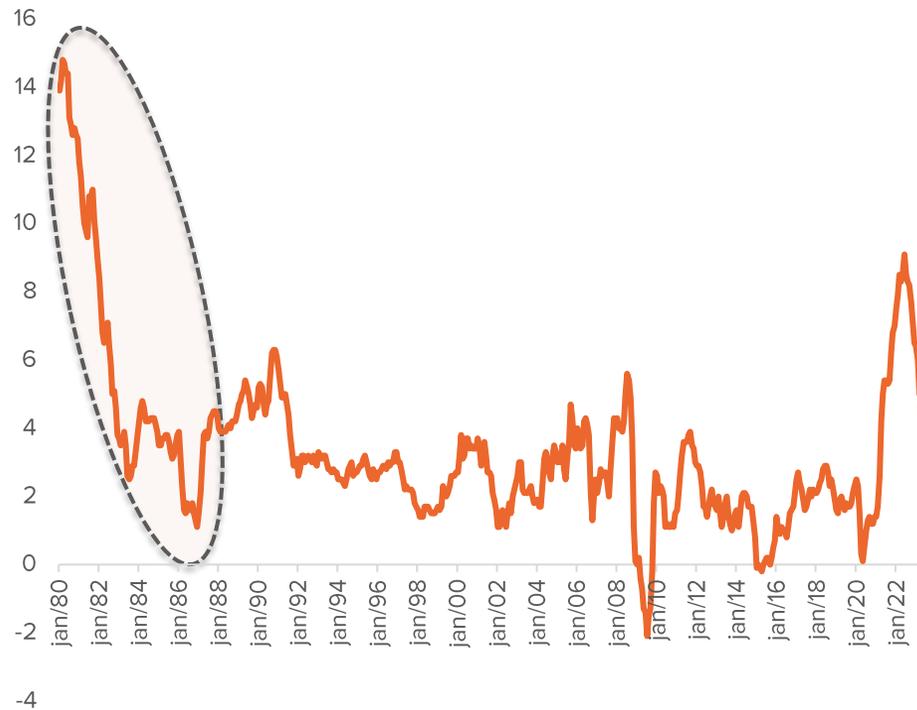


- O contexto de Deflação Energética recente encontrará comparáveis desafiantes nos próximos meses, criando mais dificuldades na desaceleração da Inflação.

# ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

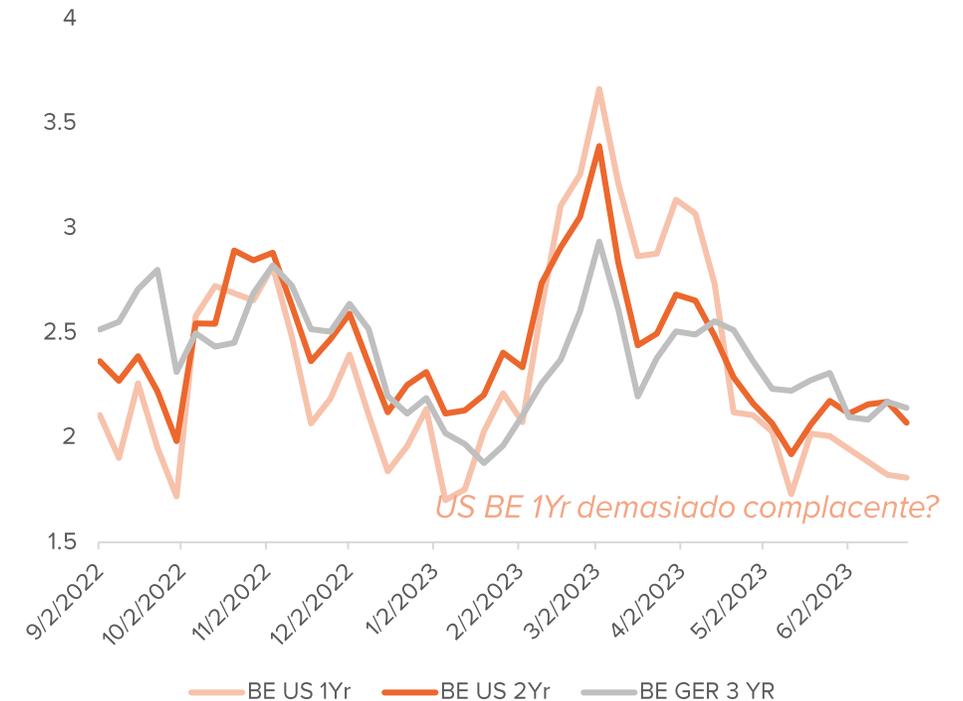
A PARTIR DO MOMENTO EM QUE A INFLAÇÃO SE DESANCORA DO OBJETIVO DOS BANCOS CENTRAIS, O PROCESSO DE AJUSTAMENTO É NATURALMENTE LONGO E PENOSO PARA A ATIVIDADE ECONÓMICA

Evolução US CPI Longo Prazo



- Quando os Bancos Centrais perdem o controlo da luta contra a Inflação, o ajustamento pode durar até 6 anos.

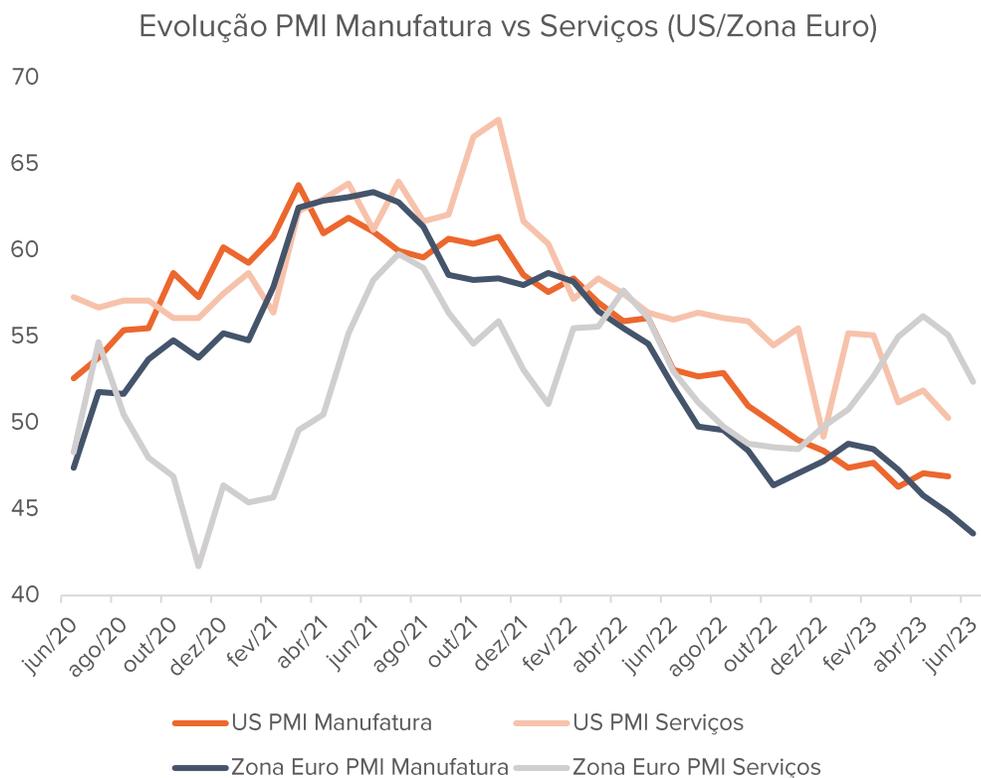
Evolução Breakevens (US vs Alemanha)



- As expectativas de mercado para a Inflação de Curto prazo parecem-nos excessivamente otimistas.

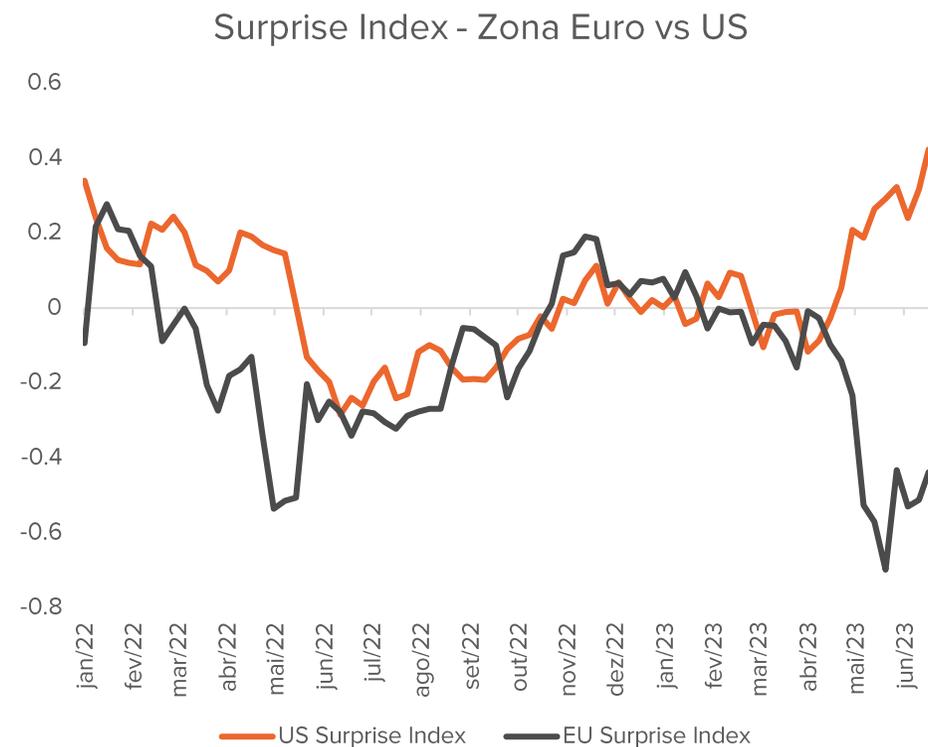
# ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

MANTÉM-SE DIVERGÊNCIA ENTRE RECESSÃO INDUSTRIAL E EXPANSÃO DE SERVIÇOS, MAS TENDÊNCIA DESCENDENTE É ÓBVIA  
ECONOMIA AMERICANA MOSTRA SURPREENDENTE RESILIÊNCIA FACE A DETERIORAÇÃO DO QUADRO MACRO NA EUROPA



- O Mundo já se encontra de forma inequívoca dentro de uma Recessão Industrial e a deterioração ao nível do segmento de Serviços deverá continuar a deteriorar-se.

Fonte: Bloomberg; GA BiG

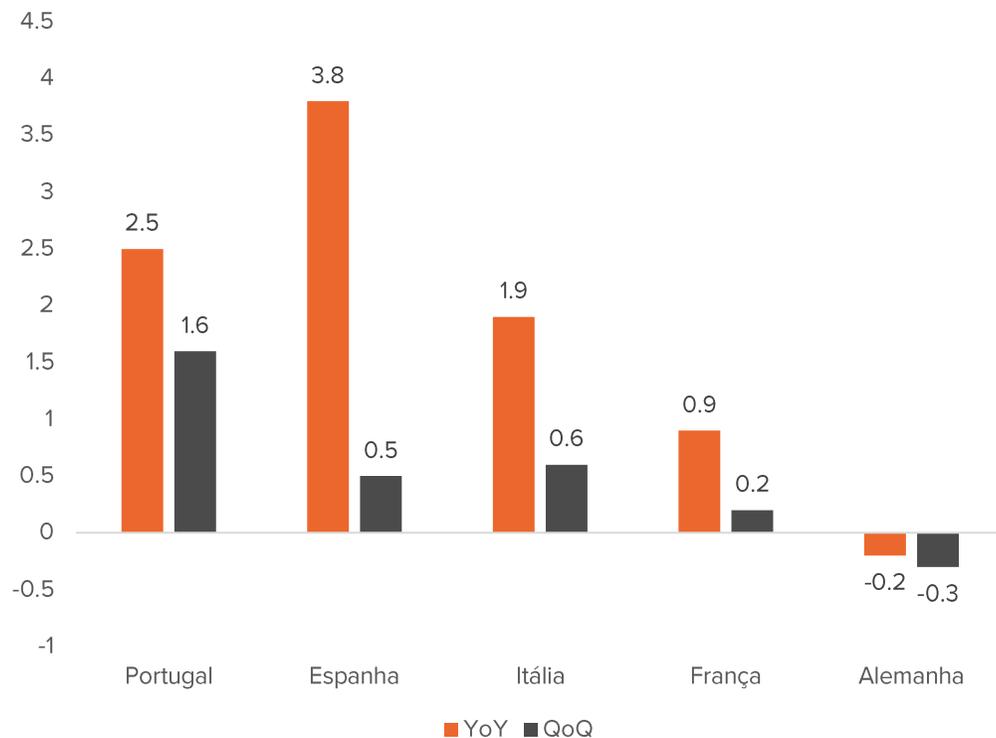


- O comportamento da Economia Americana tem sido surpreendentemente resiliente, ao passo que na Europa as fragilidades são já evidentes.

# ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

ZONA EURO DESACELERA E ALEMANHA ENCONTRA-SE JÁ EM RECESSÃO DIVERGÊNCIA DAS LEITURAS ENTRE GDP E GDI NOS EUA CONFERE MAIOR DEBILIDADE PARA QUADRO MACRO NOS EUA

Evoução Zona Euro PIB (QoQ e YoY)



- A Alemanha encontra-se já em Recessão e os proveitos do Turismo mascaram de forma evidente as fragilidades sem precedentes e défice de competitividade dos países do Sul.

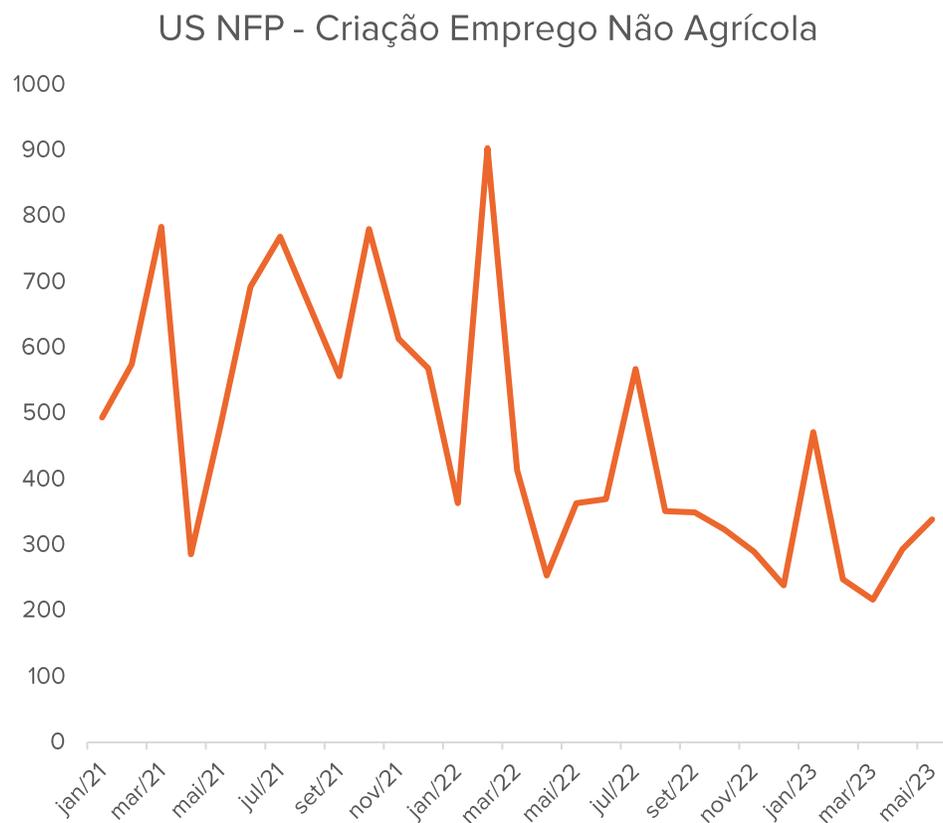
Divergência GDP vs GDI (%YoY)



- O indicador de atividade global relacionada com fluxos (GDI) vs Produção (GDP) deveriam convergir, pelo que a tendência declinante do PIB irá acelerar.

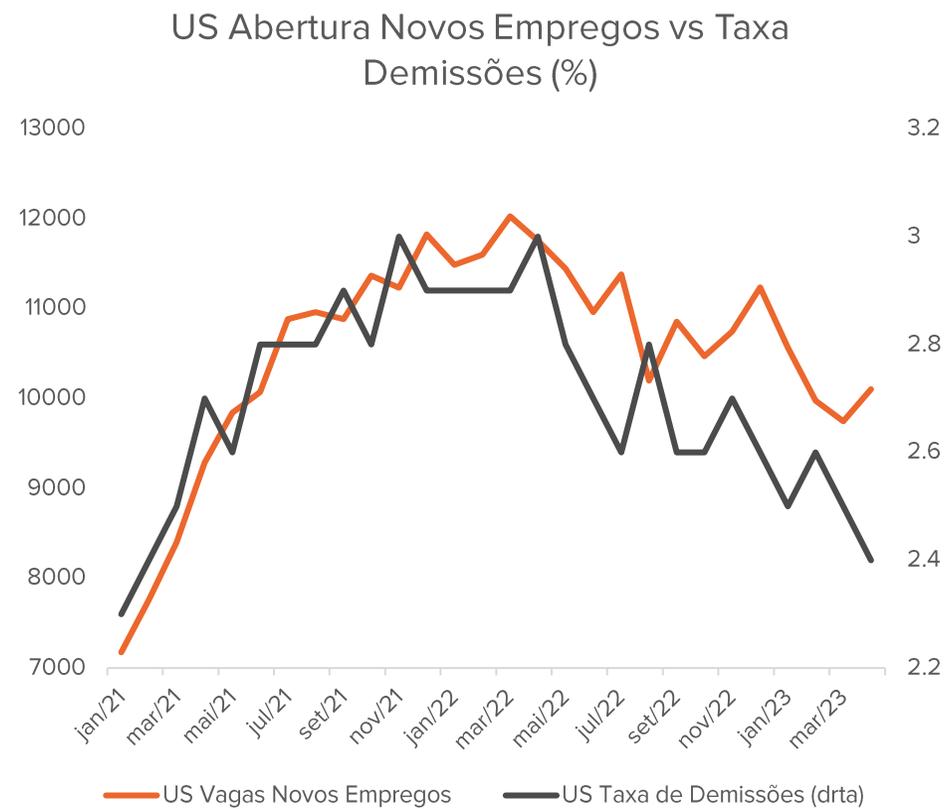
# ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

MERCADO DE TRABALHO CONTINUA RESILIENTE, MAS SINAIS DE MAIOR DEBILIDADE ACENTUAM-SE!  
CRISE DO CUSTO DE VIDA DETERMINA SITUAÇÃO IDIOSINCRÁTICA DO CICLO VIGENTE – CRISE DO EMPREGO VS DESEMPREGO



- Os indicadores relacionados com o mercado de trabalho começa a denotar alguma deterioração - criação de novos postos de trabalho junto de mínimos dos últimos 2 anos.

Fonte: Bloomberg; GA BiG

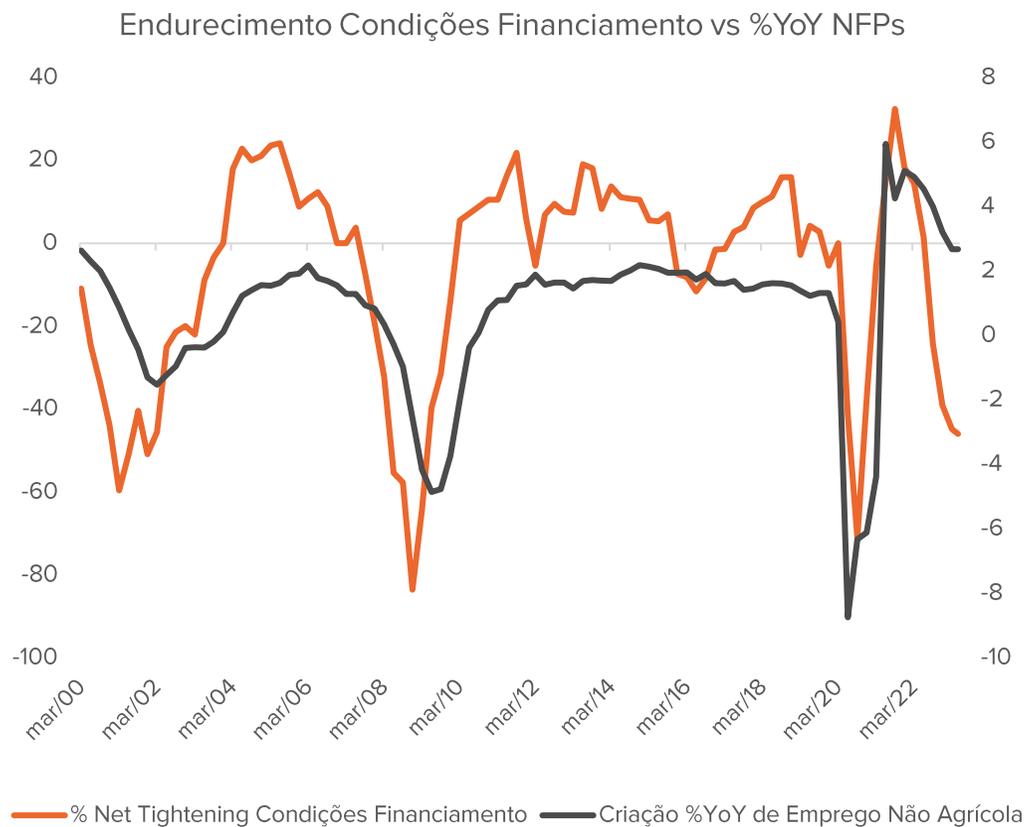


- A taxa de demissões e novas vagas de trabalho apresentam já uma queda evidente.

Fonte: Bloomberg; GA BiG

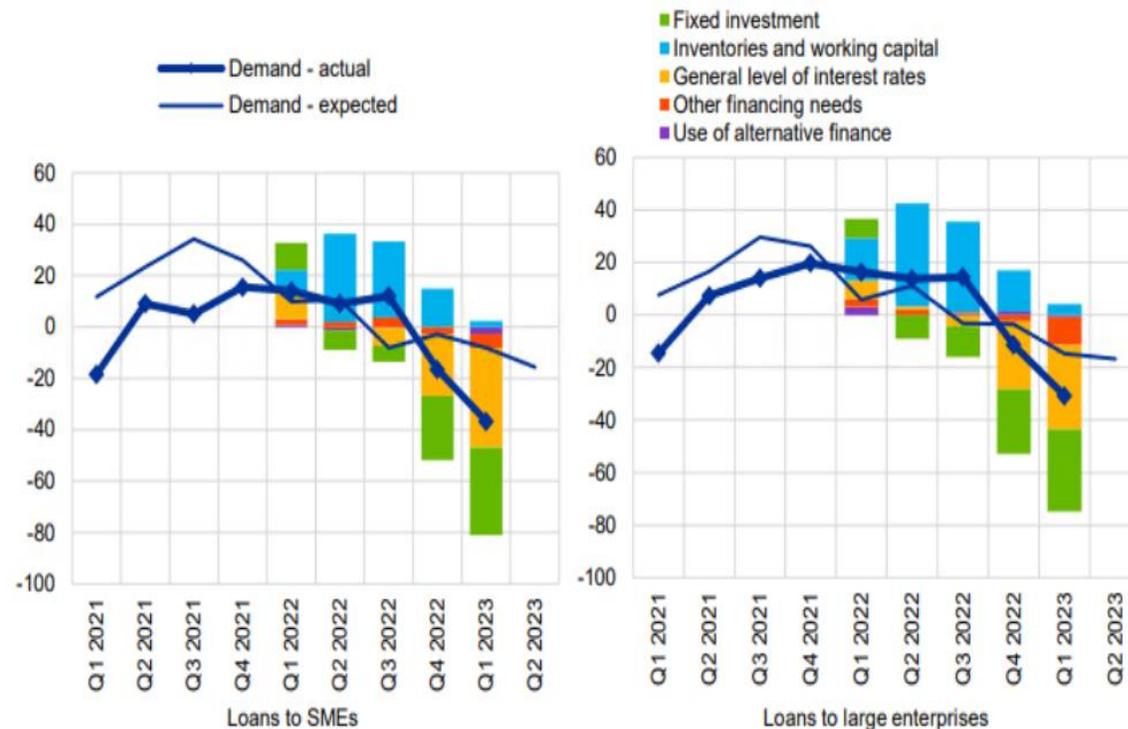
# ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

## CONTRAÇÃO HISTÓRICA DA BASE MONETÁRIA NOS EUA & COLAPSO DA CONCESSÃO DE CRÉDITO PENALIZA OUTLOOK



- O mercado de trabalho é um indicador atrasado e não prevemos uma subida abrupta do desemprego face ao perfil idiossincrático da Crise do Custo de Vida atual que só tem paralelo com a década de 80 do Século passado.

### Evolução Procura Crédito a Empresas e Contribuição Fatores



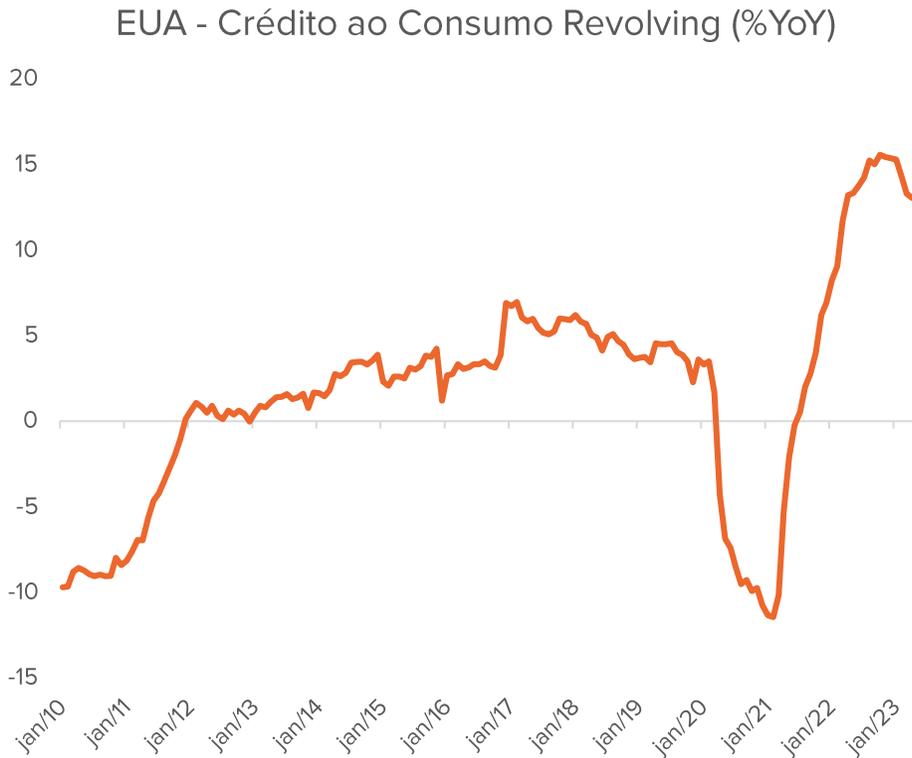
Fonte: ECB Bank Lending Survey (April 2023)

- O nível de Concessão de Crédito está em queda livre pelo corte de Investimento das Empresas à luz da subida sem paralelo dos custos de financiamento.

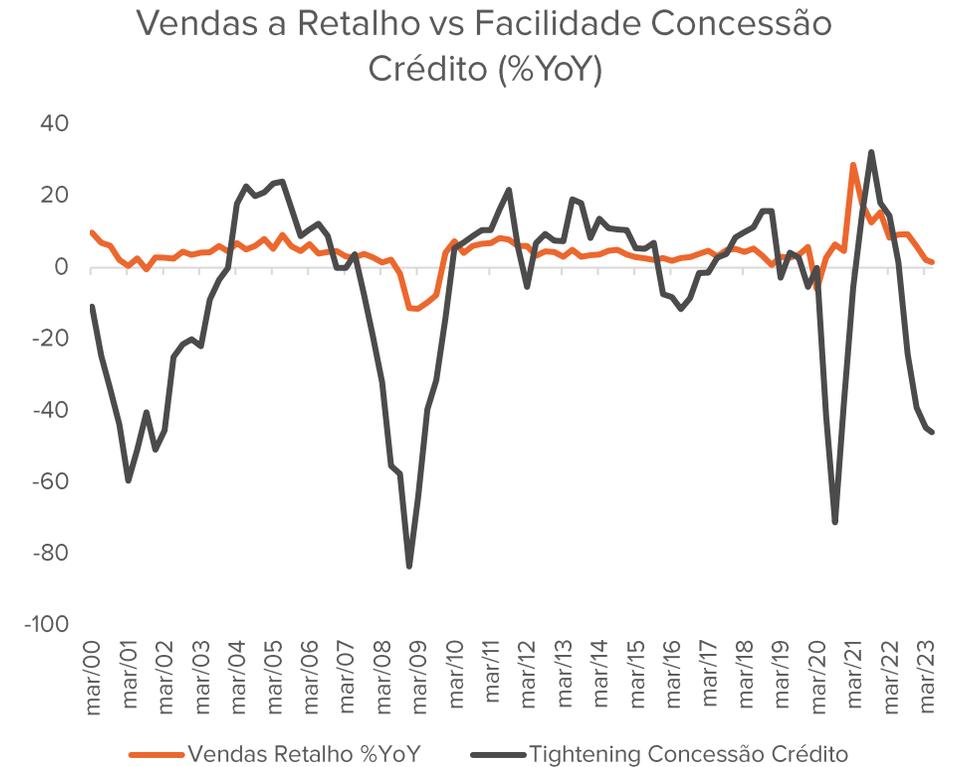
Fonte: ECB Lending Survey; GA BiG

# ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

FAMÍLIAS AMERICANAS ACELERAM CONSUMO VIA CRÉDITO PARA MITIGAR A CRISE DO CUSTO DE VIDA EVOLUÇÃO DAS VENDAS A RETALHO ENCONTRAM-SE AMPLAMENTE PENALIZADAS FACE AO CONSTRANGIMENTO DO CRÉDITO



- Verifica-se uma utilização crescente mas insustentável do Crédito pelas famílias norte-americanas para conseguirem manter padrões anteriores de consumo.

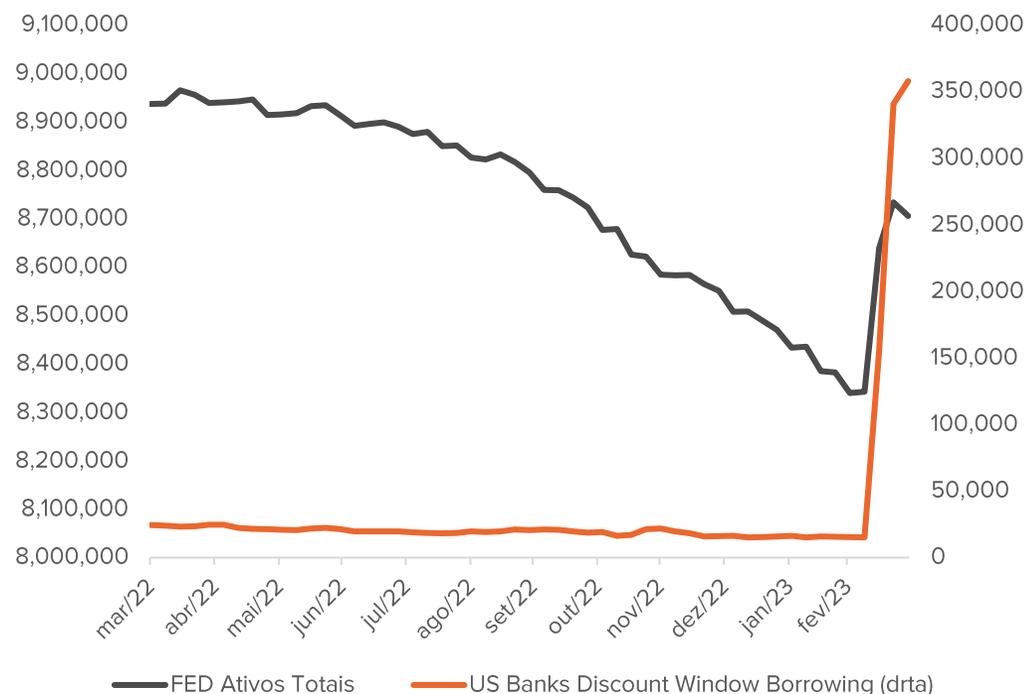


- A evolução das vendas a retalho ainda não reflete totalmente a quebra exponencial da liquidez no Sistema, mas este é um fenómeno inevitável.

# ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

STRESS NO SISTEMA FINANCEIRO AMERICANO OBRIGA A TOMADA DE LIQUIDEZ DE EMERGÊNCIA NO FED PARA CONTER OUTFLOWS DE DEPÓSITOS OBSERVADA EM BANCOS REGIONAIS E DE PEQUENA DIMENSÃO

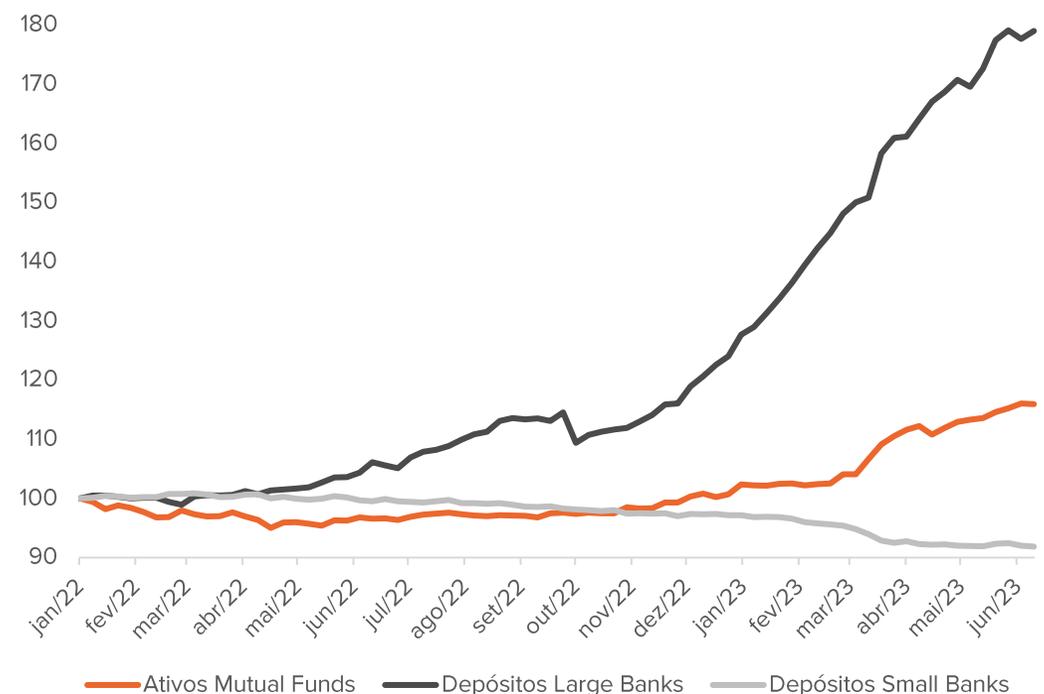
FED Balanço vs Tomada de Liquidez Bancos EUA (USD MM)



- O colapso do Silicon Valley Bank em Março passado teve implicações severas na confiança do Sistema, mas os piores receios foram suavizados ao longo do 2T/23.

Fonte: Bloomberg; GA BiG

EUA - Evolução Depósitos e Ativos Mutual Funds (base 100=Jan/22)



- Verificou-se um incremento significativo da Base de Depósitos junto das Grandes Instituições financeiras por oposição à saída de Depósitos da Banca Regional.

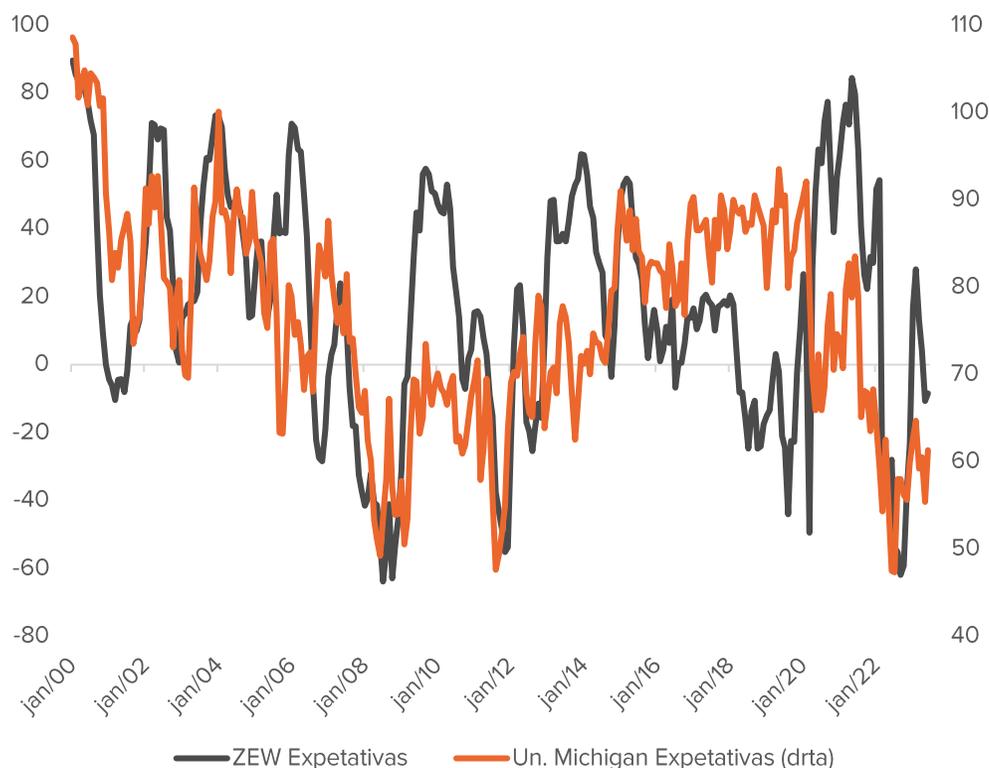
Esta apresentação é propriedade exclusiva do Banco de Investimento Global, S.A.



# ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

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

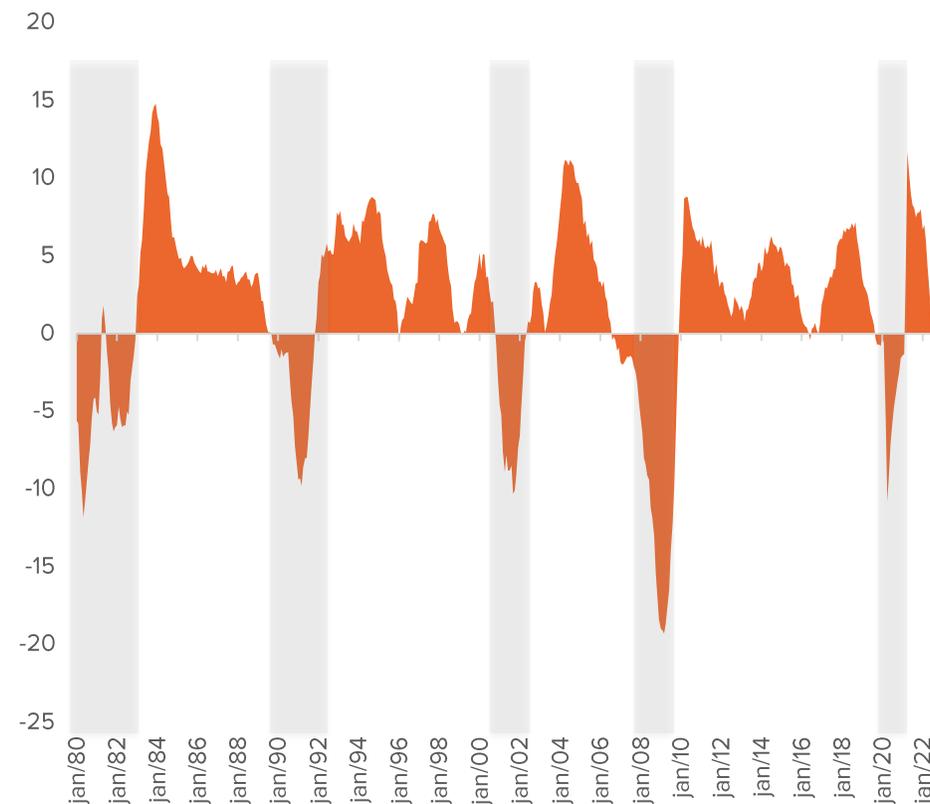
Evolução Índice Expetativas Económicas  
(EUA vs Alemanha)



- O índice de Expetativas Económicas na Europa e EUA continua em retração significativa e não se vislumbra ainda um ponto de inflexão da trajetória descendente.

Fonte: Bloomberg; GA BiG

US Conf. Board Leading Indicator (%YoY)



- Os indicadores avançados apontam para a inevitabilidade de uma recessão que será tão natural quanto previsível, pelo que os seus efeitos ja podem estar relativamente descontados no preço.

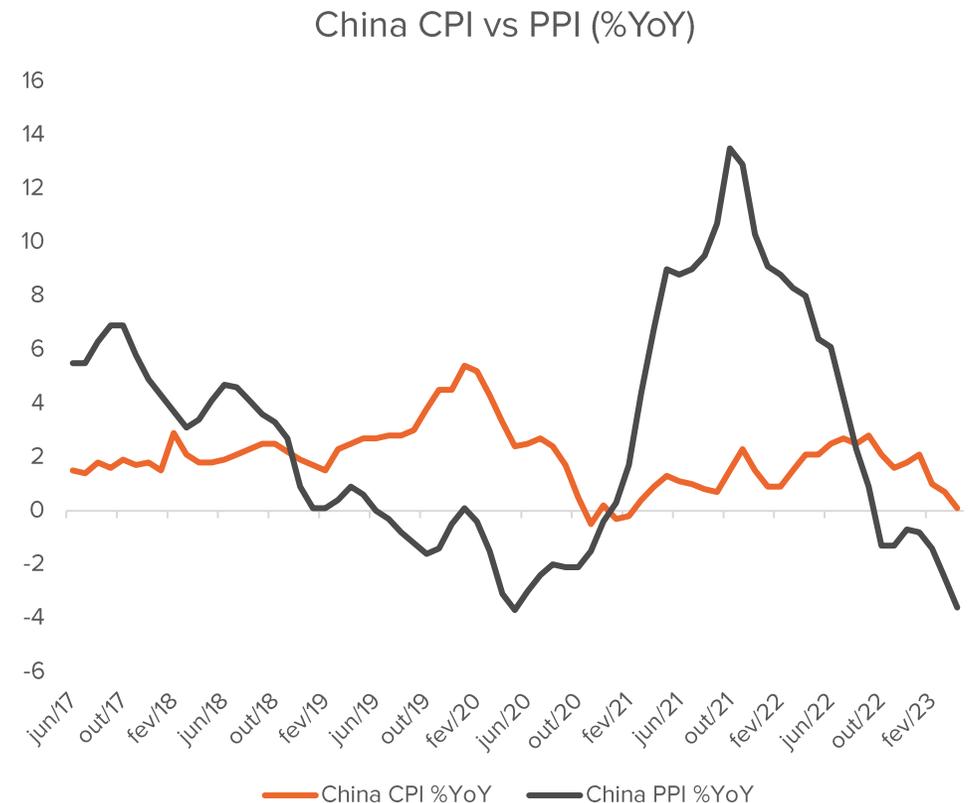
# ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

MACRO DATA NA CHINA E TEMA DE REABERTURA DA GRANDE ECONOMIA DO DRAGÃO DESILUDE A TODA A LINHA (I)



- Os indicadores de atividade na China têm desiludido em toda a linha e ambos os PMIs (Serviços e Manufatura) estão em evidente retração.

Fonte: Bloomberg; GA BIG

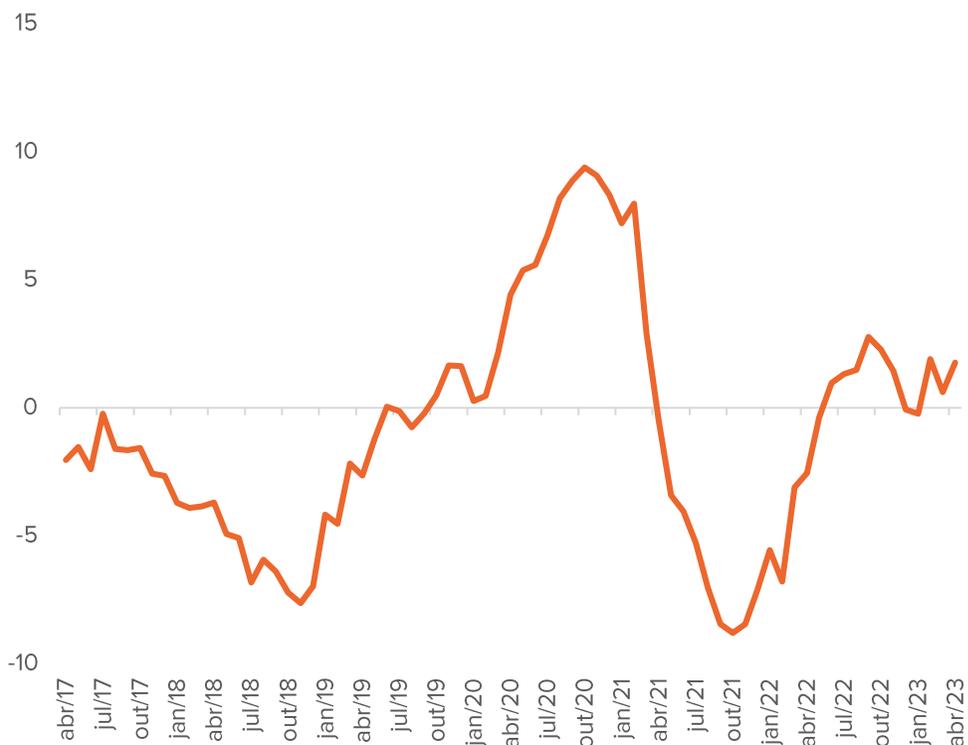


- A China já reflete alguns riscos deflacionários, com índice de Custos de Produção já em patamares amplamente negativos.

# ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

## MACRO DATA NA CHINA E TEMA DE REABERTURA DA GRANDE ECONOMIA DO DRAGÃO DESILUDE A TODA A LINHA (II)

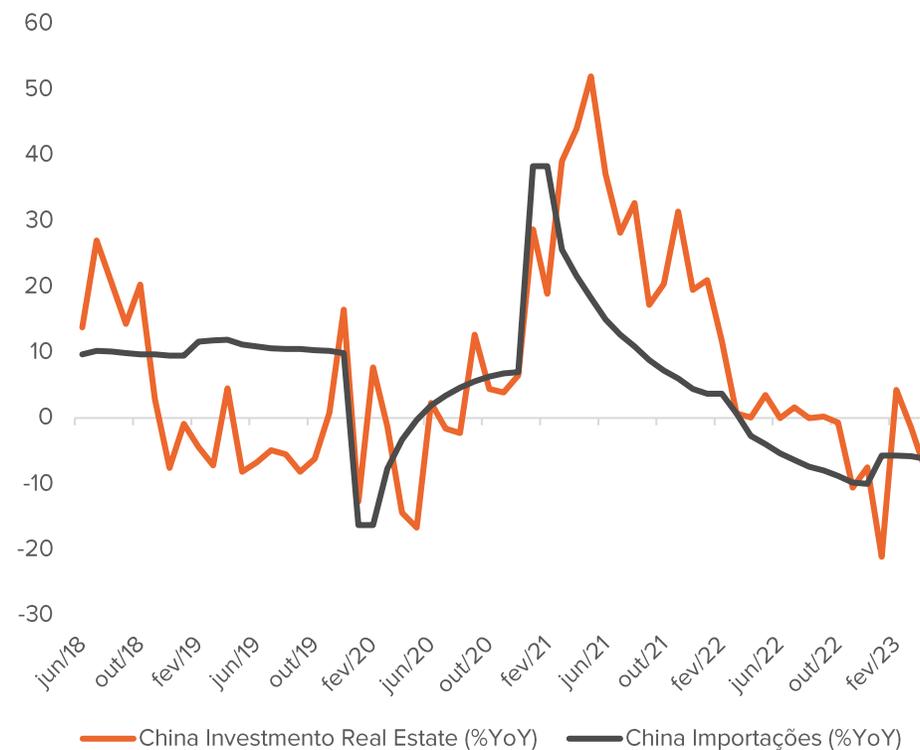
China Impulso Crédito (%YoY)



- A menor competitividade estrutural da Economia Chinesa e problemas do setor financeiro e Imobiliário inibem o Governo Central de estimular políticas de concessão de crédito.

Fonte: Bloomberg; GA BIG

China - Inv. Real Estate vs Importações (%YoY)



- A evolução do investimento em Imobiliário e quebra do consumo pela retração das Importações já são amplamente visíveis.

# ÍNDICE

## 1. Posicionamento

1.1 Asset Allocation

1.2 Visões Chave

1.3 Key Calls

## 2. Enquadramento

2.1 Macroeconómico

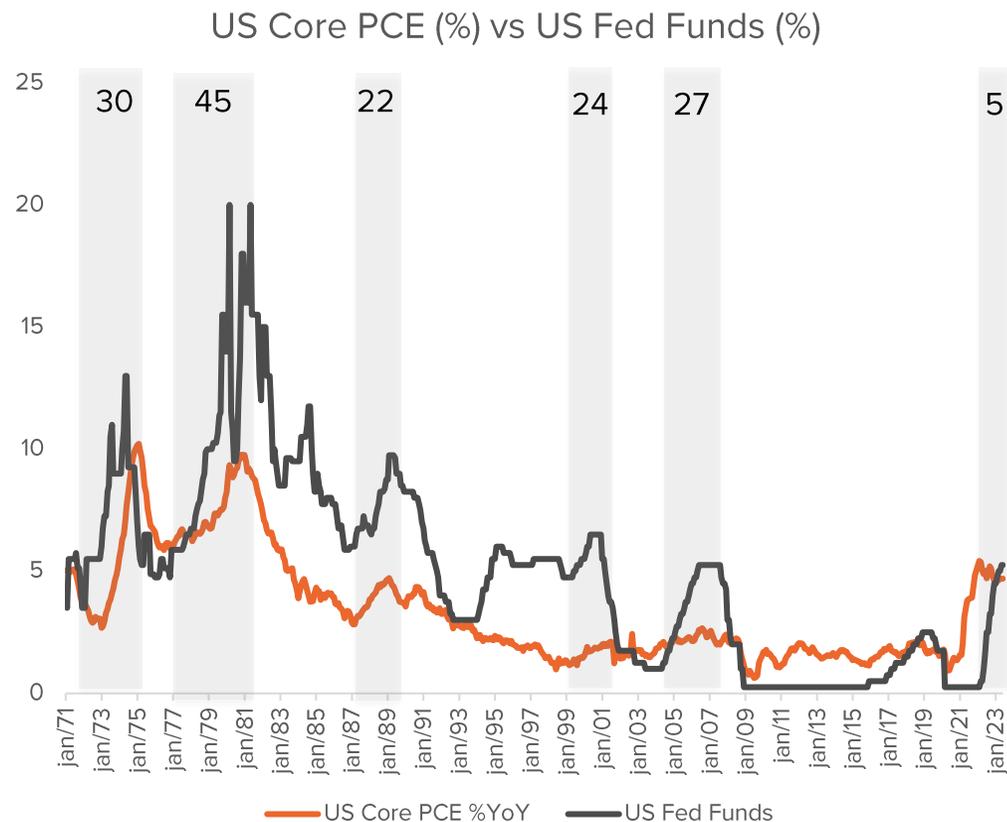
2.2 Mercado de Taxas de Juro

2.3 Mercado de Ações

BiG

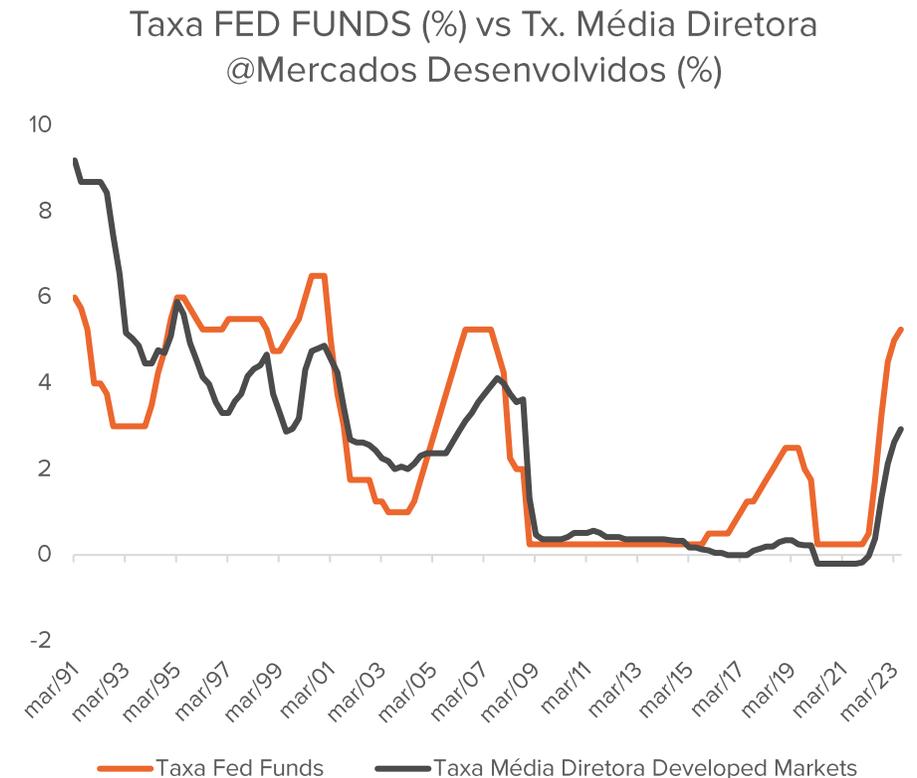
# TAXAS DE JURO

RITMO DE ENDURECIMENTO MONETÁRIO MAIS AGRESSIVO DE SEMPRE LEVA FED A RECUPERAR ATRASO NA LUTA CONTRA A INFLAÇÃO



- A inflação picou neste ciclo 5 meses após o início de subida de taxas pelo FED, o que nos leva a acreditar que o FED terá recuperado grande parte do atraso na luta contra a inflação.

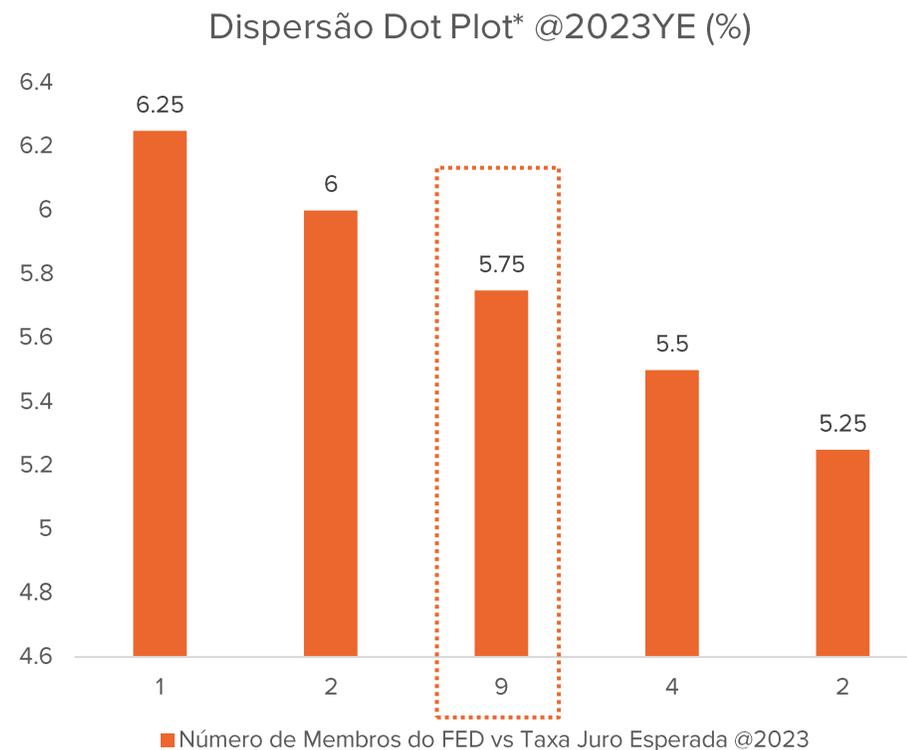
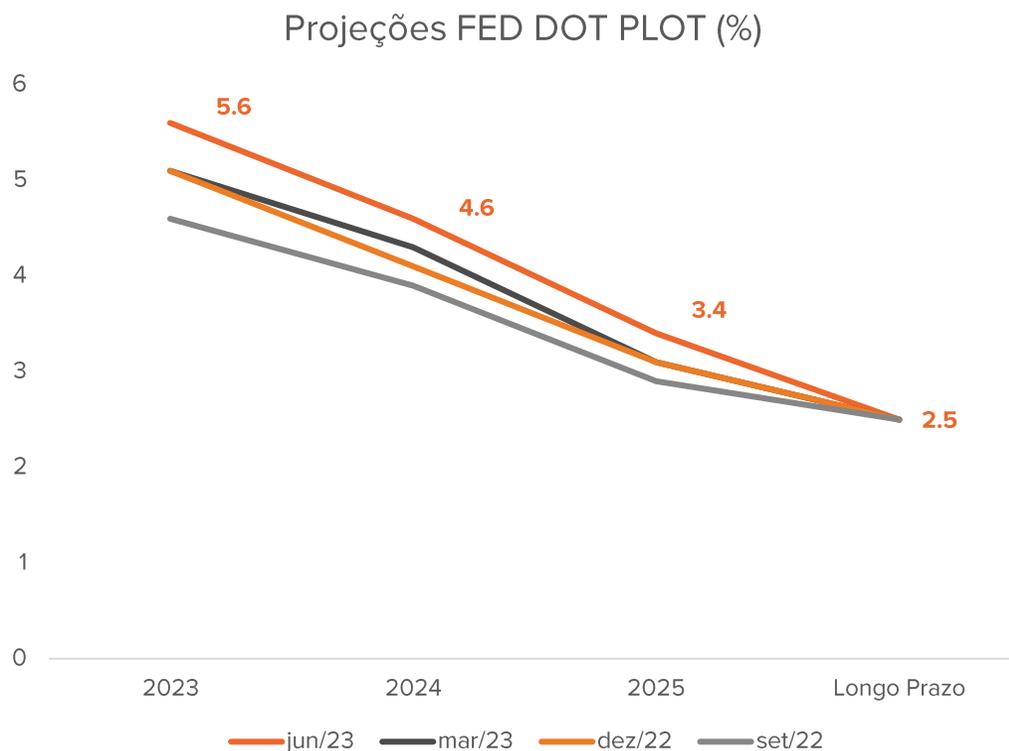
Fonte: FED; Bloomberg; GA BiG



- A FED Funds nos EUA lidera o movimento de taxas no bloco desenvolvido, pelo que a proximidade do pico de taxas nos EUA irá esgotar o movimento noutras geografias.

# TAXAS DE JURO

PAUSA “RESTRITIVA” NA ÚLTIMA REUNIÃO DO FED E REVISÃO EM ALTA DO DOT PLOT\*  
SUGERE AINDA NOVAS SUBIDAS DE TAXAS EM 2023

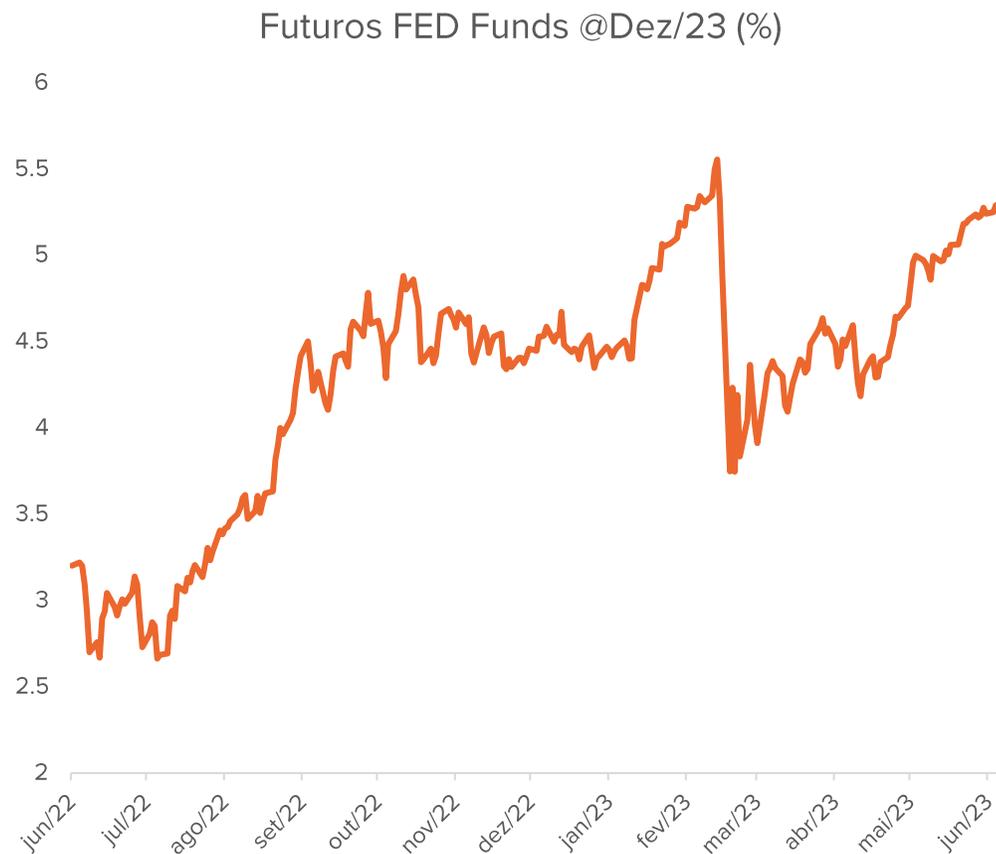


**Fed Funds:** Taxa de juro de curto prazo determinada pelo Reserva Federal norte-americana. As taxas de juro de referência impactam diversas taxas de juro praticadas no mercado monetário;

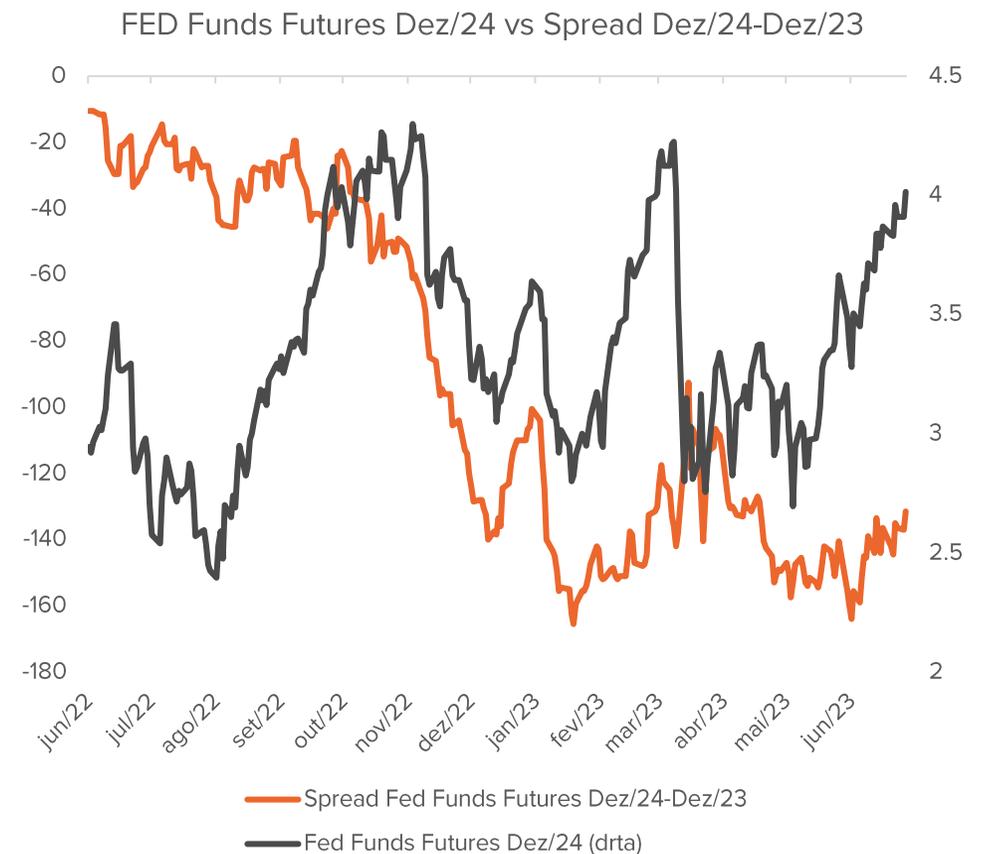
**Dot Plot:** Esquema Matricial que identifica as projeções do nível apropriados da taxa de juro ao longo do tempo defendida pelos diversos Governadores da Reserva Federal Americana;

# TAXAS DE JURO

## SUAVIZAÇÃO DO STRESS DA BANCA AMERICANA E INFLAÇÃO CORE PERSISTENTE REVERTE EXPETATIVA DE CORTES PELO FED



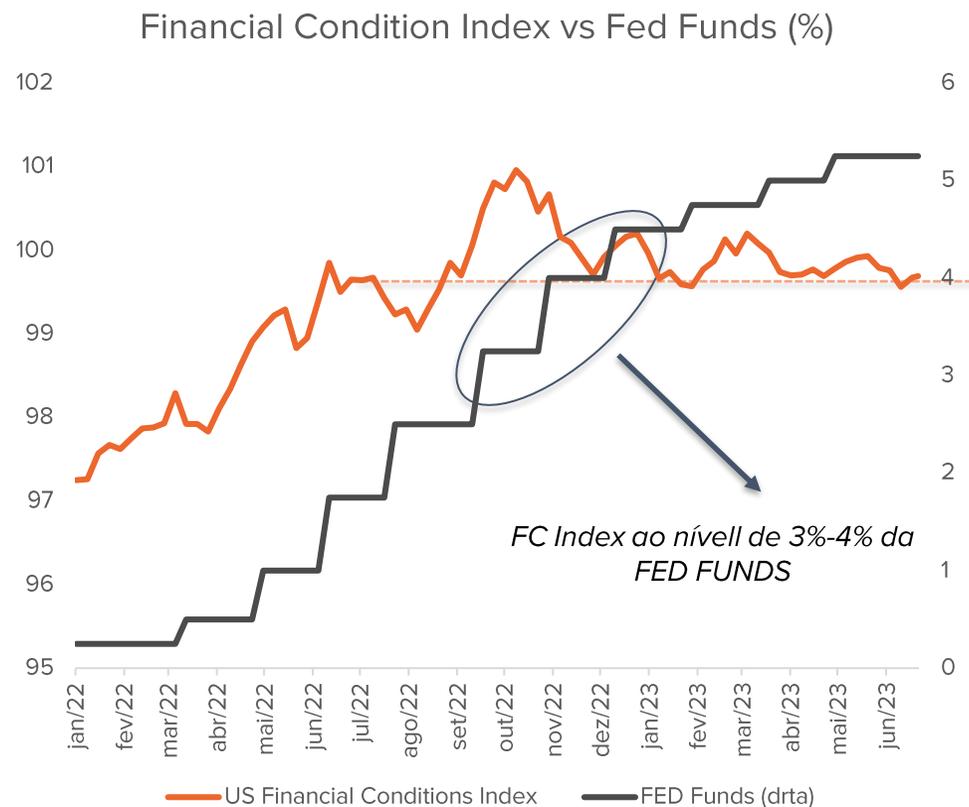
- Com a suavização da crise da Banca Regional e a persistência da Inflação Core, o mercado eliminou totalmente as expectativas de corte de taxas pelo FED até final do ano.



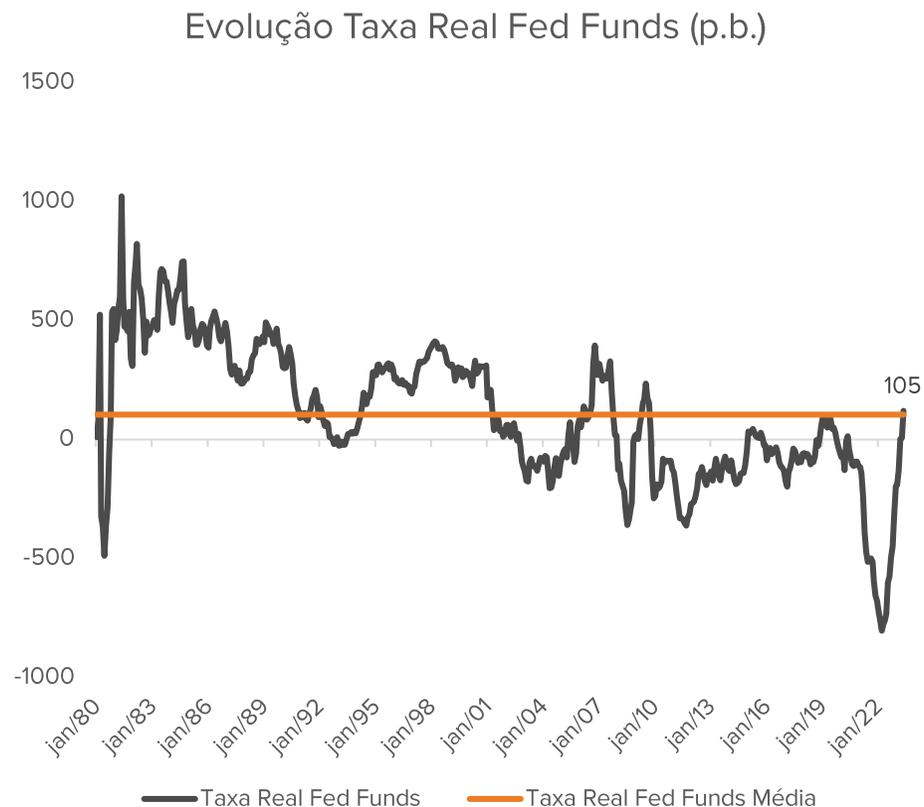
- O mercado continua a descontar o corte de taxas em 100 a 125 p.b. em 2024, o que apenas se concretizará caso a Economia Americana resvale para recessão.

# TAXAS DE JURO

ÚLTIMOS 100 PB DE SUBIDA DE TAXAS PELO FED NÃO SE REFLETIRAM NO AGRAVAMENTO DAS CONDIÇÕES DE FINANCIAMENTO  
TAXA REAL DA FED FUNDS JÁ ATINGIU MÉDIA HISTÓRICA - SUGERINDO PROXIMIDADE DO FINAL DO CICLO DE SUBIDAS



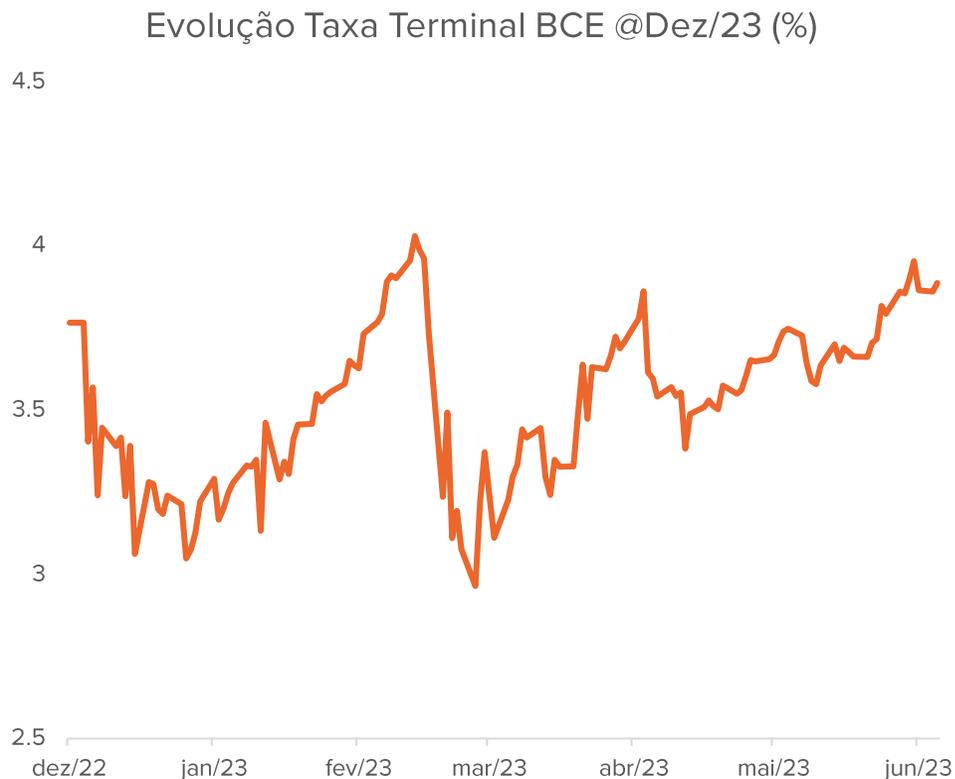
- Os últimos movimentos de subida de taxas em 125 p.b. pelo FED não se refletiram no agravamento das condições de financiamento sobre a Economia Americana.



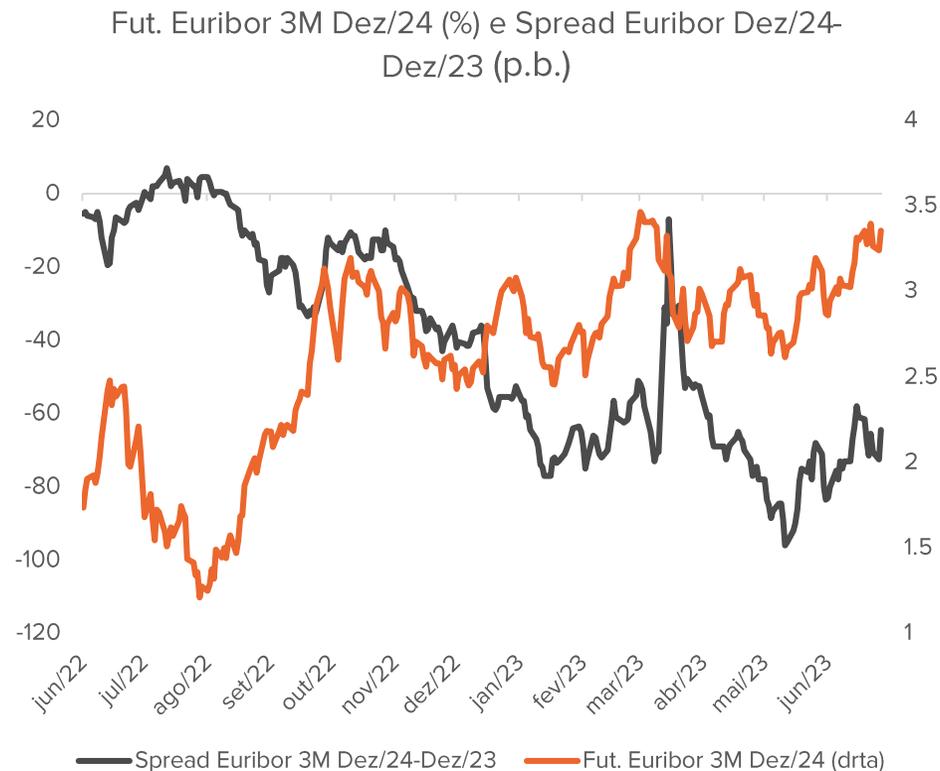
- Com a Inflação em torno de 4%, a taxa Real da FED Funds atingiu os 105 p.b. – encontra-se na média dos últimos 40 anos, o que indicia a limitação da política restritiva futura.

## 2. MERCADO TAXAS DE JURO

EXPETATIVA DE EVOLUÇÃO DE TAXAS NA EUROPA REVELA PADRÃO IDÊNTICO AO AMERICANO COM ATRASO DE 5-6 MESES  
EVENTUAIS CORTES DE TAXAS ESPERADOS EM 2024 SÃO DE MENOR DIMENSÃO VS EUA FACE AO PONTO DE PARTIDA DISTINTO



- Partindo de forma atrasada e de um ponto inicial mais baixo, o BCE terá pelo menos de efetivar mais duas subidas de taxas de juro de 25 p.b. até final do ano.

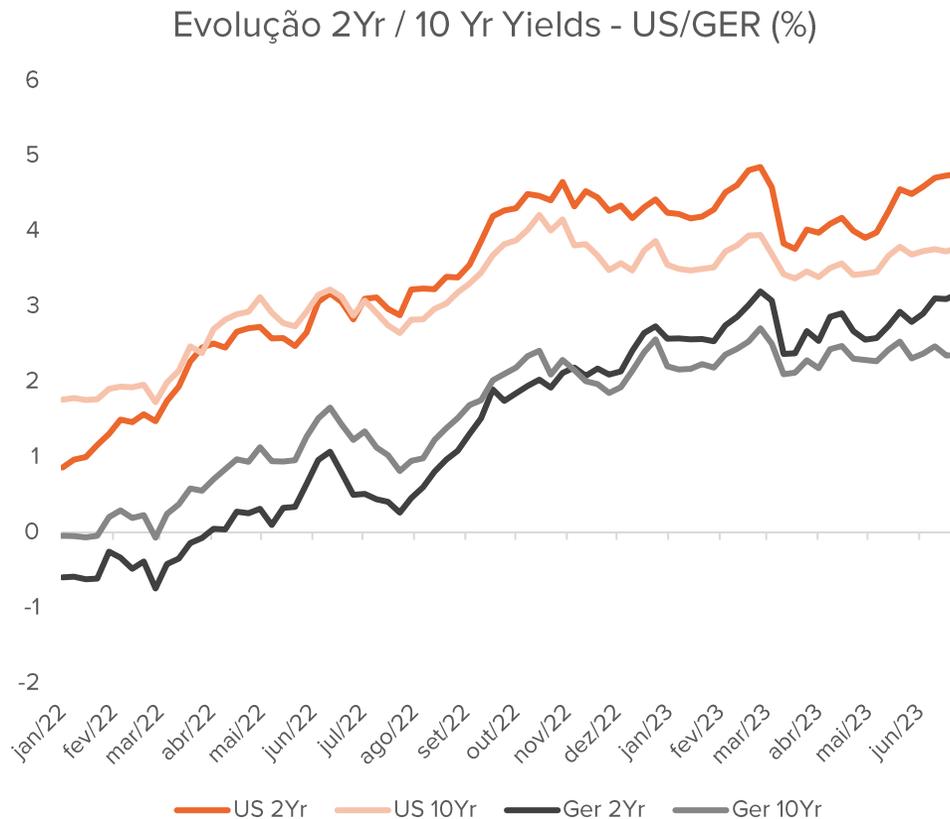


- As taxas de juro pelo BCE não só irão subir até aos 4% como poderão ser mantidas no topo do intervalo mais tempo. O mercado desconta cortes de 50 p.b. em 2024.

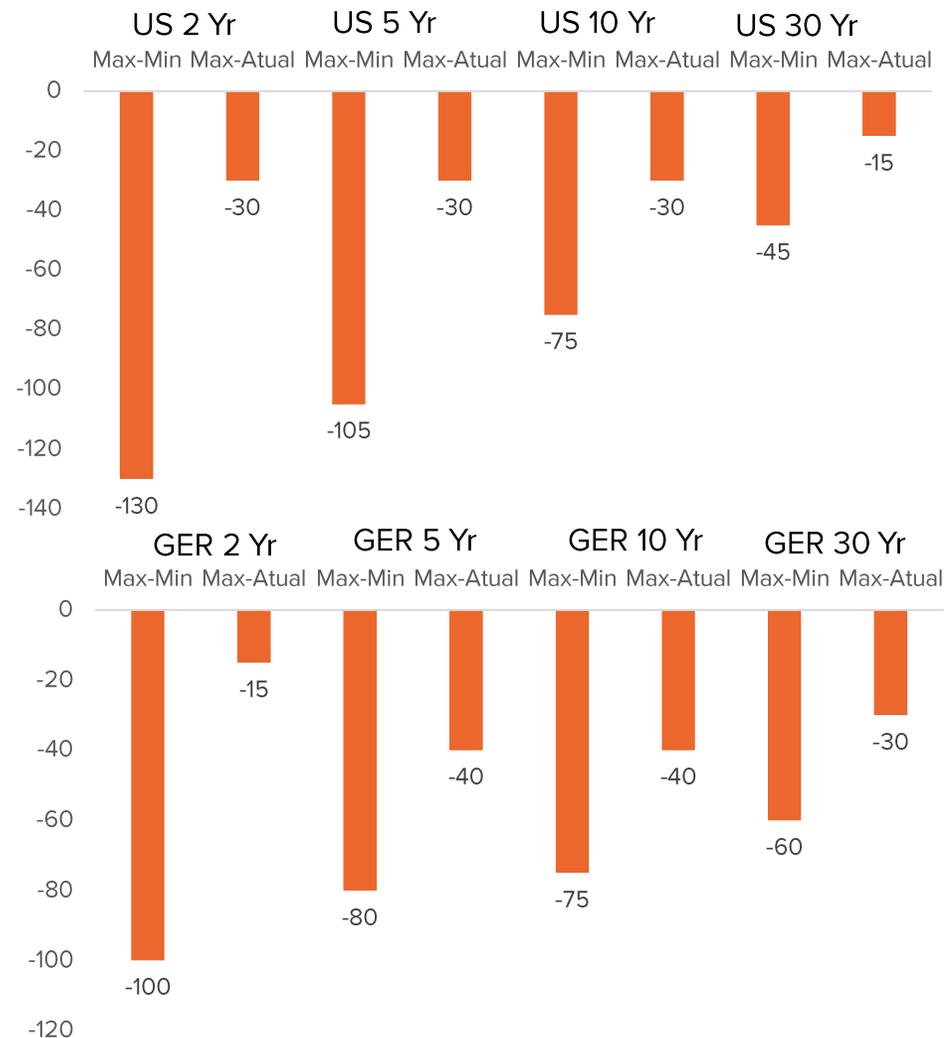
Fonte: Bloomberg; GA BiG

## 2. MERCADO TAXAS DE JURO

ESPERAMOS INCLINAÇÃO DAS CURVAS SEM RISCO NO MÉDIO PRAZO – MAIOR QUEBRA DAS TAXAS DE CURTO PRAZO FACE A RISCOS DE RECESSÃO - NUM PADRÃO IDÊNTICO MAS DE MENOR DIMENSÃO FACE AO OBSERVADO PÓS-COLAPSO DO SVB



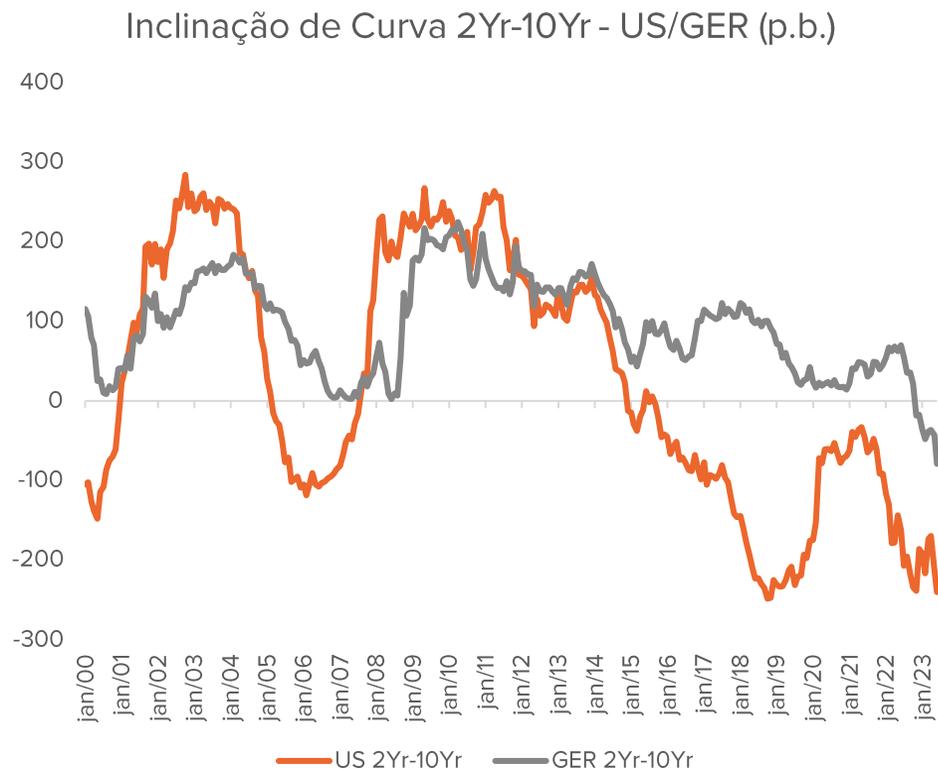
- Com a deterioração do quadro macro e a proximidade do final do Ciclo de expansão, uma potencial quebra das yields será mais forte nas taxas de curto prazo – à imagem do observado após o colapso do Silicon Valley Bank.



Fonte: Bloomberg; GA BiG

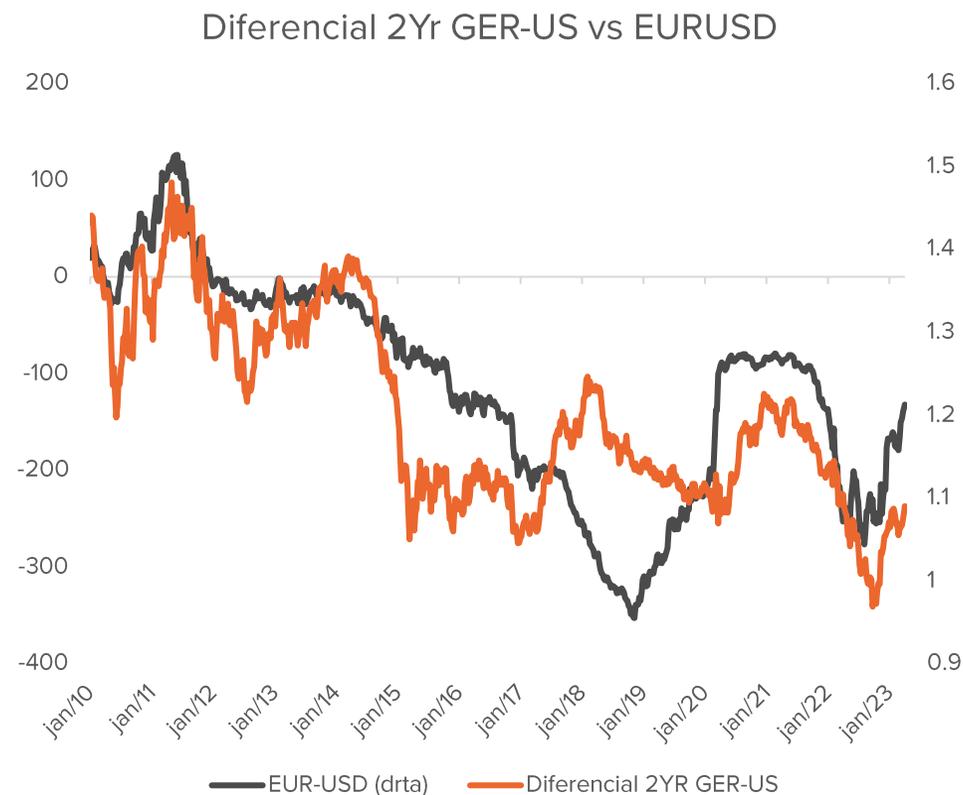
## 2. MERCADO TAXAS DE JURO

CURVAS SEM RISCO VOLTAM A ESTAR EXCESSIVAMENTE NEGATIVAS COM SUAUIZACÃO DOS RISCOS DA BANCA REGIONAL - ESTREITAMENTO PROGRESSIVO DO DIFERENCIAL DE TAXAS DE 2YR EUA-GER SUGERE UPSIDE ADICIONAL PARA EUR/USD -



- As curvas na Alemanha e EUA encontram-se invertidas de forma historicamente extremada, refletindo o consenso de todo o pessimismo em torno do Outlook Global.

Fonte: Bloomberg; GA BiG



- O potencial estreitamento das taxas de juro de curto prazo entre EUA e Alemanha poderá continuar a impulsionar o movimento de valorização do Euro face ao Dólar.

Fonte: Bloomberg; GA BiG

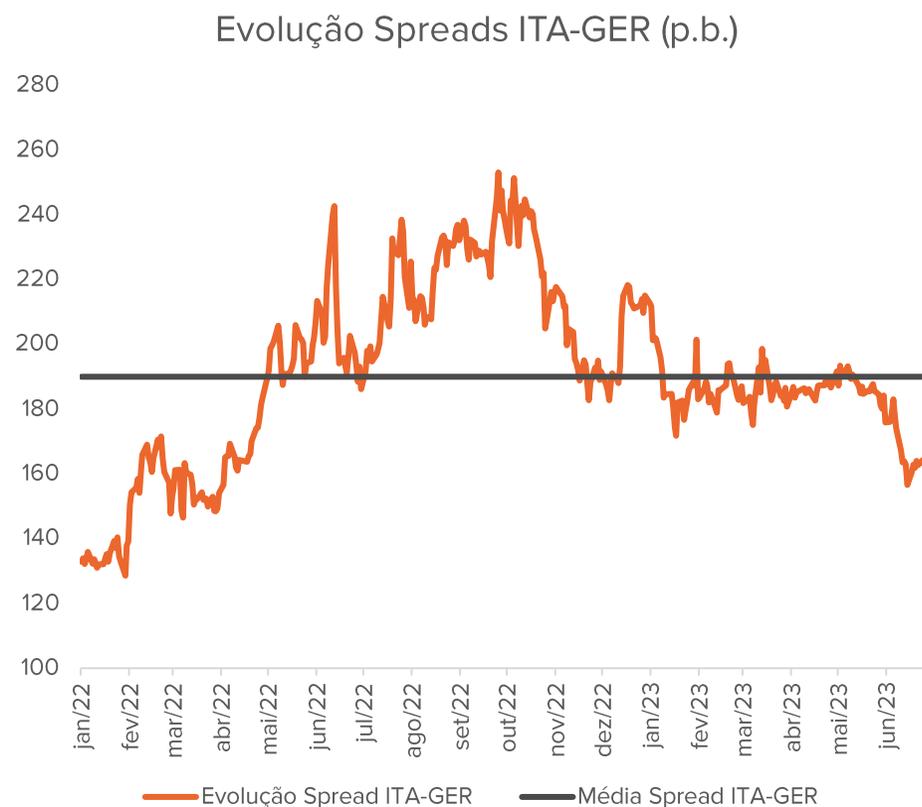
## 2. MERCADO TAXAS DE JURO

VOLATILIDADE NO MERCADO DE TAXAS SUAVIZA NO ÚLTIMO TRIMESTRE E NÍVEIS DE SPREADS ITA-GER TRANSACIONAM JÁ ABAIXO DO INTERVALO DE MÉDIO PRAZO



Mantém-se uma volatilidade relevante no mercado Obrigacionista, não obstante a suavização dos riscos da Banca regional Americana.

Fonte: Bloomberg; GA BiG



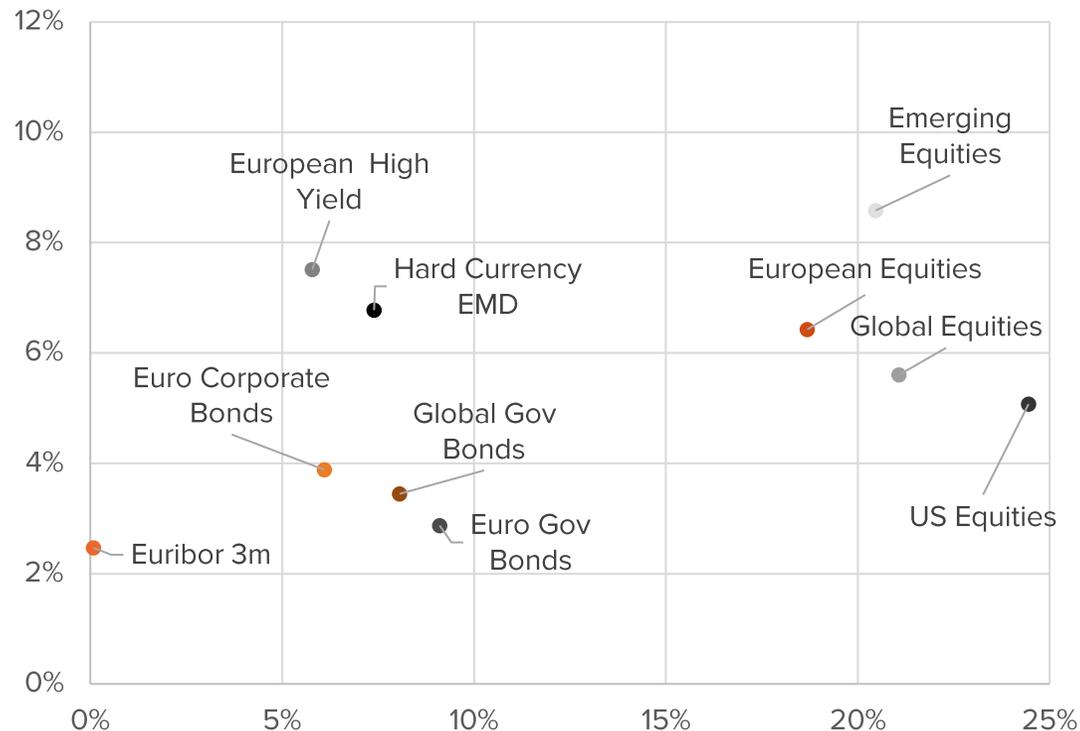
- Acreditamos no alargamento dos spreads periféricos face à deterioração do Quadro macro e natural flight to safety.

Fonte: Bloomberg; GA BiG

# TAXAS DE JURO

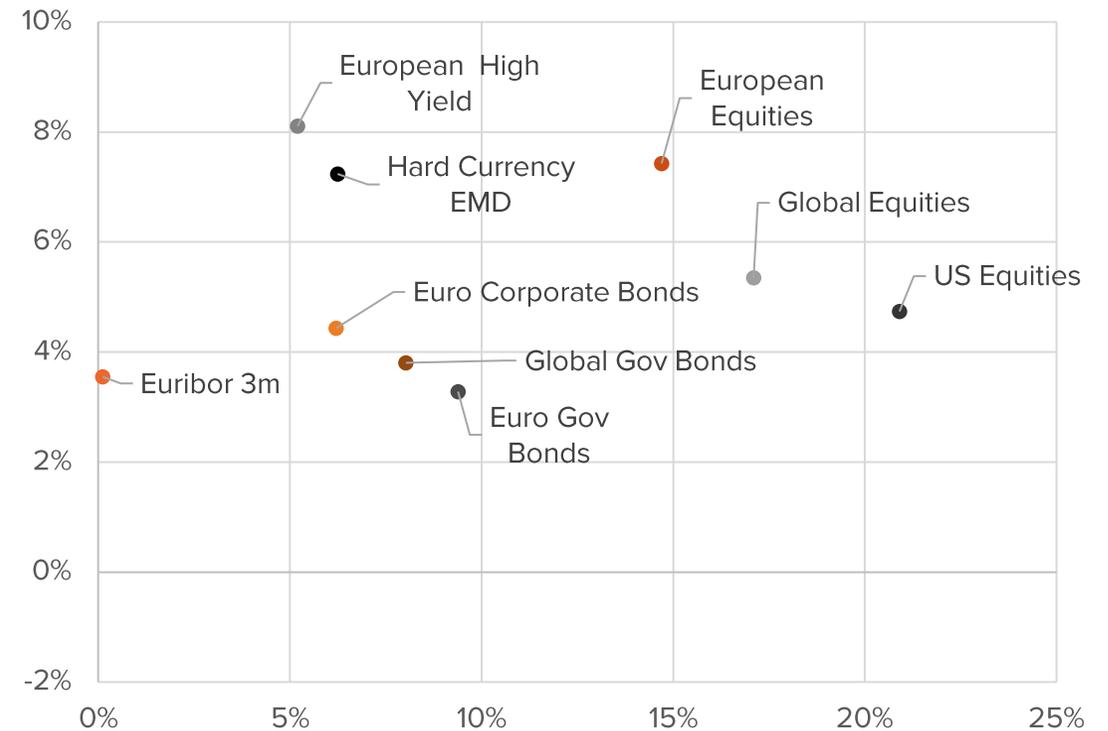
## BINÓMIO RETORNO-RISCO MAIS INTERESSANTE EM OBRIGAÇÕES VS AÇÕES REFORÇADO COM DESEMPENHO MULTI-ATIVO EM 2023

BINÓMIO RISCO-RETORNO JAN/23 (%)



- As Obrigações já se encontravam bastante apelativas em relação às ações no início de 2023...

BINÓMIO RISCO-RETORNO JUN/23 (%)



- ... pelo que o respetivo desempenho das classes de ativos no 1º semestre de 2023 apenas tornou mais evidente a atratividade do segmento Obrigacionista como um todo.

# TAXAS DE JURO

HEDGE CAMBIAL TORNA O INVESTIMENTO EM CRÉDITO INVESTMENT GRADE NA EUROPA MAIS ATRATIVO VS EUA  
SPREADS ABAIXO DA MÉDIA DE 5 ANOS, MAS NÍVEL ABSOLUTO DE YIELD MANTÊM-SE JUNTO DE MÁXIMOS

Evolução Spreads EUR Investment Grade (p.b.)



**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, respetivamente;

**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, respetivamente;

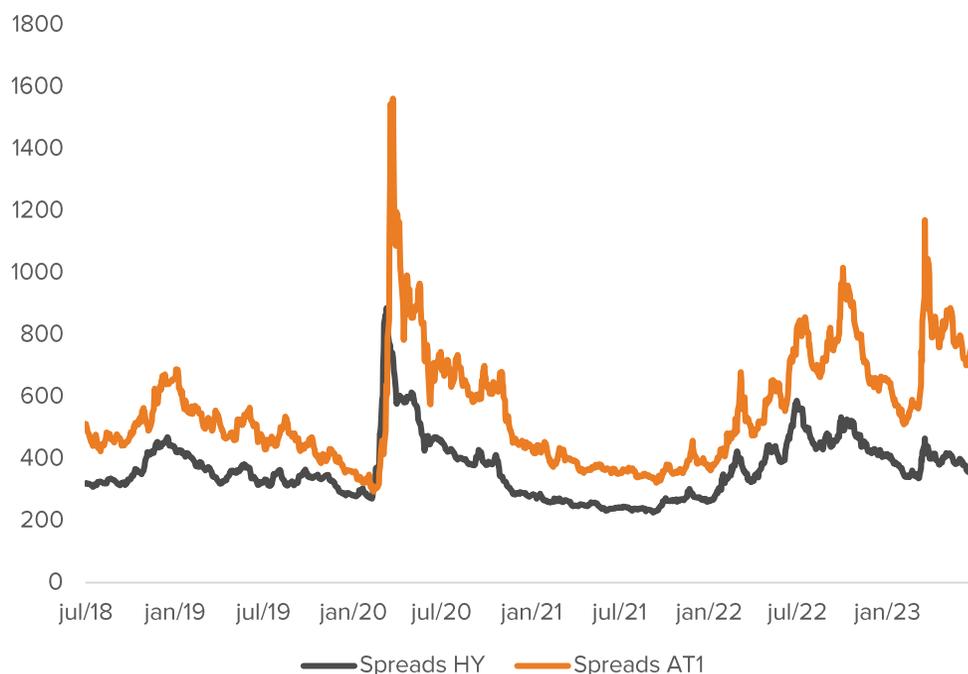
Evolução Yield Euro Aggregate Inv. Grade (%)



# TAXAS DE JURO

VIÉS NEGATIVO PARA HIGH YIELD NUM CONTEXTO DE RISCOS DE RECESSÃO E PREVISÍVEL PICKUP DE SPREADS DE CRÉDITO - DÍVIDA SUBORDINADA E OBRIGAÇÕES COCO REVELAM-SE ATRATIVAS NUM CONTEXTO DE RETORNOS HISTÓRICOS -

Evolução Spreads Europa HY vs AT1 (p.b.)



Yield CoCo Bonds vs Earnings Yield Stoxx 600 Banks



**CoCo Bonds:** Obrigações Contingentes Convertíveis são um instrumento de capital híbrido concebido para absorver as perdas de uma instituição quando o capital do Banco emissor desce abaixo de um determinado nível;

# ÍNDICE

## 1. Posicionamento

1.1 Asset Allocation

1.2 Visões Chave

1.3 Key Calls

## 2. Enquadramento

2.1 Macroeconómico

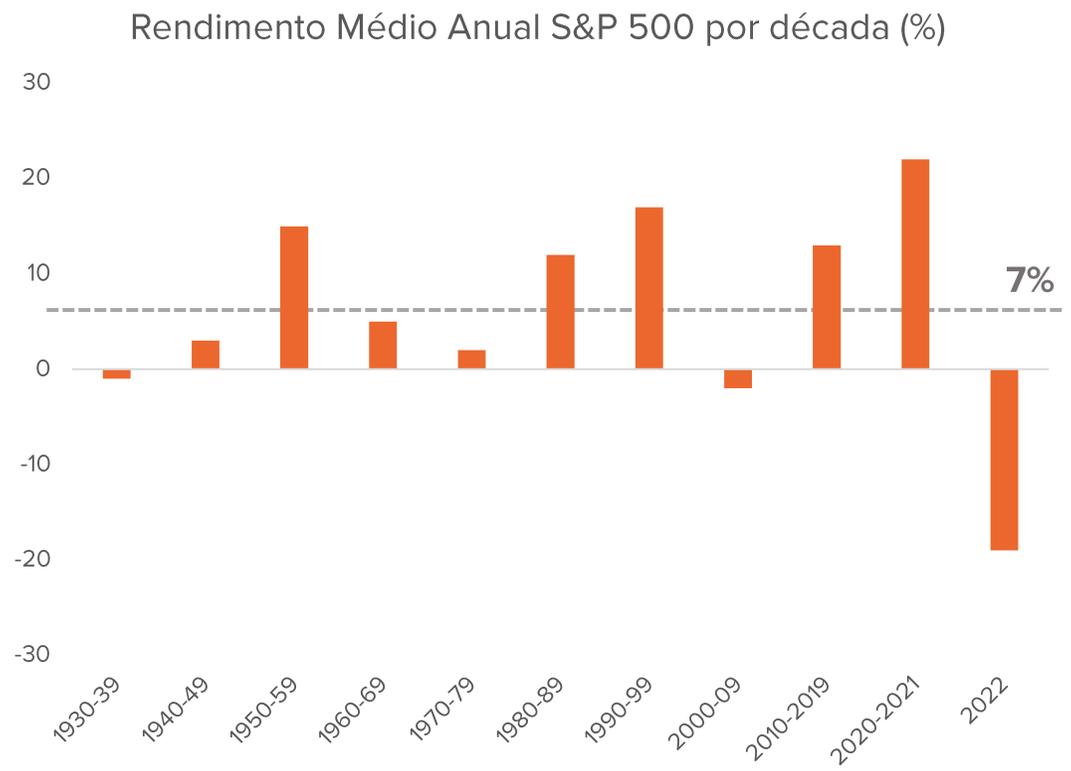
2.2 Mercado de Taxas de Juro

2.3 Mercado de Ações

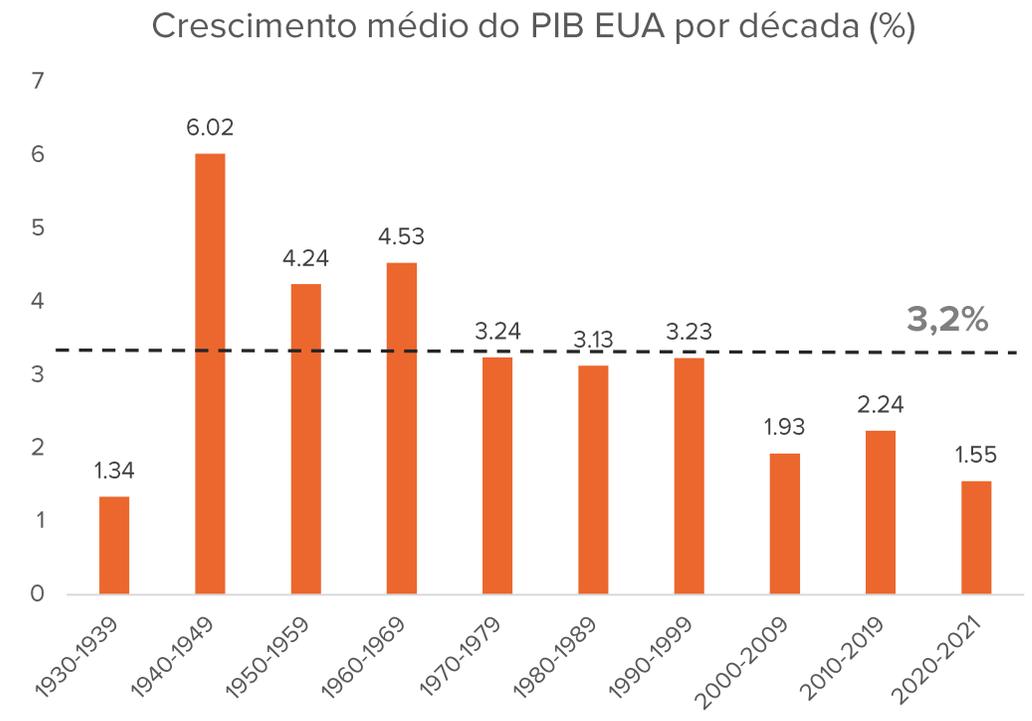
BiG

# MERCADO DE AÇÕES

EXCESSOS DE RETORNO NO COVID FORAM LIMPOS EM 2022 E NOVO REGIME DE TAXAS SUGERE MENORES RETORNOS POTENCIAIS AO LONGO DE TODA A DÉCADA 2020-2030



- O contexto de taxas zero e/ou negativas potenciou ganhos anuais do mercado acionista muito acima da média histórica entre 2010 a 2019...



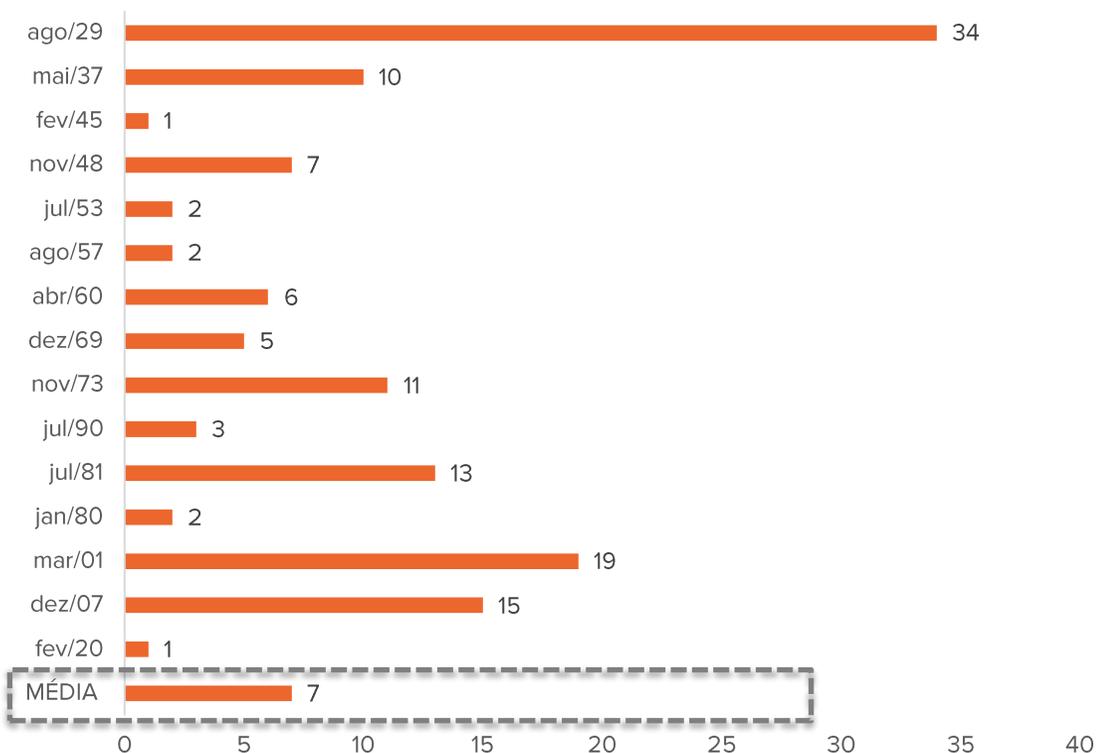
- ...antecipamos que a década de 2020-30 conhecerá ganhos mais limitados das ações e as quebras de 2022 foram apenas a “limpeza” dos excessos na Euforia do Covid que marcou o zénite da irresponsabilidade fiscal e monetária.

Fonte: Bloomberg; GA BiG;

# MERCADO DE AÇÕES

MERCADO DE AÇÕES TÍPICAMENTE ATINGE BOTTOM RELATIVO ENTRE 3 A 7 MESES APÓS INÍCIO DA RECESSÃO  
DICOTOMIA SUBIDA DAS TAXAS REAIS VS SUBIDA DE PREÇO DAS AÇÕES SUGERE CAUTELA DE MÉDIO PRAZO

## Meses do S&P 500 até Bottom em Recessões



- O mercado de ações tipicamente atinge o seu ponto mais baixo entre 3 a 7 meses após o início de uma recessão.

Fonte: Bloomberg; GA BiG;

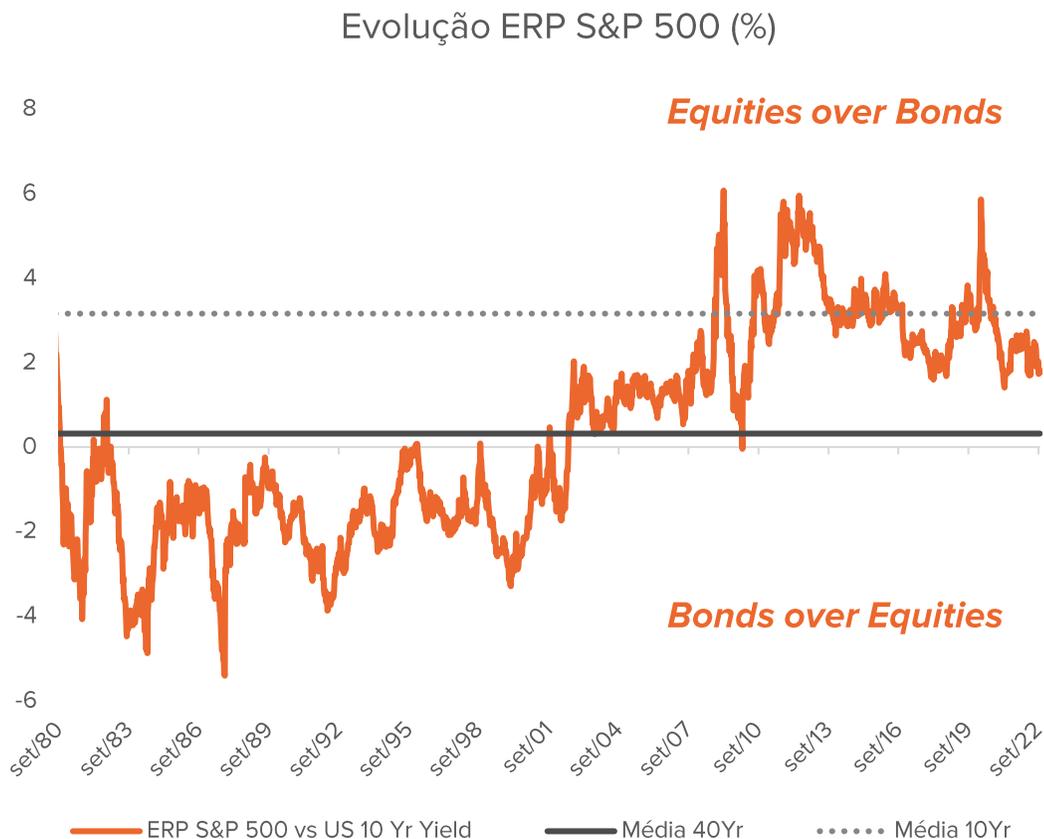
## S&P 500 vs US 10 Yr Real Yield (%)



- A correlação estranhamente divergente entre a subida das taxas reais (à direita com escala invertida) e o S&P 500 levamos a reforçar a cautela no segmento acionista.

# MERCADO DE AÇÕES

PRÊMIOS DE RISCO E TRAJETÓRIA DE TAXAS REAIS É FATOR PRINCIPAL PARA A EVOLUÇÃO DAS AÇÕES  
MÉTRICAS DE AVALIAÇÃO FUNDAMENTAL SUGEREM DOWNSIDE POTENCIAL ATÉ 18% DO ÍNDICE S&P 500



	<b>Last</b>	<b>Média 40 Yr</b>	<b>Upside/Downside vs Média</b>
Trail. P/E	22	18,2	-17%
P/E Est	18,3	15,3	-16%
Div. Yield	1,8	2,2	20%
P/BV	4,1	3,2	-32%
P/Sales	2,3	1,9	-21%
MKT CAP / PIB	1,6	0,8	-50%

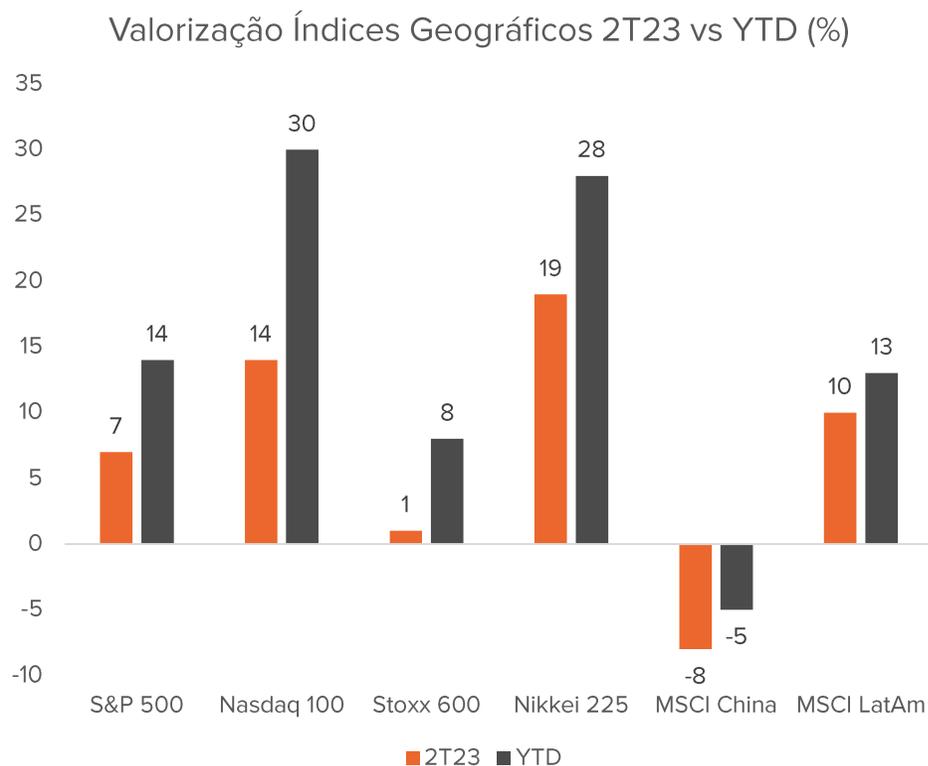
**Valuation Upside/Downside**

**-18%**

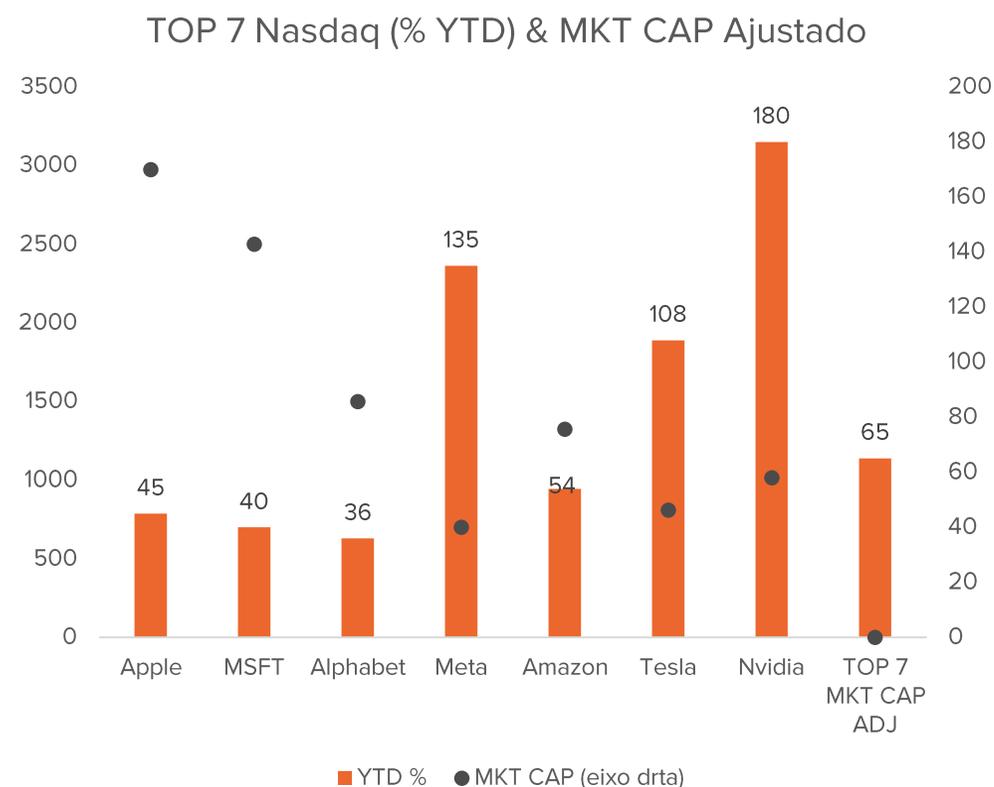
**ERP:** Prêmio de risco das ações, i.e., retorno das ações menos a taxa de juro das obrigações do governo a 10 anos.

# MERCADO DE AÇÕES

PLAY DE DURAÇÃO & EUFORIA EM TORNO DO TEMA DE “IA” POTENCIA RESSALTO ESPETACULAR DO NASDAQ  
- FALTA DE ABRANGÊNCIA/EXCESSIVA CONCENTRAÇÃO DO RALLY E NÍVEL DE AVALIAÇÕES SÃO *OVERHANG* DE M/PRAZO



- Nasdaq 100 com Euforia de Inteligência Artificial e índices nipônicos apresentam desempenhos estelares em 2023.

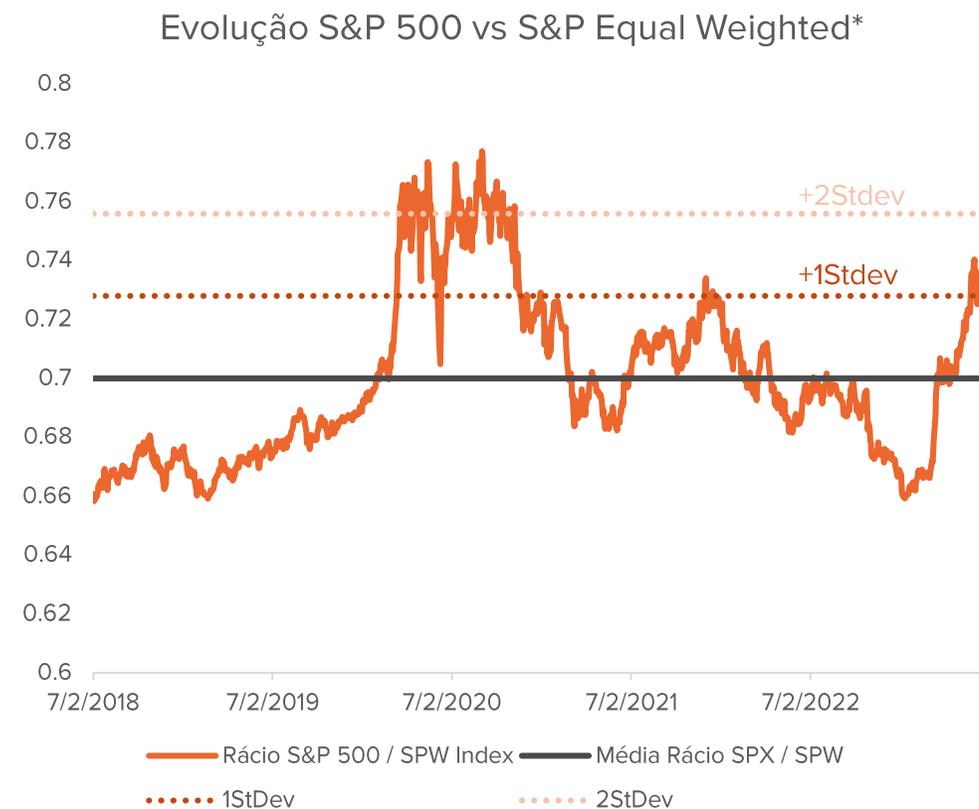
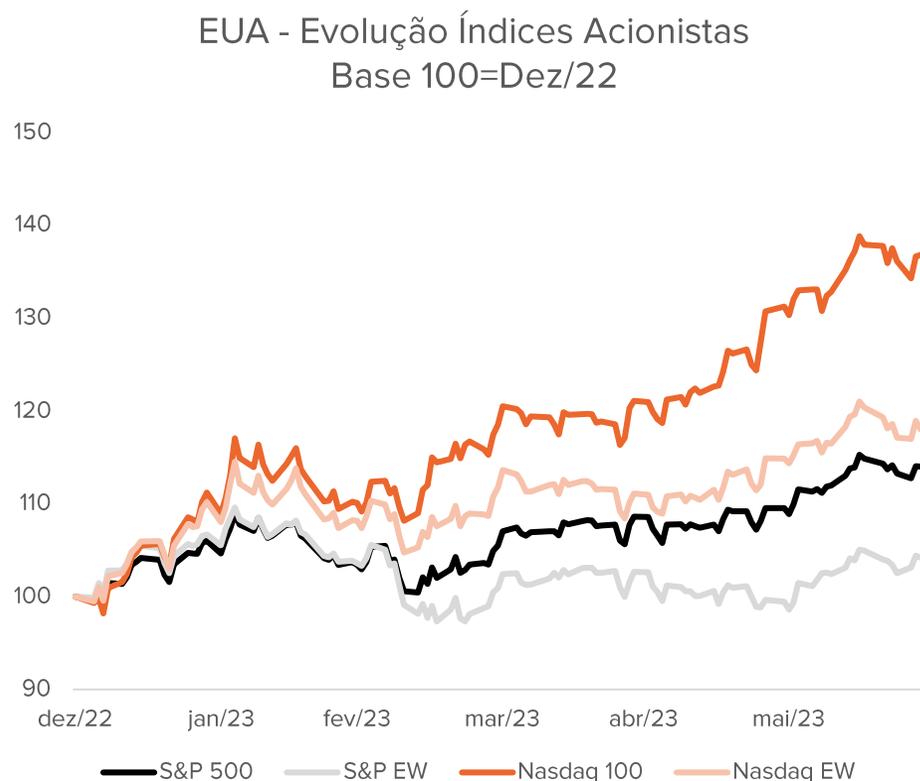


- Os ganhos no Nasdaq estão concentrados em 7 empresas que traduzem metade da valorização do índice! Este viés reforça cautela no movimento.

Fonte: Bloomberg; GA BiG;

# MERCADO DE AÇÕES

EVOLUÇÃO DE PREÇOS DOS ÍNDICES EUA NÃO AJUSTADO AO MKT CAP DESTAPAM A CONCENTRAÇÃO EXCESSIVA DO RALLY - S&P 500 TRANSAÇIONA JÁ BASTANTE ACIMA DA MÉDIA DE 5 ANOS VS S&P EQUAL WEIGHTED\* (1,5 STDEV)



**S&P 500 Equal Weighted:** Índice de ações constituído por 500 empresas norte-americanas, as quais contribuem de forma equitativa e/ou com mesma ponderação para o cálculo de preços do índice;

# MERCADO DE AÇÕES

NÍVEL DE AVALIAÇÃO DO NASDAQ APROXIMA-SE DE MÁXIMOS TANTO EM TERMOS RELATIVOS COMO ABSOLUTOS

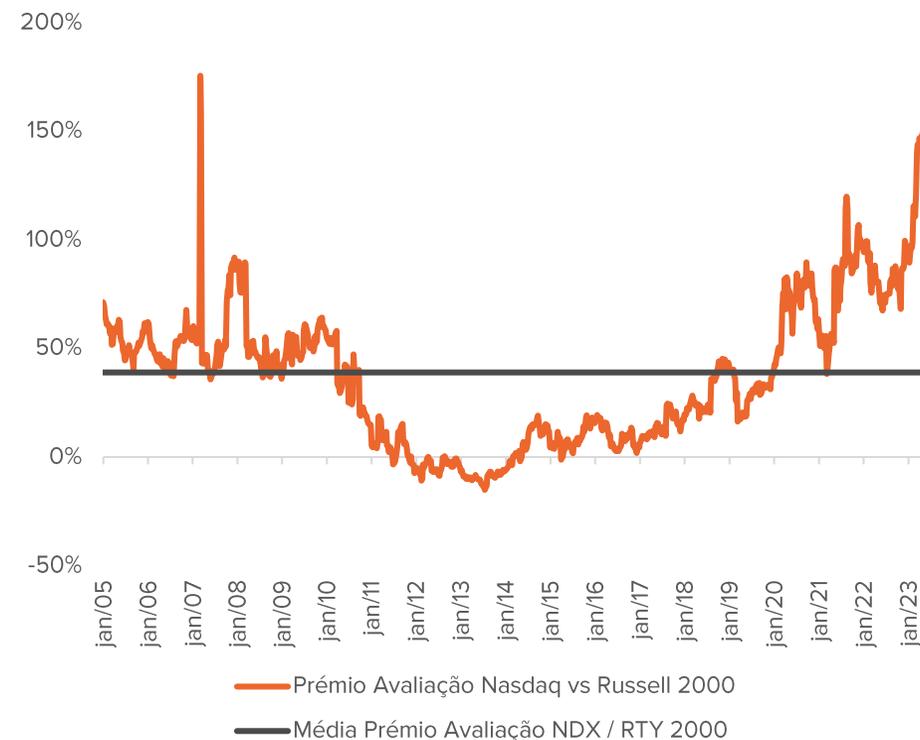
Evolução Nasdaq P/E (2005-Atual)



- A forte valorização do Nasdaq tem sido realizada exclusivamente pelo encarecimento do múltiplo fundamental.

Fonte: Bloomberg; GA BiG

Prêmio Avaliação Nasdaq 100 vs Russell 2000



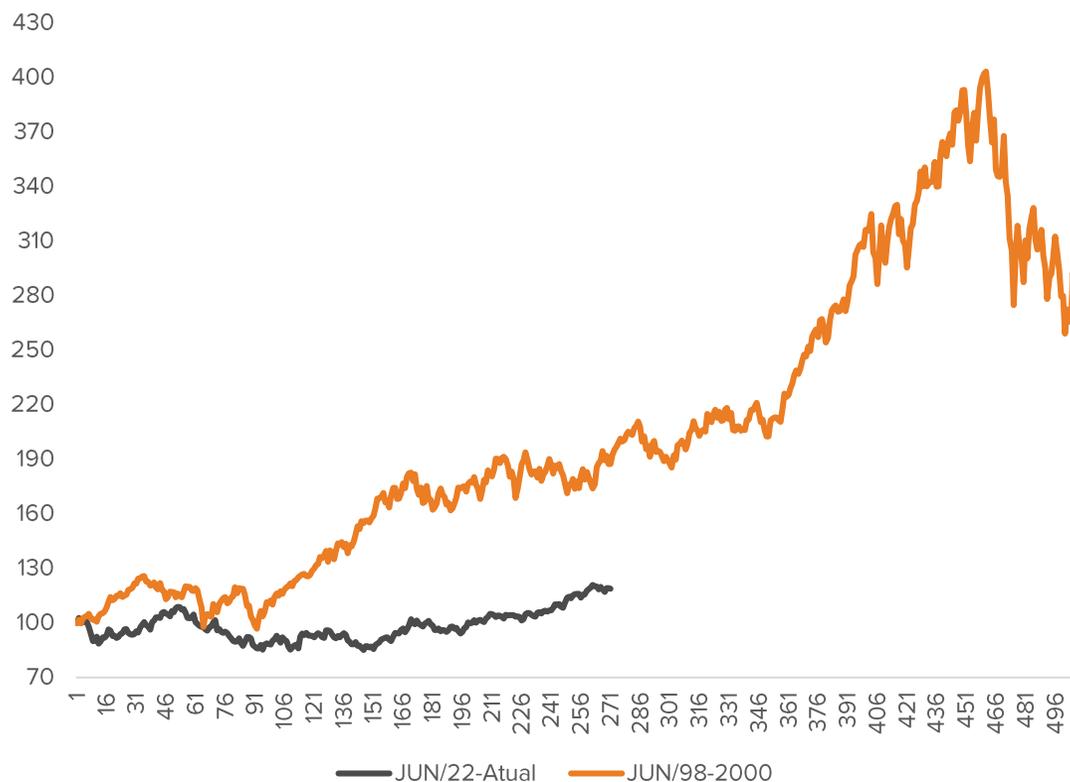
- Este prêmio de avaliação absoluto e relativo já atinge níveis extremados e limita valorizações adicionais.

Fonte: Bloomberg; GA BiG;

# MERCADO DE AÇÕES

O RISCO DE SOBREVALIAÇÃO EM TERMOS DA EUFORIA DE INTELIGÊNCIA ARTIFICIAL PODE ESTAR CONTIDO A NOMES ESPECÍFICOS E NÃO TANTO AO ÍNDICE AGREGADO FACE À DINÂMICA DE PREÇOS NO CICLO ATUAL VS DOT.COM

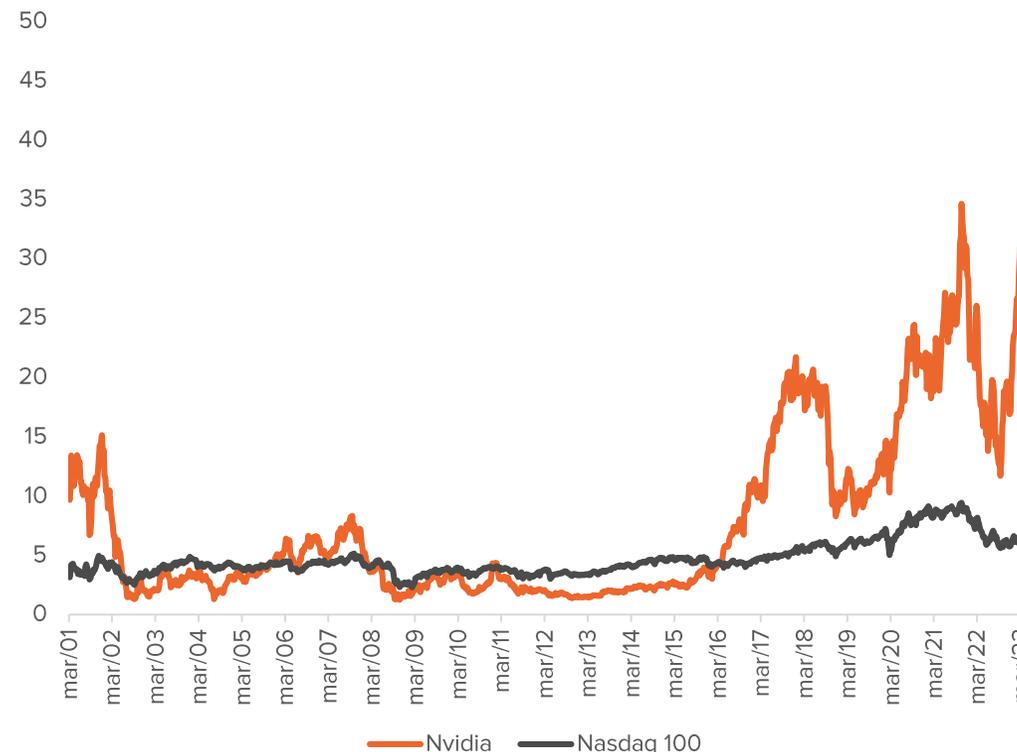
Evolução Preço Nasdaq 100 (Euforia AI vs Bolha Dot.Com)



- Apesar do forte encarecimento do múltiplo, a dinâmica de valorização do preço ainda se mostra contido face ao observado na bolha de 2000.

Fonte: Bloomberg; GA BiG

Evolução Price to Book Value Nvidia vs Nasdaq

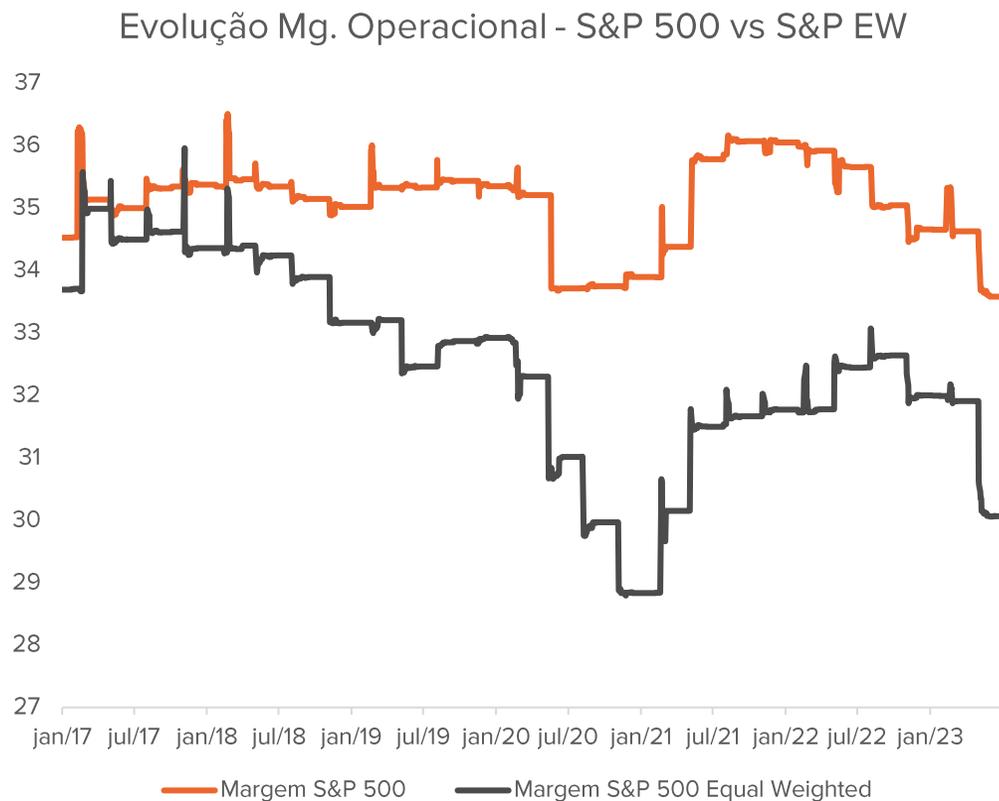


- Com avaliações que já são desafiantes a nível agregado, do ponto de vista individual os prêmios de avaliação revelam-se absolutamente estratosféricos (Nvidia).

Fonte: Bloomberg; GA BiG;

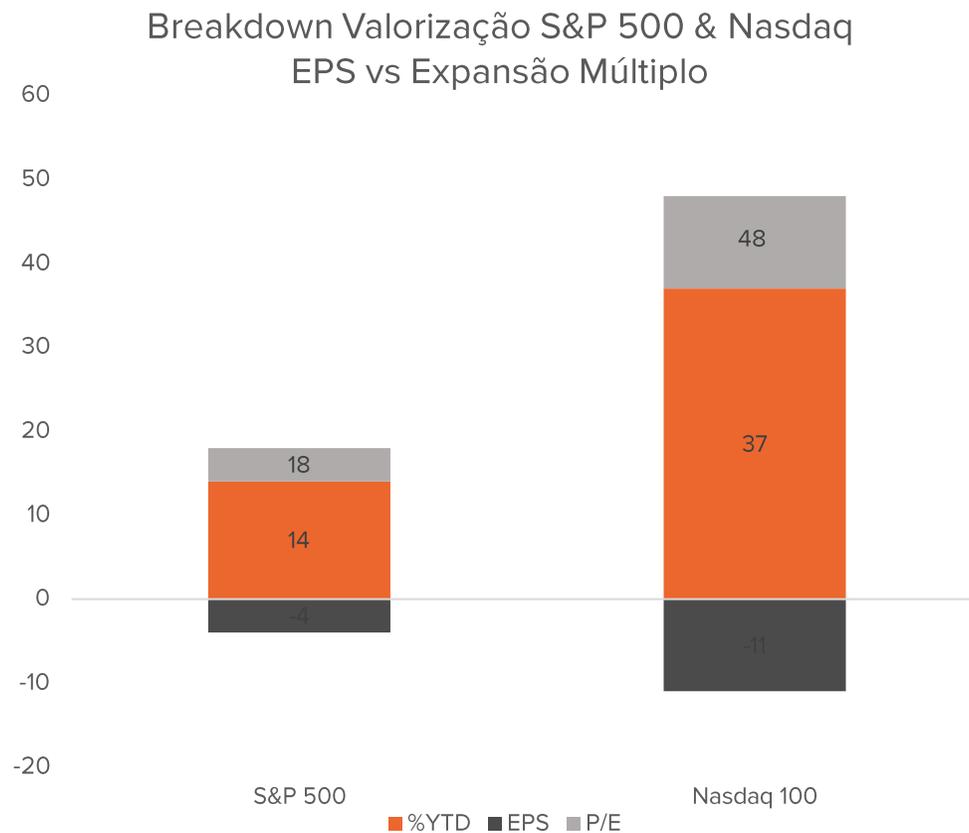
# MERCADO DE AÇÕES

ÍNDICES ACIONISTAS COM GANHOS SIGNIFICATIVOS EM 2023 A REBOQUE DE FORTE EXPANSÃO DO MÚLTIPLO - RE-RATING DE PERSPETIVAS DE CRESCIMENTO DOS LUCROS SERÁ CRÍTICO PARA SUSTER RALLY EM 2023 -



- As margens operacionais continuam extremamente elevadas, suportadas também pelo perfil de rentabilidade superior das empresas tecnológicas.

Fonte: Bloomberg; GA BiG



- As valorizações dos índices acionistas norte-americanos foram exclusivamente alcançados por via da expansão das métricas de avaliação – sobretudo no caso do Nasdaq.

Fonte: Bloomberg; GA BiG;

# MERCADO DE AÇÕES

CONSUMER STAPLES (BENS ESSENCIAIS) TENDE A OUTPERFORMAR COM RISCOS RECESSAO E SUBIDA DOS SPREADS DE CRÉDITO

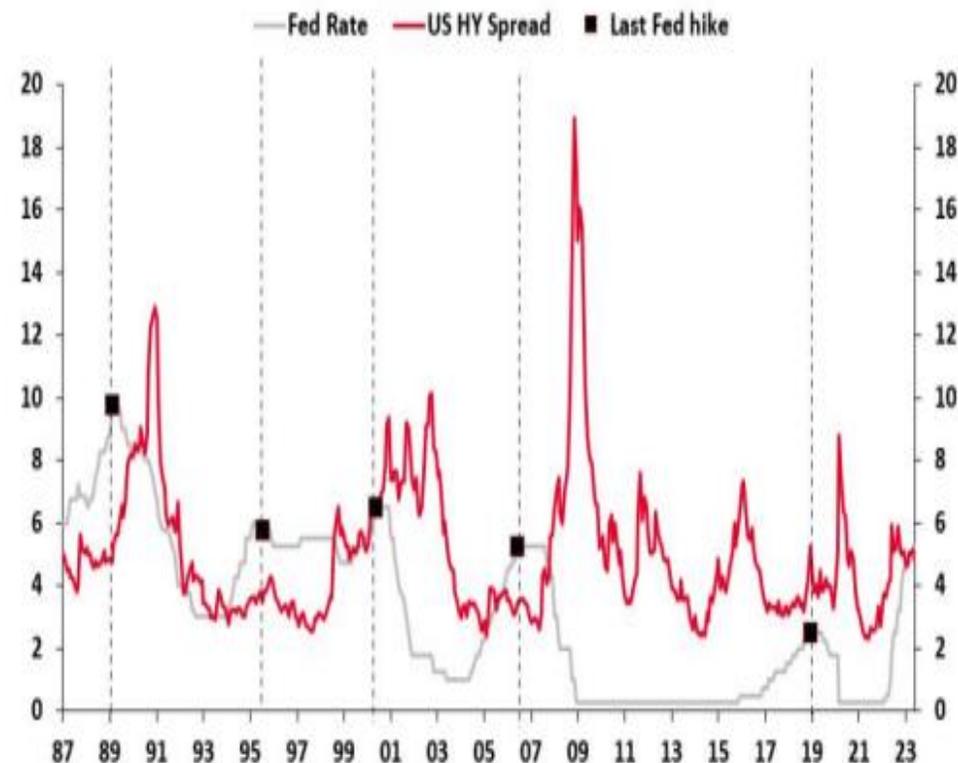
Performance Relativa US Staples (%YoY) vs US HY Spread



- O segmento de Bens Essenciais tende a apresentar um desempenho relativo superior nos períodos de contração e de alargamento dos spreads de crédito.

Fonte: Bloomberg; GA BiG

Taxa FED Funds vs US HY Spread



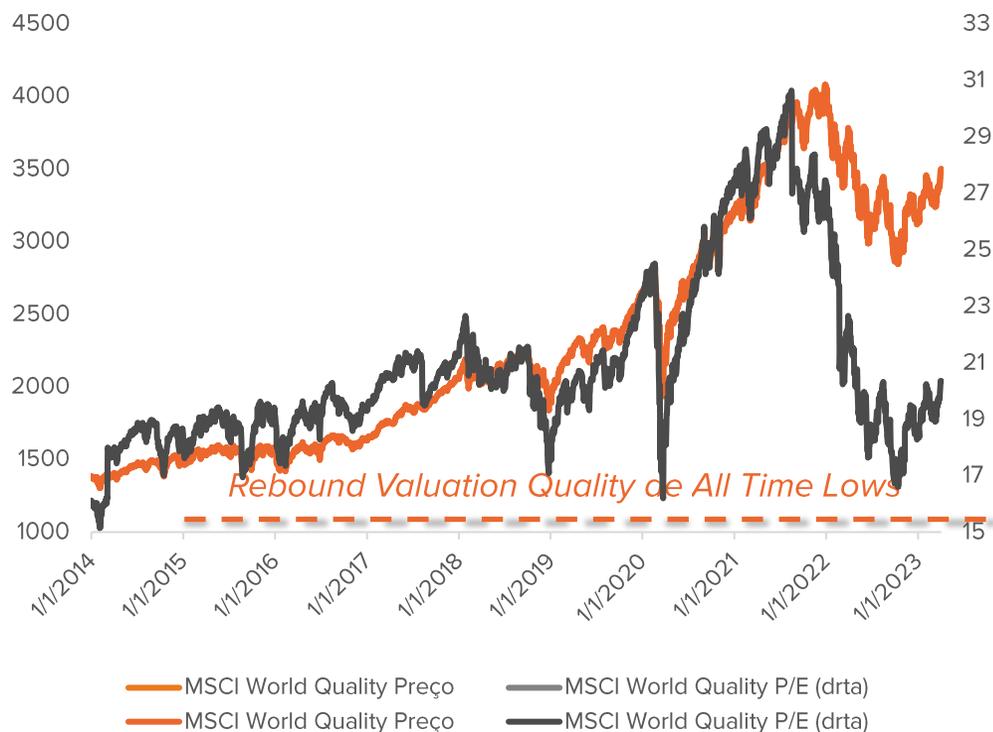
- O fenómeno do agravamento dos Spreads de High Yield tende a materializar-se pouco tempo depois do “pico” do ciclo de subida das taxas de juro.

Fonte: Bloomberg; GA BiG;

# MERCADO DE AÇÕES

FUNDAMENTAIS DO PLAY QUALITY MANTÊM-SE GLOBALMENTE ATRATIVOS E VALORIZAÇÃO RECENTE FOI REPARTIDA DE FORMA EQUITATIVA PELA GEOGRAFIA AMERICANA E EUROPEIA – INDICIANDO MAIOR FULGOR PARA A FRENTE!

### MSCI World Quality - Preço vs Rácio P/E



- O segmento apresenta-se como um *play* de investimento interessante à luz de avaliações atrativas e por via de maior robustez de balanço e superior capacidade de *Pricing Power*.

Fonte: Bloomberg; GA BiG

### Evolução Temática US vs EURO Quality



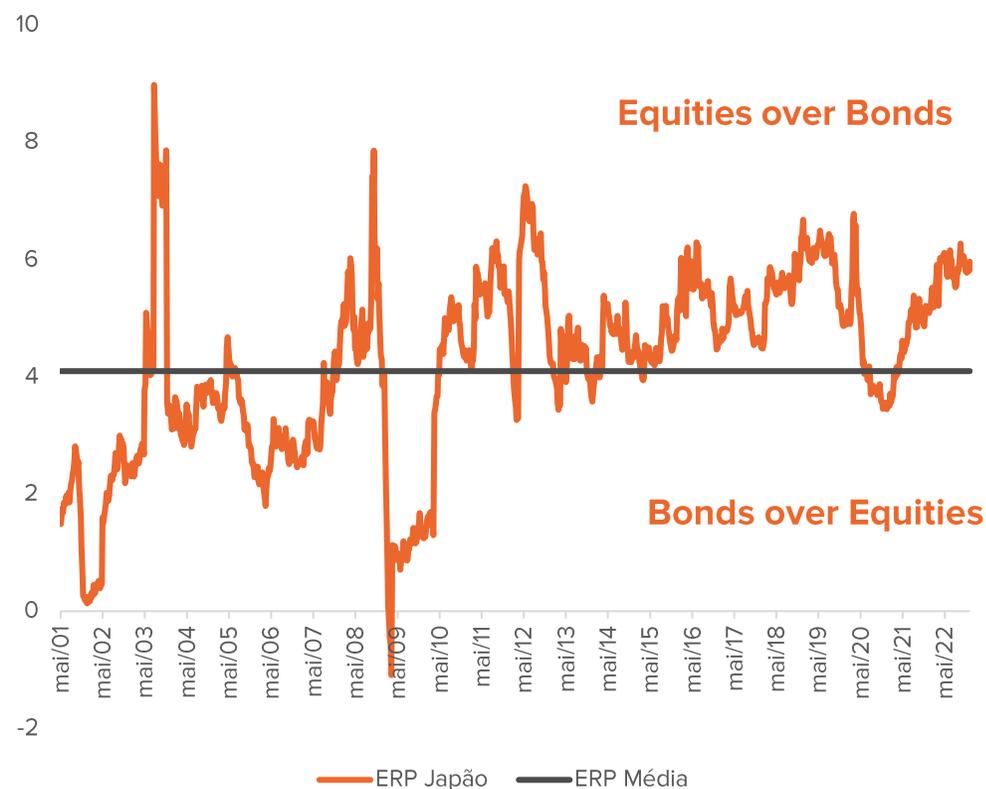
- O desempenho superior do Play temático de Quality tem sido repartido de forma globalmente equitativa do ponto de vista geográfico.

Fonte: Bloomberg; GA BiG;

# MERCADO DE AÇÕES

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

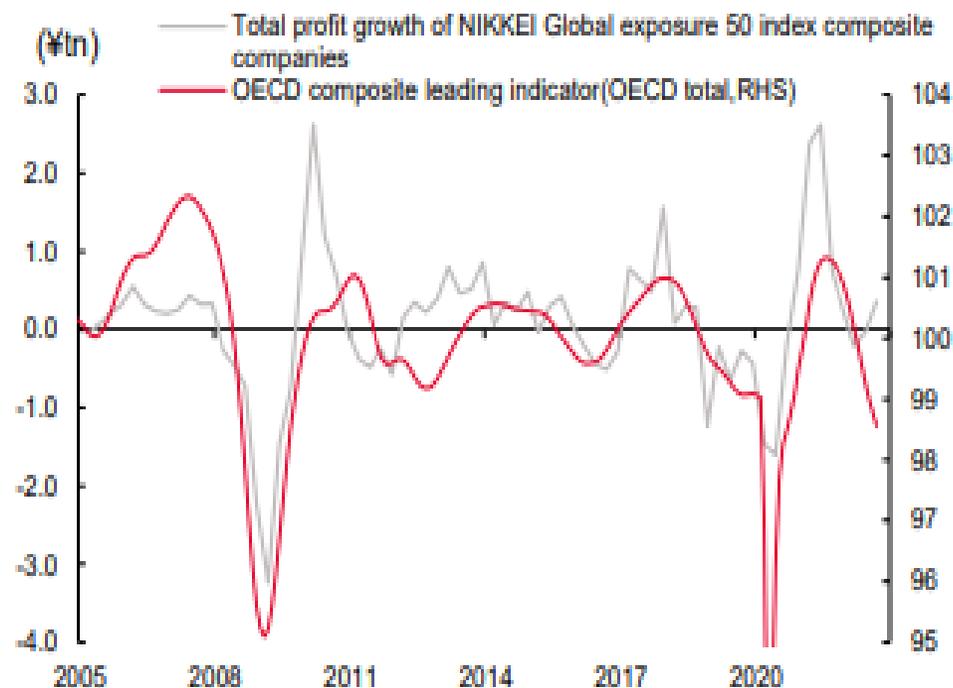
EVOLUÇÃO PRÊMIO DE RISCO JAPÃO (EQUITIES VS BONDS)



- O prêmio de risco das ações Japonesas sobre Obrigações continua a ser dos mais atrativos a nível mundial.

Fonte: Bloomberg; GA BiG

CRESCIMENTO DE LUCROS DE EMPRESAS JAPONESAS VS OCDE INDICADORES AVANÇADOS



- A visibilidade do crescimento dos lucros das empresas Japonesas e o interesse Estrangeiro recente suportam tração à manutenção de ganhos dos índices acionistas nipónicos.

## ***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