BANCO DE INVESTIMENTO GLOBAL

Outlook

2º TRIMESTRE

RESEARCH BiG:

JOÃO LAMPREIA (HEAD)

ANA MENDONÇA

DIANA OLIVEIRA

BERNARDO CÂNCIO

BANCO DE INVESTIMENTO GLOBAL

1. **ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO**
   1.1 Global

2. **EUA**
   2.1 Enquadramento Macroeconómico
   2.2 Trump – Plano de 100 dias
   2.3 Momento Trumpflation
   2.4 Política Monetária

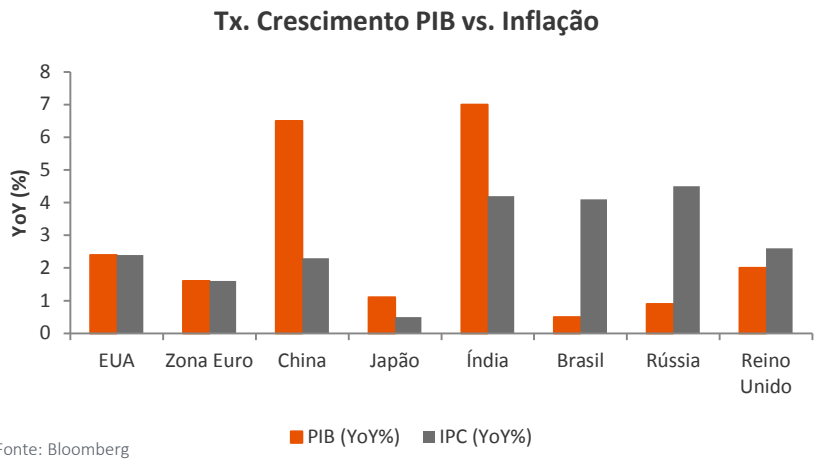
3. **EUROPA**
   3.1 Eleições França
   3.2 Brexit
   3.3 Enquadramento Macroeconómico
   3.4 Política Monetária

4. **PORTUGAL**
   4.1 Revisão DBRS

5. **EMERGENTES**
   5.1 China
   5.2 Brasil

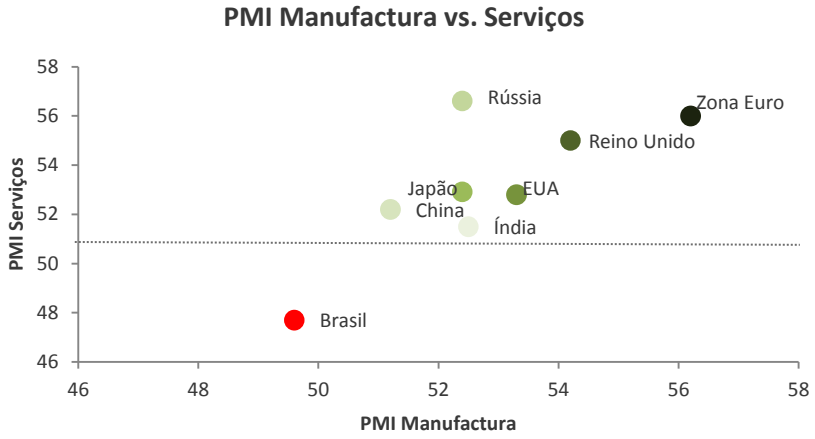
6. **MERCADO ACCIONISTA**
   6.1 Evolução lucros
   6.2 Índices - Avaliação e Retorno
   6.3 Sectores - Avaliação e Retorno
   6.4 Projecção Índices
   6.5 Picks do Trimestre
   6.6 Portugal

7. **SÍNTESE POSICIONAMENTO**



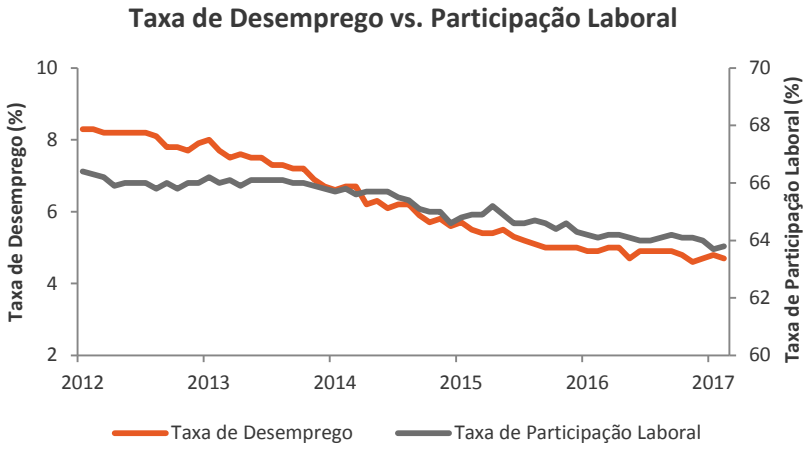
Fonte: Bloomberg

- Para o trimestre que se inicia, expansão económica é projectada nos principais blocos económicos.
- Os emergentes do bloco asiático prolongam as taxas de crescimento elevadas, ainda que a desaceleração económica na China continue a ser um factor de risco.
- A resiliência do Reino Unido no pós-Brexit é um dos principais factores de destaque, reflectindo o efeito positivo da rápida resposta pelas autoridades monetárias e a solidez do factor consumo (vendas a retalho) no crescimento económico.



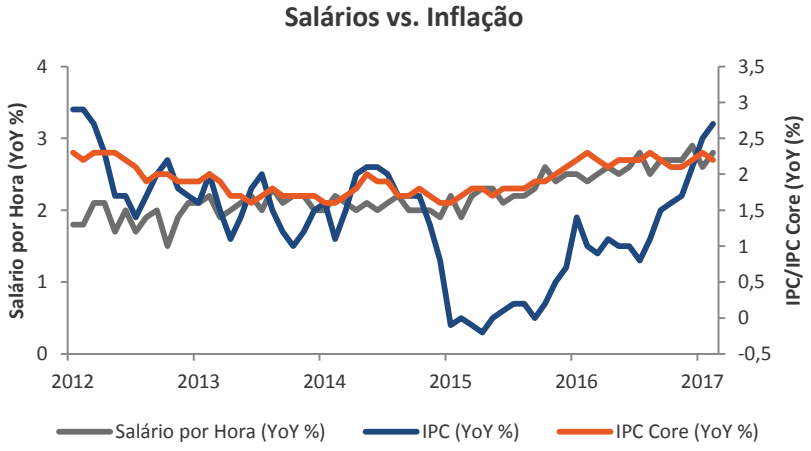
Fonte: Bloomberg

- Os PMIs (índices de gestores de compras) confirmam a interpretação de expansão económica, com a excepção do Brasil (com uma leitura inferior a 50).
- Paradoxalmente a Zona Euro, que em conjunto com o Japão, apresenta as menores perspectivas de crescimento no 2º trimestre (M.D.), expõe a maior leitura dos PMIs, o que poderá indiciar uma aceleração no crescimento futuro.



Fonte: Bloomberg

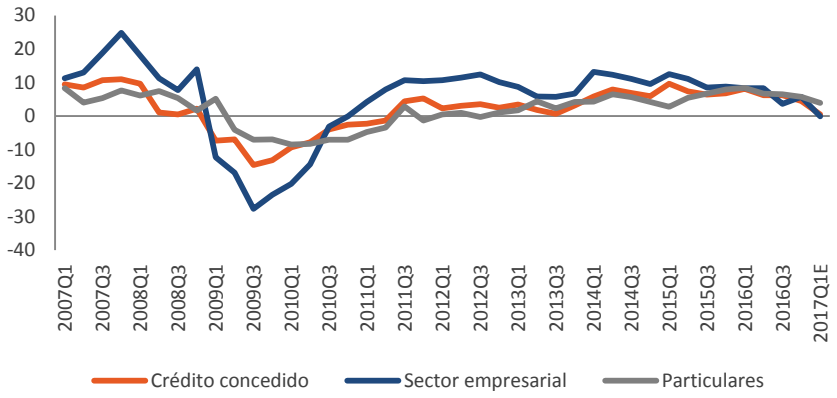
- Os Estados Unidos apresentam uma recuperação estelar desde a crise de 2008, e as actuais taxas de desemprego encontram-se em valores mínimos, indicando que a economia encontra-se próxima do estado de 'pleno emprego'.
- O indicador de participação laboral estabilizou a níveis historicamente baixos, sinalizando que poderá decorrer um desfasamento estrutural entre as capacidades procuradas pelas empresas e detidas pelos trabalhadores.



Fonte: Bloomberg

- O crescimento dos salários é um dos factores que despoleta um aumento consistente na inflação vs subida dos preços de energia que geram apenas choques temporários.
- O *pick-up* recente da inflação nos Estados Unidos decorre em grande parte da tendência ascendente homóloga do crude (USD~50 actual vs USD~30 no início de 2016), justificando o diferencial entre os indicadores IPC e IPC Core.

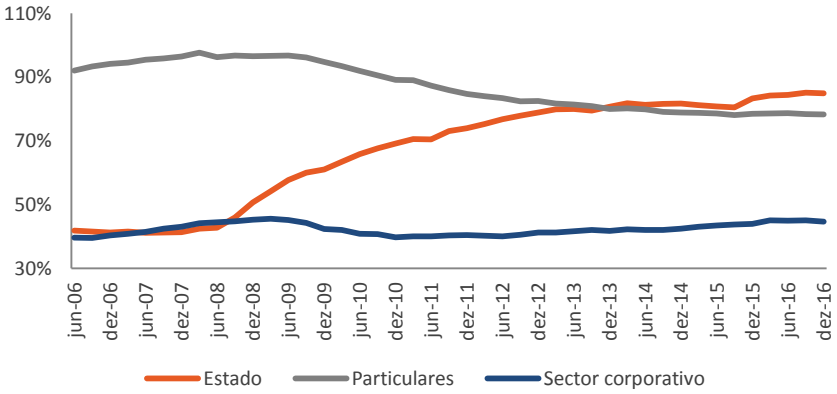
Concessão de crédito nos EUA (variação anual %)



Fonte: Bloomberg

- Existe no entanto um indicador que tem sinalizado algum abrandamento, ao contrário dos indicadores mostrados no slide anterior.
- A concessão de crédito nos EUA abrandou significativamente durante o primeiro trimestre de 2017, o que parece ser incoerente com o optimismo que se tem vindo a desenvolver na região no período.
- Não sendo necessário que este abrandamento na concessão de crédito persista, é ainda assim um indicador que sugere que a aceleração de outros indicadores pode não ter tanta profundidade quanto se espera.

Endividamento norte-americano por sector



Fonte: Bloomberg

- É de notar as tendências de endividamento que estiveram vigentes nos últimos 9 anos na economia norte-americana.
- Um forte endividamento do Estado, contrabalançado por uma desalavancagem do sector dos particulares. Podemos auferir que o próximo ciclo de endividamento poderá ser direccionado ao sector dos particulares, antecipando-se uma melhoria do consumo de produtos mais cíclicos.

Donald Trump's Contract with the American Voter

What follows is my **100-day action plan to Make America Great Again.**
It is a contract between myself and the American voter – and begins with restoring honesty and accountability, and bringing change to Washington.
On the first day of my term of office, my administration will immediately pursue the following:

Six measures to clean up the corruption and special interest collusion in Washington, DC:

- **FIRST**, propose a constitutional amendment to impose term limits on all members of Congress.
- **SECOND**, a hiring freeze on all federal employees to reduce the federal workforce through attrition (exempting military, public safety, and public health).
- **THIRD**, a requirement that for every new federal regulation, two existing regulations must be eliminated.
- **FOURTH**, a five-year ban on White House and Congressional officials becoming lobbyists after they leave government service.
- **FIFTH**, a lifetime ban on White House officials lobbying on behalf of a foreign government.
- **SIXTH**, a complete ban on foreign lobbyists raising money for American elections.

Seven actions to protect American workers:

- **FIRST**, I will announce my intention to renegotiate NAFTA or withdraw from the deal under Article 2205.
- **SECOND**, I will announce our withdrawal from the Trans-Pacific Partnership.
- **THIRD**, I will direct the Secretary of the Treasury to label China a currency manipulator.
- **FOURTH**, I will direct the Secretary of Commerce and U.S. Trade Representative to identify all foreign trading abuses that unfairly impact American workers and direct them to use every tool under American and international law to end those abuses immediately.
- **FIFTH**, I will lift the restrictions on the production of $50 trillion dollars' worth of job-producing American energy reserves, including shale, oil, natural gas and clean coal.
- **SIXTH**, lift the Obama-Clinton roadblocks and allow vital energy infrastructure projects, like the Keystone Pipeline, to move forward.
- **SEVENTH**, cancel billions in payments to U.N. climate change programs and use the money to fix America's water and environmental infrastructure.

Five actions to restore security and the constitutional rule of law:

- **FIRST**, cancel every unconstitutional executive action, memorandum and order issued by President Obama.
- **SECOND**, begin the process of selecting a replacement for Justice Scalia from one of the 20 judges on my list, who will uphold and defend the U.S. Constitution.
- **THIRD**, cancel all federal funding to sanctuary cities.
- **FOURTH**, begin removing the more than two million criminal illegal immigrants from the country and cancel visas to foreign countries that won't take them back.
- **FIFTH**, suspend immigration from terror-prone regions where vetting cannot safely occur. All vetting of people coming into our country will be considered "extreme vetting."

continued on the back

Donald J. Trump — **Your signature**

LEARN MORE AT
donaldjtrump.com/contract

continued from the front

I will work with Congress to introduce the following broader legislative measures and fight for their passage within the first 100 days of my Administration:

Middle Class Tax Relief and Simplification Act

An economic plan designed to grow the economy 4% per year and create at least 25 million new jobs through massive tax reduction and simplification, in combination with trade reform, regulatory relief and lifting the restrictions on American energy. The largest tax reductions are for the middle class. A middle-class family with two children will get a 35% tax cut. The current number of brackets will be reduced from seven to three, and tax forms will likewise be greatly simplified. The business rate will be lowered from 35% to 15%, and the trillions of dollars of American corporate money overseas can now be brought back at a 10% rate.

End the Offshoring Act

Establishes tariffs to discourage companies from laying off their workers in order to relocate in other countries and ship their products back to the U.S. tax-free.

American Energy and Infrastructure Act

Leverages public-private partnerships, and private investments through tax incentives, to spur $1 trillion in infrastructure investment over ten years. It is revenue-neutral.

School Choice and Education Opportunity Act

Redirects education dollars to give parents the right to send their kid to the public, private, charter, magnet, religious or home school of their choice. Ends Common Core and brings education supervision to local communities. It expands vocational and technical education, and makes two- and four-year college more affordable.

Repeal and Replace Obamacare Act

Fully repeals Obamacare and replaces it with Health Savings Accounts, the ability to purchase health insurance across state lines and lets states manage Medicaid funds. Reforms will also include cutting the red tape at the FDA; there are over 4,000 drugs awaiting approval, and we especially want to speed the approval of life-saving medications.

Affordable Childcare and Eldercare Act

Allows Americans to deduct childcare and eldercare from their taxes, incentivizes employers to provide on-site childcare services and creates tax-free dependent care savings accounts for both young and elderly dependents, with matching contributions for low-income families.

End Illegal Immigration Act

Fully-funds the construction of a wall on our southern border with the full understanding that the country of Mexico will be reimbursing the United States for the full cost of such wall; establishes a two-year mandatory minimum federal prison sentence for illegally re-entering the U.S. after a previous deportation, and a five-year mandatory minimum federal prison sentence for illegally re-entering for those with felony convictions, multiple misdemeanor convictions or two or more prior deportations; also reforms visa rules to enhance penalties for overstaying and to ensure open jobs are offered to American workers first.

Restoring Community Safety Act

Reduces surging crime, drugs and violence by creating a task force on violent crime and increasing funding for programs that train and assist local police; increases resources for federal law enforcement agencies and federal prosecutors to dismantle criminal gangs and put violent offenders behind bars.

Restoring National Security Act

Rebuilds our military by eliminating the defense sequester and expanding military investment; provides veterans with the ability to receive public VA treatment or attend the private doctor of their choice; protects our vital infrastructure from cyber-attack; establishes new screening procedures for immigration to ensure those who are admitted to our country support our people and our values.

Clean Up Corruption in Washington Act

Enacts new ethics reforms to drain the swamp and reduce the corrupting influence of special interests on our politics.

On November 8th, Americans will be voting for this 100-day plan to restore prosperity to our economy, security to our communities and honesty to our government.

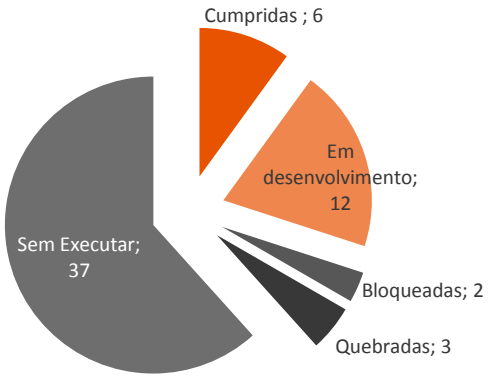
This is my pledge to you.

And if we follow these steps, we will once more have a government of, by and for the people.

LEARN MORE AT
donaldjtrump.com/contract

Fonte: Donald J. Trump for President

- A 22 Outubro de 2016, ainda em campanha, Donald J. Trump apresentou o plano de acção de 100 dias – o 'Contrato com o Eleitor Americano'.
- Este plano detalha 60 promessas que a sua administração iria desenvolver imediatamente.
- Passaram-se 80 dias desde a inauguração de Donald Trump como o 45º Presidente dos Estados Unidos e a pontuação actual é:



Fonte: Washington Post

Sem Executar

- Reforma Fiscal;
- Reformar regras de atribuição de visas;
- Desenvolver parcerias público-privadas para o programa de investimento em infraestruturas de USD 1 tri.
- Impor penalizações a empresas que produzam no estrangeiro;
- Desenvolver um programa de cuidados infantis e para a 3ª idade acessível;
- Cancelar pagamentos para o combate ao aquecimen to global pelas Nações Unidas;
- Revogar as ordens executivas inconstitucionais definidas na administração Obama

Bloqueadas

- Suspender imigração de regiões propensas ao terrorismo (2 ordens executivas bloqueadas por tribunais);
- Cursos Técnicos e Vocacionais (Orçamento corta investimento em educação e é omisso relativamente a estes cursos)

Em Desenvolvimento

- Remover + de 2 mn de imigrantes ilegais c/cadastro
- Desregulação da industria de energia;
- Permitir gestão de fundos Medicaid pelo Estados;
- Expandir o investimento militar e eliminar limite imposto;
- Criação de um grupo de trabalho sobre crime violento
- Construção de um muro com o México
- Renegociar Nafta;
- Redireccionar apoios para educação .
- Cancelar financiamento federal a cidades santuário;
- Cancelar Visas de Países que não aceitem imigrantes ilegais com cadastro.

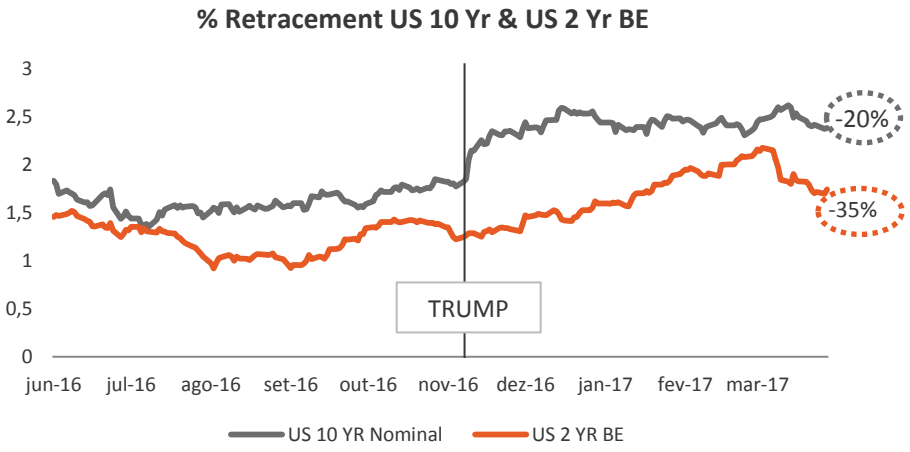
Cumpridas

- Keystone Pipeline;
- Banir Lobbying por oficiais da Casa Branca a favor de governos estrangeiros
- Substituir Scalina no Tribunal Constitucional por Gorsuch
- Regulação: 1 criada por 2 revogadas
- Congelamento de novas contratações federais (por 90 dias)
- Saída do TPP

Quebradas

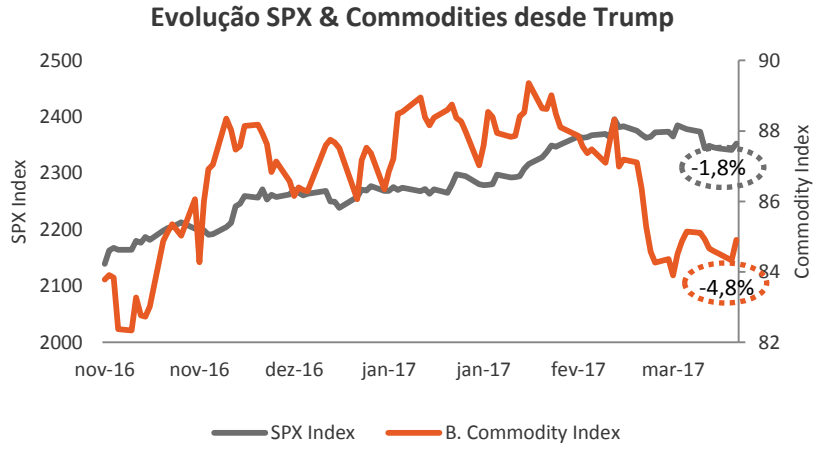
- Reduzir os custos da educação superior (orçamento corta benefícios);
- Banir oficiais da Casa Branca de lobbying 5 anos após saírem do governo.
- Revogar e Substituir Obamacare

Fonte: Washington Post



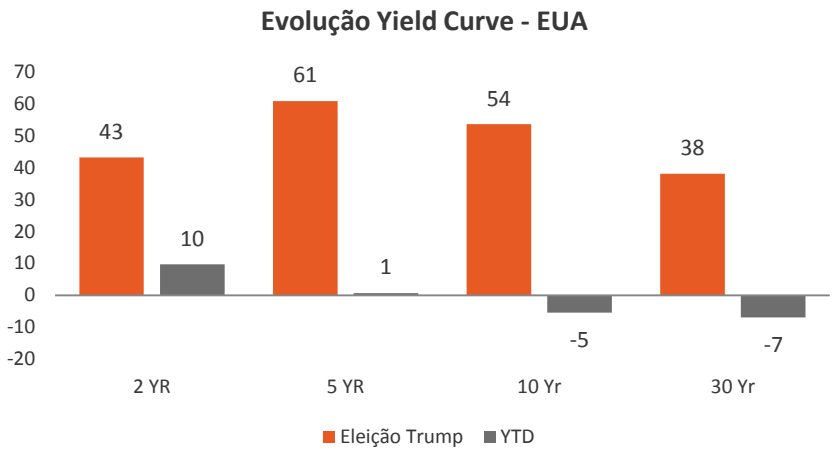
Fonte: Bloomberg

- A reversão do movimento impulsionado pelas expectativas de inflação decorrentes da eleição de Trump é particularmente significativo em indicadores de curto prazo como o US BE 2 Yr.
- O *retracement* das US 10 Yr Treasuries para junto de 2,35% não inviabiliza o nosso cenário base de Reflação Moderada.
- Projectamos que a *yield* das US 10 Yr encerre o ano no intervalo entre 2,20%-3%.



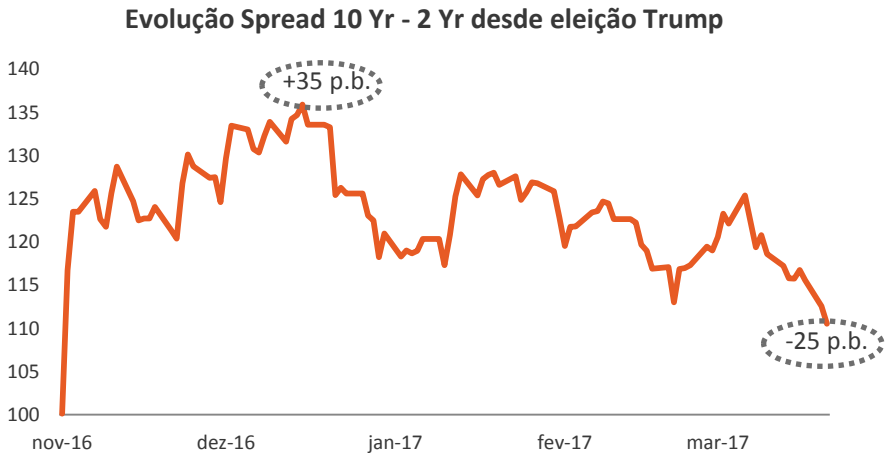
Fonte: Bloomberg

- O mercado accionista persiste colado a máximos, não obstante a perda de fulgor do *trade* reflacionário.
- A ausência de "delivery" de Trump terá o teste derradeiro na promessa de revisão do quadro fiscal.
- A correcção mais pronunciada das Commodities, para além de motivos idiossincráticos, cristaliza igualmente a suavização das expectativas inflacionárias.



Fonte: Bloomberg

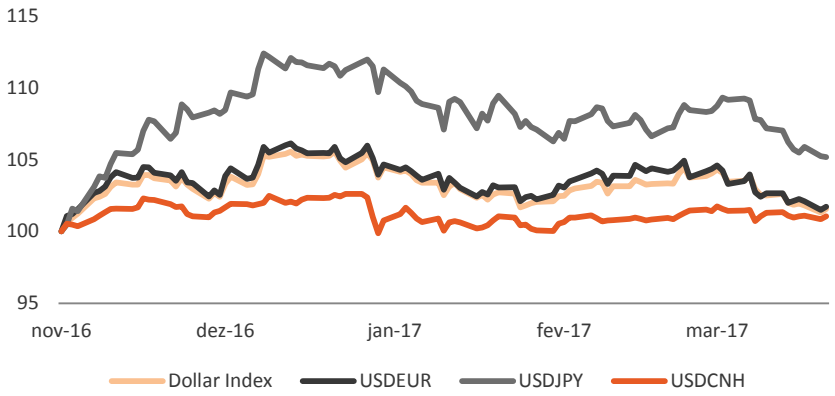
- O posicionamento menos *dovish* do FED e o insucesso de algumas medidas de Trump – Healthcare - acentuaram o aplanamento da *yield curve* nos EUA.
- A evolução do Balanço do FED (redução de activos via desinvestimento de Treasuries e MBS na maturidade) poderá reforçar o enquadramento restritivo da política monetária.



Fonte: Bloomberg

- A inclinação da curva medida pelo *spread* entre as maturidades 10yr – 2yr já encetou um *retracement* de quase 2/3 do movimento de subida.
- O *downside* relativo do mercado accionista mostra-se evidente, com a evolução dos lucros das empresas americanas a ser fundamental para justificar os níveis de avaliação.

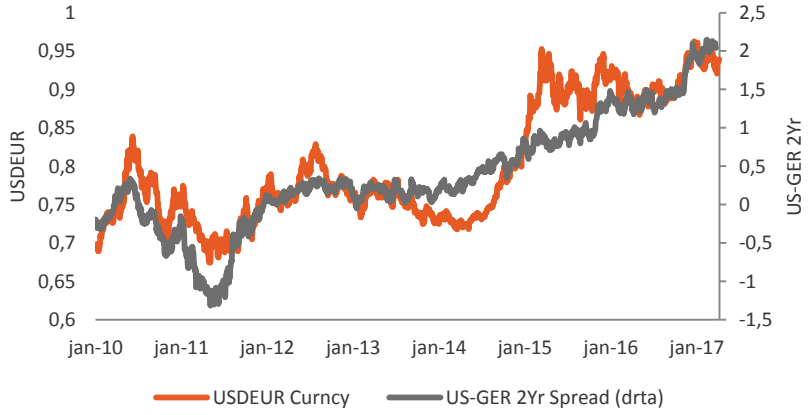
Evolução USD desde eleição Trump



Fonte: Bloomberg

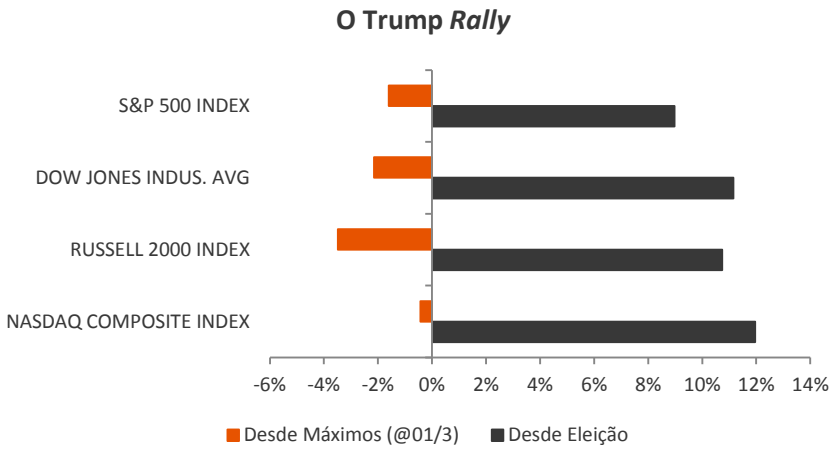
- A reversão do movimento de apreciação do USD desde o início do ano é sintomático do actual momento de mercado.
- Apenas o USDJPY mantém-se a níveis mais elevados desde a eleição de Trump, em resultado da assimetria do estágio macrocíclico.
- O USD regista perdas generalizadas YTD em relação às mais variadas divisas internacionais.

USD/EUR vs US-GER 2yr Spread



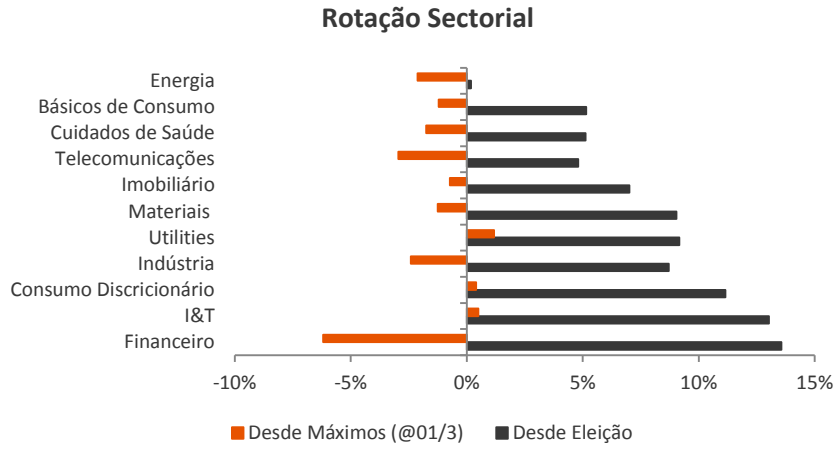
Fonte: Bloomberg

- Acreditamos que o cross EURUSD poderá ter fixado mínimos relativos no 1T17 (1,0341).
- EUR CAP: diferencial histórico de taxas a 2 anos (US-GER) confinará o movimento de apreciação do Euro no curto prazo.
- EUR FLOOR: suavização dos riscos políticos deverá relaxar o nível de fragmentação financeira e reforçar a perspectiva do anúncio de *tapering* pelo BCE ao longo do 2H17.



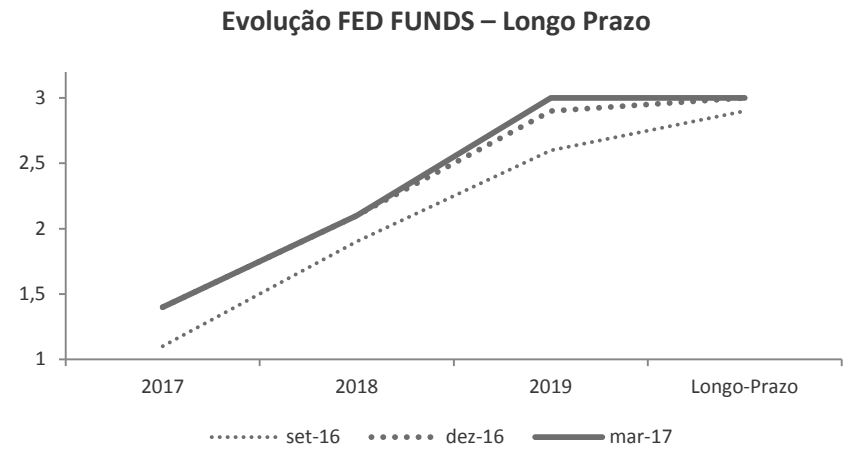
Fonte: Bloomberg

- O Trump *rally* continua com fulgor, ainda que as tão prometidas reformas fiscais e regulatórias tenham sido diferidas no tempo e outras já rejeitadas no Congresso - Revisão e substituição do Obamacare.
- O *unwind* do Trump trade acarretou um impacto mais significativo nos índices que registaram maior fulgor no período anterior - Russel 2000 e Dow Jones.



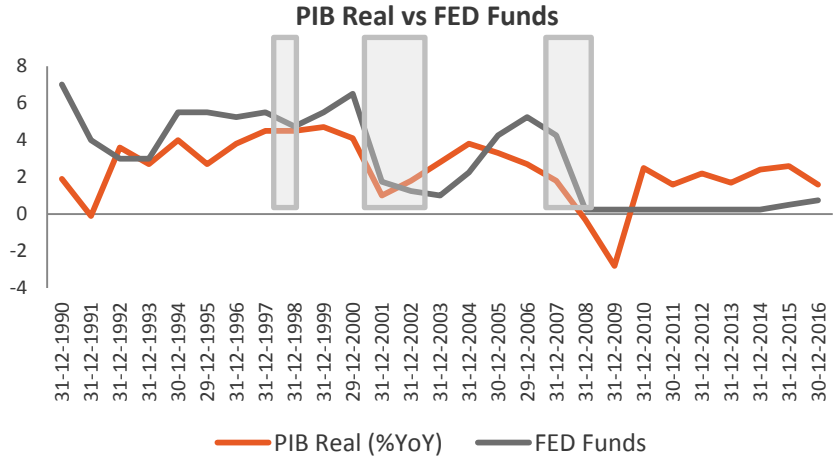
Fonte: Bloomberg

- O *price action* recente (desde 1/Março) a nível sectorial traduz, visivelmente, o *unwind* parcial do *Trump Rally*.
- Os indicadores explanados anteriormente reforçam a nossa convicção que este movimento sectorial poderá subsistir.
- A manutenção desta tendência realça o perfil atractivo de nomes que integram os sectores de Consumo Discricionário, Healthcare e de Tecnologia.



Fonte: Bloomberg

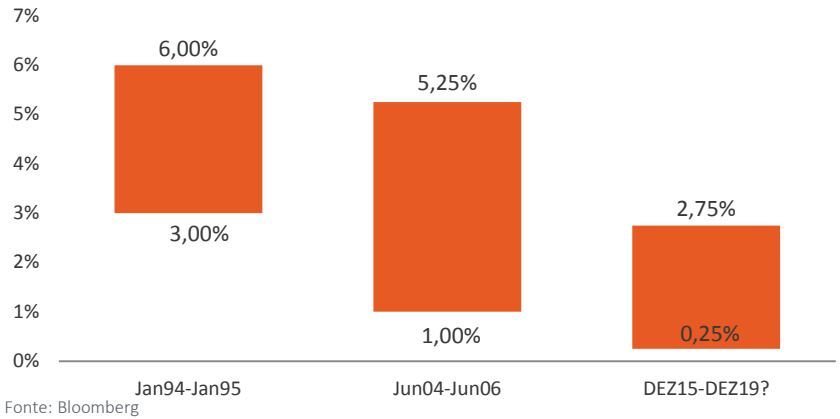
- O posicionamento menos dovish do FED reflectiu-se numa trajectória distinta para a evolução da taxa Fed Funds no longo prazo.
- A taxa Refi poderá atingir/superar a taxa neutral (valor teórico) em meados de 2019, exacerbando riscos de final de ciclo.
- As minutas do FED reforçaram o objectivo de redução do respectivo Balanço, o que reforçará o contexto de tightening monetário – essencialmente no longo prazo.



Fonte: Bloomberg

- A economia americana ainda tem espaço para acomodar o ambiente restritivo da política monetária, subsistindo o diferencial positivo entre crescimento do PIB real face ao valor da FED Funds e taxas de juro reais.
- Os ciclos históricos de contracção económica (sombreado) evidenciam a relação causa-efeito óbvias destas duas variáveis sobre o desempenho dos agregados macro e acções.

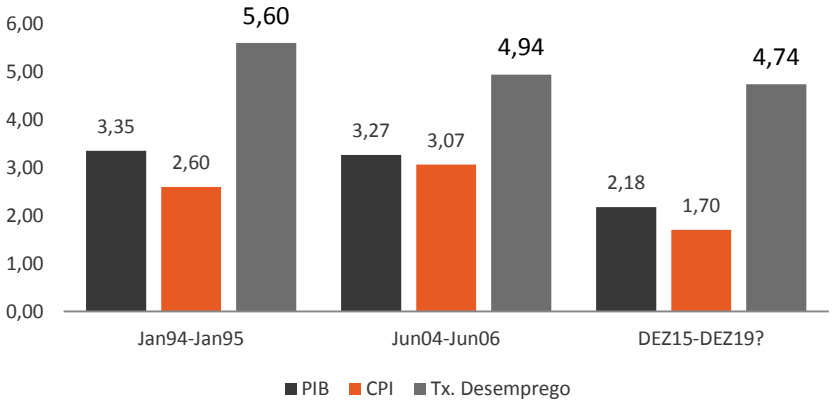
Evolução FED Funds - Ciclos históricos



Fonte: Bloomberg

- As lições passadas dos ciclos de *tightening* encontram pouco terreno comum face à realidade vigente.
- Projectamos que o topo da taxa FED Funds no actual ciclo deverá situar-se nos 2,75%, pelo que a magnitude do intervalo, ritmo e dimensão do ciclo de subida de taxas de juro revela-se materialmente distinto.
- O período em que nos aproximamos do intervalo superior da taxa FED Funds – aplanamento da *yield curve* - coincide, historicamente, com o topo do mercado accionista.

Agregados Macroeconómicos - Ciclos de Tightening



Fonte: Bloomberg

- Os agregados macroeconómicos no contexto histórico cristalizam diferenças substanciais face ao ciclo vigente.
- Ainda que a economia americana se encontre praticamente em pleno emprego, tanto o PIB potencial como os níveis de inflação encontram-se bastante aquém do observado em ciclos anteriores.
- Esta agregado de factores, a que se juntou a vertente política e o período de QE sem precedentes, releva a maior imprevisibilidade do ciclo actual.

Candidatos 1ª Volta

Benoît Hamon

- Partido: PS (Esquerda)
- Posições:
  - Rendimento Básico;
  - Semana Laboral de 35 Horas;
  - Menos Pró-Empreendorismo

François Fillon

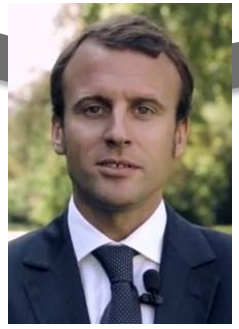
- Partido: Republicano (Centro-Direita)
- Posições:
  - Redução da Máquina do Estado;
  - Pró-Empreendorismo;
  - Pró-UE
  - Redução da Imigração e Maior Investimento em Defesa

Jean-Luc Mélenchon

- Partido: La France Insoumise (Esquerda)
- Posições:
  - UE/Eurocéptismo
  - Maior Intervenção do Estado
  - Impostos sobre a Riqueza

Marine Le Pen

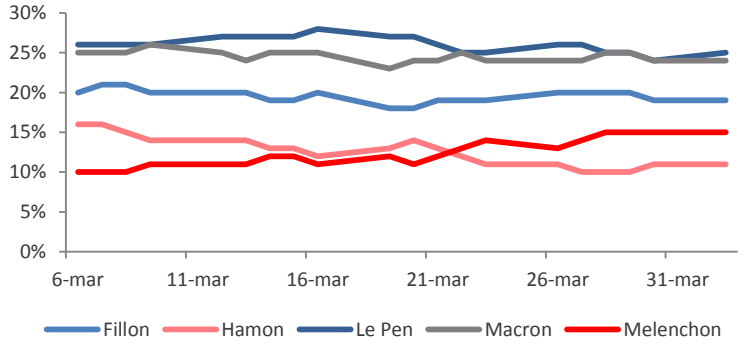
- Partido: Frente Nacional (Extrema-Direita)
- Posições:
  - UE/Eurocéptismo;
  - Anti-islamismo;
  - Populismo.



Emmanuel Macron

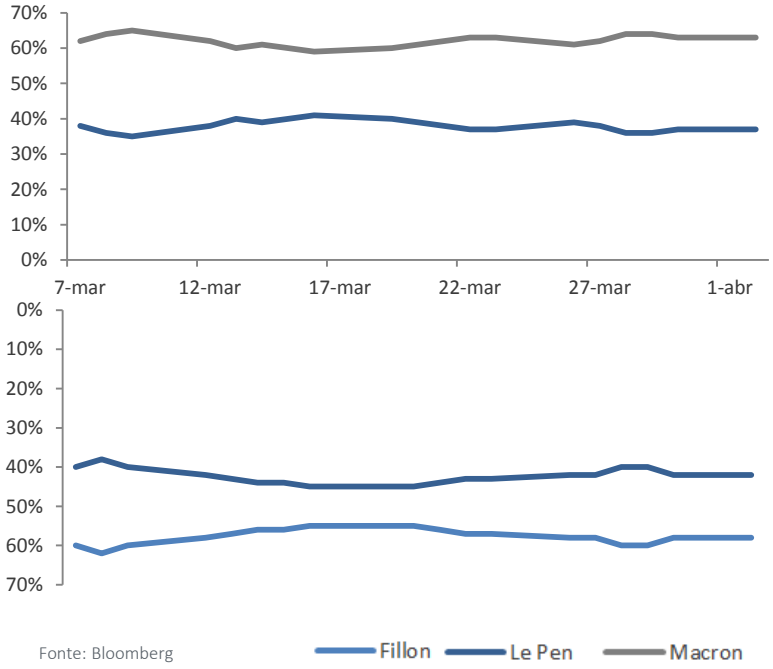
- Partido: En Marche (Centro)
- Posições:
  - Pró-UE;
  - Pró-Empreendorismo
  - Menor intervenção do Estado

Intenção de Votos - 1 ª Volta (23/Abril)



Fonte: Bloomberg

Intenção de Votos – 2ª Volta (7/Maio)



Fonte: Bloomberg

- Marine Le Pen apresenta-se desde o inicio como a candidata que reúne a maior % de votos na 1º volta das eleições, ainda que as sondagens recentes configurem um 'empate' com Macron.

- De facto, o principal risco das eleições francesas é uma vitória de Le Pen, devido às políticas populistas, anti imigração e União Europeia/Euro – Cépticas da candidata : o seu plano eleitoral incluiu Frexit e o regresso do franco.

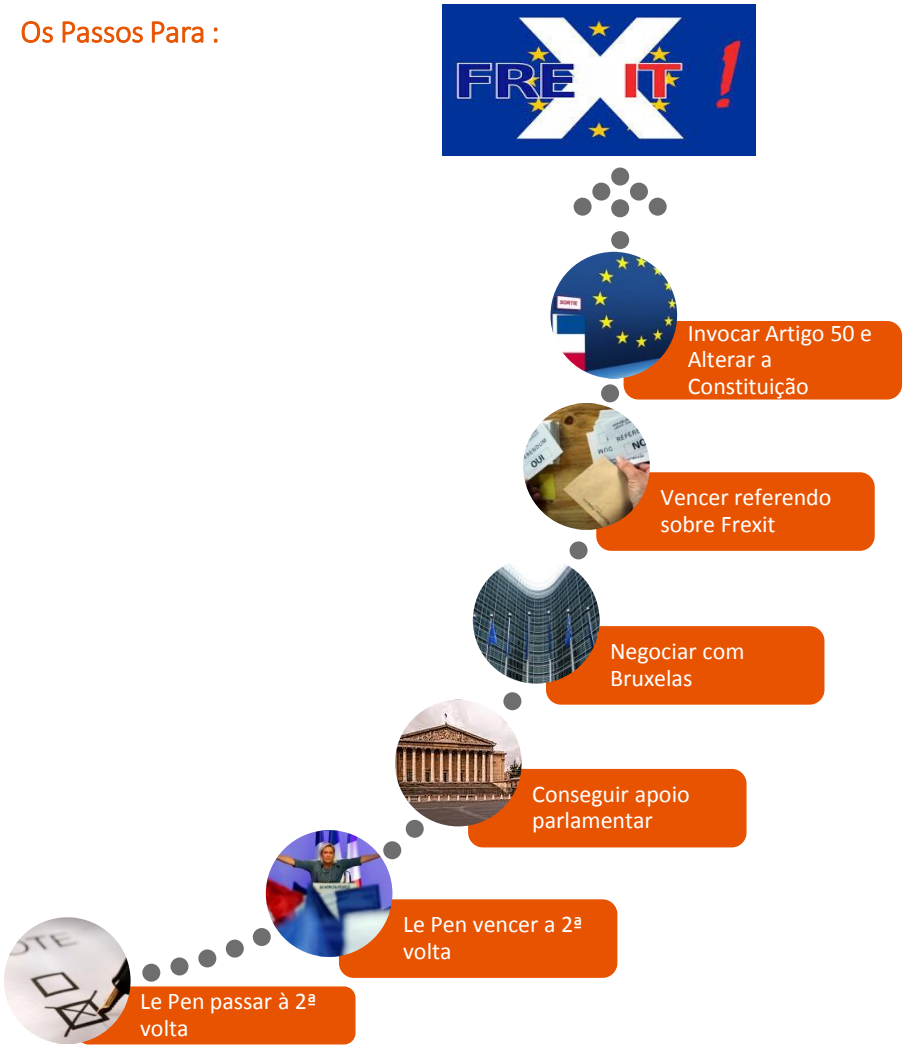
- As sondagens da 2ª volta (considerando os 3 primeiros classificados na 1ª) apontam para uma derrota de Le Pen.

- O cenário mais provável passa pelo confronto Le Pen vs. Macron na 2º volta, com a consagração deste como Presidente.

- Contudo, decorrem dois grandes riscos para este desfecho:

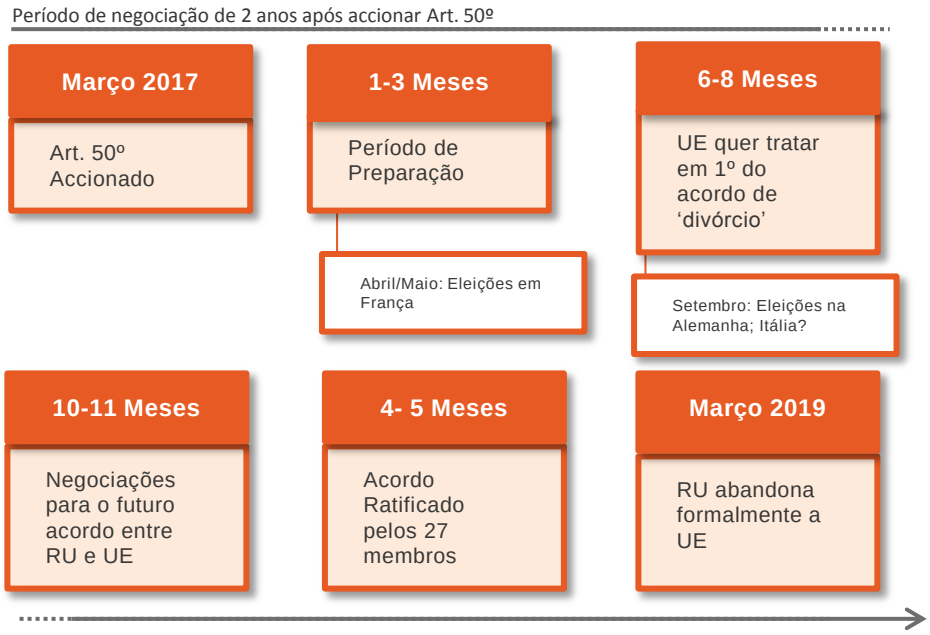
    i. um novo ataque terrorista que coloque em causa a experiencia de Macron e a capacidade de responder a estes eventos;
    ii. uma junção de esquerdas (Hammon + Melenchon) que alteraria significativamente o panorama eleitoral.

Os Passos Para :

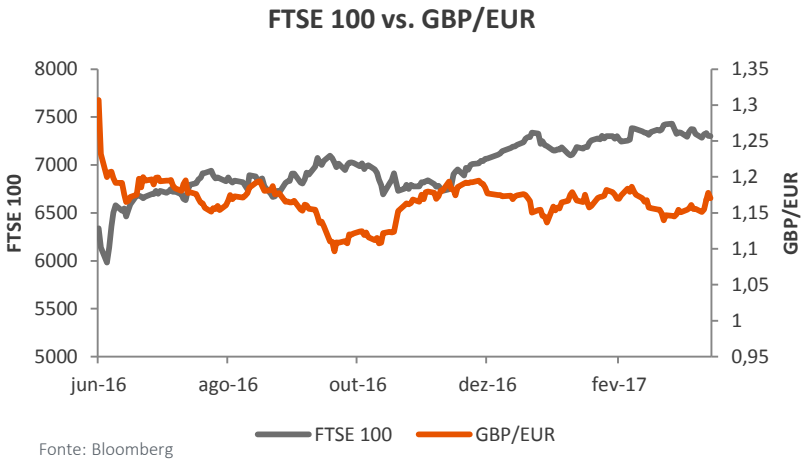


- No cenário de uma vitória de Le Pen na 2ª volta, o caminho para Frexit (saída da França da União Europeia e do Euro) persiste moroso e complexo.
- O 1º problema que Le Pen enfrentaria seria conseguir o apoio parlamentar – a Frente Nacional tem uma presença irrisória no parlamento e os outros partidos não apoiam a saída da UE. Apenas uma vitória da FN nas eleições parlamentares (Junho) levaria Le Pen a seguir para negociações em Bruxelas com o apoio do seu parlamento.
- Ainda antes de realizar um referendo, uma negociação com a União Europeia é expectável. Considerando a debilidade do projecto Europeu em seguimento do Brexit, a retórica por Bruxelas deverá ser pouco acomodativa.
- Caso Le Pen consiga ultrapassar todos estes obstáculos e avançar para um referendo, uma vitória do Frexit neste referendo não é um desfecho claro. De facto sondagens concluem que 64% dos franceses opõem-se à saída da UE e 53% considera o Euro como 'algo bom' para a França.
- No cenário dificílimo de Le Pen conseguir realizar o referendo e o Frexit vencer, a candidata invocará o artigo 50 e terá que alterar a constituição francesa.
- Mesmo uma vitória de Le Pen é diferente do cenário FREXIT;

Fonte: Bloomberg



Fonte: ING; Research BiG

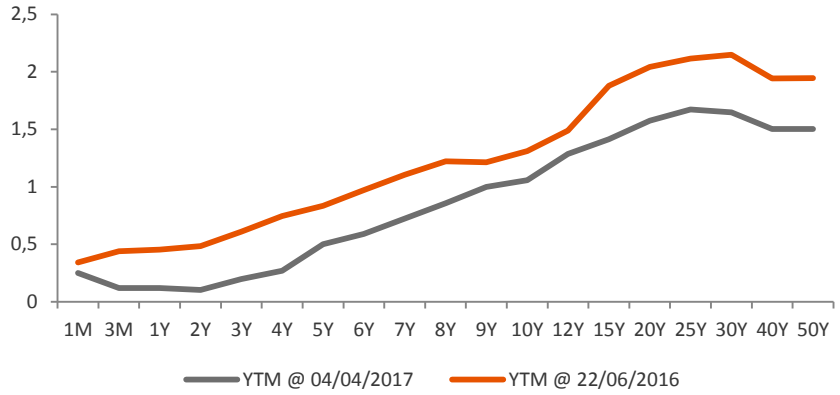


Fonte: Bloomberg

- O Reino Unido invocou oficialmente o artigo 50 do Tratado de Lisboa no passado dia 29 de Março. Este procedimento inicia as negociações para a saída do Reino Unido da União Europeia, que decorrerão num prazo de 2 anos.
- Assim, a 29 de Março de 2019 o Reino Unido deverá* sair da União Europeia (* assumindo que as negociações não são prolongadas por decisão unanime).
- Os temas em negociação são diversos: pagamentos devidos à UE (EUR 60 mil mn); comércio; imigração; defesa; pescas; etc.

- Esta incerteza não deve, no entanto, reflectir-se no mercado accionista britânico, devido a dois factores:
  i. a composição do mercado, com grandes multinacionais cuja exposição ao Reino Unido é reduzida e assim encontram-se 'salvaguardadas' dos potenciais impactos negativos;
  ii. o efeito cambial – a depreciação da libra impulsiona os resultados das empresas com uma elevada geração de cash no estrangeiro (quando convertendo este para o GBP).
- A libra esterlina deverá continuar a ser o melhor activo para medir o sentimento do mercado relativamente ao Brexit.

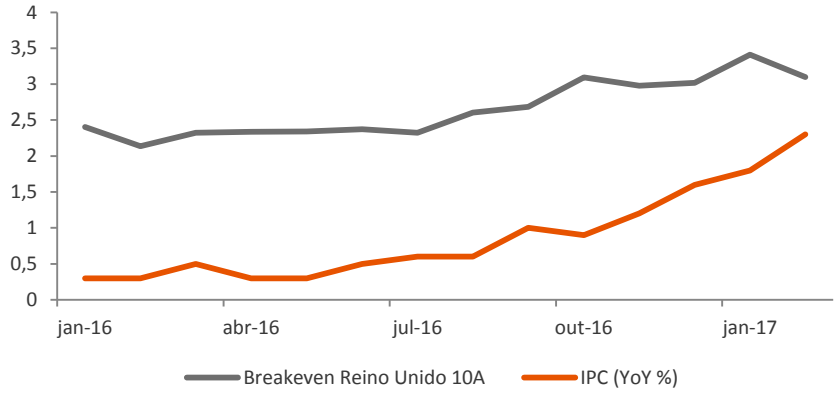
Obrigações Soberanas Reino Unido



Fonte: Bloomberg

- Na sequêmcia do Brexit, a curva de rendimento da dívida Britânica registou um choque negativo relativamente paralelo ao longo da curva.
- A perspectiva de inclinação da curva britânica parece evidenciar valor relativo (vs Alemanha e EUA), seja nas maturidades medidas pelo diferencial de spread 30y-10y (87 p.b.), seja no spread 30y-5y (90 p.b.).

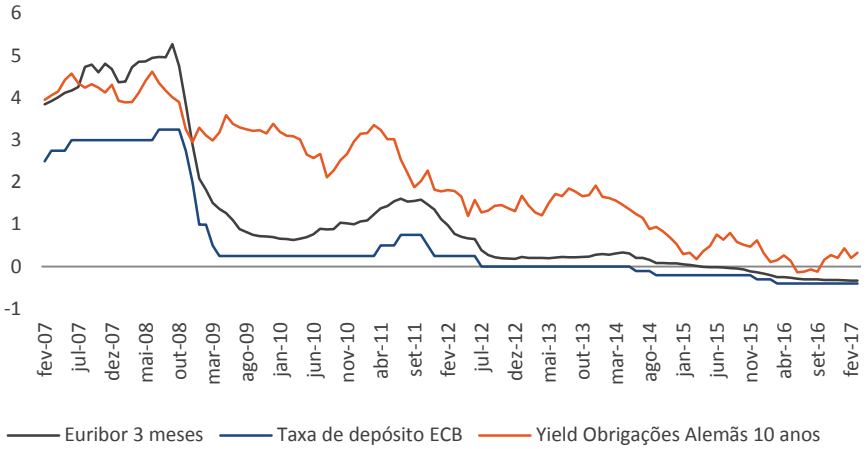
***Breakeven* vs. Inflação**



Fonte: Bloomberg

- O *pick-up* acelerado do nível de inflação deverá persistir no médio prazo, o que colocará pressão ao BOE para retroceder ao nível dos estímulos monetários – programa de compra de dívida corporativa encontra-se no limite.
- Este efeito concomitante (inflação e reversão de estímulos) poderá ditar alguma perda no fulgor da depreciação da libra esterlina no médio prazo.

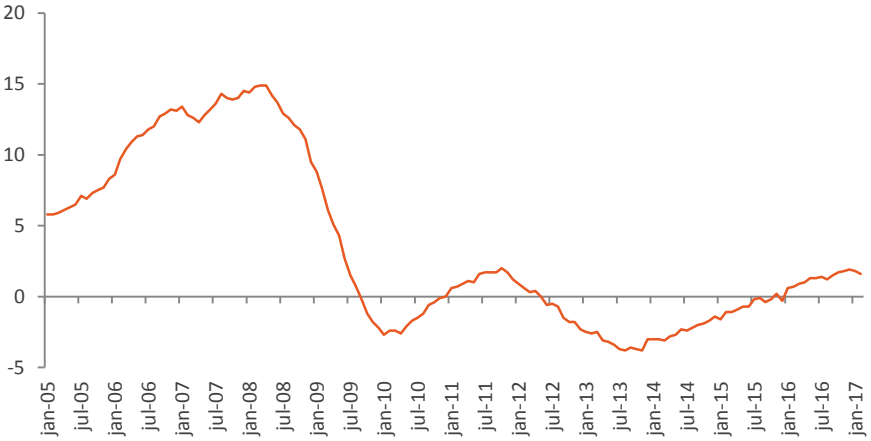
Taxas de juro europeias (%)



Fonte: Bloomberg

- Apesar da recente subida das taxas de juro no mercado de obrigações europeu, as taxas de juro de referência do sector financeiro (Euribor e taxa de depósito do BCE) continuam afundadas abaixo de zero.
- Mario Draghi não sinalizou ainda quando é que este panorama pode mudar, mas começa a aparecer alguma impaciência com a persistência das taxas de juro tão baixas – seja pela subida da inflação, seja pelo impacto que têm na rentabilidade dos bancos.

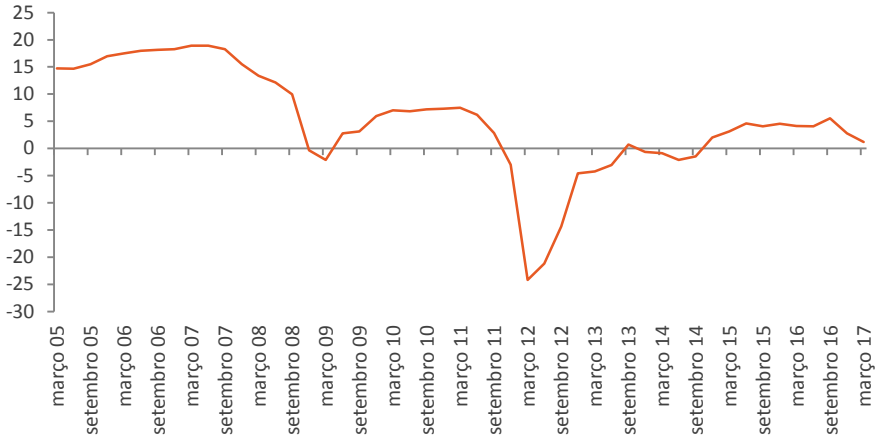
Crédito concedido (variação anual %)



Fonte: Bloomberg

- Uma das consequências de taxas de juro tão baixas é que a rentabilidade dos bancos cai. Isso acaba por ter impacto nas decisões de concessão de crédito.
- O crescimento do crédito tem vindo a recuperar gradualmente ao longo dos últimos dois anos, mas recentemente assistimos a um abrandamento. Os bancos podem estar a retrair-se de contrair demasiado crédito a níveis de *spreads* tão baixos, o que pode ser um entrave à recuperação económica.

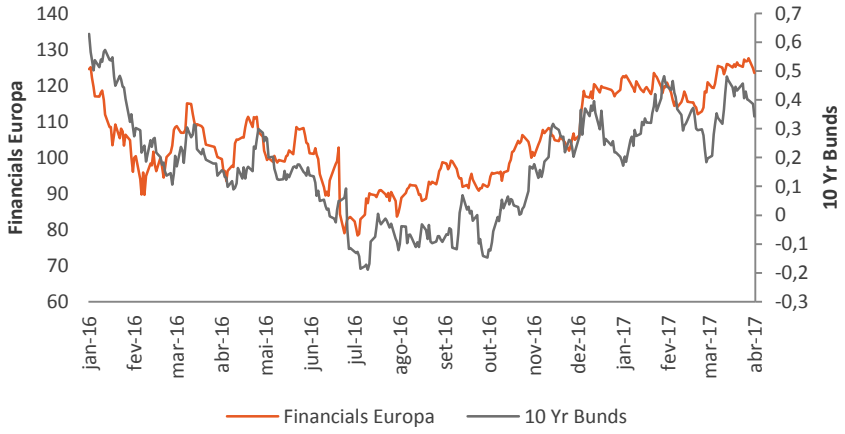
ROE Banca Europeia (%)



Fonte: Bloomberg

- A rentabilidade sobre os capitais próprios do sector da banca recuperou desde o seu mínimo em 2012 mas continua demasiado baixa.
- A persistência desta baixa rentabilidade aliada às cada vez mais pesadas exigências regulatórias, são dois factores que levam os bancos a ser mais conservadores na concessão de crédito.

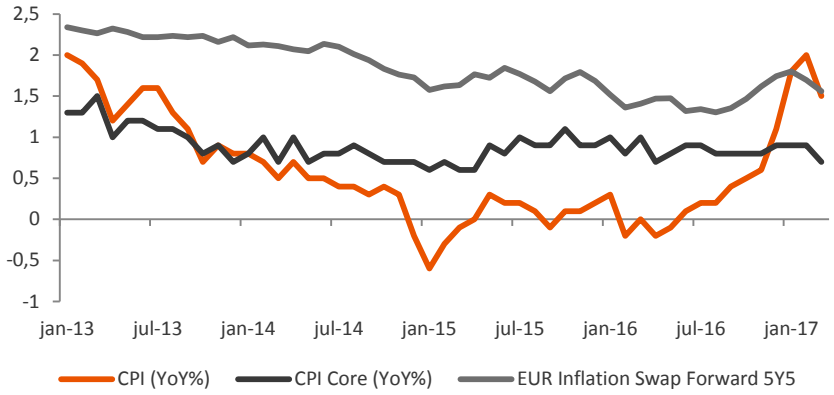
Índice Financials Europa vs 10 Yr Bunds



Fonte: Bloomberg

- As acções do sector recuperaram consideravelmente desde Julho 2016, a par com a subida das taxas de juro do mercado de obrigações europeu.
- Esta recuperação deve-se em parte à expectativa de rentabilidades mais altas e de recuperação económica. No entanto, enquanto as taxas de juro de referência (Euribor e taxa de depósito do BCE) se mantiverem baixas, o impacto na margem financeira do sector vai ser residual.

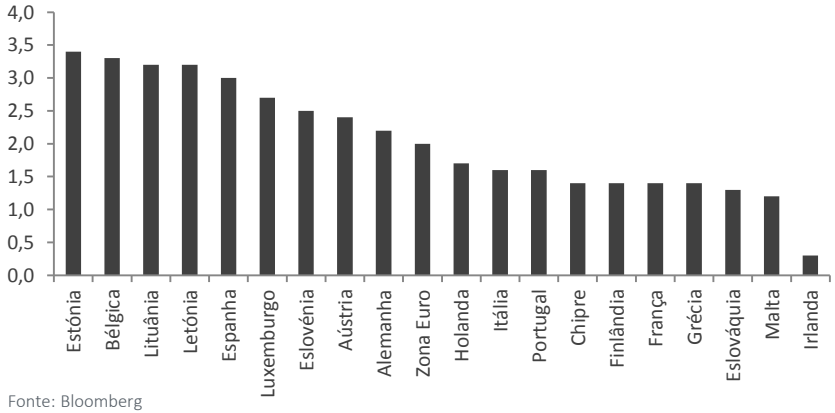
Inflação vs. Expectativas de Inflação



Fonte: Bloomberg

- Os principais indicadores de inflação sugerem um *pick-up* dos preços, ainda que no período recente este movimento foi impulsionado pela subida da componente de energia.
- A persistência de níveis de inflação no longo prazo decorre essencialmente do declínio do *output gap* na Europa.

Inflação na Europa



Fonte: Bloomberg

- Um tema que pode ser particularmente preocupante para o BCE é a divergência entre a inflação dos vários países da Zona Euro.
- Mesmo que a inflação da região como um todo se mantenha controlada, existem regiões com níveis de inflação que já excedem os 3%. Deverão surgir mais pressões para que o banco central tome medidas para travar o escalar da inflação.

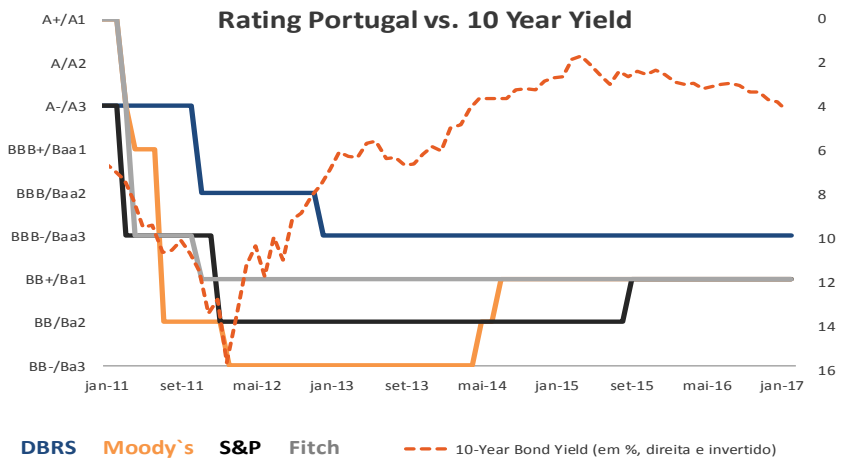
Pressupostos

- Retrocesso de riscos políticos;
- Suavização da fragmentação financeira;
- *Pick-up* moderado da inflação;
- Compressão do atraso macrocíclico Europeu;
- Ausência de choques externos

Targets 2017 YE

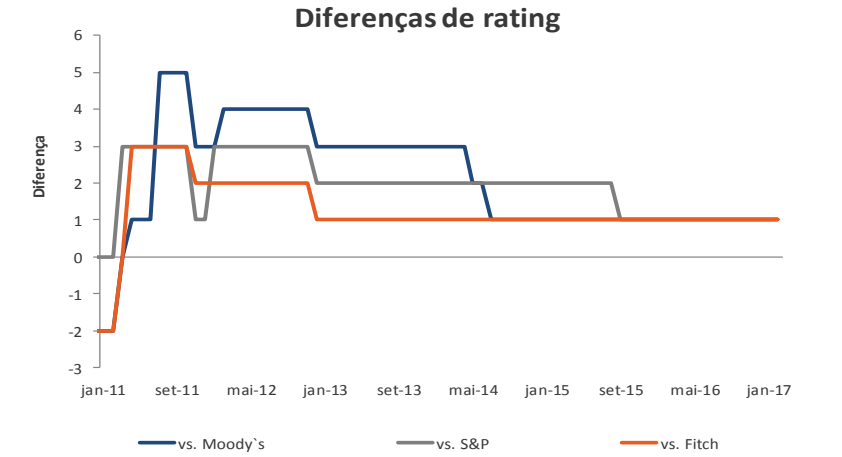
- POR-GER Spread:~250-300pb
- ITA-GER Spread:~150pb
- ESP-GER Spread:~100pb
- FR-GER Spread:~50pb
- BUNDS: 60-100pb

Fonte: Research BiG



Fonte: DBRS, Moody`s, S&P, Fitch

- No auge da crise Soberana, os ratings da dívida Portuguesa foram cortados para níveis de Non Investment Grade pelas BIG 3.
- A DBRS mantém o rating de crédito de Portugal em BBB- desde meados de 2012, o que tem sido fulcral para o acesso a Portugal a financiamento e ao QE do BCE.



Ratings converted into numerical scaling from D=1 to AAA=24

- As BIG 3 têm melhorado o nível de Rating da República nos últimos anos, verificando-se uma redução das disparidades dos níveis de avaliação.
- Ainda que o diferencial actual seja de apenas 1 nível entre a notação da DBRS e as BIG3 (vs 5 máx. anterior), este separa a linha entre *Investment Grade* e o denominado *junk status.*

Qual a nossa perspectiva para a decisão de rating crítica da DBRS no próximo dia 21 de Abril?

Categorias	Resultados
Gestão e Política Fiscal	7
Dívida e Liquidez	7,32
Estrutura Económica e Performance	4,14
Politica Monetária e Estabilidade Financeira	4,48
Balança de Pagamentos	5,75
Ambiente Político	3,98
	32,67

Sovereign Scorecard (Results derived from replicated model*)

- A DBRS divide factores de risco em 6 categorias, baseando depois a sua pontuação no histórico quantitativo e qualitativo de indicadores, bem como das perspectivas futuras.
- Os resultados por categoria são ponderados em função do nível de risco, sendo 0 risco default (RD) mínimo e 10 RD máximo.
- O nosso modelo preconiza um Scorecard global de 32,67, o que acaba por justificar o actual nível de rating BBB-.

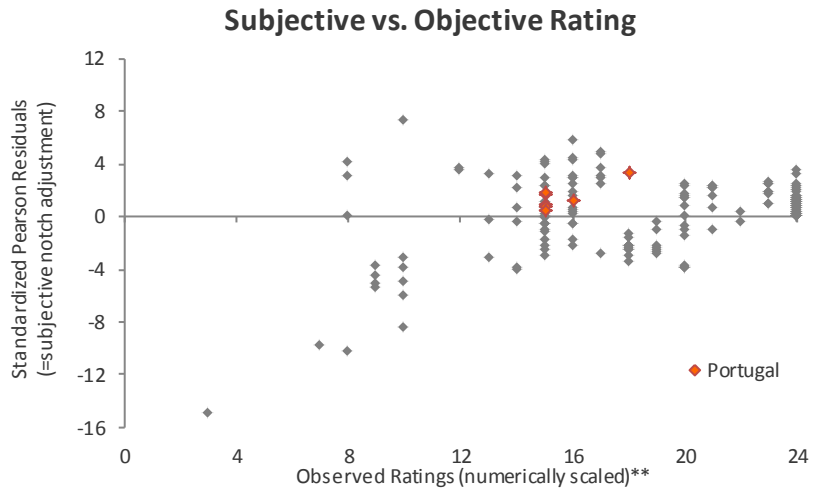
Credit Rating	Minimum score
AAA	12
AA range	18
A range	24
BBB range	30
BB range	36
B range	42
CCC range	48
CC range	54
C range	60

Portugal	
Score	Rating
32,67	**BBB range**

Scorecard Map, Portuguese rating result derived from replicated model)*

- O modelo da DBRS é menos sensível a alterações no ciclo económico e depende sobretudo dos *underlying* fundamentals da economia.
- As categorias de Gestão/Política Fiscal e Dívida/Liquidez são as categorias de risco mais elevadas, ao passo que o Ambiente Político emerge, ironicamente, como o *bracket* que traduz menos preocupação na avaliação da agência de rating.

*the replicated model´s total 43 indicators (qualitative and quantitative) and weightnings are - to the extend possible - following the publicly available DBRS Sovereign Rating Guidelines. To parts, individual thresholds and weightnings are self-selected.



BIG Research

Cenários para ajustamentos futuros no rating da República:

as identified in DBRS Rating Report Oct 2016

Descendente	Ascendente
Deterioração da dínâmica da dívida pública	Melhoria sustentável das finanças públicas
Menor compromisso político/ derrapagem do saldo orçamental	Maior robustez das perspectivas de crescimento económico

*following UniCredit No.21, The Damaging Bias of Sovereign Ratings methodology and applying the quasi-maximum likelihood rating scale model by Studer and Winkelmann, Economic Analysis of Ratings (2016)

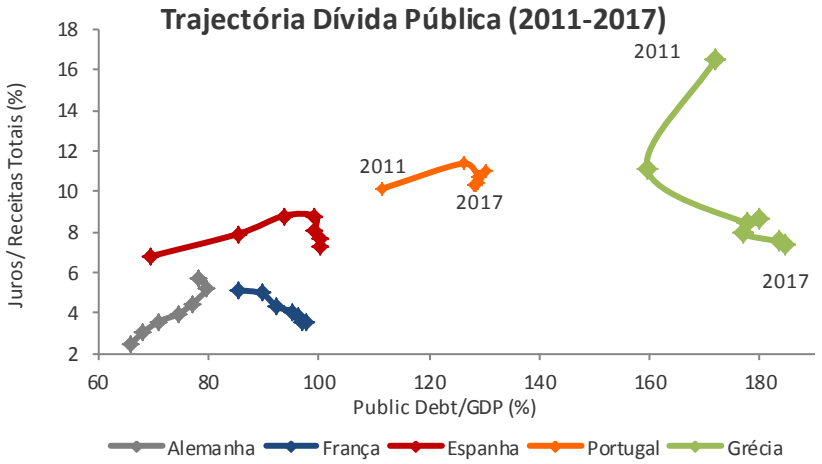
**rating scores from total 37 different countries, converted into numerical scaling from D=1 to AAA=24

- A relativa opacidade dos Modelos das agências de rating, releva a importância deste estudo, ainda para mais tendo em conta a dependência de Portugal na notação '*investment grade*' atribuída pela DBRS.
- Realizámos uma regressão dos ratings soberanos atribuídos pela DBRS com base em 10 variáveis de risco fundamentais (que representam a componente objectiva do rating) e definindo a componente subjectiva como a diferença entre os valores observados e os regredidos .
- O modelo apresenta uma maior preponderância da componente subjectiva no caso português face à média da amostra (ajustamento em alta de 1,46 no caso português vs. +0,22 em média).
- O modelo desenvolvido atribuiu um rating, considerando apenas os factores quantitativos/objectivos de 'BB+' (o que equivale a uma 'pontuação' de 14,3).

Dívida e Liquidez		Peso
Stock Dívida	Dívida Pública bruta (%PIB)	5,00%
Estutura de Vencimento & Activos de Liquidez	Dívida Pública curto prazo (% PIB)	3,33%
	Maturidade média da dívida do sector público (anos)	3,33%
	Requisitos Empréstimos Estado	3,33%
Susceptibilidade a choques de dívida	Análise Susceptibilidade da dívida - alterações no stock de dívida	5,00%
Dívida sector privado	Dívida corporativa não financeira (% PIB)	3,33%
	Dívida privada (% PIB)	3,33%

Overall Indactor weightning within Category *Debt & Liquidity*

- O modelo da DBRS atribui apenas uma ponderação de 5% ao risco de um choque no cenário de sustentabilidade da dívida.
- O actual nível de *spreads* da dívida Portuguesa vs Bunds (370 p.b.) mostra-se idêntico ao observado no período que antecedeu o resgate financeiro ao país em 2011.
- Esta situação e a perspectiva de subida das taxas de juro com o eventual *tapering* do BCE exacerba riscos.



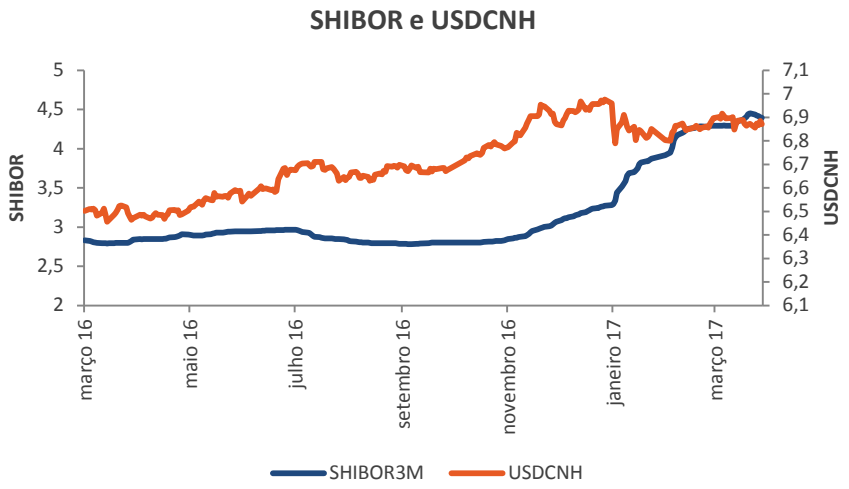
Source: IMF, OECD

<u>OPINIÃO:</u> Na próxima reavaliação da DBRS em 21/Abril, antecipamos que permaneça inalterado o rating concedido de Investment Grade "BBB-" com *outlook* estável!

- A dinâmica da dívida pública Portuguesa permanece, no mínimo, desafiante:

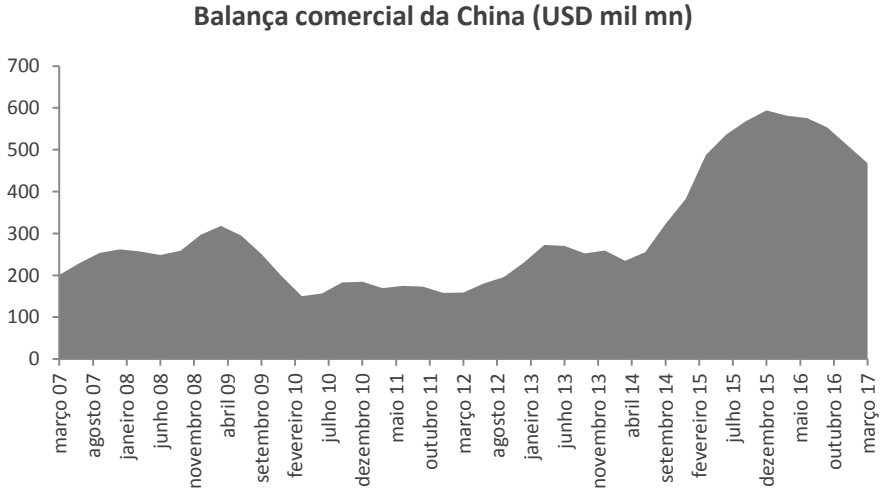
i) Subida de 17 p.p. do rácio dívida pública/PIB desde a eclosão da crise;

ii) Nível de encargos financeiros sobre receitas totais ultrapassa o nível crítico dos 10% (acima da Grécia!).



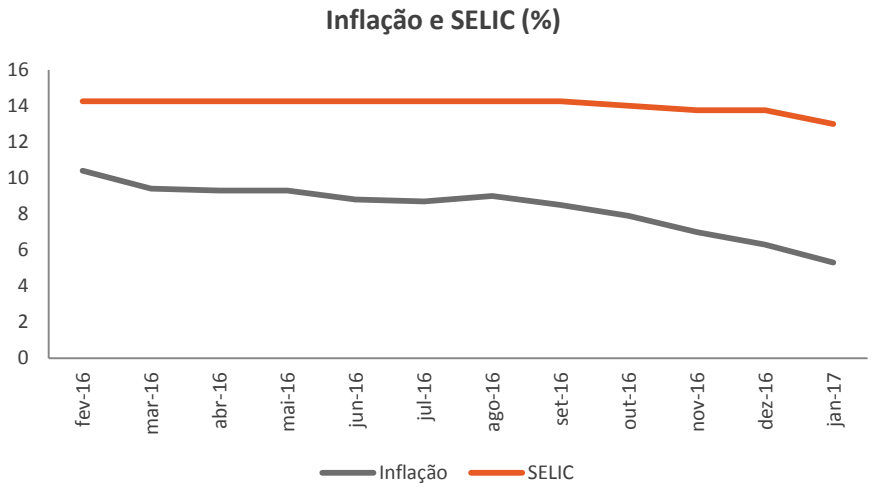
Fonte: Bloomberg

- O último trimestre foi particularmente intenso para o banco central da China (PBoC), que se desdobrou em esforços e medidas diversas para gerir a fuga de capital do país.
- Restrições aos fluxos de capitais, venda de Reservas Internacionais, injecções de liquidez e subida das taxas de juro do mercado interbancário foram algumas destas medidas.
- A fuga de capital tem sido gerida com bastante sucesso, mas não é certo que isto continue a acontecer no futuro.



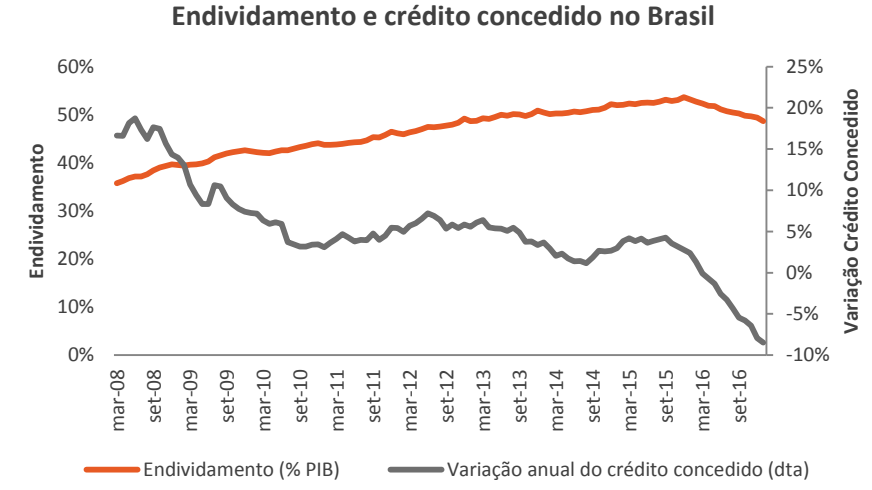
Fonte: Bloomberg

- Um dos factores que mais nos preocupa é que a balança comercial chinesa tem estado a dar sinais de fraqueza ao longo do último ano, mesmo com a desvalorização do *yuan* chinês nesse período.
- O crescimento da economia chinesa tem sido muito suportado pela expansão de crédito. Taxas de juro mais altas podem inviabilizar um modelo de crescimento que já está a dar sinais de fragilidade.



Fonte: Bloomberg

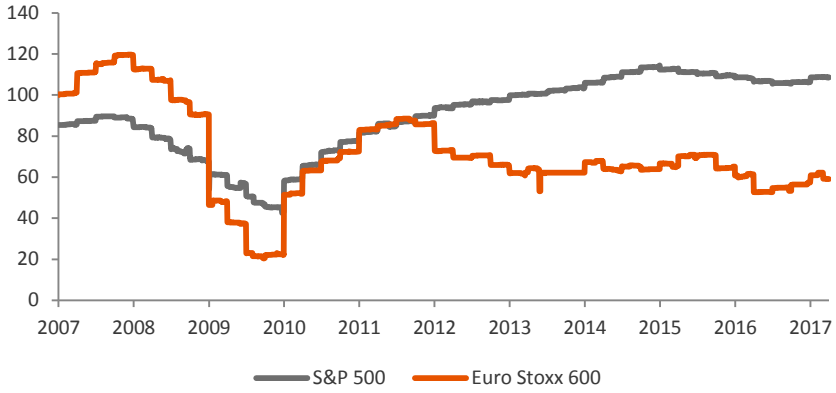
- A economia brasileira está num ponto de inflexão importante, que marca a entrada num novo ciclo económico de longo-prazo.
- A combinação de taxas de juro altas com desaceleração da inflação vão muito provavelmente levar a que o banco central entre no ciclo de descidas de taxas de juro, com o objectivo de estimular a economia.



Fonte: Bloomberg

- A concessão de crédito tem contraído expressivamente ao longo do último, o que tem sido um dos motivos para que a recessão esteja a persistir mais do que o esperado.
- Ao baixar as taxas de juro, que têm muita margem para ser reduzidas, o banco central deverá ser capaz de inverter esta tendência de contracção da concessão de crédito.
- A inversão desta tendência deverá ser o inicio de uma nova expansão económica, onde deveremos assistir a inflação relativamente estável, redução do desemprego e crescimento económico.

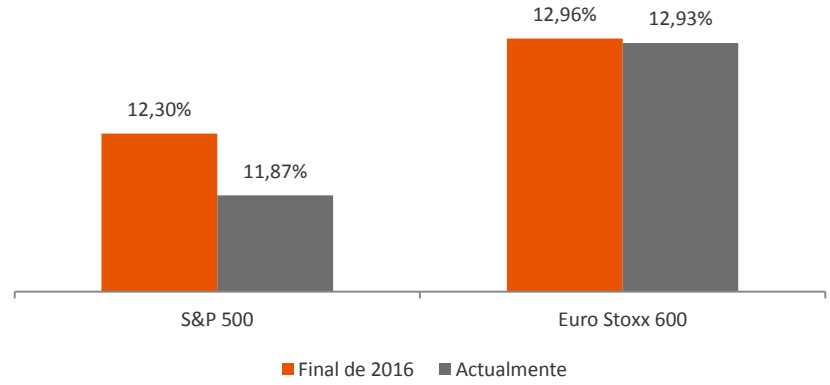
Evolução Lucros (base 100)



Fonte: Bloomberg

- O *rally* dos mercados norte-americanos assenta numa perspectiva de continuação de crescimento dos lucros corporativos devido à conjugação de menor regulação e de reformas fiscais.
- As empresas europeias comparam desfavoravelmente no que respeita à evolução do *bottom line*, sendo que nem a introdução de políticas expansionistas pelo BCE inverteu a tendência.

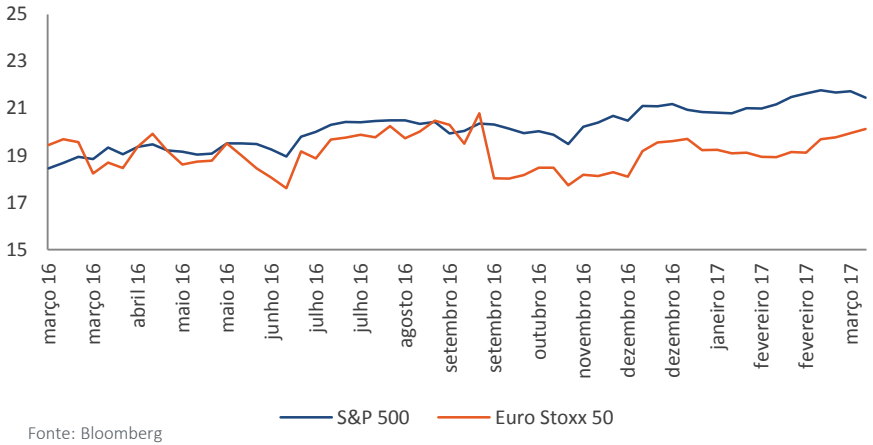
Estimativa Crescimento Lucros (YoY) em 2017



Fonte: Bloomberg

- O mercado incorporava, em finais de 2016, perspectivas altamente positivas relativamente aos lucros em 2017.
- No entanto, o mercado já corrigiu ligeiramente esta percepção, com a revisão em baixa de maior magnitude a ocorrer no bloco norte-americano – quiçá, incorporando expectativas mais deprimidas após os obstáculos enfrentados pela administração Trump na introdução de nova legislação.

PER dos principais índices accionistas

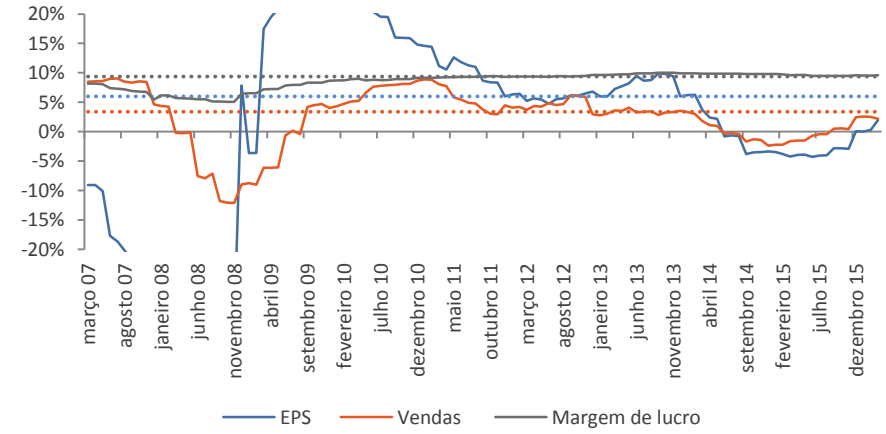


Fonte: Bloomberg

- Os múltiplos de preço dos principais índices accionistas alargaram ligeiramente durante o primeiro trimestre de 2017. Com o PER do S&P 500 a subir dos 20,9x, para os 21,5x e o do Euro Stoxx 50 subiu de 19,7x para 20,1x os lucros.

- Estes múltiplos são claramente altos quando comparados com a média histórica, mas temos que ter em atenção que poucas vezes na história existiram taxas de juro tão baixas, em tantas economias do mundo. As taxas de juro tão baixas são um suporte para as avaliações dos mercados accionistas.

Crescimento a 1 ano das vendas e lucros do S&P 500

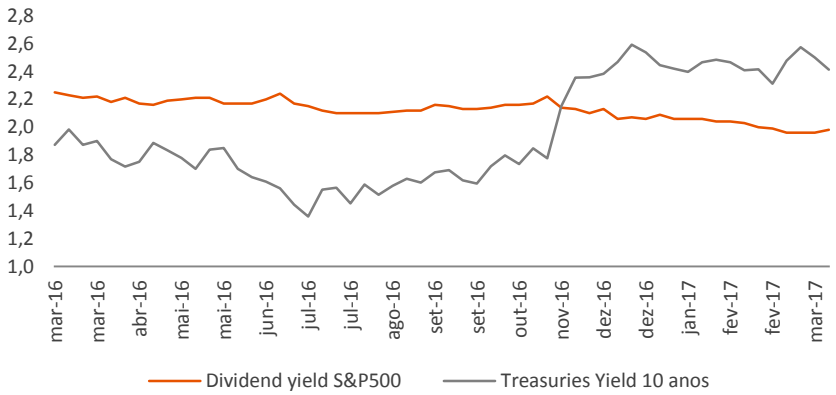


Fonte: Bloomberg

- Em termos de crescimento das receitas e dos lucros do S&P 500, assistimos a uma recuperação para terreno positivo, com as vendas a crescerem 2,2% face ao primeiro trimestre de 2016 e os lucros 2,0%.

- Este nível de crescimento continua aquém do que consideramos ser o ritmo natural de crescimento dos lucros e receitas, entre 5% e 6%. Nesse sentido, acreditamos que os resultados têm margem para melhorar.

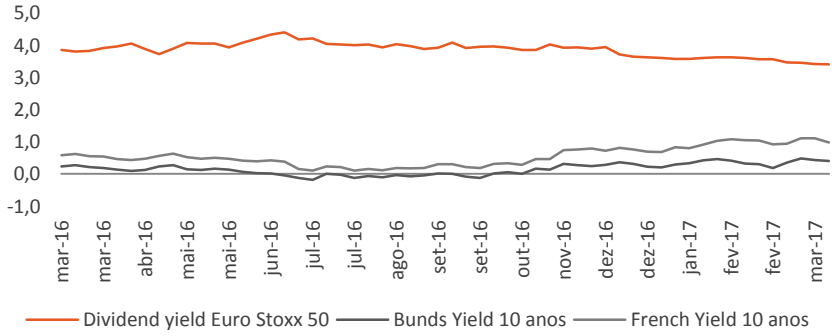
Rendibilidade S&P 500 e obrigações soberanas 10 anos



Fonte: Bloomberg

- Um indicador que reflecte bem o quão baixo são as taxas de juro – promovendo a distorção das avaliações accionistas - é o *dividend yield*.
- Só no final de 2016 é que as *treasuries* a 10 anos voltaram a render mais que o *dividend yield* do S&P 500. Ainda assim, o *spread* entre as duas formas de rendimento ainda é baixo se tivermos em conta que o dividendo cresce no longo-prazo.
- Este é um dos principais factores que do nosso ponto de vista, continua a suportar as avaliações dos índices accionistas.

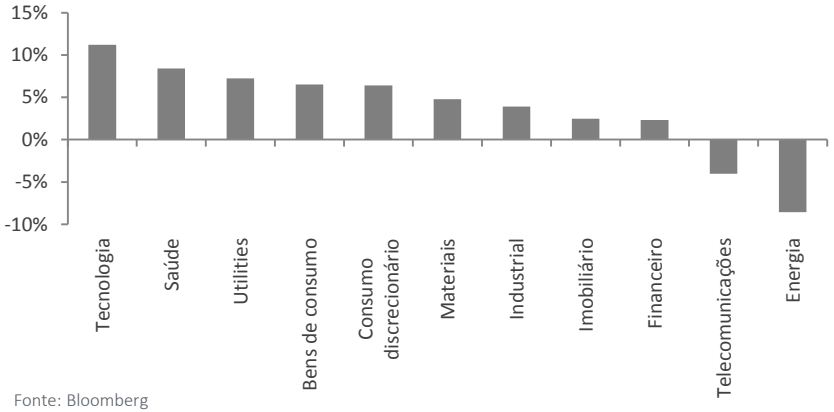
Rendibilidade Euro Stoxx 50 e obrigações soberanas 10 anos (%)



Fonte: Bloomberg

- Na Europa, o diferencial entre a rentabilidade das taxas de juro e a do *dividend yield* do Euro Stoxx 50 é ainda mais gritante.
- Apesar disso, no primeiro trimestre de 2017, já assistimos a uma compressão significativa deste *spread*.

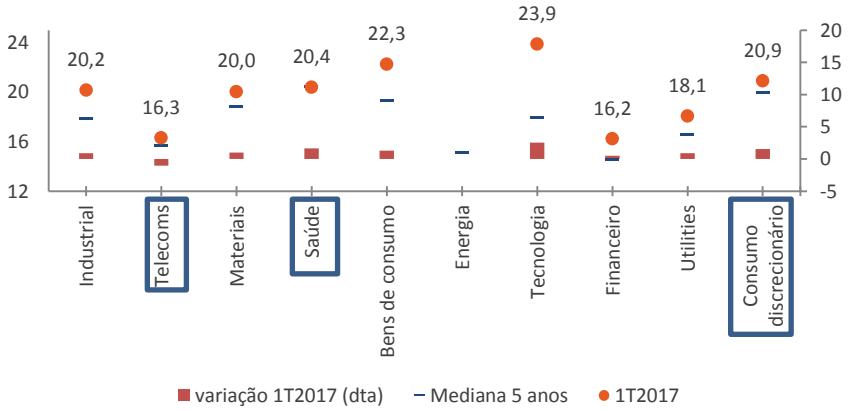
Retorno por sector de actividade nos EUA (1T2017)



Fonte: Bloomberg

- Nos EUA, o sector tecnológico foi o que mais subiu no trimestre, em parte ajudado pela continuação do crescimento das receitas e lucros acima do normal, mas também ajudado por um ligeiro encarecimento do sector em termos de múltiplos de preço.
- O sector da energia foi o que mais caiu, continuando a sofrer com a queda dos lucros. A avaliação do sector em termos de múltiplo manteve-se estável no trimestre.

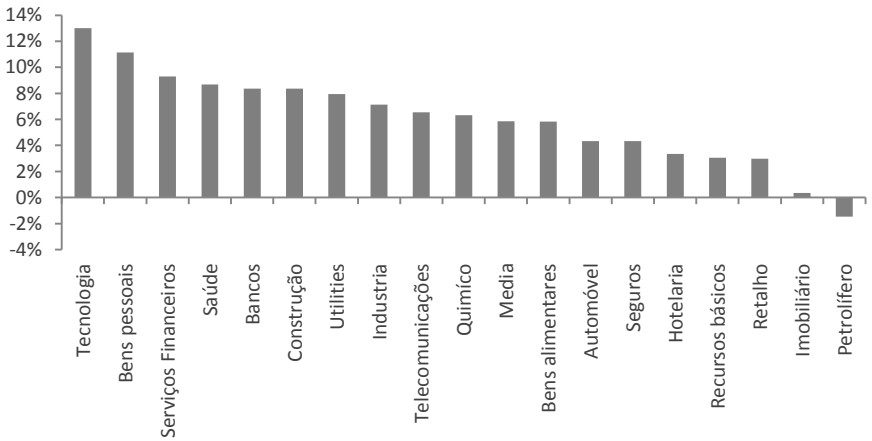
PER por sector de actividade



Fonte: Bloomberg

- Em comparação com o histórico de múltiplos, a maior parte dos sectores encontram-se acima do seu nível médio dos últimos 5 anos, o que consideramos normal devido ao nível de taxas de juro actual.
- O sector de telecomunicações, de saúde e do consumo discricionário são os que se encontram mais em linha com a sua média histórica, podendo representar boas oportunidades de investimento.

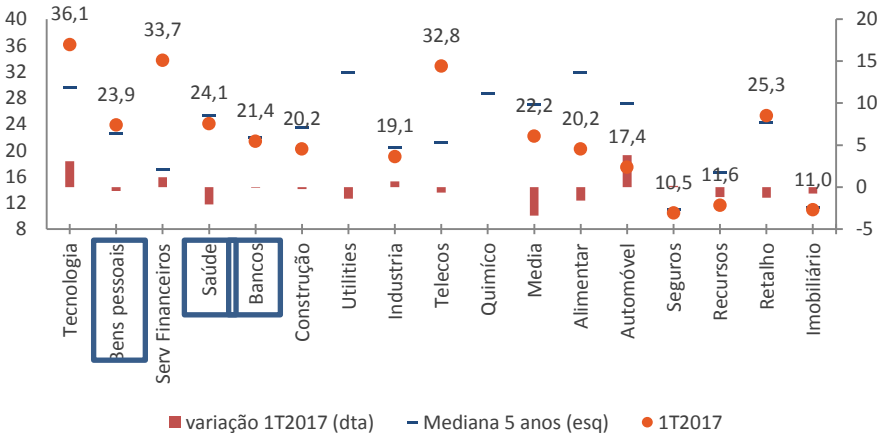
Retorno por sector de actividade na Europa (1T2017)



Fonte: Bloomberg

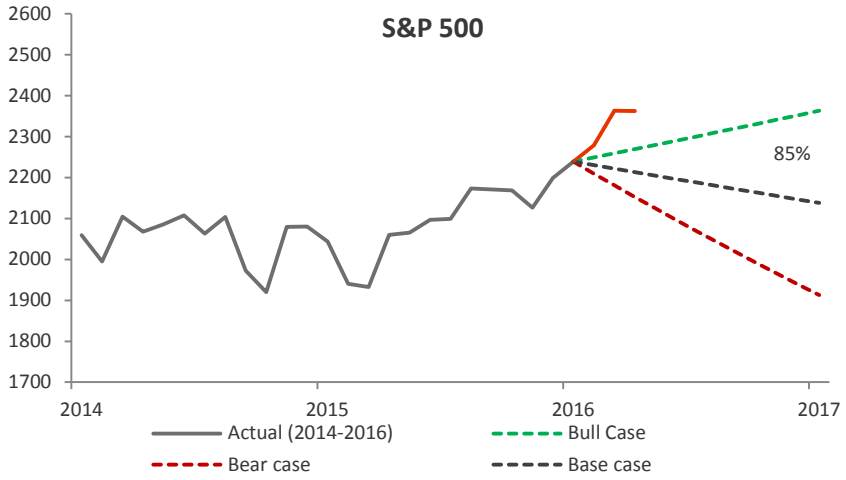
- Na Europa assistimos a uma evolução sectorial idêntica à norte-americana. O sector tecnológico foi o que mais subiu, impulsionado por uma expansão dos múltiplos motivada por revisões em alta das projecções de crescimento para 2017YE.
- Enquanto o sector petrolífero foi o que mais caiu, sofrendo da mesma maneira que o sector da energia norte-americano.

PER por sector de actividade europeu



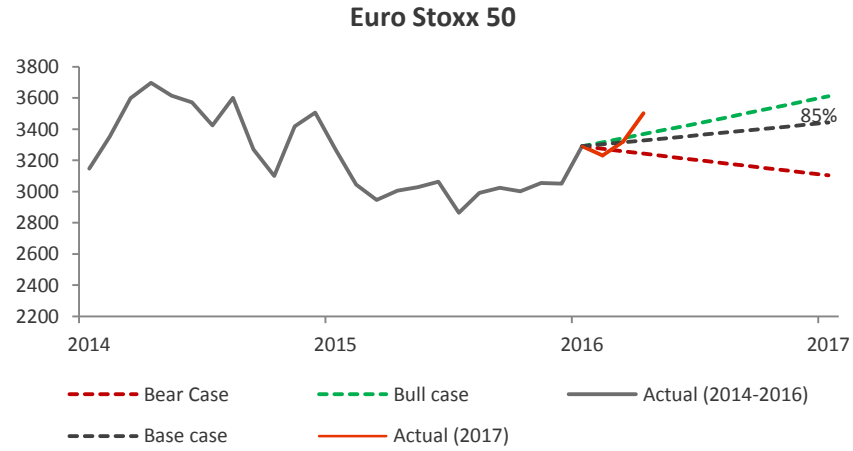
Fonte: Bloomberg

- Na Europa, o perfil dos múltiplos dos vários sectores difere muito do norte-americano.
- Existem vários sectores que transaccionam com múltiplos de preço abaixo da sua média histórica, mas não quer dizer que sejam oportunidades claras de investimento. A subvalorização destes sectores é na sua generalidade justificada por factores negativos específicos aos sectores.
- O sector de bens pessoais e o sector da banca são os que podem eventualmente representar boas oportunidades de investimento.



Fonte: Bloomberg

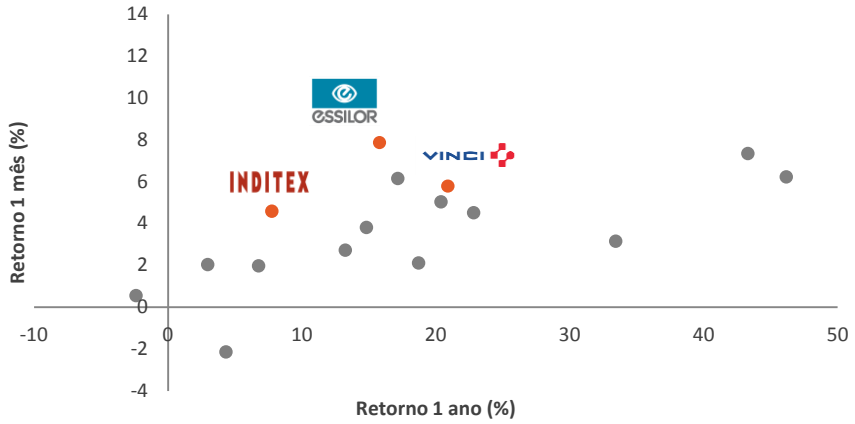
- Os mercados observaram um desempenho estelar no primeiro trimestre de 2017, quer no bloco norte-americano, quer no europeu.
- De facto, em ambos os casos os índices negoceiam em valores superiores aos projectados no cenário mais *bullish*.



Fonte: Bloomberg

- Ainda assim, e considerando os riscos que se avizinham : i) eleições em França, Alemanha; ii) testes à administração Trump; iii) negociações do Brexit – mantemos inalterados os cenários inicialmente desenhados.
- Caso estes riscos sejam ultrapassados com sucesso, o replicar do nosso cenário *bull* pelos índices poderá ser ultrapassado.

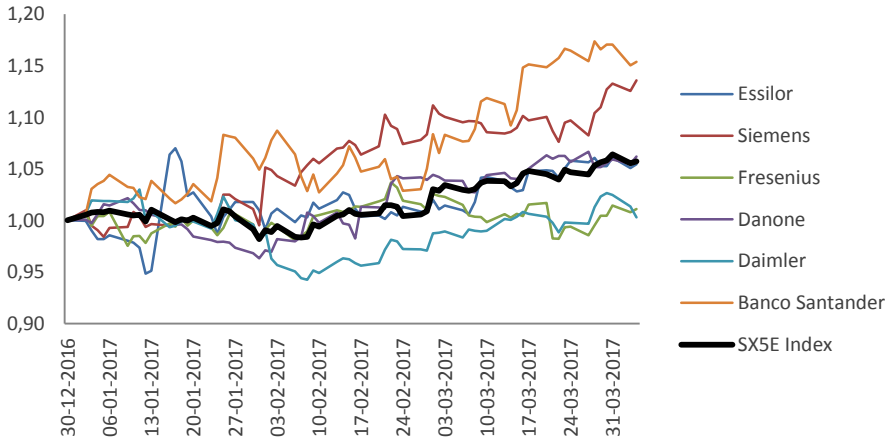
Enquadramento técnico de acções seleccionadas



Fonte: Bloomberg

- Dentro do universo de acções seleccionadas pelo Research BiG que consideramos serem bons investimentos de longo-prazo, filtrámos os seguintes títulos com base em critérios de análise técnica que nos ajudam a determinar se representam uma boa oportunidade de curto-prazo.
- Picks: Essilor; Vinci; Inditex

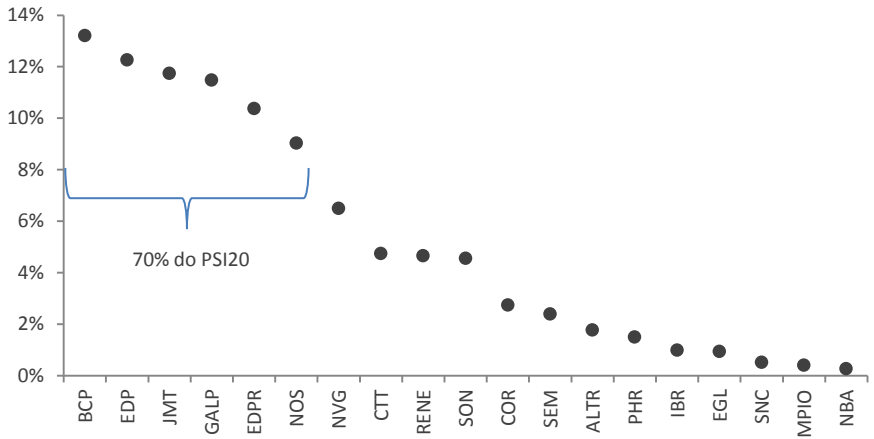
Desempenho picks Outlook 2017



Fonte: Bloomberg

- Até à data, dos picks divulgados no Outlook 2017, só a Daimler e a Fresenius é que estão com retornos abaixo do mercado, sendo que as restantes se encontram em linha ou bem acima do retorno de mercado.
- Euro Stoxx 50 (+5,7%); Banco Santander (+15,4%); Siemens (+13,6%); Danone (+6,1%); Essilor (+5,4%); Daimler (+0,3%); Fresenius (+1,09%)

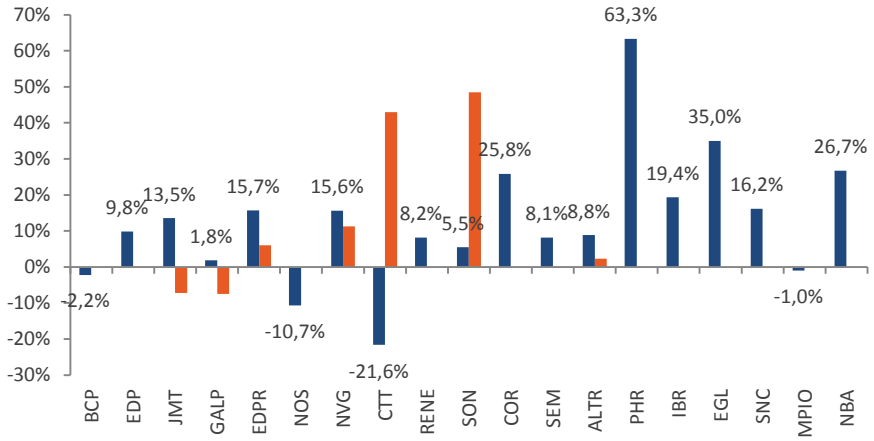
Peso dos constituintes do PSI20



Fonte: Bloomberg

- Uma das grandes mudanças da constituição do PSI20 durante o último trimestre foi o aumento do peso do BCP para mais de 12%. O aumento de capital do banco permitiu que a sua capitalização bolsista subisse significativamente, o que levou ao aumento do seu peso no índice.
- De notar que os 6 principais constituintes do PSI20 representam quase 70% do principal índice nacional.

Retorno YTD e *upside/downside* dos preços-alvo BiG



Fonte: Bloomberg

- O último trimestre foi particularmente positivo para o PSI20, mas não quer isto dizer que existe mais confiança por parte dos investidores estrangeiros no país.
- A maior parte das valorizações deveram-se a histórias específicas a cada acção (PHR, EDP, EDPR, IBR,NBA). De referir o caso do BCP, que apesar de ter subido muito nos últimos dois meses, no final de 2016 ainda não tinha avançado com o aumento de capital. Em relação a essa data, o título encontra-se pouco alterado.
- Dos títulos cobertos pelo Research BiG, atribuímos um *upside* atractivo à Sonae SGPS e aos CTT.

Equity		
GEOGRAFIAS	EUA	→
	Europa	↗
	Portugal	→
	Emergentes	→

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

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

** Downgrade; * Upgrade

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

** Downgrade; * Upgrade

Top Picks		
Consumo	Inditex	↑
Health Care	Essilor	↑
Industrial	Vinci	↑
Banca	Santander	↑

Top Picks - Portugal		
Postais	CTT	↑
Retalho	Sonae	↑

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

DISCLAIMER

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes consideradas de confiança. O BiG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui é constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. Alterações nas taxas de câmbio de investimentos não denominados na moeda local do investidor poderão gerar um efeito adverso no seu valor, preço ou rendimento. Este documento não foi preparado com nenhum objectivo específico de investimento. Na sua elaboração, não foram consideradas necessidades específicas de nenhuma pessoa ou entidade. O BiG, ou seus colaboradores, poderão deter, a qualquer momento, uma posição, sujeita a alterações, em quaisquer dos títulos referenciados nesta nota. O BiG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

BiG BANCO DE INVESTIMENTO GLOBAL