BiG BANCO DE INVESTIMENTO GLOBAL

Outlook

2º TRIMESTRE

BiG RESEARCH :

JOÃO LAMPREIA (HEAD)

ANNIKA HOFMANN

DIANA OLIVEIRA, CFA

JOÃO SÀÁGUA

JOÃO CALADO

BiG BANCO DE INVESTIMENTO GLOBAL

1. **ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO**
1.1 Global

2. **EUA**
2.1 Enquadramento Macro
2.2 Política Monetária
2.3 Guerra Comercial

3. **EUROPA**
3.1 Outlook Macro e Monetário
3.2 Integração Política
3.3 Brexit

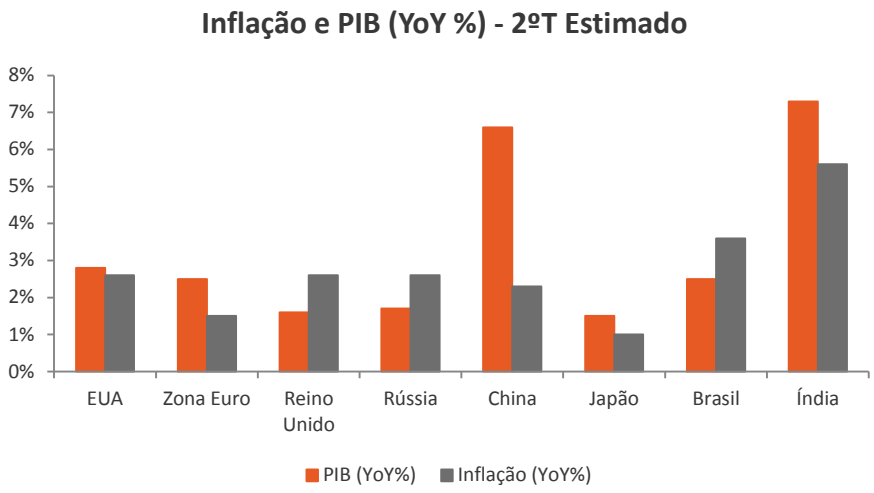
4. **EMERGENTES**
4.1 Enquadramento Macro
4.2 Política Monetária vs Perspectivas BiG

5. **MERCADO DE DÍVIDA**
5.1 Core
5.2 Periferia Europa
5.3 Periferia vs Emergentes – Valor Relativo
5.4 Corporate – Flows de ETFs
5.5 Corporate – EUA vs Europa

6. **MERCADO ACCIONISTA**
6.1 Análise ERP
6.2 Avaliação
6.3 Análise de Resultados
6.4 Sectores Europa
6.5 Projecção

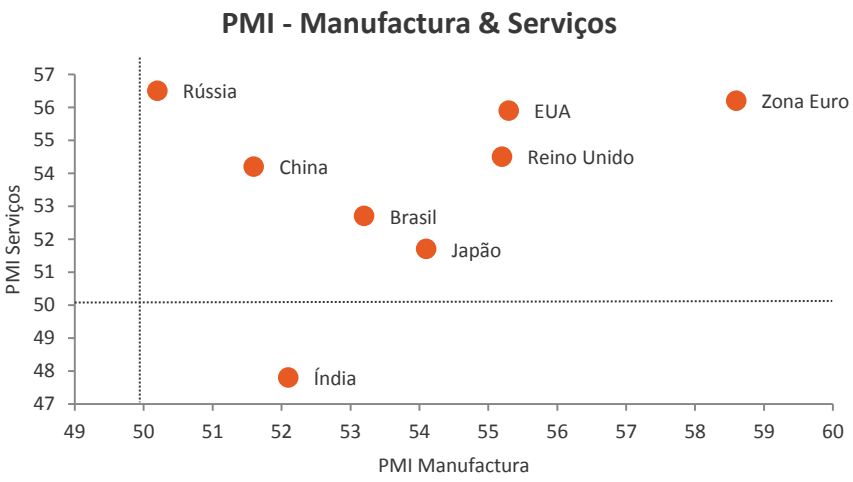
7. **OUTRAS CLASSES DE ACTIVOS**
7.1 Commodities
7.2 EURUSD

8. **SÍNTESE POSICIONAMENTO**



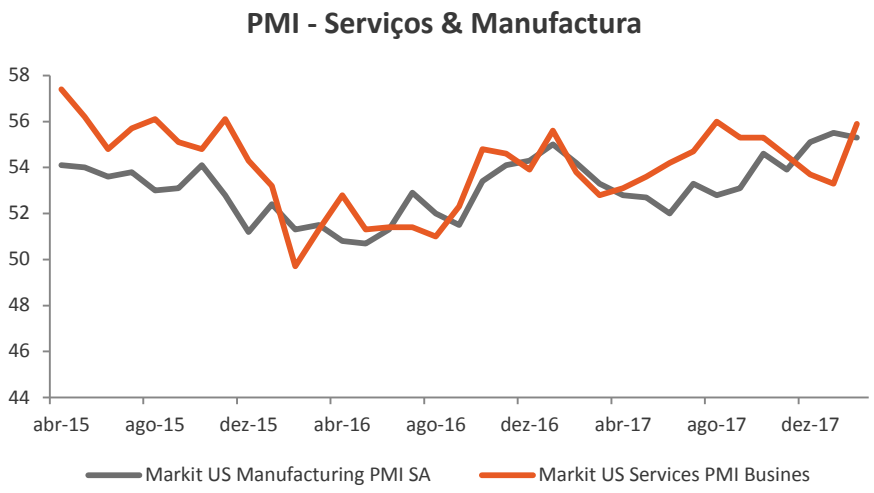
Fonte: Bloomberg

- O actual enquadramento macroeconómico global apresenta-se positivo, com crescimentos do PIB sólidos, liderados pelas economias emergentes.
- No bloco desenvolvido, observa-se um pick-up na inflação, encontrando-se apenas aquém do objectivo de 2% nas economias do Japão e Zona Euro.
- Este cenário de reflação moderado poderá ser ameaçado pelo incrementar das tensões comerciais.



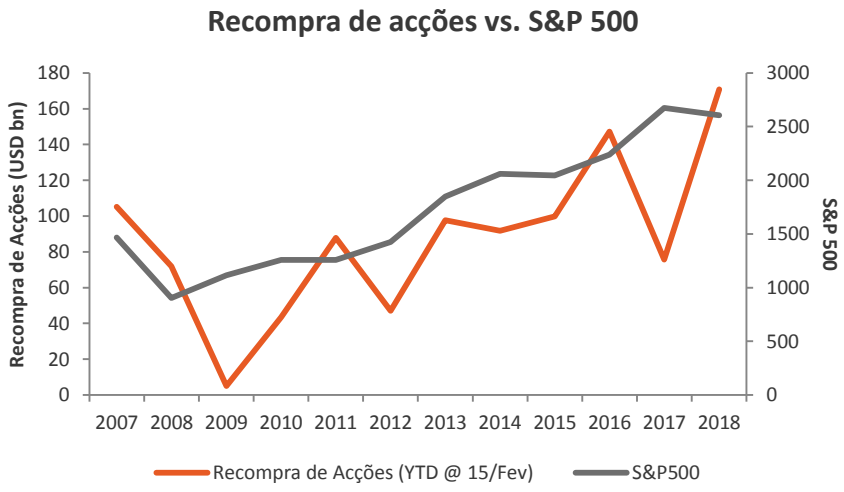
Fonte: Bloomberg

- Os indicadores macroeconómicos apontam para um continuar da evolução positiva da economia global.
- De facto, e considerando os principais blocos económicos, apenas a Índia apresenta uma contracção no sector de serviços, com a Zona Euro a cristalizar a maior expansão em ambos os sectores de manufactura e serviços.
- O cenário de reflação moderado poderá ser ameaçado pelo incrementar das tensões comerciais.



Fonte: Bloomberg

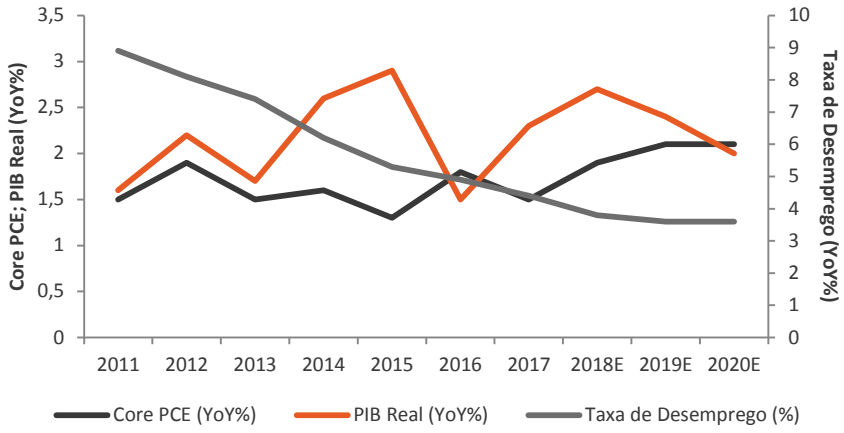
- A economia norte-americana encontra-se num *sweet spot* - crescimento sólido, acompanhado por um pick-up moderado da inflação e um mercado laboral em pleno emprego …
- … com um factor adicional que retarda a desaceleração económica típica do final de ciclo – a reforma fiscal da adminstração Trump -, que levou o FMI a rever em alta as expectativas para a economia norte-americana para os próximos anos.



Fonte: Birinyi Associates; Bloomberg

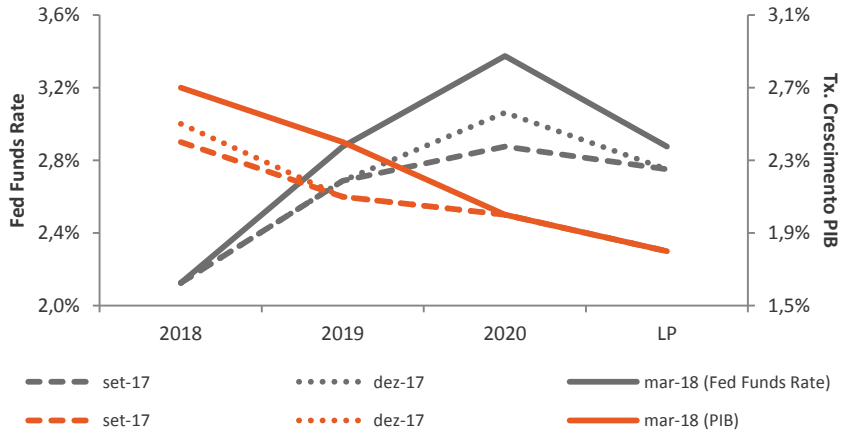
- Os efeitos da reforma fiscal da administração Trump já se reflectem nos mercados, com várias empresas a anunciarem novos programas de recompra de acções – considerando os últimos 11 anos, os novos anúncios de *share buybacks* (até 15 de Fevereiro de cada ano), atingiram um novo máximo de USD 170,8 mil mi em 2018.
- O efeito na economia real também ocorre – para além de recompra de acções, as empresas anunciaram bónus para os seus colaboradores – impulsionando consequentemente o consumo, que representa o maior *driver* da economia dos Estados Unidos.

PIB vs. Core PCE vs. Tx. Desemprego



Fonte: Bloomberg

Projecções FED - Tx. Juro & PIB



Fonte: Federal Reserve; Bloomberg

- Este *sweet spot* levou a alguns receios que um sobreaquecimento da economia despolete um crescimento rápido da inflação para valores excessivamente superiores ao objectivo de 2% do Fed, resultando num ritmo de subidas de taxas mais rápido do que o esperado actualmente.

- Estes receios representam ainda um risco moderado quando é avaliada a tendência estável do *core* PCE (o proxy de inflação do Fed).

- Assistiu-se a um incremento da volatilidade no mercado accionista, impulsionada pela tendência ascendente das *yields* soberanas (EUA) - incorporando expectativas de inflação mais elevadas.

- Devido a este enquadramento macro positivo, a FED ajustou a projecção de normalização monetária nos próximos anos, incrementando o ritmo de aumento de taxas de juro.

- A possibilidade de um acelerar do ritmo já este ano não é negligenciável, com o *dot plot* da última reunião a indicar que basta um dos governadores rever em alta as suas estimativas de aumento de taxas, ceteris paribus, para o *dot plot* apresentar 4 subidas em 2018 (ao invés das 3 actuais).

2.3 EUA – GUERRAS COMERCIAL: TIMELINE

Smoot-Hawley Tariff Act (1930-1934)

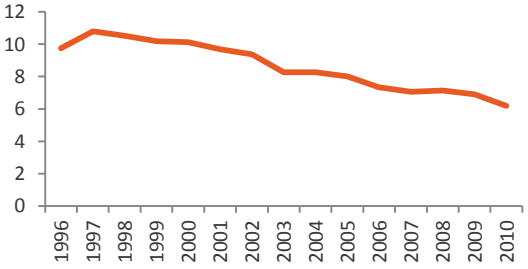
- Tarifas impostas pelos EUA em 20000 produtos
- Exportações dos EUA caíram 31% devido a retaliação dos parceiros comerciais
- Um dos exacerbadores para a Grande Recessão

Chicken Wars (1960s)

- Alemanha e França colocaram tarifas em galinhas americanas, com os EUA a retaliar com tarifas em bens europeus.

Criação da WTO (1995)

Evolução Tarifas Mundiais

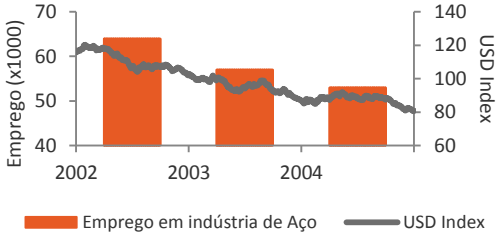


Fonte: World Bank

Tarifas em Produtos de Aço (2002-2003)

- Tarifas até 30% em produtos de aço.
- WTO aprovou USD 2 mil mi de medidas de retaliação após queixa da U.E.

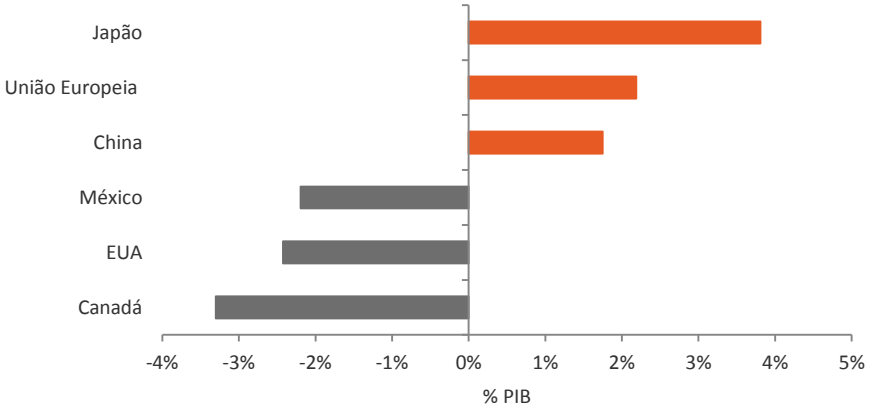
Tarifas - Emprego e USD



Fonte: Bloomberg, FRED

Tarifas Trump (Paneis Solares, Máquinas de lavar, Aço e Alumínio)

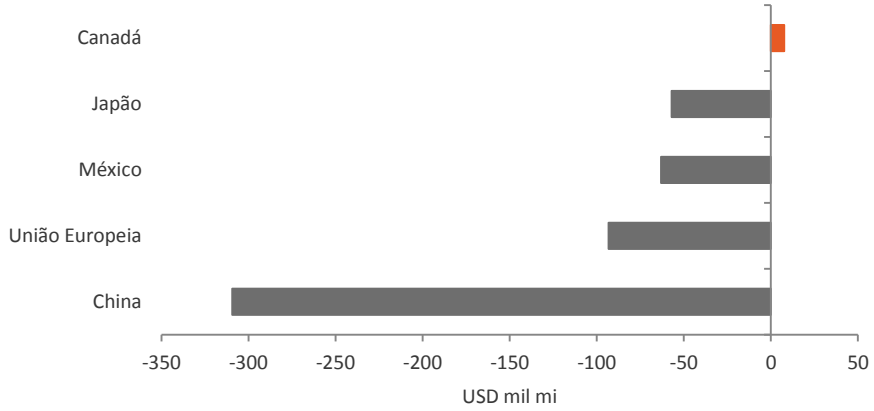
Balança Corrente em % PIB



Fonte: FMI World Economic Outlook Oct. 2017

- As atenções da administração Trump, na jornada do 'Make America Great Again', tresladaram para as relações comerciais, com o objectivo de reduzir o défice da balança comercial do país – o maior no mundo considerando valores absolutos.
- Este défice comercial, quando ponderado pelo PIB, apresenta uma magnitude menos expressiva, e congruente com a sua economia mais assente no consumo interno, vis-à-vis economias mais exportadoras como a Europa e o Japão.

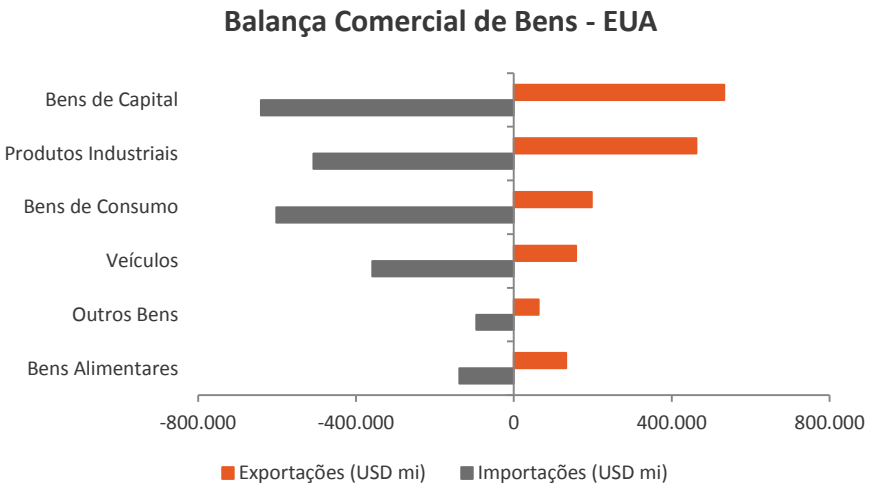
Balança Comercial EUA vs. Parceiros Comerciais



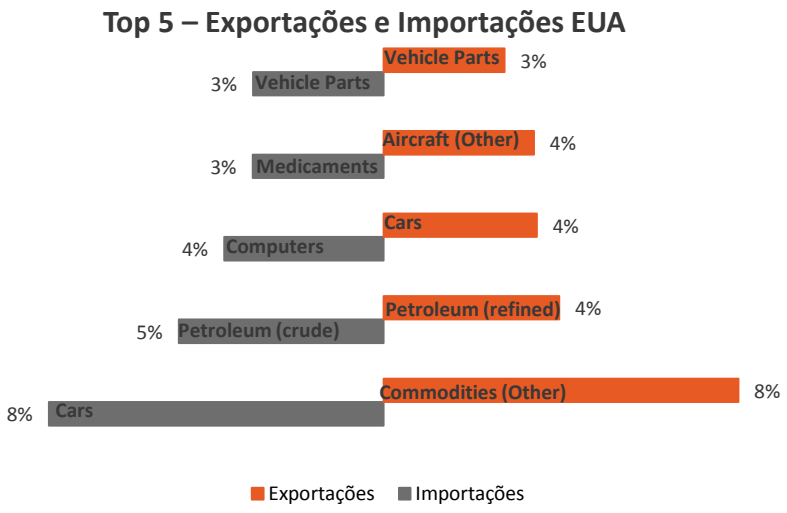
Fonte: US Bureau of Economic Analysis

- Não obstante um défice comercial ser negativo para um país, pois acarreta a necessidade de financiamento deste, não é correcto culpar, *per si*, este pelo declínio de certas industrias nos EUA.
- A magnitude do défice de balança comercial dos EUA face à China justifica a retórica mais agressiva da Casa Branca junto do parceiro asiático.
- Apesar da gradual liberalização da economia chinesa, a balança continua desequilibrada no que refere aos termos de troca entre o Ocidente e o Oriente (a favor do último).

2.3 EUA – GUERRA COMERCIAL



Fonte: US Bureau of Economic Analysis



Fonte: Atlas of Economic Complexity

- Os avanços pós II Guerra Mundial de abertura de fronteiras para o comércio levaram a grandes desenvolvimentos neste.
- Actualmente, os vários produtos comercializados, ainda que identificados como sendo produzidos em apenas um país, tipicamente agregam componentes desenvolvidos em vários países.
- O iPhone é um exemplo claro deste efeito – ainda que 'Made in China' – agrega componentes da Coreia do Sul, Alemanha, EUA, entre outros, com o input da China a representar apenas 11%[1] do custo deste.

[1] De acordo com Trade In Value-added: Concepts, Methodologies And Challenges (Joint OECD-WTO Note)

- Assim, é possível compreender porque os países podem ter posições importantes como importadores e exportadores da mesma classe de activos - por exemplo, veículos e os seus componentes estão no top 5 de ambos os componentes da balança comercial dos EUA.
- A lição final a retirar, ignorando a retórica dogmática que caracteriza as actuais tensões comerciais, é que o comércio internacional é positivo para a economia mundial. Os esforços devem centrar-se em garantir o equilíbrio nos termos de troca entre os parceiros, de forma a caminhar para um comércio cada vez mais igualitário e sem custos, não em criar obstáculos para este objectivo.

2.3 EUA – GUERRA COMERCIAL

Tech – Retaliação à vista?!

- A EU encontra-se a desenvolver um imposto sobre as empresas tecnológicas: as empresas pagam um imposto de 3% nas receitas geradas em países da União Europeia, com o valor sendo devido ao país em que esta receita é gerada (e não no país europeu em que a empresa está sediada). O imposto será aplicado a empresas com receitas consolidadas acima de EUR 750 mi e com receitas digitais taxáveis na EU acima de EUR 50 mi, sendo esperado que gere EUR 5 mil mi de receitas por ano.
- Ainda que não sendo exclusivo a tech norte-americana, o imposto afectará mais esta – devido em grande parte à dominância que esta apresenta na esfera global. Assim, este imposto é identificado como uma potencial 'arma de retaliação' perante as ameaças comerciais da administração Trump.
- Contudo, a necessidade de aprovação unânime dos membros da UE – um feito por si só – reduz a possibilidade deste avançar.

Indústria automóvel europeia – Atingir onde mais magoa

- Perante uma escalada de tensões comerciais segundo a lógica "tit-for-tat", a indústria automóvel – que representa aproximadamente 16% das exportações da UE para os EUA – constitui um alvo estratégico para Trump num contexto de renegociação de acordos.
- Uma redução da discrepância entre as taxas alfandegárias aplicadas às importações bilaterais de veículos (EUA: 3,1% vs. UE: 6,2%) por via do aumento das taxas aplicadas à União Europeia, poderia prejudicar materialmente a UE, especialmente a Alemanha – o maior exportador de carros a nível mundial, com uma quota de mercado de 21,8%.

Exportações de automóveis (2016)	Alemanha	França	Itália	Espanha
Peso no total de exportações para EUA	30,3%	18,6%	20,3%	11,0%
Peso no PIB do país de origem	1,0%	0,3%	0,4%	0,1%

Fonte: BiG Research; WITS; Trading Economics;

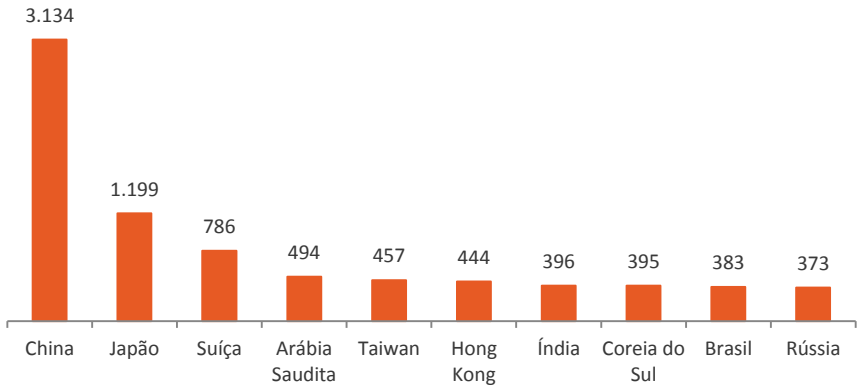
Industriais – Exemplo dos efeitos nefastos de tensões comerciais

- **Boeing -** A empresa de aviação americana, está presente na China e espera que este mercado duplique nas próximas duas décadas. Devido ao crescimento populacional e com o aumento do poder de compra da classe média, a Boeing previa um aumento do tráfego aéreo e consequentemente, USD 1,1 bn de gasto em 7.200 novos aviões. As sanções da administração Trump à China poderão provocar retaliação e ter um impacto significativo nas vendas de aviões da Boeing (empresa Americana) na China. A acção reagiu negativamente caindo cerca de 12% desde final de Fevereiro, altura em que foram anunciadas tarifas a importações de aço e alumínio nos EUA.
- **Caterpillar -** A China tem feito grandes investimentos em infraestruturas e está neste momento a construir a nova rota da seda que irá ligar por terra a China à Europa. A Caterpillar, empresa americana de máquinas de construção espera aumentar as suas vendas na região. No entanto se as tensões de guerra comercial aumentarem é provável que a China opte por contratar outras empresas locais como a Sany Heavy Industry ou a Komatsu no Japão . A empresa desvalorizou 12% desde final de Fevereiro.

Sector financeiro norte-americano – Um abrigo efémero perante guerras comerciais

- As possíveis retaliações às taxas alfandegárias impostas por Trump deverão incidir sobretudo sobre bens, prevendo-se que o impacto nos serviços, particularmente financeiros – principais propulsores dos fluxos de capital a nível mundial – seja limitado.
- (+) Um cenário de escalada de tensões comerciais poderá conferir estímulos inflacionista à economia norte-americana e/ou exacerbar a fraqueza do USD. Por sua vez, estes dois factores poderão acelerar a normalização de política monetária por parte da Fed, antevendo-se assim que, num primeiro momento, as instituições financeiras norte-americanas consigam expandir a sua margem financeira.
- (–) A médio/longo prazo, as guerras comerciais e as suas consequências afectam negativamente o crescimento, podendo antecipar a próxima recessão – um contexto naturalmente prejudicial para um sector cíclico como o financeiro.

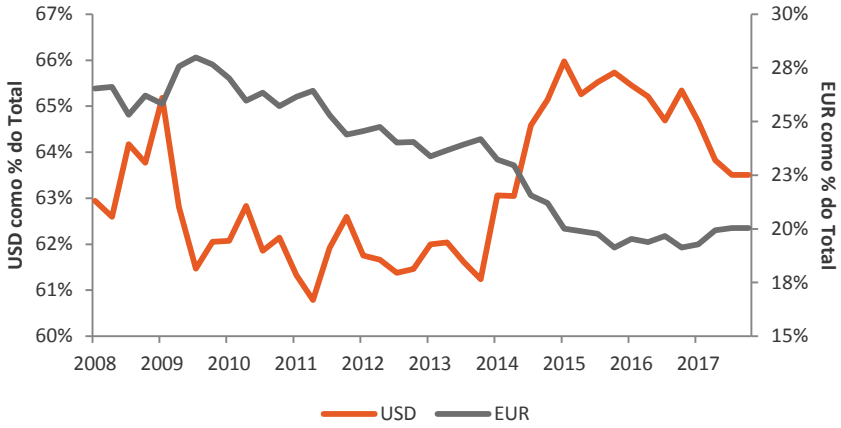
Principais Reservas Estrangeiras (USD mil mi em activos)



Fonte: Bloomberg

- Para além dos riscos associados ao mercado accionista, outros activos também poderão ser penalizados num evento de uma guerra comercial, dado a construção de reservas estrangeiras em dívida soberana dos EUA por vários países.
- Assim, caso os países afectados pelas tensões comerciais decidam avançar com uma retaliação mais agressiva, esta pode incluir a venda de *treasuries*.
- A China, o principal alvo da retórica de Trump, poderá claramente retaliar desta forma, devido à posição dominante como detentor de dívida norte-americana.

% de Reservas Estrangeiras em USD e EUR



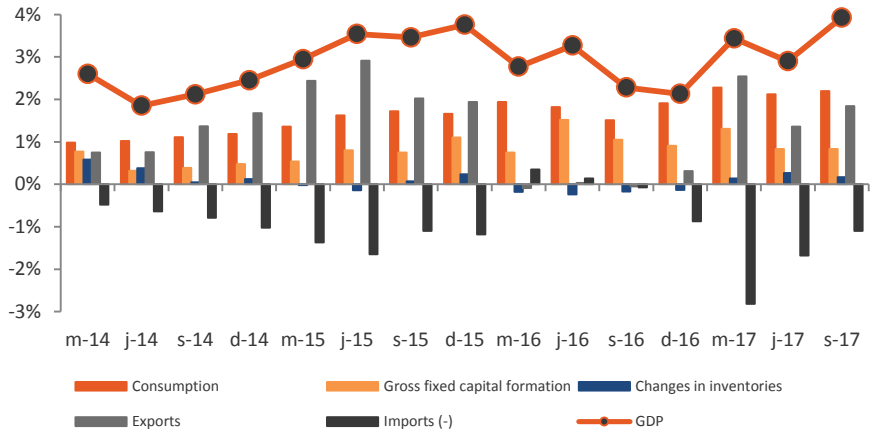
Fonte: Bloomberg

- No evento de um *sell-off* de *treasuries*, o USD (moeda em que estas são denominadas) também será consequentemente negativamente afectado.
- Esta situação poderá gerar uma oportunidade positiva para o Euro de 'ganhar terreno' como câmbio de reserva, o qual se mantém a níveis historicamente baixos na última década (~20% das reservas totais), o que poderá sustentar a continuação ascendente do EUR face ao dólar.

		EQUITY		FIXED INCOME (PREÇO)	FOREX
					$
No Retaliation Probabilidade @ 10%		↑	↑	↑	↑
US-CHINA TRADE WAR	***Moderada*** *Probabilidade @ 60%*	↘	↘	→	↘
	Agressiva *Probabilidade @ 30%*	↓	↓	↘	↓
Global Trade War Probabilidade @ 0%		↓	↓	↓	↓

Fonte: BiG Research

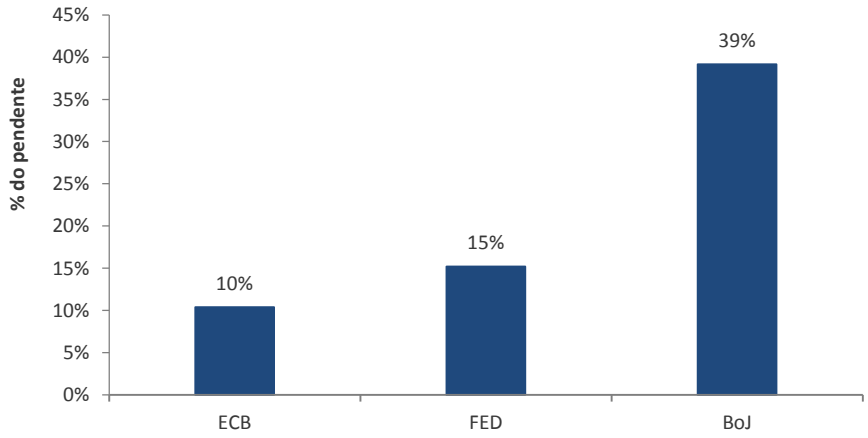
PIB - Contribuição Componentes (YoY %)



Fonte: Bloomberg

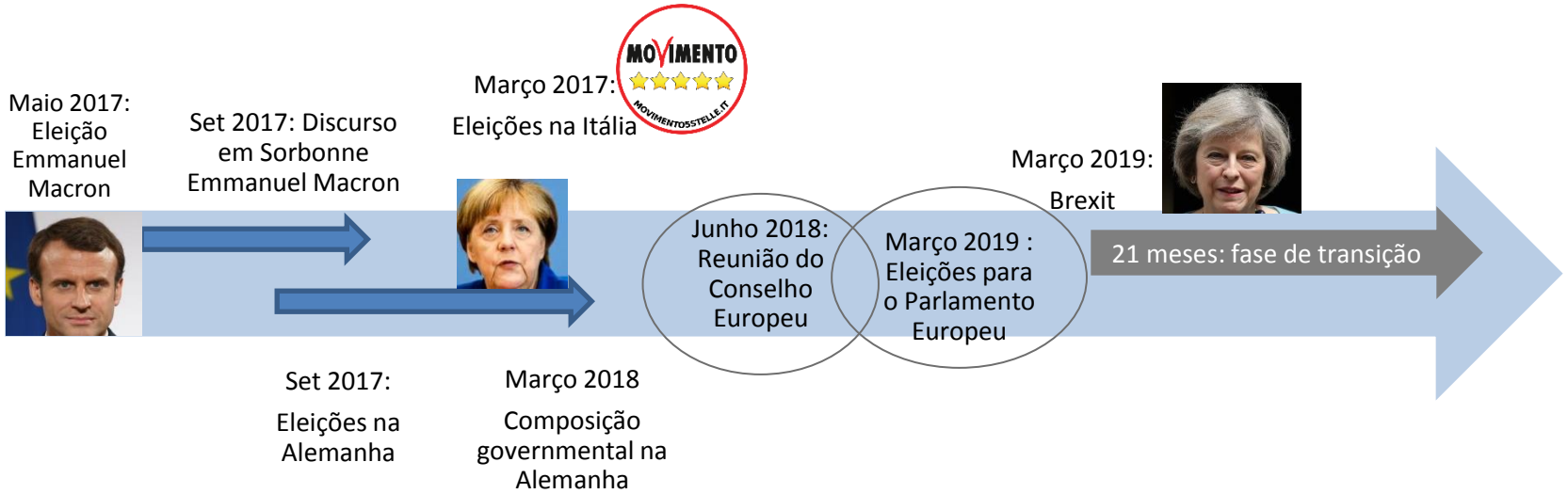
- O boom económico na Zona Euro nos últimos dois anos está assente na contribuição positiva do consumo e exportações.
- Este desenvolvimento ao nível do consumo cristaliza o efeito positivo da política de expansão monetária na economia – maior concessão de crédito estimula o consumo.
- Contudo, o 2º vector da maior concessão de crédito – um crescimento no investimento – não é tão palpável, demonstrando assim algum insucesso da política monetária do BCE junto de um vector essencial para um crescimento económico mais sustentável.

% Dívida Soberana em Balanço



Fonte: Bloomberg, FRED; ECB; BOJ, Reuters, BiG Research

- Actualmente, projectamos que os bancos centrais dos EUA, Zona Euro e Japão, detenham entre 10% e 39% da dívida soberana dos respectivos países/blocos.
- Assim, consideramos que o potencial da perturbação do mercado (medido em parte pelas obrigações soberanas detidas pelos bancos centrais) está mais expresso no mercado da dívida soberana japonesa, à medida que observamos uma redução de balanço por estes no médio/longo prazo.



Pontos de discussão	Avaliação
Conclusão da união bancária • Sistema de garantia dos depósitos comum para a Zona Euro • Enquadramento para a reestruturação da dívida previsível	Com lições apreendidas no decurso da crise europeia, os líderes estão conscientes da urgência de implementar mudanças estruturais para preparar o sector financeiro para ciclos menos favoraveis. Alemanha deverá continuar a recusar medidas na direcção para uma união de transferências – apesar do novo ministro das finanças social-democrata.
Ministro das Finanças próprio para Zona Euro	Baixa probabilidade para realizar a curto e medio prazo.
Reformulação do mecanismo europeau de estabilização (ESM) para um fundo monetário europeu (EMF)	Consenso final mais provável, ainda existe controvérsia em termos do perfil da nova intuição: permanece intergovernamental ou supranacional
Orçamento comun da Zona Euro	Objectivo para o médio e longo prazo
Outros: • Harmonização das políticas fiscais • Taxa da digitalização • Agência europeia para o asilo	Não apenas no contexto de enviar sinal inequívoco contra o sentimento antieuropeu emergente, a proibição do dumping fiscal entre membros deverá ser do interesse da maioria dos estados-membros. As posições sobre migração permanecem extremamente controversos, no entanto encontrar um consenso para resolver a distribuição da responsabilidade desigual será essencial para conter o populismo emergente.

3.3 BREXIT – TIMELINE

Para além da UE, Reino Unido deverá abandonar o **Mercado Único Europeu (MUE)**

Primeiro discurso de May para Brexit

- MUE – saída, mas com *cherry-picking*
- Perda de fronteiras alfandegárias
- Parlamento terá de aprovar Brexit antes de activação do Artigo 50

Formalização do pedido de saída da União Europeia

May convoca **eleições antecipadas** para **fortalecer a sua posição** no parlamento britânico

Junho 2016 | **Julho 2016** | **Outubro 2016** | **Janeiro 2017** | **Março 2017** | **Abril 2017**

24/06/2016

GBPUSD: -8,05%, para mínimos de três décadas

FTSE 100: -8,52%

03/10/2016 - 07/10/2016

Nova vaga de quedas, culmina com *flash crash*

GBPUSD <1,1850

Partido Conservador perde maioria

May estabelece acordo com DUP para garantir estabilidade governativa

Cimeira do partido Conservador

Fragilidade da liderança de May

Progressos significativos em áreas-chave:

- *Brexit divorce bill*
- Direitos dos cidadãos europeus
- Fronteira da Irlanda

Início da segunda fase de negociações

Acordado **período de transição de 21 meses** para assegurar saída ordeira, após consumação do Brexit:

- Garantia de direitos dos cidadãos europeus residentes no Reino Unido
- Reino Unido perde poder de voto, mas continua sujeito às leis comunitárias

19/03/2018

GBPUSD > 1,40 ; +3,70% YTD

Junho 2017 | **Outubro 2017** | **Dezembro 2017** | **Março 2018**

Início das negociações formais para Brexit

David Davis (UK) e Michel Barnier (UE)

Prazo estipulado para:

- **Tratado para Brexit**
- **Regras do período de transição**
- **Termos gerais de um acordo comercial**

Ratificação do tratado para Brexit pelo Parlamento Europeu

Reino Unido abandona a União Europeia

dois anos após a activação do Artigo 50

Fim do período de transição.

União Europeia e Reino Unido iniciam uma nova relação política e económica.

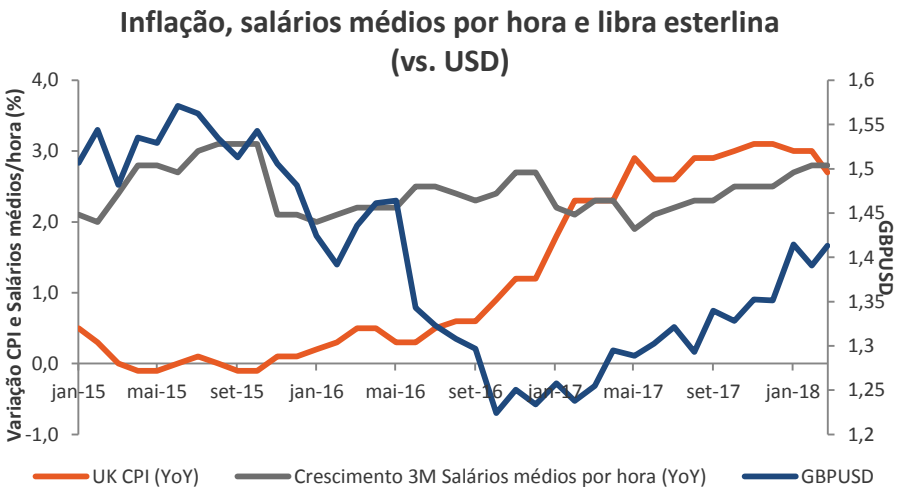
Outubro 2018 | **Janeiro 2019** | **Março 2019** | **Dezembro 2020**

Aprovação por 72% dos estados membros da UE

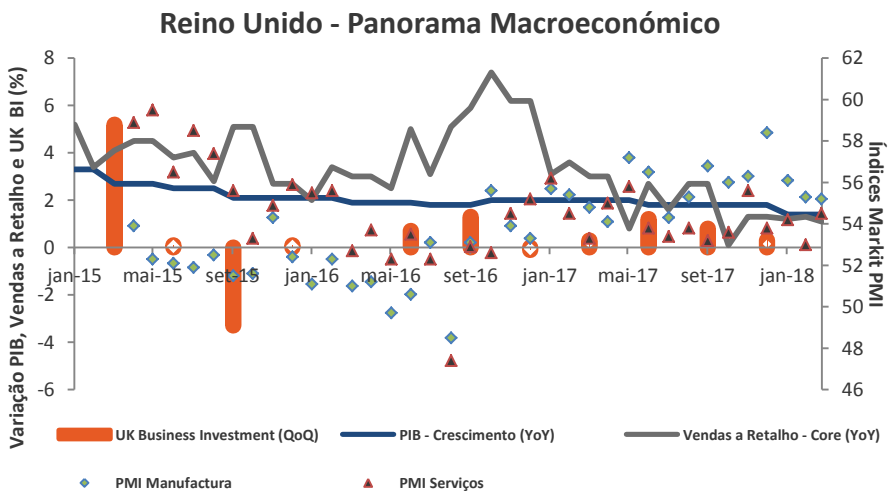
Aprovação por parte do parlamento britânico

Questões em aberto

- Será possível reverter o Brexit?
- O que farão as multinacionais a operar no Reino Unido perante a ausência de um acordo comercial?
- Como irá a União Europeia mitigar a perda de um importante contribuidor líquido para o orçamento comunitário?
- Qual o impacto económico real do Brexit para o Reino Unido?



Fonte: Bloomberg; BiG Research



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

- A fraqueza da libra exponenciada pelo voto para Brexit, a par de uma balança comercial e uma conta corrente estruturalmente deficitárias desencadearam um forte choque inflacionário.

- Em Novembro de 2017, o Banco de Inglaterra subiu – pela primeria vez em uma década – a taxa de juro do seu mínimo histórico para 0,5%. Na reunião de Março, com tom moderadamente *hawkish,* alicerçado numa inflação persistentemente acima do objectivo (2%) e no avanço dos salários, Mark Carney sinalizou a retoma de aumentos graduais já para a próxima reunião, em Maio.

- Cerca de um ano e nove meses após o voto para Brexit, o sentimento económico tem recuperado. Porém a tendência descendente nos indicadores de consumo, assim como os fracos níveis de investimento (FBCF), especialmente por parte das empresas a operar no Reino Unido, constituem dois poderosos obstáculos ao crescimento – que efectivamente só abrandou, estando agora entre os menores das economias desenvolvidas.

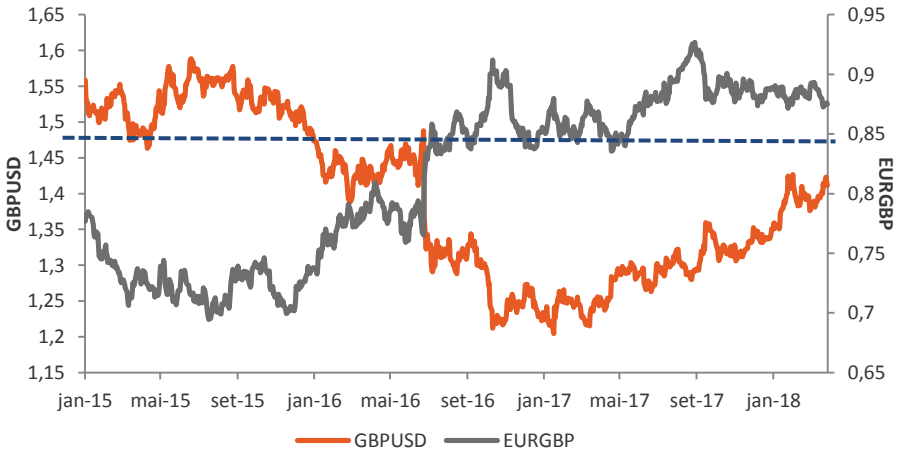
- A elevada incerteza em torno da cisão que ocorrerá dentro de um ano impossibilita uma quantificação precisa do impacto líquido do Brexit. Cremos que este será negativo, principalmente após o período de transição, quando o Reino Unido abandonar o Mercado Único Europeu e as actuais fronteiras alfandegárias, pelo que assumimos algumas reservas quanto ao panorama macroeconómico a longo prazo.

3.3 BREXIT – MERCADO ACCIONISTA E LIBRA ESTERLINA

	YTD(%)	1 ano (%)	P/E	Dividend Yield (%)	Correlação c/ Commodities	Correlação c/ Metais industriais
MSCI World	-3,1	10,3	18,77	2,60	0,34	0,28
MSCI Emerging Markets	0,9	21,2	15,29	2,79	0,35	0,31
NIKKEI 225	-6,5	12,2	15,64	2,02	0,09	0,11
PSI 20	-0,1	8,1	14,33	4,07	0,21	0,14
IBEX 35	-4,8	-8,1	14,00	4,23	0,20	0,17
CAC 40	-3,2	1,1	15,99	3,43	0,19	0,20
DAX	-7,1	-2,1	13,73	3,29	0,16	0,16
EuroStoxx 50	-4,6	-3,9	14,95	3,82	0,18	0,18
S&P 500	-3,4	9,5	20,81	2,06	0,24	0,19
FTSE 100	-8,4	-4,4	13,05	4,50	0,26	0,25
Bloomberg Commodity Index	-1,3	2,7	N/A	N/A	1,00	0,54
Bloomberg Industrial Metals	-5,6	14,4	N/A	N/A	0,54	1,00

Fonte: Bloomberg; BiG Research

Libra Esterlina vs. USD e EUR



Fonte: Bloomberg; BiG Research

- Para além de limitar o crescimento económico, a incerteza gerada pelo Brexit inibe o apetite por acções britânicas, tornando possível que um índice com 70% de receitas oriundas do estrangeiro registe uma das piores performances, mesmo perante uma conjuntura de crescimento global sincronizado.

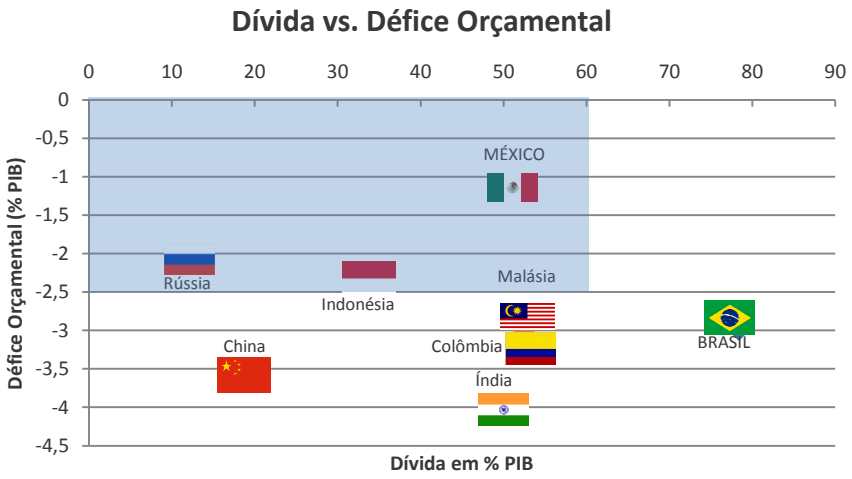
- Outros factores podem igualmente ajudar a explicar o significativo desconto do FTSE 100: (1) crescimento de lucros inferiores às empresas dos EUA e Europa; (2) subida das *yields* de dívida soberana, tradicionalmente penalizadora para este índice com maior *dividend yield;* (3) correlação positiva com o preço das *commodities* em geral e, especificamente, metais industriais; (4) correlação negativa com a libra.

- Identificamos um potencial de apreciação modesto para as acções britânicas durante o segundo trimestre.

- O recente optimismo face a um desfecho mais positivo para o Brexit tem impulsionado a libra e, em menor escala, os activos de risco britânicos.

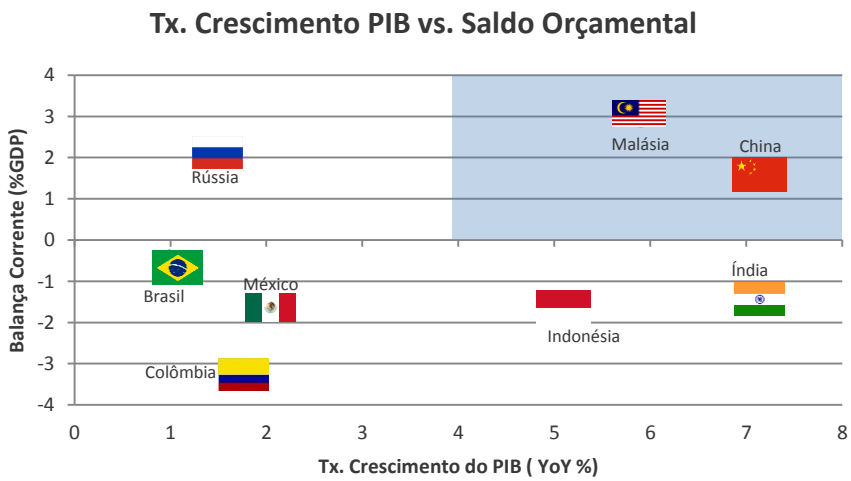
- Durante o próximo trimestre, uma continuação da comedida melhoria do panorama macroeconómico, em conjunto com a normalização de política monetária poderão conferir mais estímulos altistas à libra esterlina.

- Assim sendo, na ausência de perturbações negativas face ao Brexit, *ceteris paribus*, o GBPUSD poderá aproximar-se dos 1,45 – 1,48, enquanto o EURGBP poderá cair até valores perto dos 0,85 – 0,82.



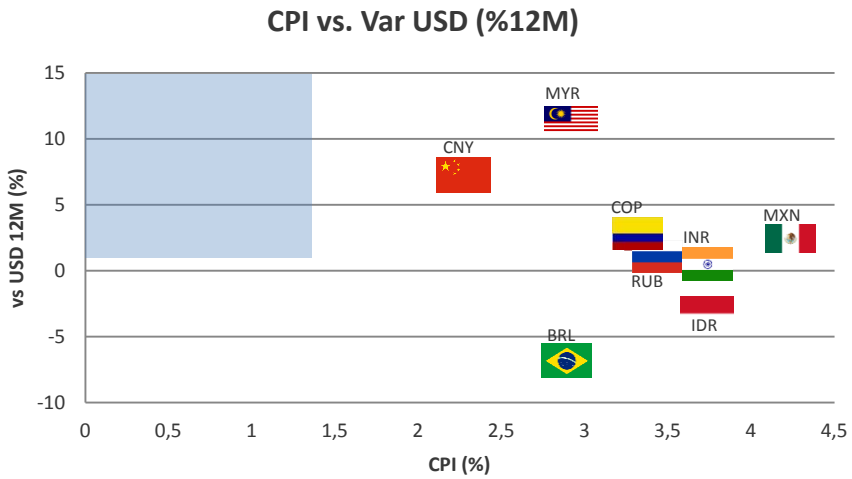
Fonte: Bloomberg;

- As economias emergentes continuam a exibir níveis de dívida pública relativamente confortáveis em relação aos países desenvolvidos, o que lhes permite alguma flexibilidade orçamental.
- Países como o México e Rússia destacam-se nestas métricas de dívida e défice, sendo que no pólo oposto situa-se o Brasil.



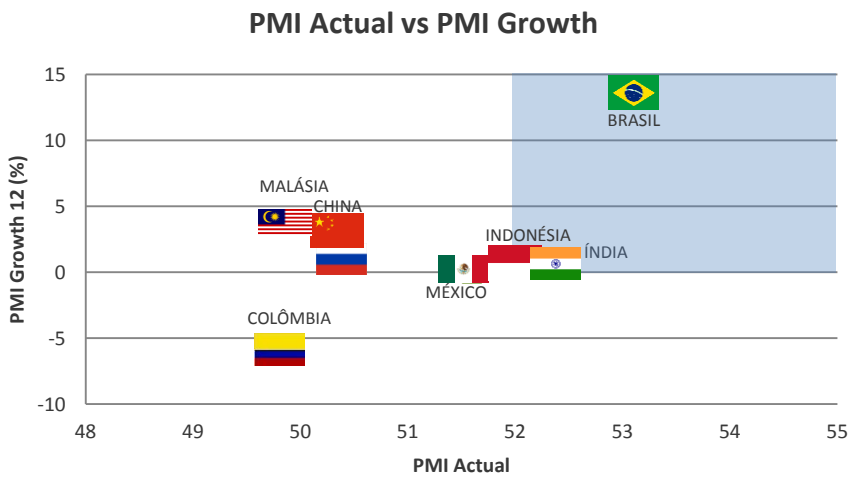
Fonte: Bloomberg;

- As economias Asiáticas registam as taxas de crescimento mais elevadas, beneficiando da dinâmica favorável em torno do efeito China;
- Os desequilíbrios acumulados pela China e/ou o risco de um *hard landing* da 2ª maior economia mundial poderá ter um impacto estruturalmente adverso sobre as taxas de crescimento na região;
- As economias da LatAm exibem uma trajectória de recuperação, ao passo que a Rússia deverá beneficiar do actual ciclo macroeconómico local e da respectiva correlação com o commodities.



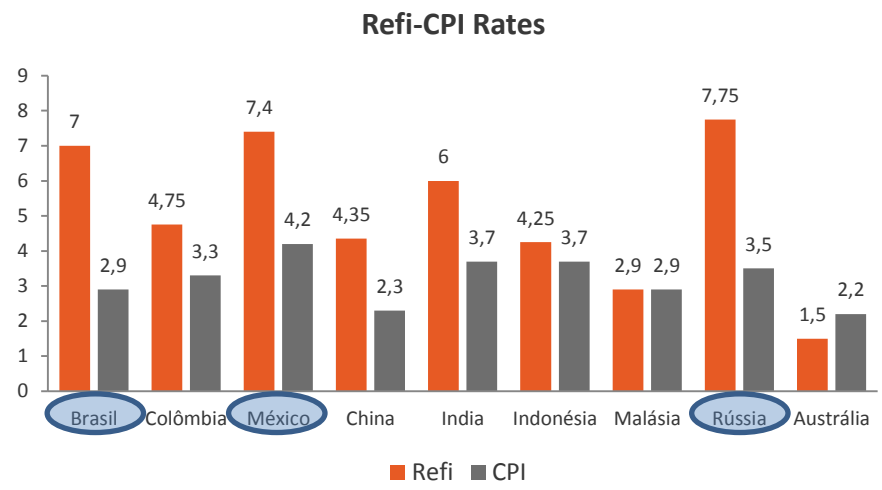
Fonte: Bloomberg;

- O actual contexto de fragilidade do USD motivou a apreciação generalizada das divisas emergentes em relação ao dólar, com excepção do Real Brasileiro.
- Ainda que se verifique alguma dispersão, a leitura de inflação na generalidade dos países emergentes mantém-se contida, sobretudo se atendermos a uma perspectiva histórica.



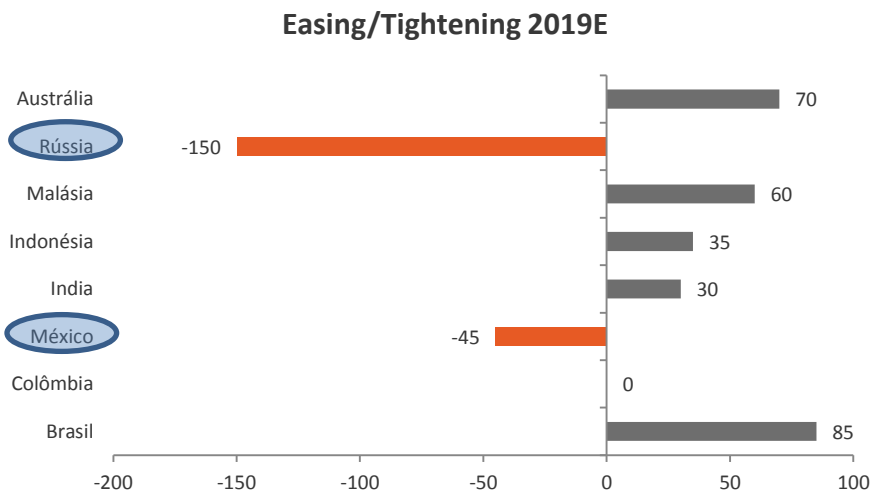
Fonte: Bloomberg;

- O ciclo mais inicial de recuperação da economia Brasileira motiva a leitura excepcionalmente positiva dos principais indicadores de actividade (PMI´s), seja a nível actual ou se atendermos à média de crescimento homólogo mensal em relação aos últimos 12 meses.
- As economias Asiáticas – Índia e Indonésia – bem como o México encontram-se também bastante bem posicionadas neste esquema matricial.



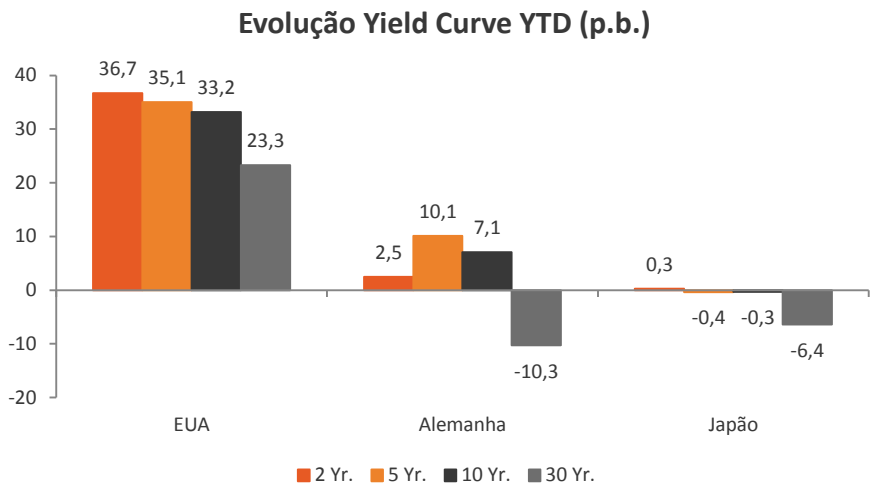
Fonte: Bloomberg;

- As economias não Asiáticas são aquelas que exibem a perspectiva mais favorável ao nível da evolução da política monetária em função da suavização dos riscos inflacionistas face às taxas de crescimento do PIB.
- As economias do Brasil, México e Rússia adquirem óbvia relevância no contexto supra.



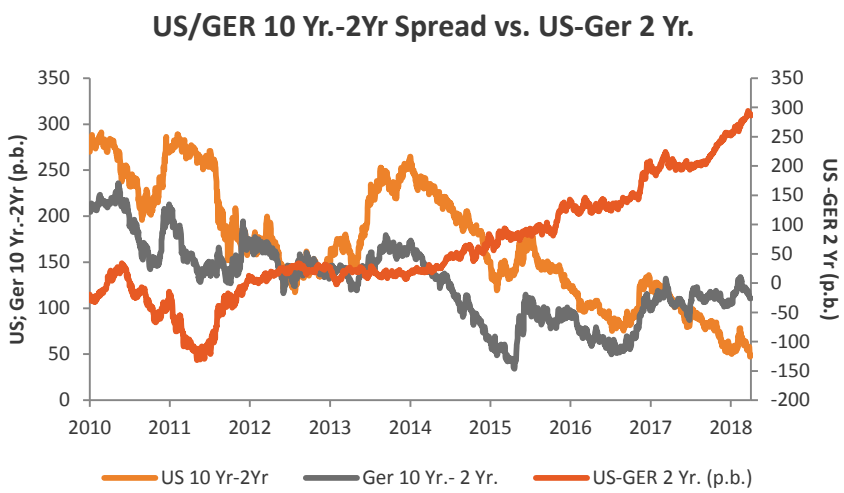
Fonte: Bloomberg;

- A perspectiva de easing monetário encontra-se relativamente descontada pelo mercado, sobretudo no caso da descida das taxas de referência pelos Bancos Centrais do México (-45 pb) e da Rússia (-150 pb) que deverão ocorrer nos próximos 12M.
- O caso do Brasil revela-se enigmático, uma vez que o mercado incorpora uma maior restritividade monetário pelo respectivo Banco central, o que nos parece exagerado face à dinâmica dos agregados macroeconómicos.
- Esta situação acaba por realçar o perfil de investimento atractivo nas diferentes classes de activos no Brasil.



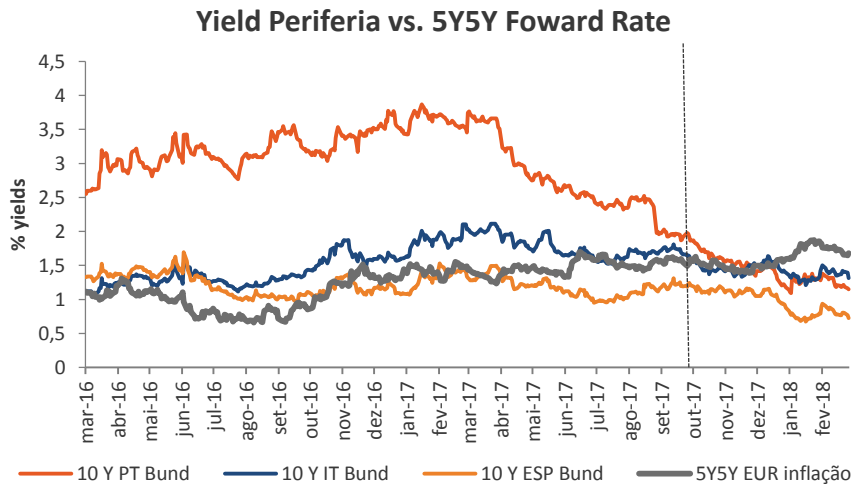
Fonte: Bloomberg;

- A inclinação das curvas Soberanas sem risco observaram um movimento assimétrico desde o início do ano.
- A curva norte-americana registou um movimento, razoavelmente, paralelo – maturidades curtas a fazerem upfront do FED e a parte longa da curva beneficiou de perspectivas inflacionistas crescentes.
- A curva alemã registou um movimento menos expressivo, ainda que o yield pick-up tenha tido maior incidência nas maturidades longas.



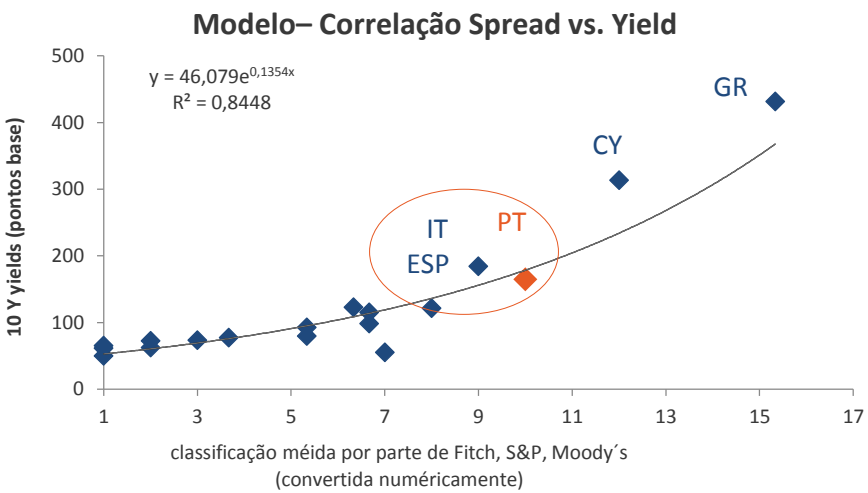
Fonte: Bloomberg;

- A curva norte-americana, medida pelo spread 10-2 yr ficou ainda mais plana no seguimento do *sell-off* de Fevereiro. Esta situação exacerba o risco de eventual inversão do ciclo da economia americana no médio prazo.
- O diferencial de taxas entre EUA-Alemanha fixou novos máximos, deixando inclusive de acarretar poder preditivo sobre o câmbio. Não obstante a tendência de dólar fraco manter-se no curto prazo, acreditamos que este nível de diferencial de taxas restringe valorizações expressivas do Euro no longo prazo.



Fonte: Reuters, BiG Research

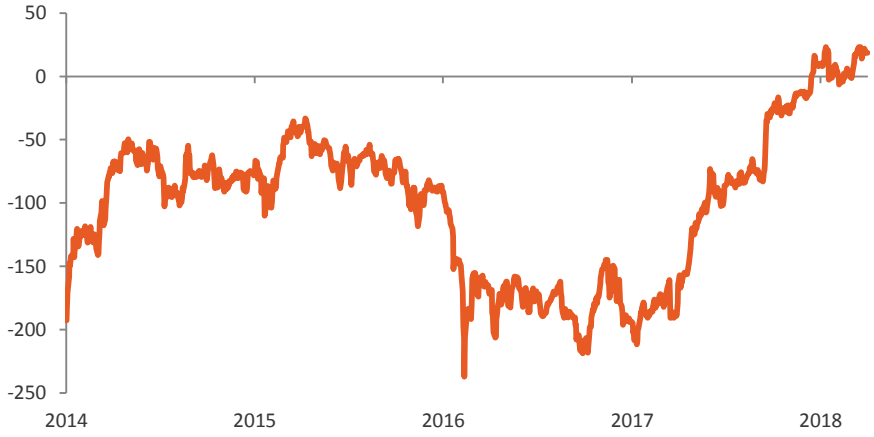
- O final próximo da política monetária ultra expansionista pelo BCE (redução de compras de ativos mensais de EUR 60 mil mi para EUR 30 mil mi, anunciado em Outubro 2017) (ainda) não se tem traduzido num risco mais elevado registado pela dívida dos países da periferia.
- A 5Y5Y EUR Forward rate começou a abordar a taxa de referência de 2% desde Fevereiro neste ano.



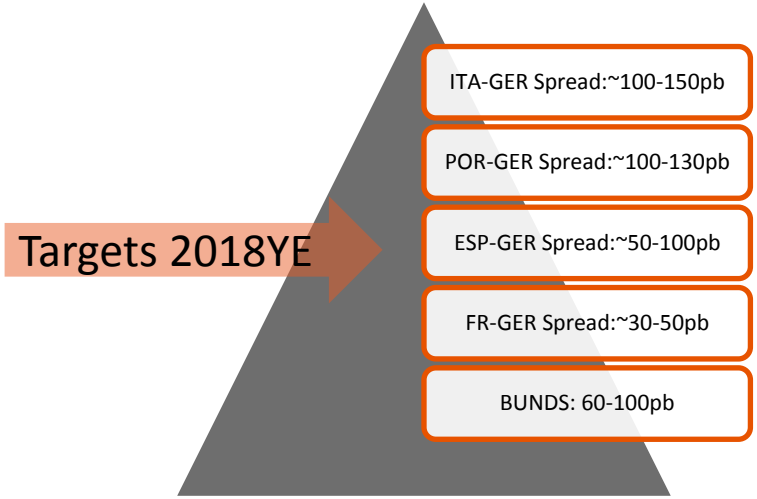
Fonte: Reuters, BiG Research, *Avaliações de rating alfanumérico convertidas numa escala de rating numérica, "AAA=1", "D"=24, dados retirados em 23.03.2018.

- A correlação entre spread de rating médio por parte das três grandes agências e a respetiva taxa de juro com a maturidade de 10 anos volta a enaltecer o valor relativo da dívida italiana (estimado 28 pontos de base). As taxas de juro de Portugal e da Espanha estão ambas estimadas 14 e 15 pontos bases, respectivamente, acima dos seus níveis actuais. No médio prazo, projectamos custos da dívida italiana e portuguesa a alinharem-se – assim que o "ruído" politico na Itália suavize.

Spread 10 Yr. Itália – Portugal (p.b.)

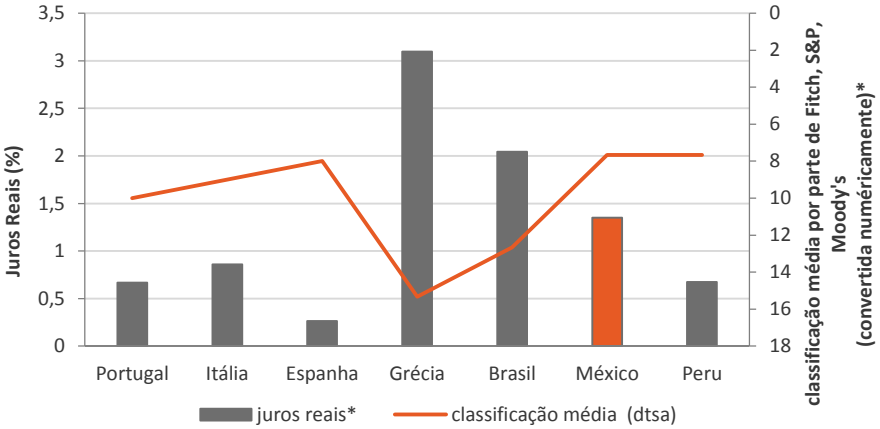


Fonte: Bloomberg, BiG Research,



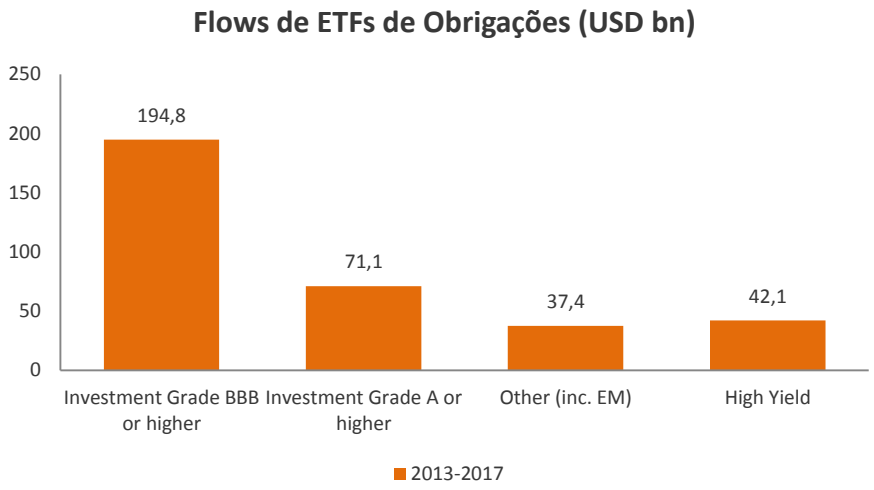
Fonte: BiG Research,

Tx. Juro Real vs. Rating Médio



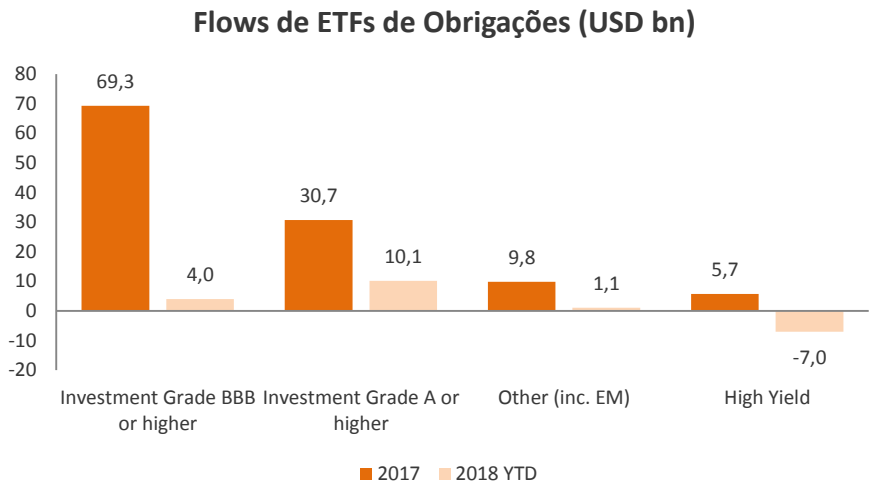
Fonte: Bloomberg, BiG Research, Trading Economics
*Taxa de juro dos Mercados Emergentes menos a taxa de 10 Y USD swap, taxa de juro de Periferia europeia menos a taxa de 10 Y EUR swap

- A dívida soberana do México apresenta, de acordo com a nossa avaliação, claro valor face à Periferia Europeia.
- O rating médio das 3 maiores agências de notação financeira atribuído ao México é superior à Periferia Europeia, com a taxa de juro menos a correspondente swap (em USD) deste país emergente a apresentar maior valor relativo.



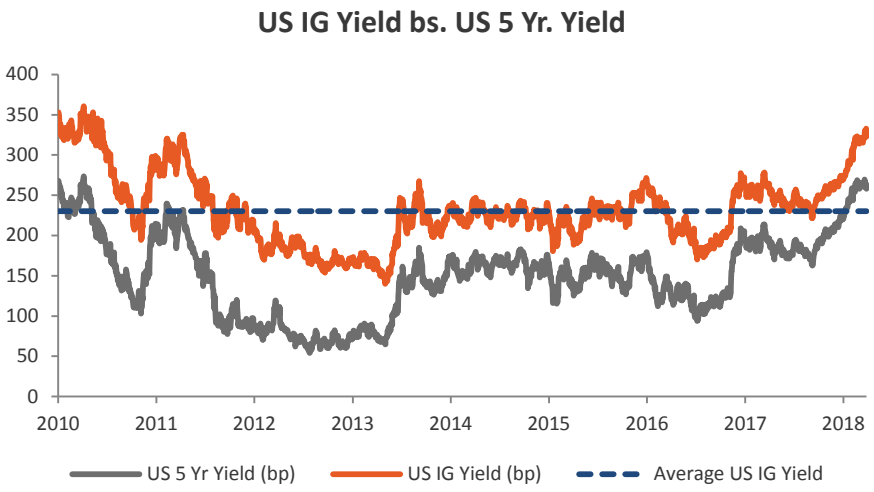
Fonte: Bloomberg, BiG Research

- O contexto de taxas de juro historicamente baixas no mundo pós-QE, exacerbou os inflows para o segmento de fixed income neste período (2013-27).
- De forma não surpreendente, o segmento de dívida Investment Grade acabou por receber os maiores inflows (~270 bn).



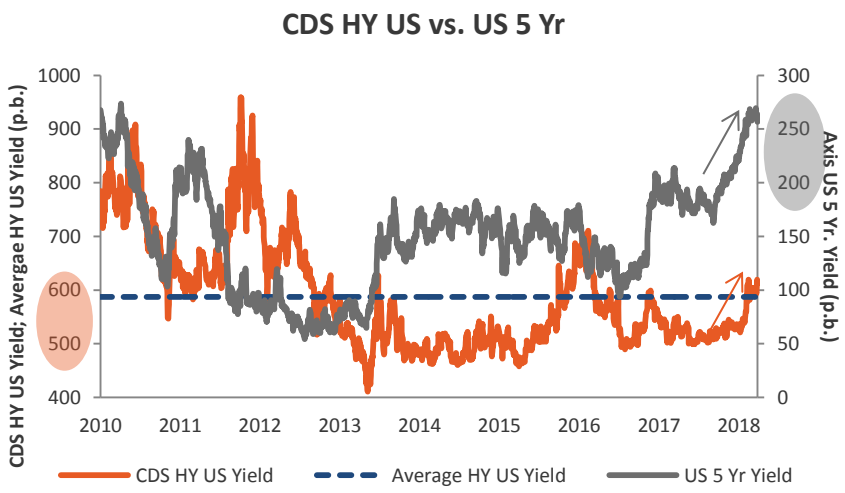
Fonte: Bloomberg, BiG Research

- O ano de 2017 marca o início da reversão do declínio secular das taxas de juro que vigorou desde os anos 80.
- O risco de reversão dos fluxos é particularmente mais significativo no segmento de *high yield,* o qual funciona como relativa proxy do Equity.
- A deterioração do binómio risco-retorno do HY no quadro de subida das taxas de juro já começa a ser visível ao nível dos fluxos: ytd já se registou um *outflow* acumulado de USD 7 mil mn – mais do que o influxo total de USD 5,7 bn em 2017.



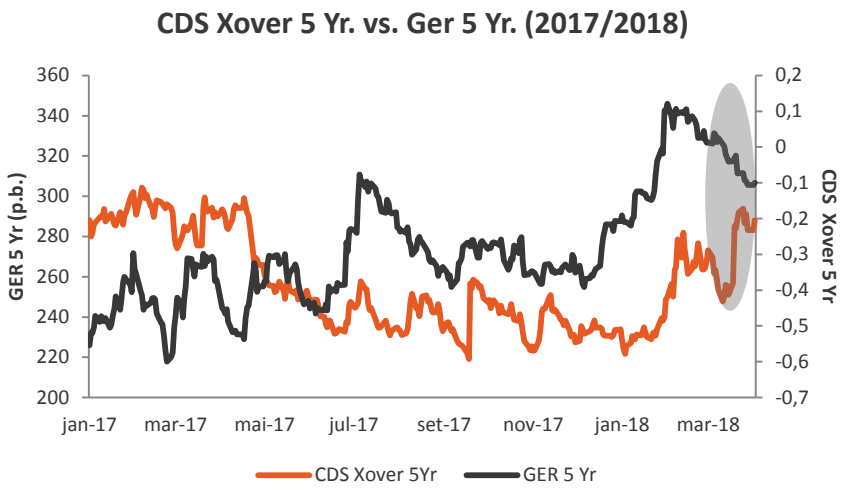
Fonte: Bloomberg, BiG Research,

- O retorno do segmento de IG manteve a correlação com as taxas de juro sem risco, transaccionando já acima da *yield* de retorno média da década vigente.
- Tendo em conta a dimensão do movimento ascendente das *yields* em 2018 e a nossa opinião que dificilmente este será mais extremado no curto prazo, acreditamos que as *treasuries* e o segmento de IG nos EUA oferecem um perfil de investimento moderadamente atractivo.



Fonte: Bloomberg, BiG Research,

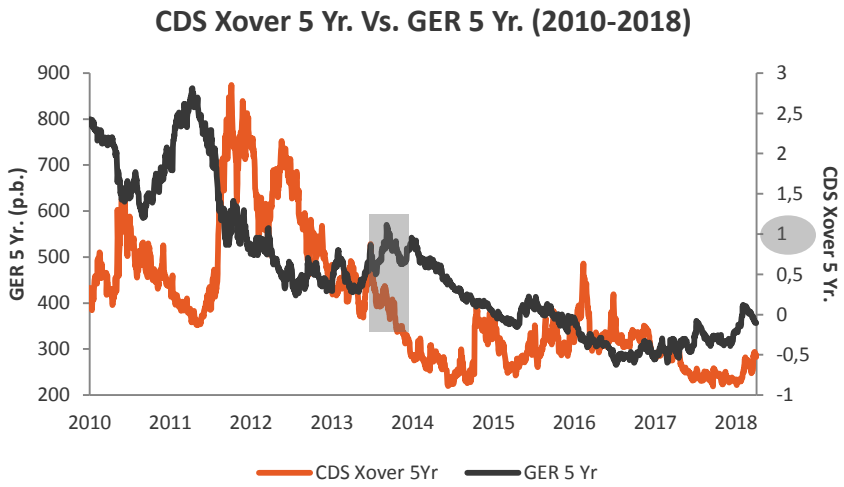
- O *pick-up* da taxa de retorno do HY nos EUA no 1T18, ficou a dever-se, única e exclusivamente, à subida das taxas de juro sem risco, tal como se observa nas zonas sombreadas a oval.
- Os receios em torno do eventual sobreaquecimento e/ou proximidade crescente do final do ciclo de expansão da economia americana acaba por enfatizar os riscos crescentes do segmento *high yield* no médio prazo.



Fonte: Bloomberg; BiG Research

- De forma oposta ao observado no caso norte-americano, o recente *pick-up* da taxa de retorno do segmento HY Europeu foi acoplado pelo *retracement* das *yields* sem risco alemãs (valorização em preço) na mesma maturidade, cristalizando um clássico movimento de *risk-off*.

- Com a perspectiva de gradual subida das taxas de juro na Alemanha, qual o nível de retorno expectável para o segmento HY Europeu até final de 2018?

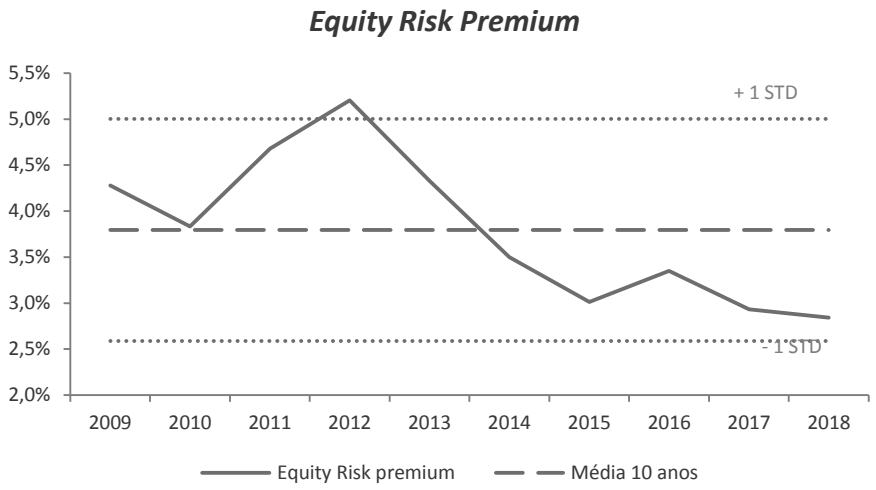


Fonte: Reuters, BiG Research

- Atendendo à perspectiva da taxa de juro alemã (maturidade de 5 anos) se situar próxima de 1% no final do ano, acreditamos que, ceteribus paribus, a taxa de retorno do HY Europeu poderá situar-se na média do intervalo do rectângulo sombreado.

- Com esta sobreposição gráfica, projectamos que o retorno médio do segmento HY Europa se situe junto dos 4,3%, o que compara com os 3% em que se queda o valor actual.

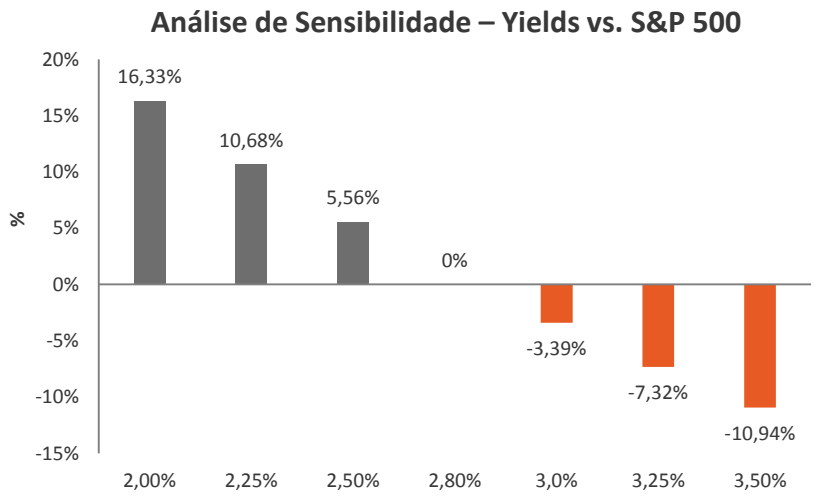
- O segmento HY Europa é, entre todos, o menos atractivo no que concerne o nvestimento em dívida Soberana e/ou corporativa no espaço Europeu e norte-americano



Fonte: Bloomberg, BiG Research. Assumindo uma taxa de juro Americana com maturidade de 10 anos de 2.8% (risk free) e lucros por ação de USD 155.95 para o S&P (estimativa da Bloomberg para 2018)

- O prémio de risco do mercado accionista (*equity risk premium)* tem atingindo um nível consideravelmente baixo (nível corrente de 2.9%, média 10 anos de 3.8%). Será difícil para os mercados accionistas nos Estados Unidos absorverem taxas de juro significativamente mais elevadas.

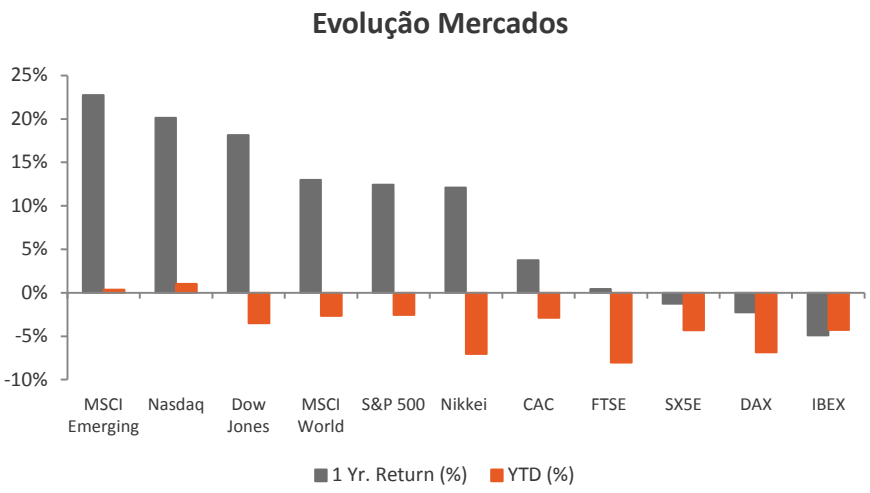
- As turbulências políticas nacionais e internacionais assim como a ameaça de guerra comercial poderão colocar pressão adicional nas avaliações "desafiantes" do mercado accionista norte-americano.



Fonte: Reuters, BiG Research

- Assumindo níveis do prémio de risco do mercado accionista (*equity risk premium*, ERP) inalterados a 2.9%, assim como os actuais valores de lucros por acção estimados para 2018, estimamos uma pressão considerável no mercado accionista, em função da previsível subida das taxas de juro (10 anos) ao longo do ano, tendo o nível actual de 2.8% como referência.

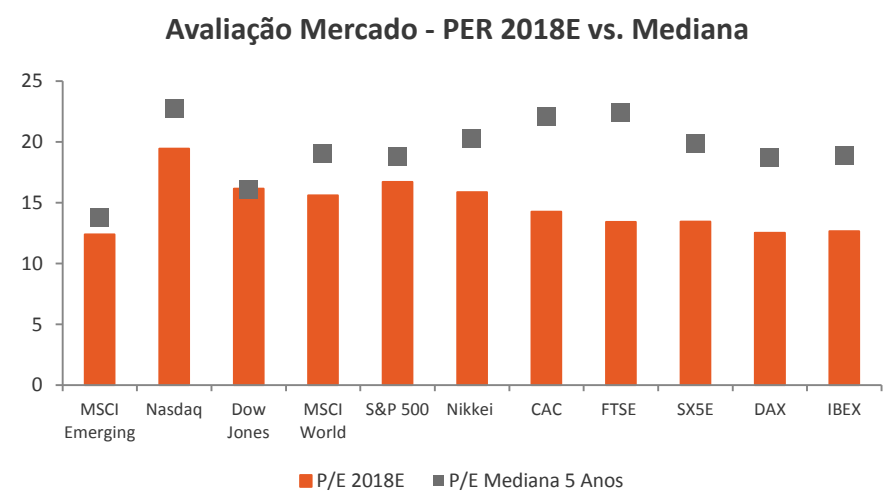
- Estimamos, com base numa análise de sensibilidade, um nível das taxas de juro americanas com a maturidade de 10 anos entre 3% e 3.25% até ao final do ano, o que deverá traduzir-se numa consequente desvalorização do Índice de S&P em torno dos 5 pontos percentuais.



Fonte: Bloomberg;

- Os mercados emergentes são, em conjunto com o tecnológico Nasdaq, os únicos a negociar positivos desde o início de 2018.

- De facto, após o arranque positivo em Janeiro, os mercados enfrentam um período de incremento de volatilidade e perdas, despoletado por:
  - *repricing* forte de expectativas de maior inflação pelas *treasuries* em Fevereiro;
  - receios de guerra comercial e *sell-off* das *tech* em Março.

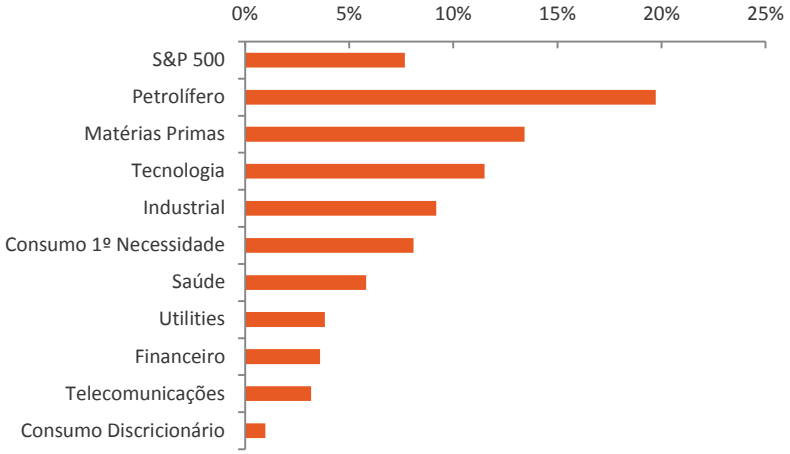


Fonte: Bloomberg;

- Esta correcção dos mercados levou a que maior parte dos índices apresentem múltiplos abaixo da mediana dos últimos anos, uma situação que contrasta com o *fair value* observado pelos mercados norte-americanos em 2018.

- A Europa continua a ser a geografia a apresentar o maior potencial de geração de valor relativo, em seguimento da maior magnitude dos descontos dos índices face os valores históricos, com este desconto a ser gerado pela evolução negativa dos mercados do Velho Continente *year to-date*.

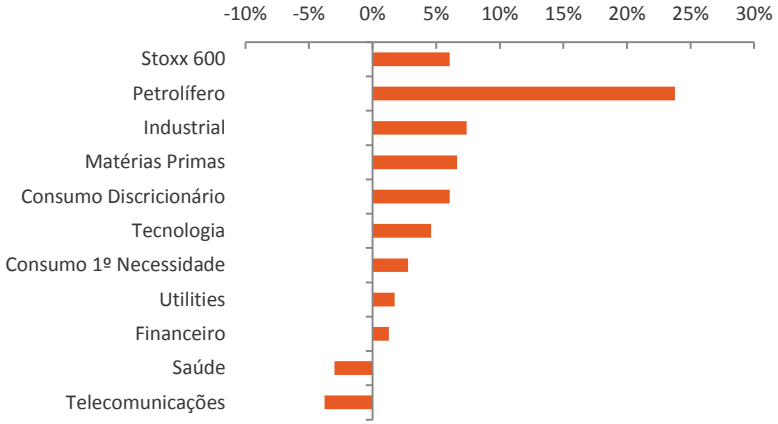
S&P 500 Crescimento de Receitas



Fonte: Bloomberg, BiG Research

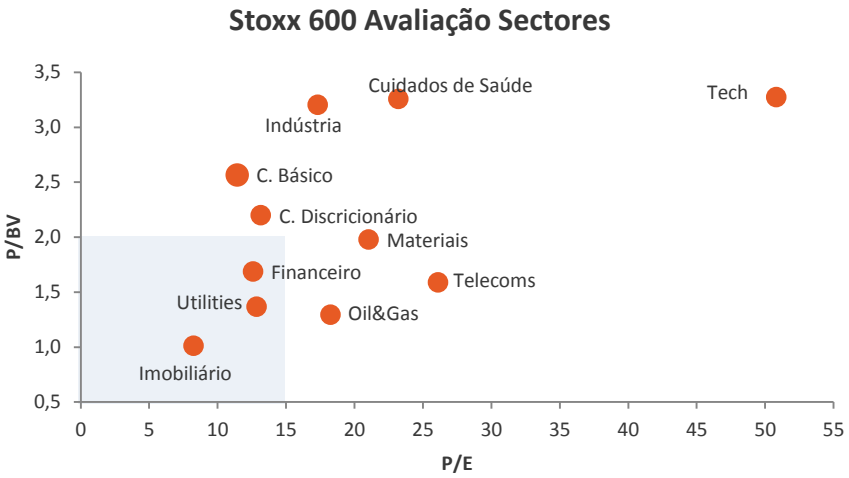
- Os resultados do último trimestre do ano passado evidenciaram claramente uma recuperação económica tanto na Europa como nos EUA.
- A média de crescimento de vendas do índice S&P 500 aumentou 7,7% e no índice Stoxx 600 Europe 6,1%

Stoxx 600 Crescimento de Receitas

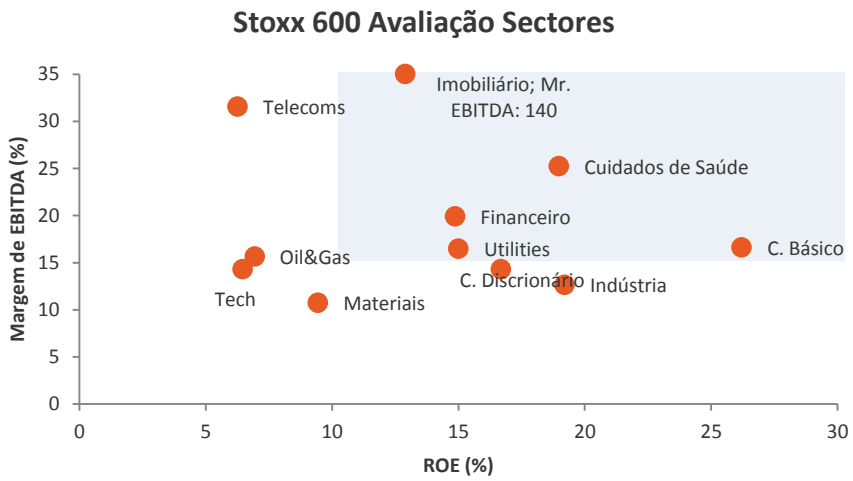


Fonte: Bloomberg, BiG Research

- Destaque para o crescimento de vendas dos sectores de Oil&Gas (devido ao aumento do preço do petróleo), tecnologia e industriais.
- O sector da saúde e o de telecomunicações europeus continuam a apresentar quedas de receitas.

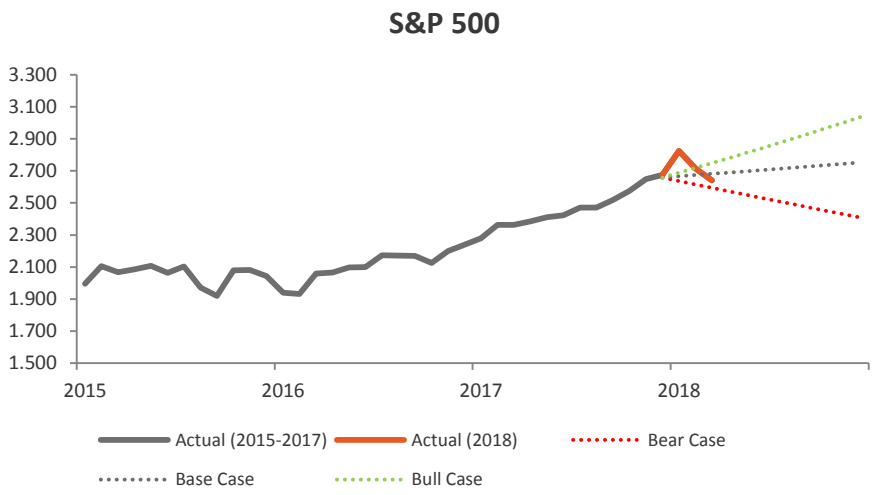


Fonte: Bloomberg; BiG Research



Fonte: Bloomberg; BiG Research

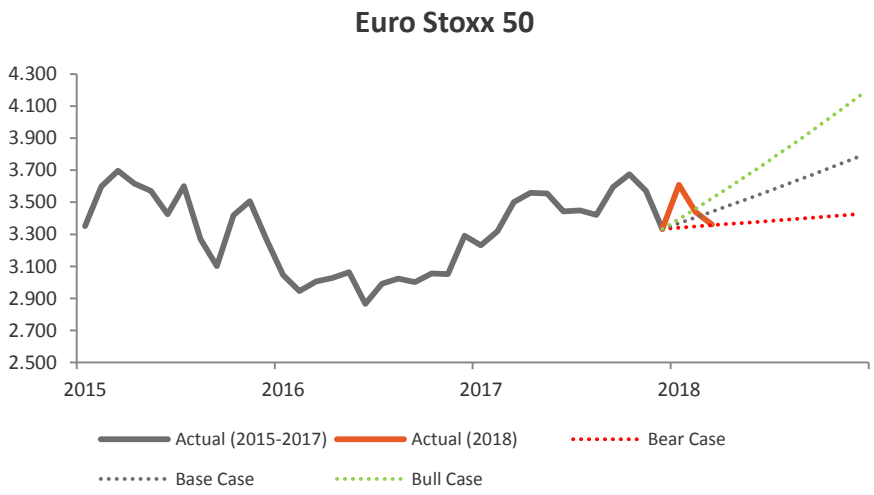
- Uma avaliação dos múltiplos de preço dos sectores do Euro Stoxx 600 cristaliza os seguintes destaques:
  - A avaliação relativamente 'dispendiosa' do sector tecnológico europeu, especificamente ao nível do PER. Esta avaliação contudo, não é acompanhada por métricas de rentabilidade elevadas.
  - O elevado desconto aplicado aos sectores mais negativamente expostos a uma política monetária menos acomodativa pelo BCE – *utilities e* imobiliário. Os balanços mais alavancados destes sectores acarretam maior risco num enquadramento de subidas de taxas.
  - Por outro lado, o sector financeiro – um dos beneficiados por maiores taxas – apresenta um perfil de múltiplos a relativo desconto, o que realça o interesse do sector num contexto de normalização dos níveis de rentabilidade.
  - O sector de consumo discricionário – que beneficia da recuperação económica da Europa via maior consumo – apresenta níveis actuais de avaliação e rentabilidade médios.



Fonte: Bloomberg; BiG Research

- Após um arranque mais positivo do que o projectado pelo BiG Research em 2018, o S&P 500 encontra-se a transaccionar alinhado com o intervalo do nosso cenário 'base' de avaliação.
- Identificamos os seguintes riscos para o mercado norte-americano neste trimestre:

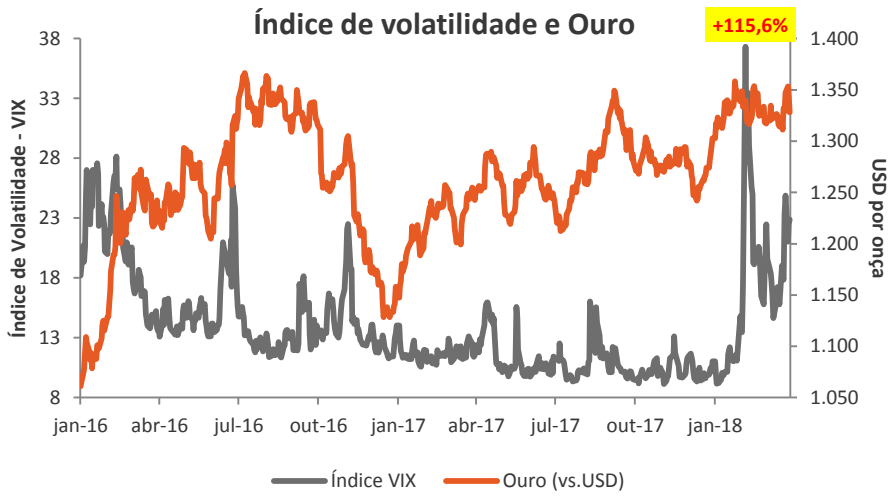
Riscos	Nível
Tensões Geopolíticas	
Guerra Comercial	
Tecnológicas	



Fonte: Bloomberg; BiG Research

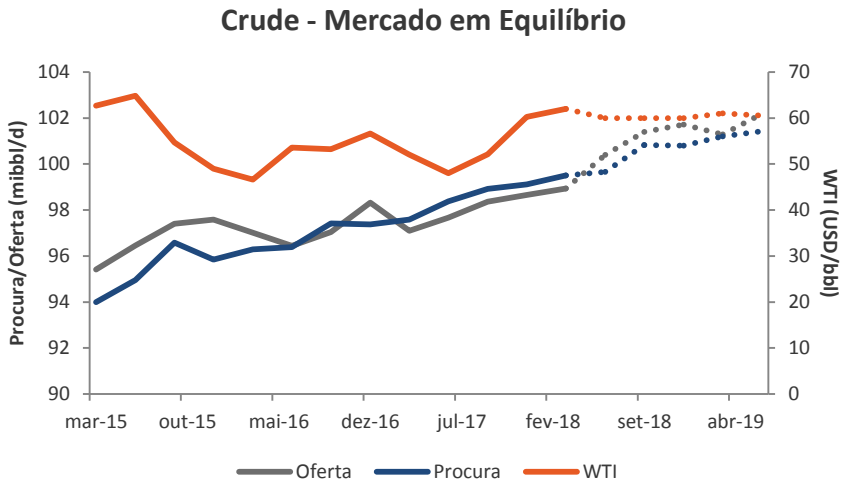
- A correcção do Euro Stoxx 50 nos últimos dois meses foi mais forte vis-à-vis o congénere norte-americano, em parte devido ao perfil exportador (e mais penalizado num evento de uma guerra comercial) da economia europeia.
- Identificamos os seguintes riscos para o mercado europeu neste trimestre:

Riscos	Nível
Itália	
Guerra Comercial	
Política BCE	



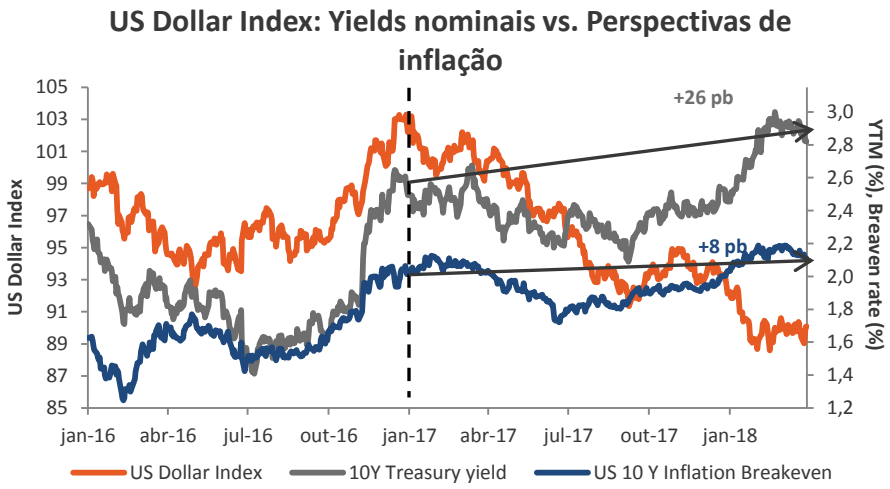
Fonte: Bloomberg; BiG Research

- A complacência que marcou o mercado accionista em 2017 (VIX em mínimos históricos) foi quebrada este ano. Em Fevereiro, a revisão em alta das expectativas de inflação causou um *sell-off* global e simultâneo de obrigações e acções e, em Março, os receios de uma guerra comercial centraram a atenção dos investidores.
- Já beneficiado pela fraqueza do USD e pelo incremento de procura por parte de países emergentes (liderados por Índia e China) e da indústria tecnológica, o ouro recebeu um novo estímulo altista como activo de refúgio.
- Para o próximo trimestre, a provável continuação de volatilidade e a eventual prevalência de fraqueza do USD deverão constituir os principais catalisadores positivos, podendo levar o ouro a testar os $1.3360-1.3375/onça.

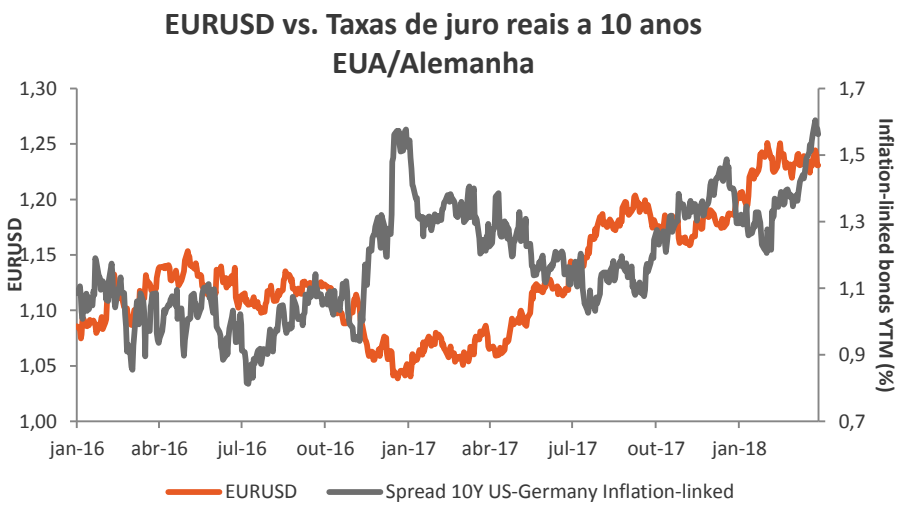


Fonte: Bloomberg; U.S. Energy Information Administration

- O mercado de *crude oil* continua em equilíbrio, o que leva o preço da *commodity* a sustentar-se a níveis acima dos USD 60/bbl (no último trimestre).
- Não é expectável grandes alterações aos actuais níveis do crude, devido aos actuais cortes de produção pela OPEP e parceiros.
- A reversão destes cortes e/ou um incrementar das tensões comerciais representam os principais riscos para a *commodity* no próximo trimestre.



Fonte: Bloomberg; BiG Research



Fonte: Bloomberg; BiG Research

- As perspectivas de mercado em relação à inflação explicam que a invulgar descorrelação recente entre USD e *yields* do tesouro norte-americano se deve ao facto de parte significativa do aumento destas últimas ser nominal.

- A fraqueza do USD deriva igualmente do facto de os EUA estarem no epicentro dos principais factores de risco actuais: EUA lidera ajustamento em alta de expectativas de inflação, taxas alfandegárias, políticas erráticas de Trump, crescente insustentabilidade do défice orçamental devido ao plano fiscal (USD 1,5 tn) e programa de infraestruturas (USD 1,5 tn).

- Tendo revisto em alta as projecções de crescimento e inflação, assim como revelado uma aceleração do ritmo de subidas de taxa nos próximos anos, a Reserva Federal já terá entregue o seu *guidance* mais *hawkish*. Com efeito, não esperamos estímulos altistas para o USD, oriundos de política monetária, durante o próximo trimestre.

- Consideramos que apenas na reunião de Junho, o BCE poderá dar algum indício relevante quanto a alterações relativas ao programa de compra de activos (EUR 30 mil mi/mês), cujo possível fim está agendado para Setembro.

- Desde Julho de 2017, o diferencial de taxas de juro reais entre EUA e Alemanha deixou de exibir um poder preditivo material sobre o EURUSD. Assumindo que o mercado se manterá centrado nos factores de risco, acreditamos que o trimestre será – até novos desenvolvimentos de política monetária – primordialmente de lateralização]1,22;1,26[, com uma eventual guerra comercial e o regresso do populismo a pressionar o USD e o EUR, respectivamente.

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

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

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

*** Downgrade* **Upgrade*

Outras Classes de Activos			
FX	EUR-USD	→	*
	USD-JPY	↘	**
	GBP-USD	→	*
Outros	*Commodities*	→	

Top Picks		
Segurador	Axa	↑
Healthcare	Sanofi	↑

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

Fonte: BiG Research

DISCLAIMER

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

BiG

BANCO DE
INVESTIMENTO
GLOBAL