BiG BANCO DE INVESTIMENTO GLOBAL

Outlook

2º TRIMESTRE 2019

BiG RESEARCH :

JOÃO LAMPREIA (HEAD)

JOÃO SÀÁGUA

DIANA OLIVEIRA, CFA

JOÃO CALADO, CFA

BiG BANCO DE INVESTIMENTO GLOBAL

1. ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

1.1 2018 – *The end of Goldilocks*
1.2 Loading 2019
1.2.1 Pausa FED
1.2.2 Tréguas EUA-China
1.2.3 Hard Brexit improvável
1.3 Repricing vs desaceleração vigente

2. EUA

2.1 Enquadramento Macro
2.2 Efeito fiscal
2.3 Survey Trump
2.4 Política Monetária
2.5 Mercado Accionista

3. EUROPA

3.1 Contexto macroeconómico
3.2 Alemanha
3.3 Itália
3.4 Política monetária
3.5 Vertente política
3.6 Brexit

4. EMERGENTES

4.1.1 Agregados Macroeconómicos
4.1.2 Câmbios Emergentes
4.1.3 Equity Emergente
4.2.1 China – Macro
4.2.2 China – Estímulos
4.2.3 China – Foreign Holdings
4.2.4 China – CSI 300 vs MXEF Index

5. MERCADO DE DÍVIDA

5.1 Core
5.2 Linkers
5.3 Periferia Europa
5.4 Corporate – EUA vs Europa
5.5 Securitização nos EUA

6. MATÉRIAS-PRIMAS

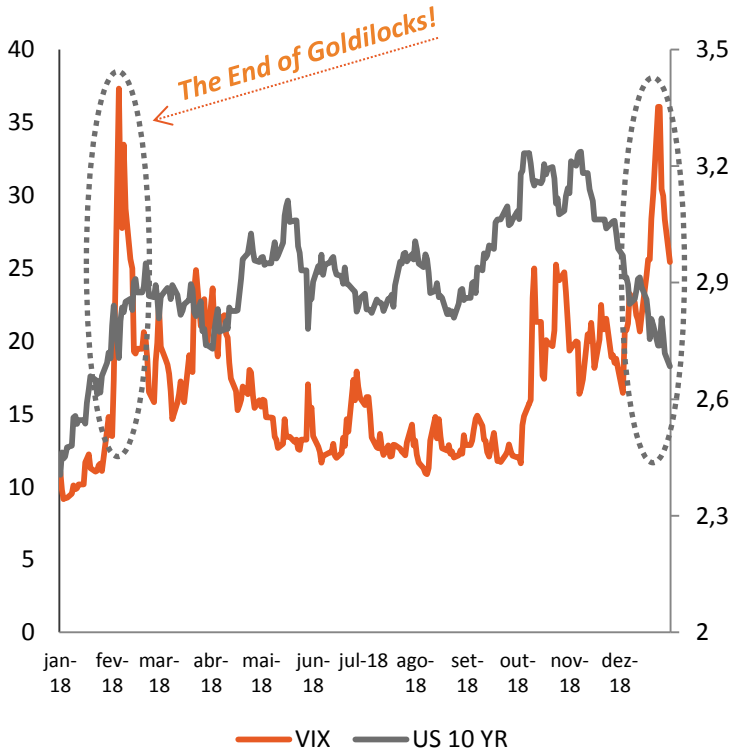
6.1 Crude
6.2 Ouro

7. SÍNTESE POSICIONAMENTO

2018 – O ano pós-Goldilocks – Performance absoluta negativa X-Asset sem precedentes!!!

	Retorno anual (%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 (Goldilocks)	2018
Equity	S&P 500	0,0	13,4	29,6	11,4	-0,7	9,5	19,4	-6,2
	Russell 2000	-5,5	14,6	37,0	3,5	-5,7	19,5	13,1	-12,2
	DAX 30	-14,7	29,1	25,5	2,7	9,6	6,9	12,5	-18,3
	Euro Stoxx 600	-11,3	14,4	17,4	4,4	6,8	-1,2	7,7	-13,2
	FTSE 100	-5,6	5,8	14,4	-2,7	-4,9	14,4	7,6	-12,5
	PSI 20	-27,6	2,9	16,0	-26,8	10,7	-11,9	15,2	-12,2
	Shangai Composite	-21,7	3,2	-6,7	52,9	9,4	-12,3	6,6	-24,6
	MSCI Emerging Markets	-20,4	15,1	-5,0	-4,6	-17,0	8,6	34,3	-16,6
	NIKKEI 225	-17,3	22,9	56,7	7,1	9,1	0,4	19,1	-12,1
Debt	U.S. Treasury Bonds	9,8	2,0	-2,7	5,1	0,8	1,0	2,3	0,9
	US Corp Investment Grade	5,5	11,4	-1,7	7,8	-0,9	6,4	6,6	-3,0
	US Corp High Yield	5,0	15,8	7,4	2,5	-4,5	17,1	7,5	-2,1
	Eurozone Government Bonds	3,4	10,9	2,2	13,1	1,6	3,2	0,2	1,0
	Eurozone Corporate Bonds	2,6	10,5	1,5	9,5	-1,2	5,2	1,6	-0,6
	UK Government Bonds	17,0	2,9	-4,1	14,9	0,4	11,1	2,1	0,4
Matérias-primas	CRB - All Commodities	-7,4	0,4	-5,7	-4,1	-14,4	12,9	2,2	-5,4
	Ouro (vs. USD)	10,1	7,1	-28,3	-1,4	-10,4	8,1	13,5	-1,6
	Crude	8,2	-7,1	7,2	-45,9	-30,5	45,0	12,5	-24,8
Forex	US Dollar Index	1,5	-0,5	0,3	12,8	9,3	3,6	-9,9	4,4
	EURUSD	-3,2	1,8	4,2	-12,0	-10,2	-3,2	14,1	-4,5
	GBPUSD	-0,4	4,6	1,9	-5,9	-5,4	-16,3	9,5	-5,6
	JPY USD	5,5	-11,3	-17,6	-12,1	-0,4	2,8	3,8	2,7

Fonte: Bloomberg; BiG Research



BlackRock and Vanguard assets plummet most in a decade

Industry leaders see total of $700bn wiped from AUM in fourth quarter

Fonte: Financial Times

Loading

2019

ACONTECIMENTOS
vs.
O QUE SABEMOS...

REPRICING EXPECTATIVAS
vs.
EVENTOS GEOPOLÍTICOS/MERCADO

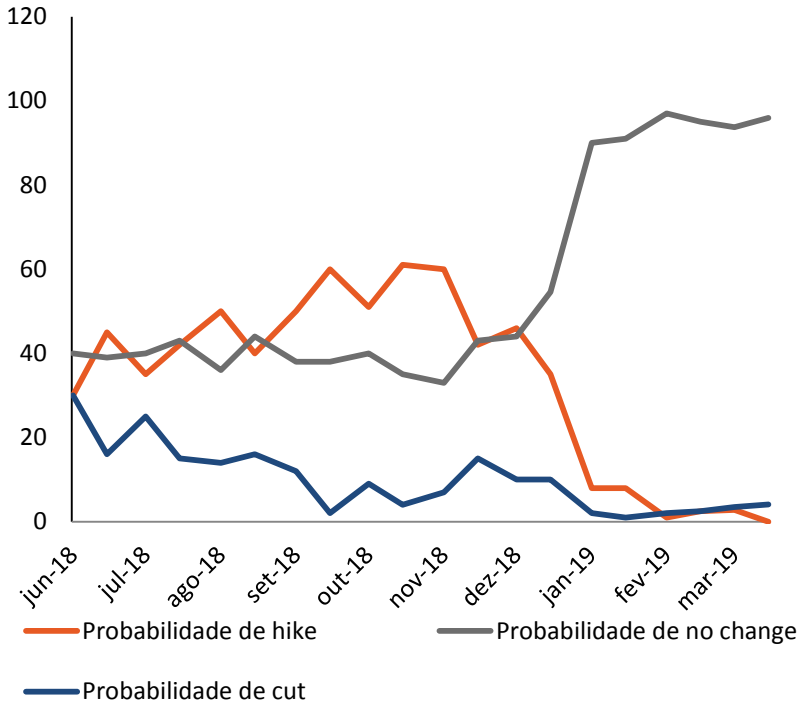
1. Fed on hold

2. Truce US-China

3. Hard Brexit unlikely

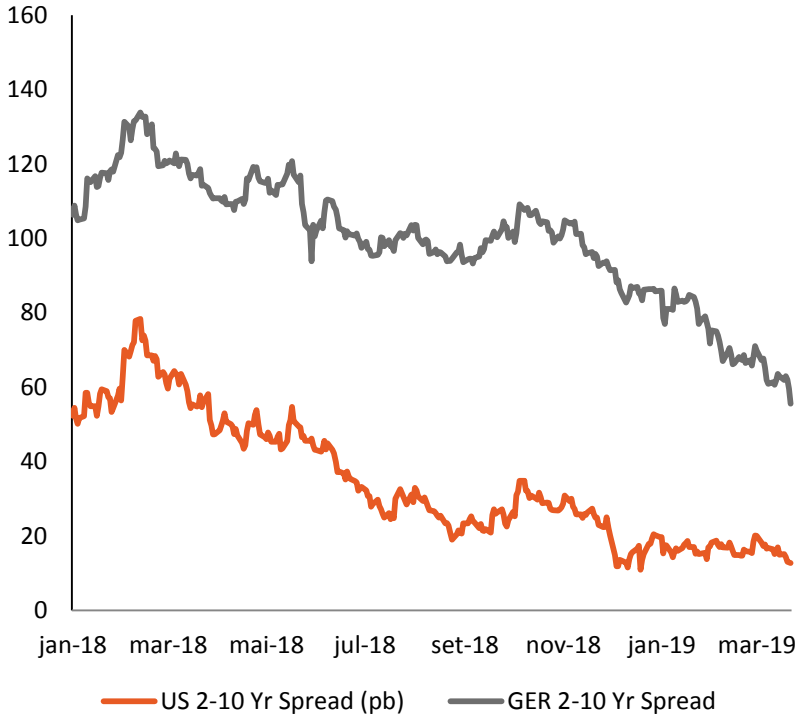
1. *FED ON HOLD*: Reverte ciclo de subida de taxas e interrompe ritmo de redução do Balanço

FED – PROBABILIDADE DE ALTERAÇÃO DE TAXAS



Fonte: Bloomberg; BiG Research

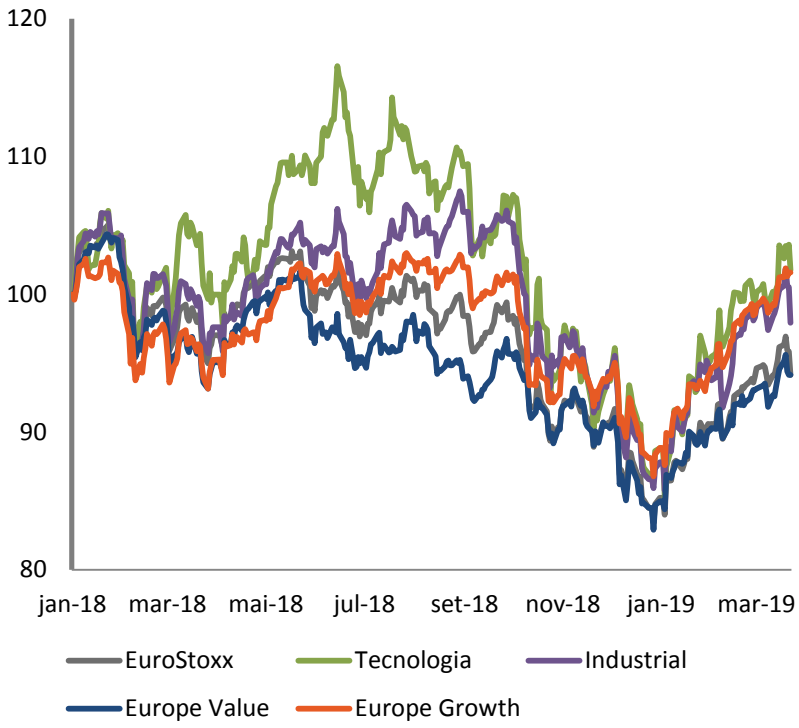
INCLINAÇÃO CURVA – EUA VS ALEMANHA



Fonte: Bloomberg; BiG Research

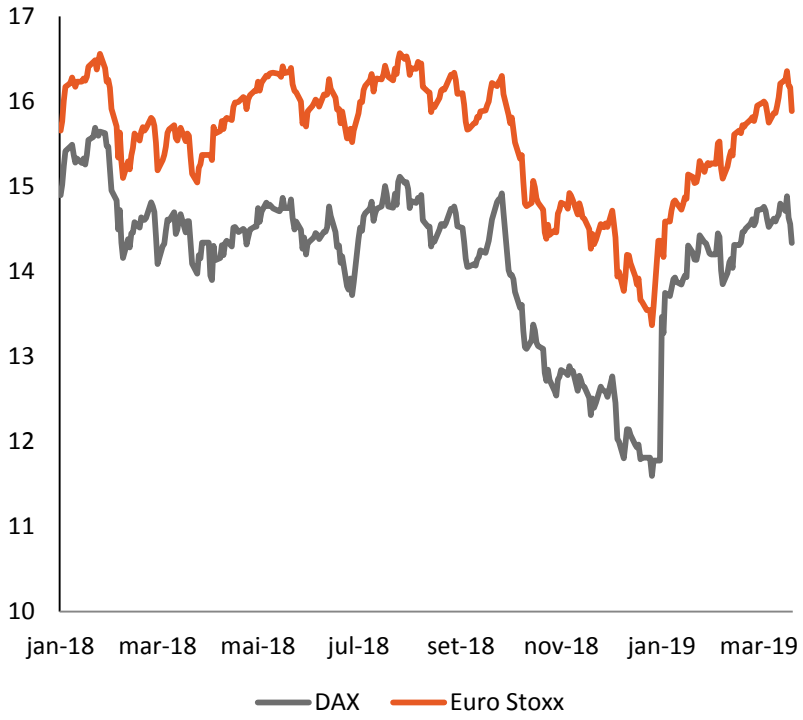
2 – *TRUCE US-CHINA*: Outperformance de cíclicals/export-driven encarecem níveis de avaliação

BREAKDOWN REBOUND EUROPA – SECTORES VS ESTILO



Fonte: Bloomberg; BiG Research

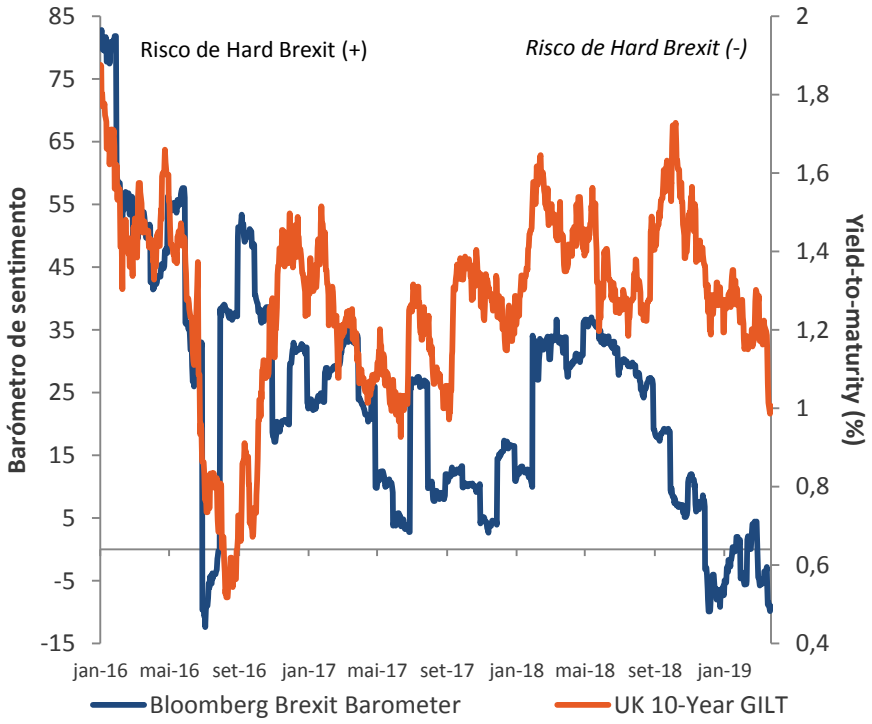
MÉTRICAS DE AVALIAÇÃO ÍNDICES ACCIONISTAS EUROPA (P/E)



Fonte: Bloomberg; BiG Research

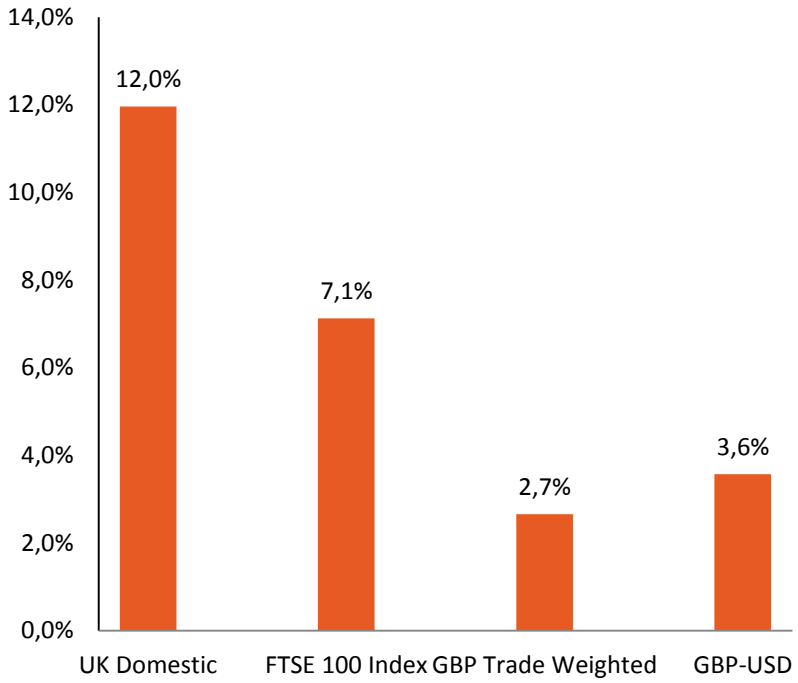
3 – *HARD BREXIT UNLIKELY*: visão Parlamento UK-acordo com Europa diminui risco Hard Brexit

OBRIGAÇÃO SOBERANA A 10 ANOS E SENTIMENTO EM RELAÇÃO A BREXIT



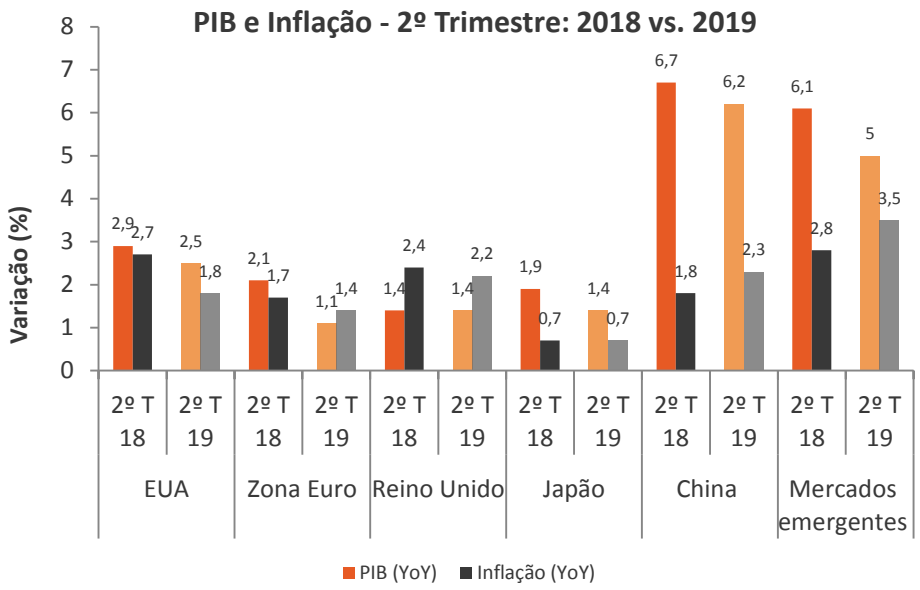
Fonte: Bloomberg; BiG Research

YTD PERFORMANCE – ACTIVOS BRITÂNICOS



Fonte: Bloomberg; BiG Research

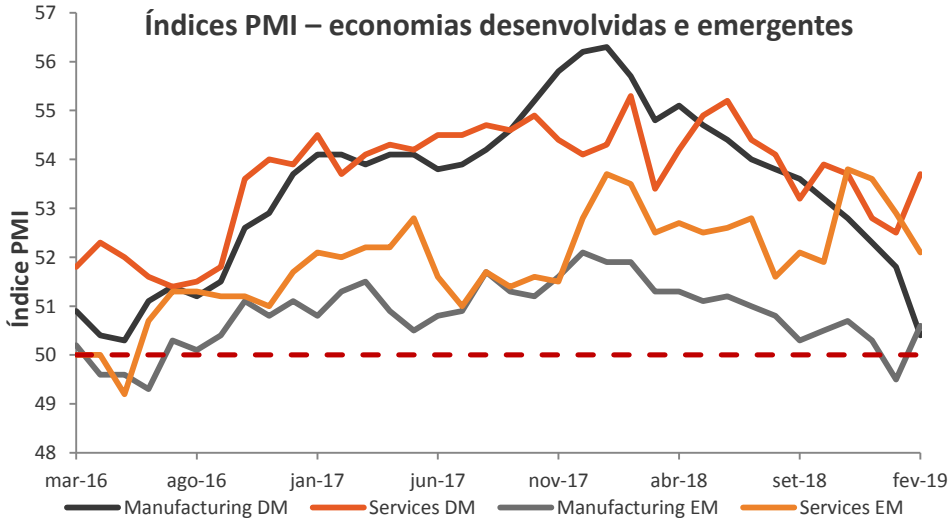
1.3 Repricing Expectativas vs desaceleração vigente



Fonte: Bloomberg Contributor Composite Economic Forecast; BiG Research

- O consenso de mercado aponta para uma clara desaceleração económica no segundo trimestre de 2019 face ao período homólogo. No bloco desenvolvido, a inflação deverá abrandar em conformidade, reduzindo o espaço dos bancos centrais para normalização de política monetária.

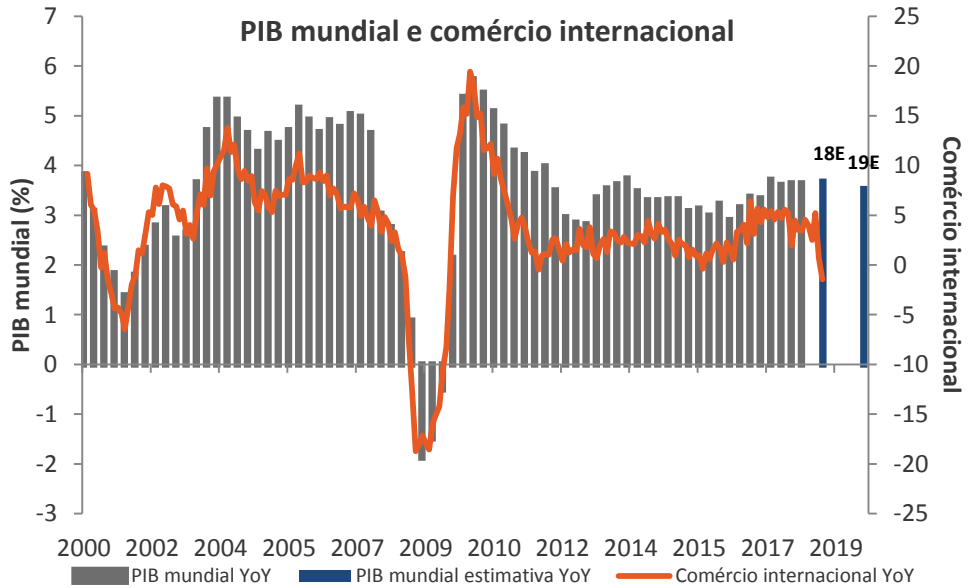
- No complexo emergente, o arrefecimento poderá ser mais pronunciado, enquanto a inflação poderá aumentar, em virtude de uma política monetária mais acomodatícia e medida fiscais mais expansionistas - criando condições para uma desvalorização das divisas emergentes que, combinadas com maiores taxas alfandegárias, deverão resultar num maior esforço financeiro com importações.



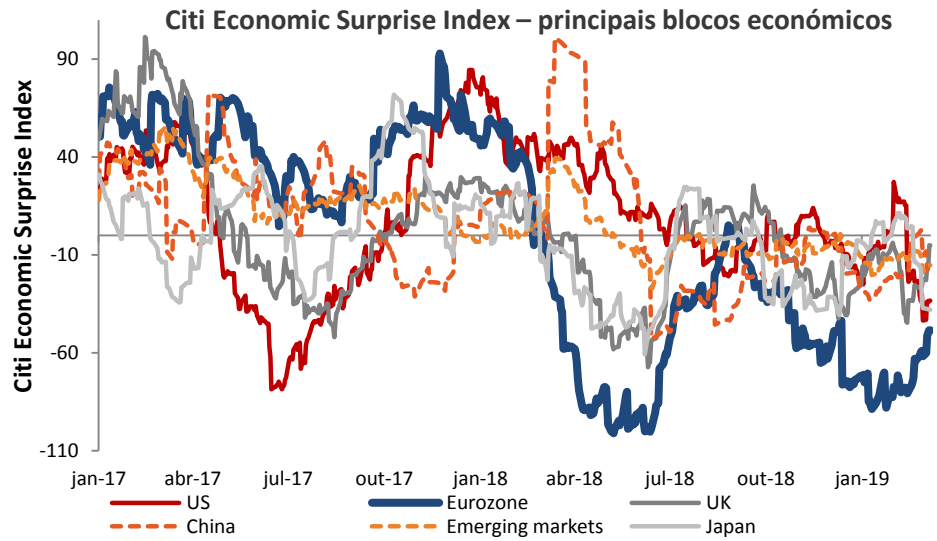
Fonte: IHS Markit; BiG Research

- Todos os índices PMI, relativos a economias desenvolvidas e emergentes, estão já longe do pico alcançado em 2017. Como indicador *leading*, os PMI captaram a recuperação na actividade económica que acompanhou a melhoria de sentimento associada a uma potencial resolução da escalada proteccionista entre EUA e China, bem como à nova postura *dovish* da Reserva Federal norte-americana.

- Mesmo que no segundo trimestre estes riscos permaneçam latentes, acreditamos que num horizonte temporal mais extenso, ressurgirão formas distintas de proteccionismo comercial, pelo que a economia global deverá continuar a abrandar, não obstante os estímulos monetários, levando os índices PMI – de forma consistente, para terreno de contracção (inferior a 50).



Fonte: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis; International Monetary Fund; BiG Research



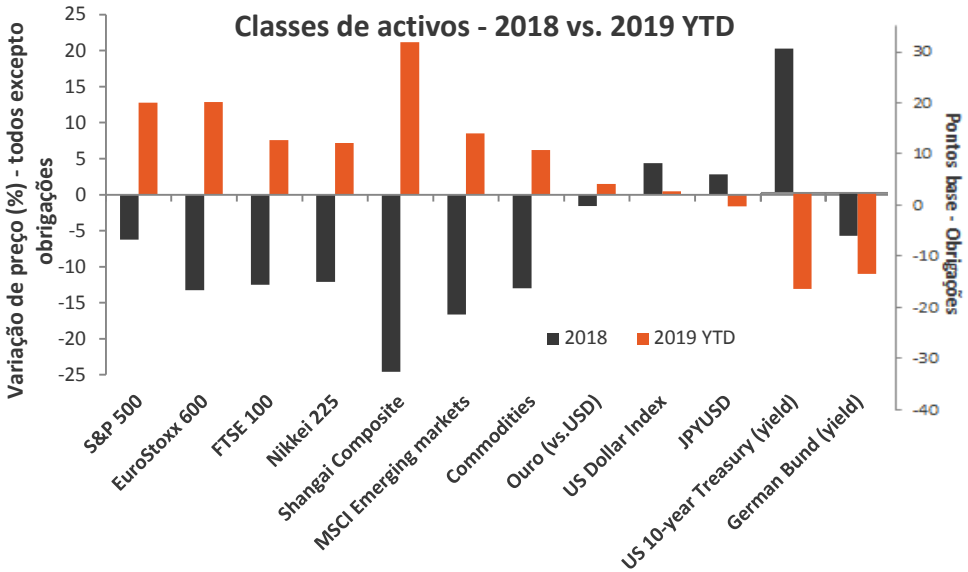
Fonte: Citigroup Global Markets Inc; BiG Research

- O comércio internacional recuou 1,8% nos três meses que terminaram em Janeiro de 2019, de uma forma praticamente transversal às economias desenvolvidas e emergentes e com especial destaque para a Ásia emergente, onde a variação negativa de volume total atingiu os 6,1%.

- A balança comercial representa um dos principais pilares de crescimento de muitas economias mundiais. Não antecipando uma solução robusta que permita uma retoma do comércio internacional para os anteriores níveis, acreditamos que as actuais expectativas de crescimento global para 2019, emitidas pelo FMI, não se deverão concretizar, mesmo após a revisão em baixa, verificada no primeiro trimestre do ano.

- Face a 2017 e 2018, o início de 2019 apresenta um cenário marcadamente diferente a nível global. Os principais blocos económicos estão todos em terreno negativo no que diz respeito a divulgação de indicadores macroeconómicos vs. estimativas. A Zona Euro lidera, em média, os valores negativos deste índice, sugerindo que a desaceleração não só é acentuada como consistentemente defrauda as estimativas ainda moderadamente optimistas dos economistas.

- Os indicadores macro referentes a praticamente todas as vertentes da economia têm revelado fraqueza. Antecipamos que os economistas comecem a exteriorizar uma visão gradualmente mais pessimista, ainda que subsista algum espaço para retoma até ao terceiro trimestre de 2019, podendo causar uma reversão do indicador de surpresas para valores perto de zero.



Variações YTD actualizadas até dia 15 de Março de 2019

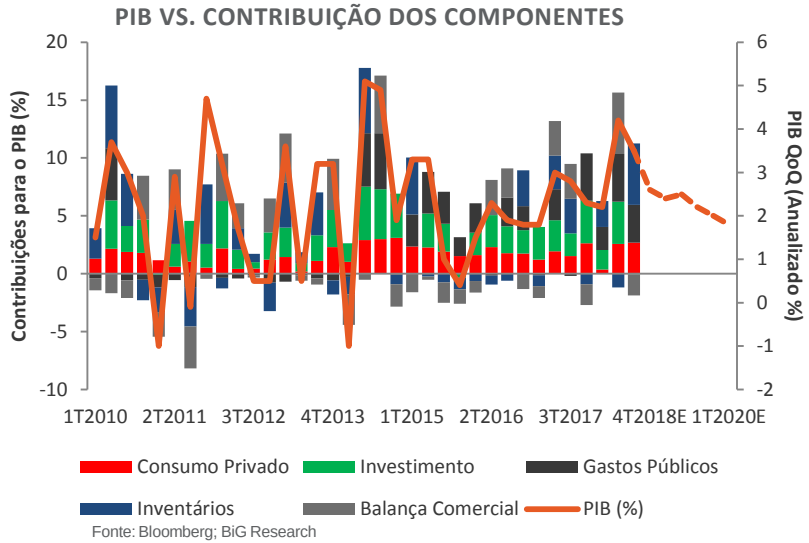
Fonte: Bloomberg; BiG Research

- Após um ano 2018 com praticamente todos os activos a exibir retornos negativos, os primeiros dois meses e meio de 2019 foram marcados por força compradora simultânea para activos de risco e de refúgio. Na nossa opinião, níveis de elevada sobrevenda não são justificação suficiente para a impressionante subida do mercado accionista no período. Um grupo de investidores estará possivelmente com uma visão excessivamente positiva ou negativa. Acreditamos que o *rally* accionista foi exagerado, implicando um recuo do mercado accionista enquanto os activos de refúgio parecem ainda ter potencial de apreciação. *"Something's gotta give…"*

Fonte: Economic Policy Uncertainty; Bulletin of the Atomic Scientists; Bloomberg; BiG Research

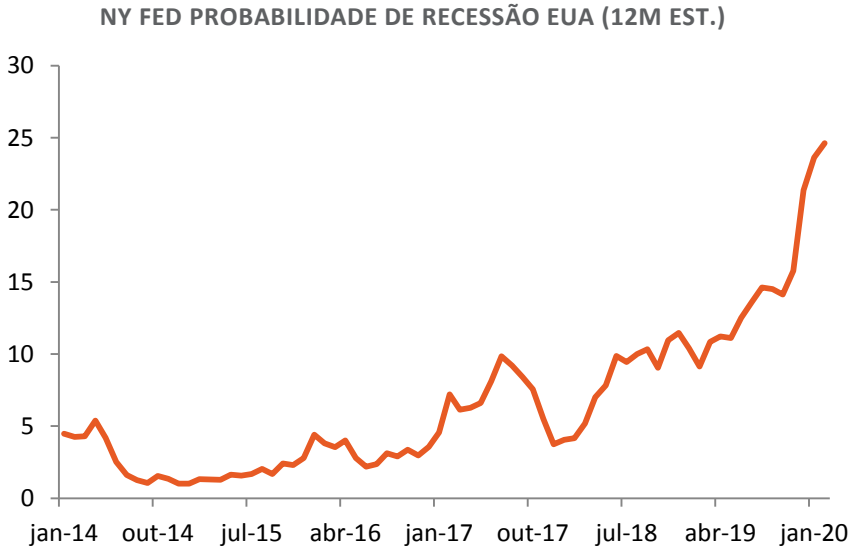
- Desde a eclosão do populismo, em 2016, o mundo tem vivido máximos históricos de incerteza de política económica. A curto prazo, as medidas populistas são capazes de estimular o crescimento, com um provável custo de sérios desequilíbrios financeiros e sociais num horizonte temporal mais longo. Este impulso de crescimento a curto prazo justifica a descorrelação temporária entre a incerteza de política económica e o índice de volatilidade. Com o impacto económico positivo a dissipar-se, a correlação deverá ser retomada, reforçando a perspectiva de um aumento de volatilidade.

- Não por coincidência, o *Doomsday Clock*, da autoria do Bulletin of the Atomic Scientists, aponta actualmente para o nível mais perto de um cenário apocalíptico (*midnight*) desde a criação deste barómetro. Um valor só verificado uma vez, em 1953, quando, em plena Guerra Fria, os EUA e a União Soviética ponderaram desenvolver bombas de hidrogénio.



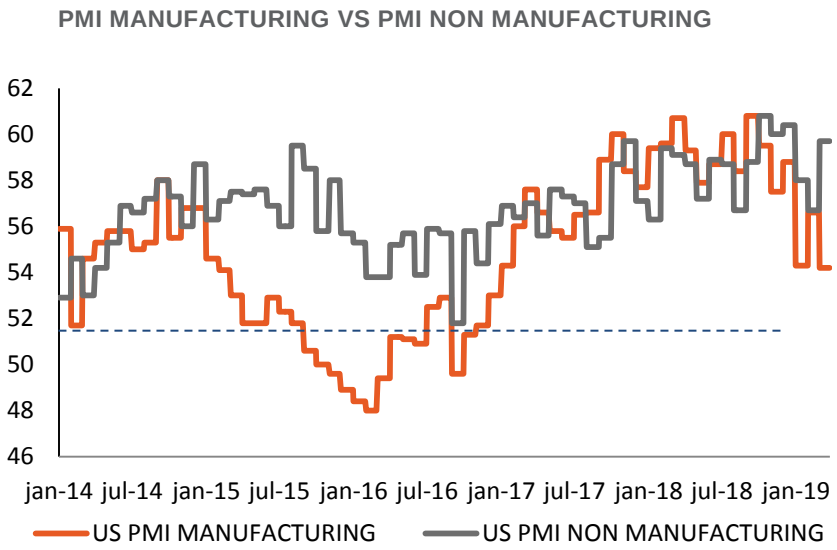
Fonte: Bloomberg; BiG Research

- Após um desempenho económico estelar em 2018 (o mais elevado desde 2014), beneficiando da implementação do corte de impostos realizados pela Administração Trump.
- À medida que o efeito da reforma fiscal se dissipa, tanto em 2019 como 2020, também se espera uma desaceleração do ritmo de crescimento económico.
- O consumo privado e o investimento empresarial deverão ser as principais rubricas afectadas pelo expectável cenário de desaceleração.



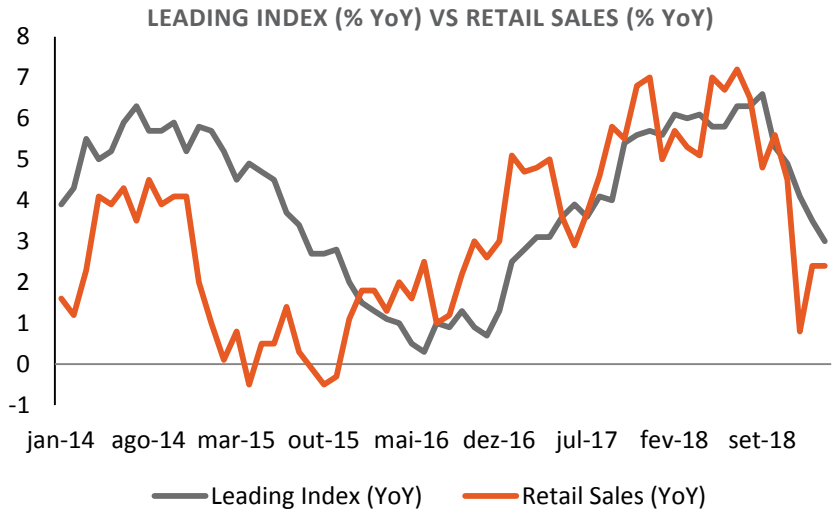
Fonte: Thomson Reuters Eikon; BiG Research

- A desaceleração vigente motivou um rápido pick-up do indicador que mede a possibilidade de ocorrência de uma recessão nos próximos 12 meses.
- Com efeito, este indicador salienta uma probabilidade de 25% que a economia americana poderá resvalar para uma recessão no primeiro trimestre de 2020.
- Este nível de probabilidade parece-nos adequado, ainda que a ocorrência de eleições presidenciais em 2020 e o tom, finalmente, menos restritivo do FED poderá diferir no tempo a inevitável recessão.



Fonte: Bloomberg; BiG Research

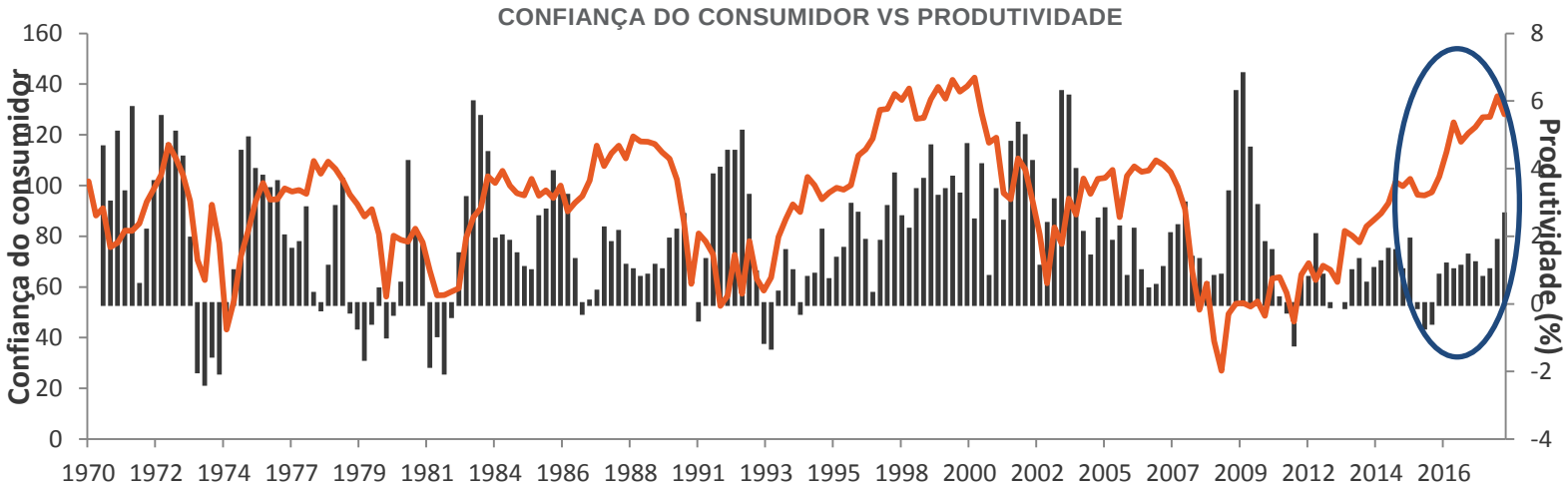
- Os indicadores de PMI registam uma leitura amplamente saudável, sobretudo quando comparamos com outros congéneres do bloco desenvolvido.
- A desaceleração é ainda assim mais visivel no indicador de PMI Manufacturing que exibe uma maior correlação com o abrandamento do comércio internacional.



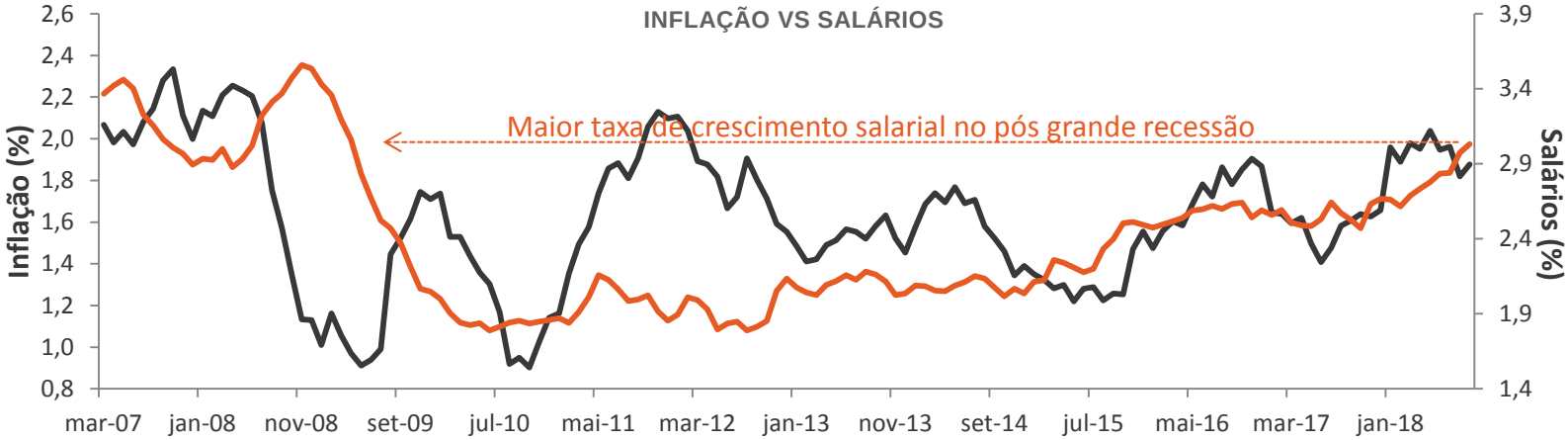
Fonte: Bloomberg; BiG Research

- Os indicadores avançados sobre a economia Americana registaram uma queda significativa desde o início de 2019, uma tendência idêntica ao observado na queda expressiva das vendas a retalho em termos homólogos.
- A economia americana, não obstante o natural abrandamento vigente em função da extensão do ciclo actual e da dissipação *do* efeito fiscal positivo, permanece com um desempenho globalmente robusto, o qual poderá igualmente continuar a ser suportado pela interrupção da política monetária restritiva adoptada pelo FED.

Pick-up de actividade não inviabiliza distorção do binómio Produtividade vs Confiança

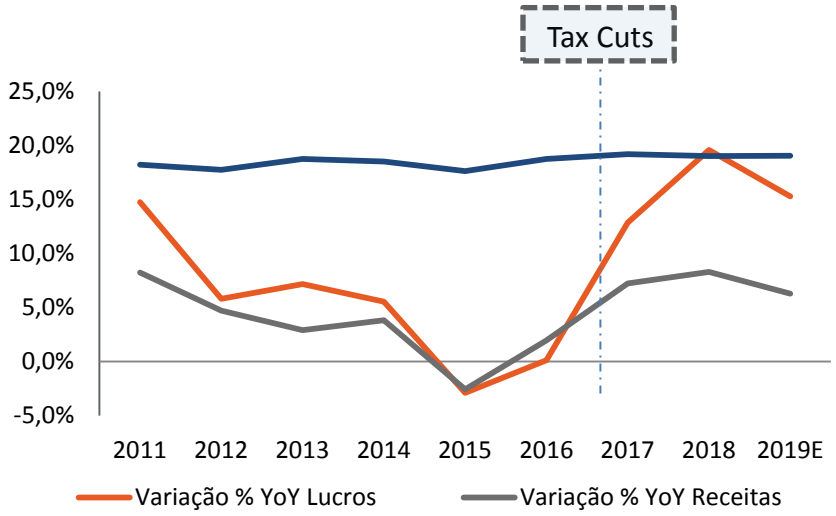


Fonte: Conference Board; Bureau of Labor Statistics ; BiG Research



Fonte: Conference Board; Bureau of Labor Statistics ; BiG Research

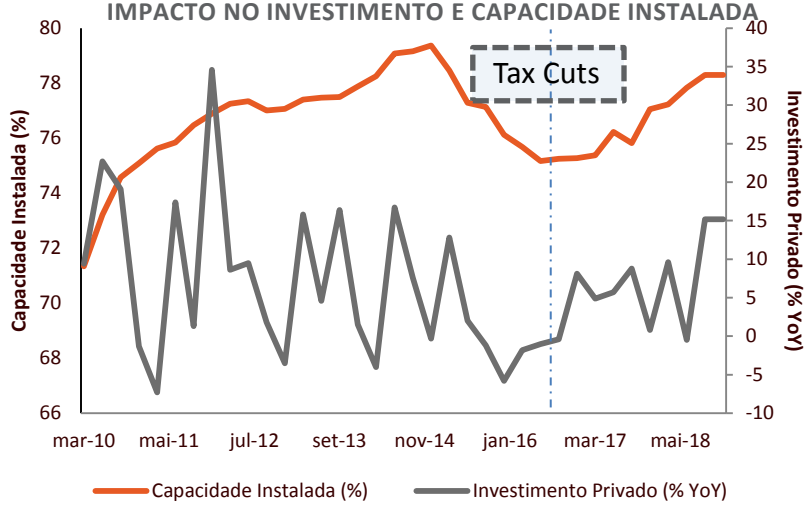
IMPACTO TAX CUTS NOS LUCROS, RECEITAS E MG. EBITDA



Fonte: Bloomberg; BiG Research

- As empresas norte-americanas começam a sentir pressão para manter o crescimento dos lucros a níveis similares ao observado no período que se seguiu ao corte de impostos definido pela Administração Trump.
- Para que os resultados prossigam a tendência altista, será necessário um incremento das margens e ou um crescimento mais significativo do *topline*.

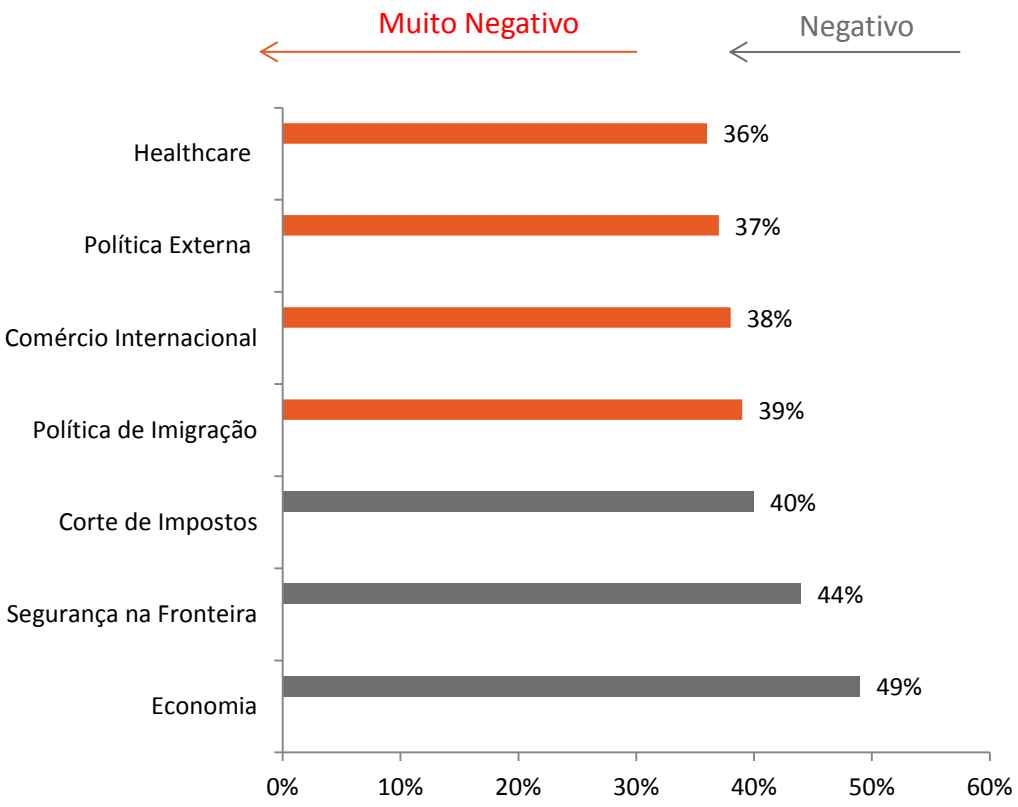
IMPACTO NO INVESTIMENTO E CAPACIDADE INSTALADA



Fonte: Bloomberg; BiG Research

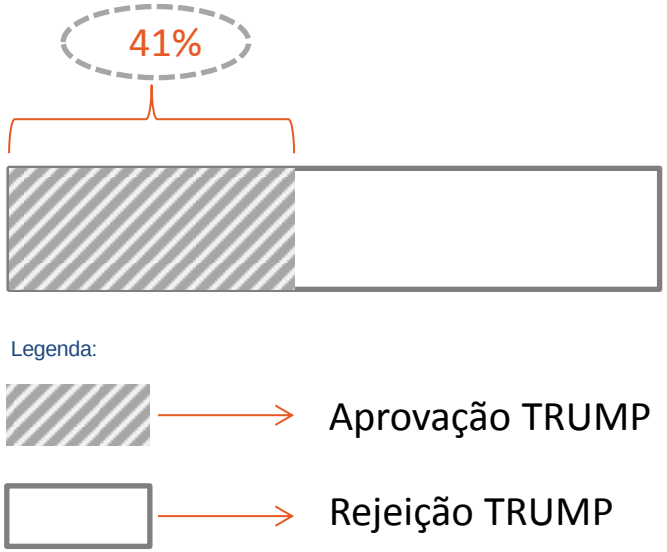
- O reforço do nível de investimento das empresas norte-americanas apenas registou um *pick-up* assinalável no ano transacto, sendo que uma parte significativa do crescimento dos lucros foi anteriormente canalizado para a recompra de acções e movimentos de Fusão e Aquisição.
- A capacidade instalada continua a exibir uma recuperação gradual nos últimos meses, superando a fasquia dos 78% em Fevereiro - um registo que é já praticamente o mais elevado na década vigente.
- O mercado laboral "apertado" e as adições da capacidade instalada poderão fomentar um moderado *pick-up* da inflação.

SURVEY POLÍTICO – TEMAS ESTRUTURAIS DA ADMINISTRAÇÃO TRUMP

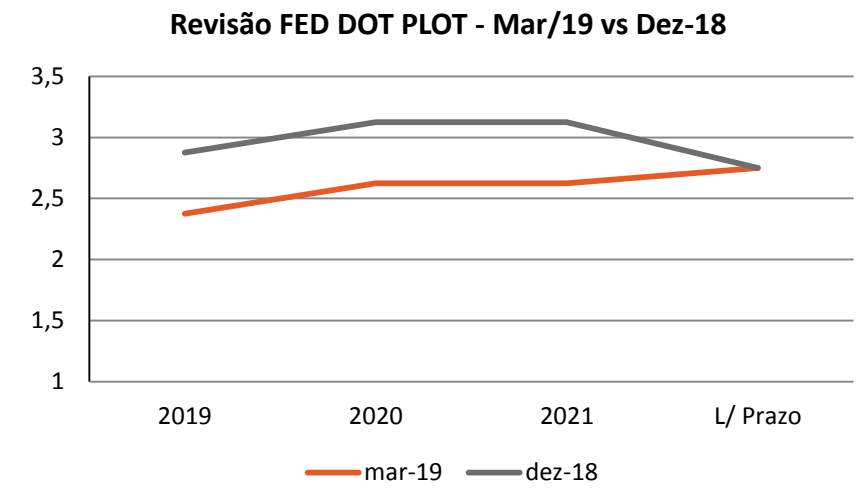


Fonte: USA Today; BiG Reseearch

- **% Aprovação Administração Trump**

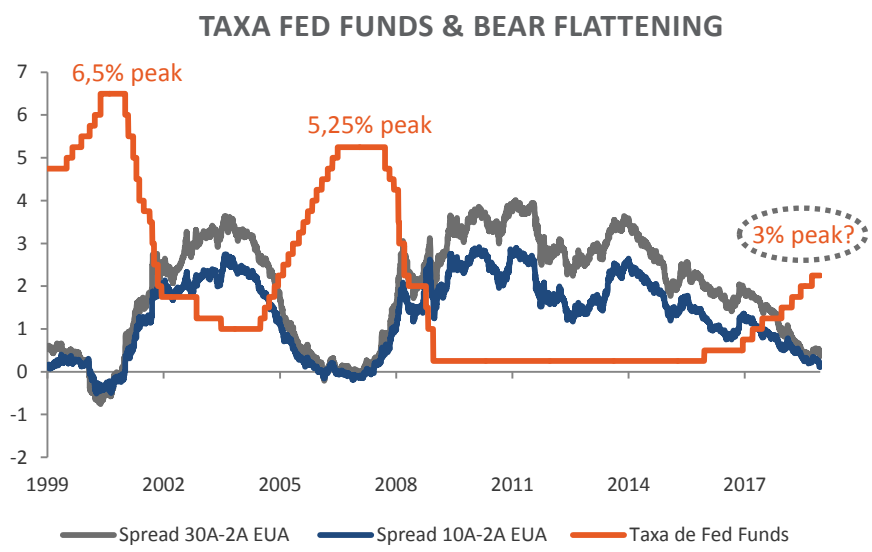


Fonte: USA Today; BiG Research



Fonte: Bloomberg; BiG Research

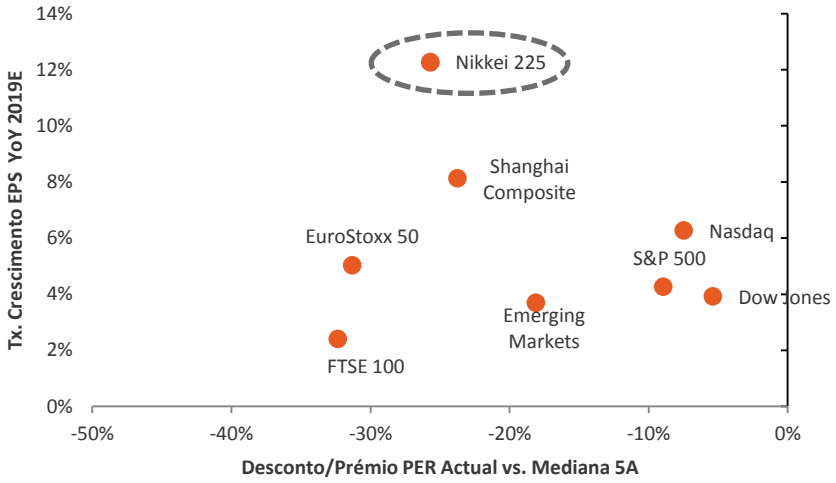
- A postura surpreendentemente dovish do FED – mais preocupado com riscos de recessão a médio prazo do que propriamente complacente com o cenário de abrandamento em curso, acabou por motivar uma revisão em baixa substancial da trajectória das taxas de juro imbuídas no *dotplot*.
- Recordamos que no início do ano, o FED previra duas subidas da taxa de juro (*upper bound* para 3%) e o cenário actual prevê que o FED mantenha a taxa de referência no limite superior de 2,5%, antecipando apenas uma subida de 25 p.b. no ano de 2020 – já próxima da teórica taxa neutral da economia americana.



Fonte: FED; BiG Research

- A pausa prolongada do FED no que respeita a novas subidas da taxa de juro acaba por conceder alguma folga à economia Americana, do ponto de vista de custos de financiamento das famílias e empresas.
- Considerando que o "pico" da FED FUNDS (no ciclo actual poderá ser de 3%) coincide com a inversão do ciclo económico, este poderá ser diferido, pelo menos, em mais um ano em função da postura menos restritiva do FED.
- Com o FED em pausa ao longo de 2019, salvo um choque assimétrico nas perspectivas de crescimento, acreditamos numa moderada inclinação da curva norte-americana.

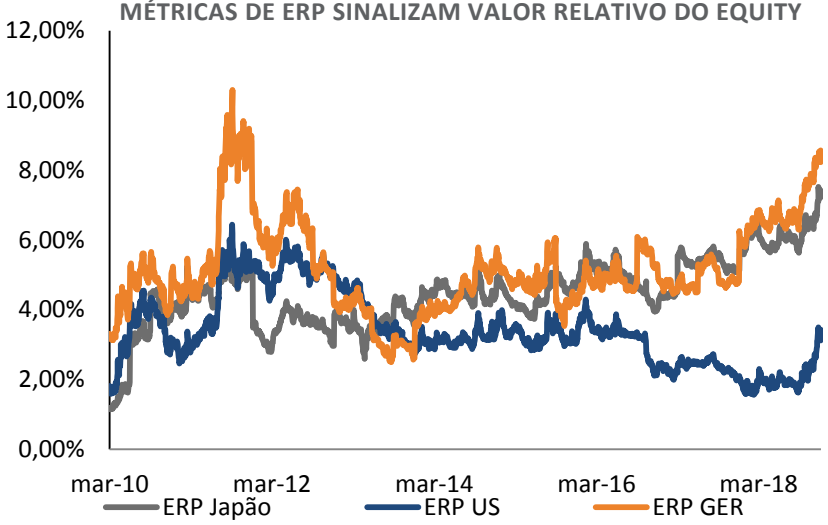
QUEDA DE ACÇÕES PRECIPITA AJUSTAMENTO DE AVALIAÇÕES



Fonte: Bloomberg; BiG Research

- Do ponto de vista estritamente de avaliação fundamental, os índices accionistas do bloco Emergente, Japão e Europa continuam a evidenciar valor em relação aos EUA.
- O agravamento do prémio fundamental que caracteriza os índices norte-americanos começa a ser mais dificil de justificar na fase actual do ciclo, tanto mais que é evdente uma desaceleração do ritmo de crescimento dos lucros das empresas norte-americanas.
- Com efeito, é esperado que as empresas que integram o índice nipónico registem crescimento dos lucros de duplo dígito em 2019 – muito acima de qualquer outra região.

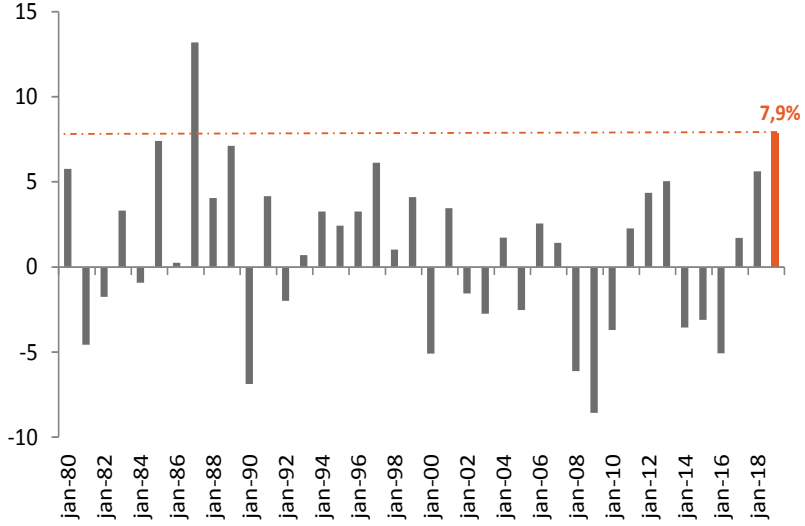
MÉTRICAS DE ERP SINALIZAM VALOR RELATIVO DO EQUITY



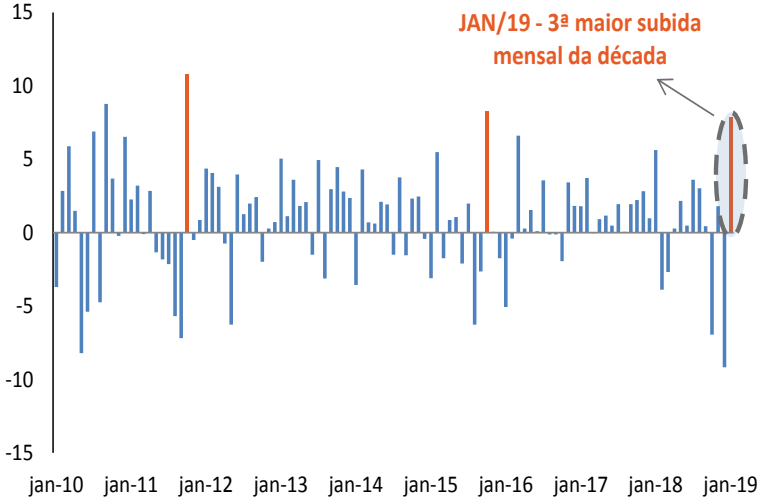
Fonte: Bloomberg; BiG Research

- Do ponto de vista de valor relativo entre classe de activos, os mercados accionista na Europa e Japão perfilam-se como alternativas de investimento interessantes, tendo em conta a atractividade do diferencial da earnings yield (~8%) e as taxas de juro sem risco da região - em torno de 0%.
- Já nos EUA, a improvável expansão do múltiplo desde o início do ano, aliado à retracção da yield das treasuries deve motivar uma reversão deste movimento ao longo do 2T19...
- ...essa situação poderá traduzir-se numa (mais provável) quebra do equity ou, em alternativa, a uma subida da yield das Treasuries.

EVOLUÇÃO SPX 500 – EFEITO JANEIRO



EVOLUÇÃO SPX 500 – VARIAÇÃO MENSAL DESDE 2010



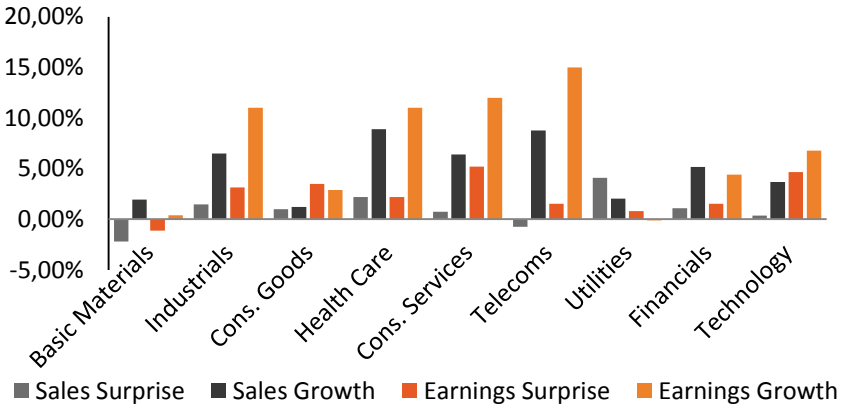
Fonte: Bloomberg; BiG Research

- Tal como havíamos previsto no nosso documento relativo ao Outlook Anual, o sentimento de mercado encontrava-se excessivamente deprimido no final de 2018/início de 2019 – sobreestimando os riscos de um abrandamento mais significativo a nível mundial...
- ...de forma célere deu-se um reposicionamento das expectativas dos investidores à luz da não materialização de alguns dos riscos proeminentes (Tensões Comerciais, Brexit, instabilidade emergentes), a que se juntou uma política menos restritiva do FED.
- O desempenho do mês de Janeiro foi o segundo melhor dos últimos 40 anos, ao passo que em termos de variação mensal – este traduziu-se na 3ª maior valorização mensal do S&P 500 nos 108 meses contados a partir de Janeiro de 2010.

Efeito Janeiro: ✓ 70% direcção do Ano

- Para além do movimento de Janeiro, o S&P 500 encerrou o primeiro trimestre com ganhos acima de 12%, naquele que é o melhor registo trimestral observado nos últimos 10 anos.
- Este movimento foi demasiado exacerbado e está relacionado com a queda excessiva no final do ano transacto, pelo que antecipamos um moderado *pull-back* no 2T19.

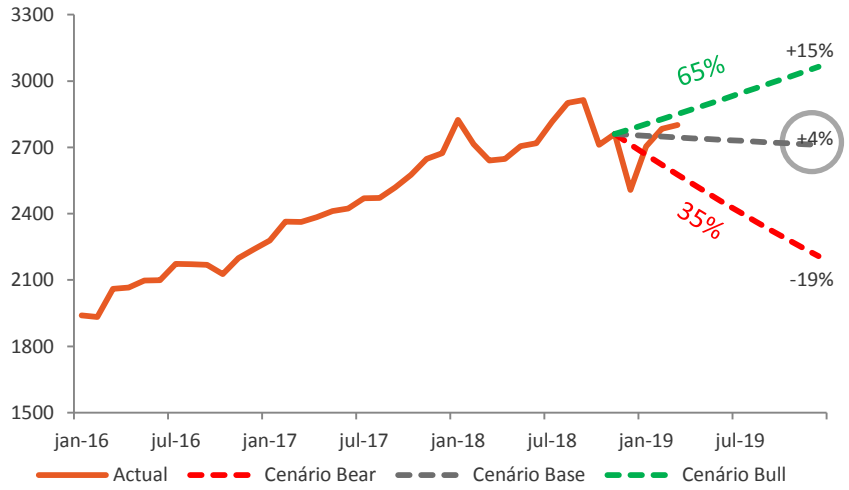
Evolução Vendas vs Resultados (últ. trimestre)



Fonte: Bloomberg;; BiG Research

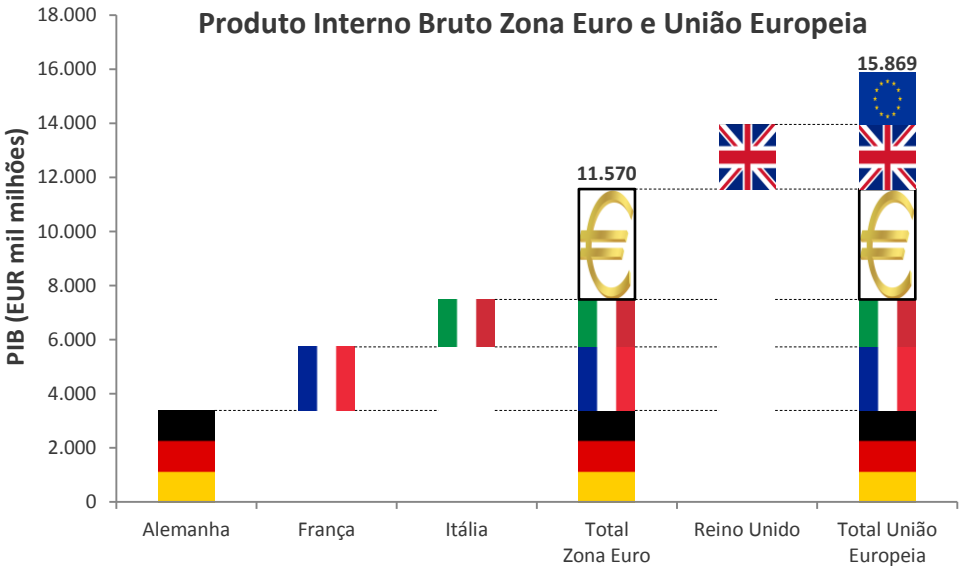
- Os sectores de Healthcare e de Telecoms acabaram por se destacar, no que respeita o ritmo de crescimento das vendas e dos lucros no último trimestre fiscal. O segundo beneficiou de valores homólogos excessivamente deprimidos.
- Ao nível dos sectores cíclicos, realce para o desempenho gradualmente positivo observado pelas empresas Insdustriais e tecnológicas, as quais continuam a exibir uma tendência de crescimento sólida no ciclo actual.

Cenários BiG para S&P 500 em 2019



Fonte: Bloomberg;; BiG Research

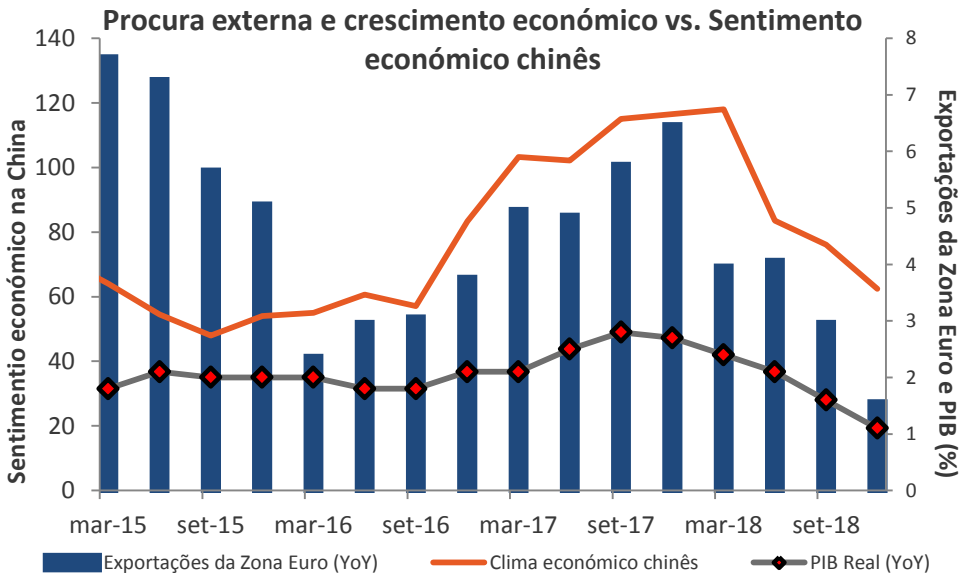
- O *rebound*, quanto a nós, excessivo mas não tanto surpreendente observado no 1T19, levou a que o S&P 500 transaccione já relativamente perto do nosso *target* mais optimista (probabilidade @65%) definido até final de 2019.
- Significa isto que grande parte dos ganhos que havíamos projectado para 2019 já foram realizados, pelo que o risco de *downside* face aos níveis actuais acaba por ser material.
- Aconselhamos a redução da exposição dos níveis de Equity para mínimos dos variados perfis de investimento.



Fonte: Eurostat; BiG Research

- Das três maiores economias da Zona Euro, que representam cerca de 65% do PIB, a terceira maior está em recessão técnica, a maior escapou-lhe tangencialmente e França, agora com maior acalmia depois da reconciliação da população com Macron, poderá vir a ter desequilíbrios financeiros, em virtude do retrocesso na aplicação de reformas.

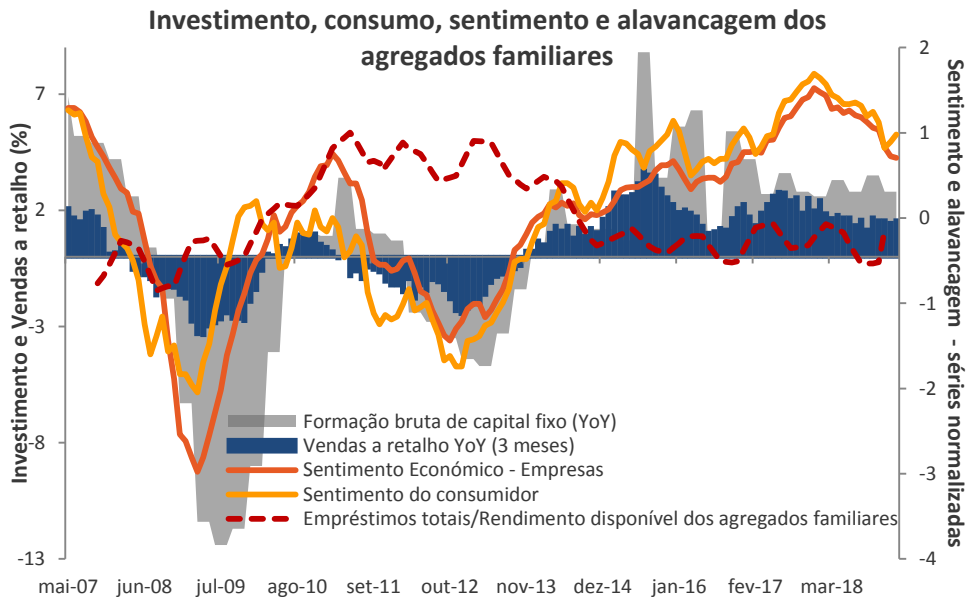
- Ao nível da UE, a segunda maior economia (15% do PIB) está mergulhada na maior crise política em tempos de paz, com uma enorme incerteza a prejudicar fortemente o crescimento. Eventuais cenários de *Soft Brexit* ou permanência deverão providenciar um considerável estímulo económico ao Reino Unido, à Zona Euro e à União Europeia, como um todo.



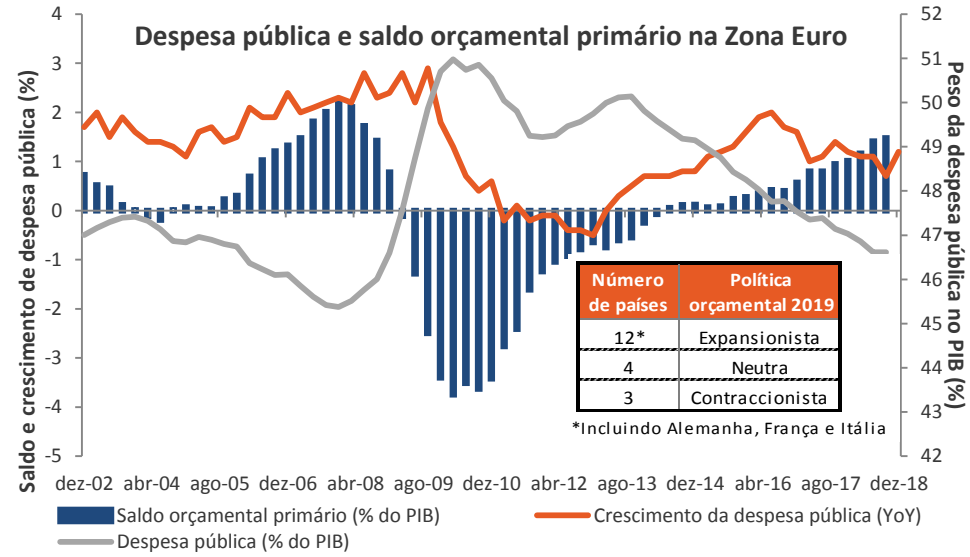
Fonte, National Bureau of Statistics of China; European Commission; Eurostat; Bloomberg; BiG Research

- A guerra comercial entre EUA e China surtiu um assinalável impacto negativo na Zona Euro (ZE), através da deterioração do sentimento e abrandamento económico no seu segundo maior parceiro comercial (China), reflectindo-se numa quebra acentuada da procura externa – um dos pilares da recuperação europeia, que representa aproximadamente 48% do PIB da ZE.

- Um eventual acordo entre EUA e China poderá permitir uma retoma temporária, contudo acreditamos que o comércio internacional foi alterado permanentemente. Novos padrões de controlo, taxas alfandegárias mais elevadas e eventuais proibições de exportações são, na nossa opinião, uma tendência a longo prazo, impondo um obstáculo significativo ao crescimento. Adicionalmente, prevalece a ameaça de Trump avançar para um conflito proteccionista com a Europa, castigando ainda mais o sentimento e a actividade económica.



Fonte: Eurostat; European Central Bank; European Commission; Bloomberg; BiG Research



Fonte: European Central Bank; Eurostat; Bloomberg; BiG Research

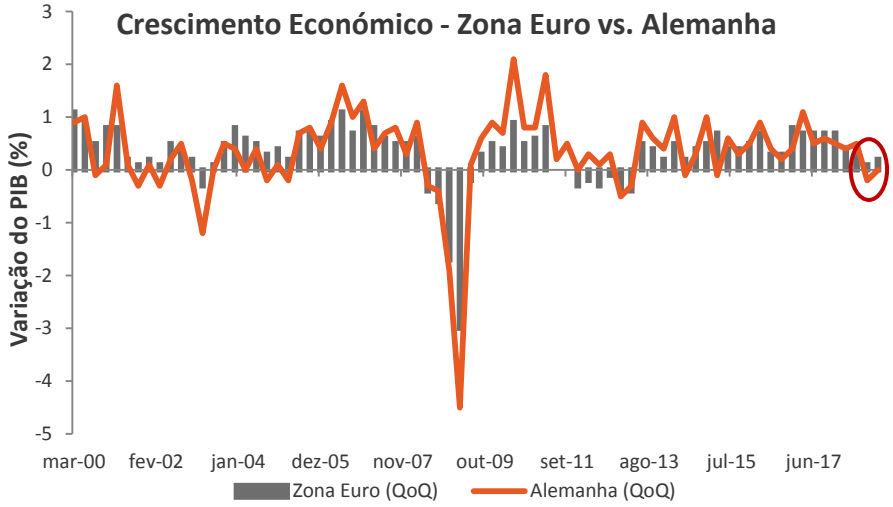
- Uma eventual continuidade da substancial quebra no sentimento das empresas deverá acabar por provocar uma maior desaceleração do investimento, que até agora se tem revelado um dos agregados económicos mais resilientes.

- O consumo tem estado ancorado por um crescimento consistente dos salários, que tem permitido rácios de endividamento dos agregados familiares elevados, mas ainda distantes dos máximos da crise. Se o abrandamento se intensificar, o mercado de trabalho acabará por ser afectado, os avanços salariais poderão estar ameaçados, implicando um possível aumento da alavancagem das família, o que, em última instância, compromete os níveis de consumo.

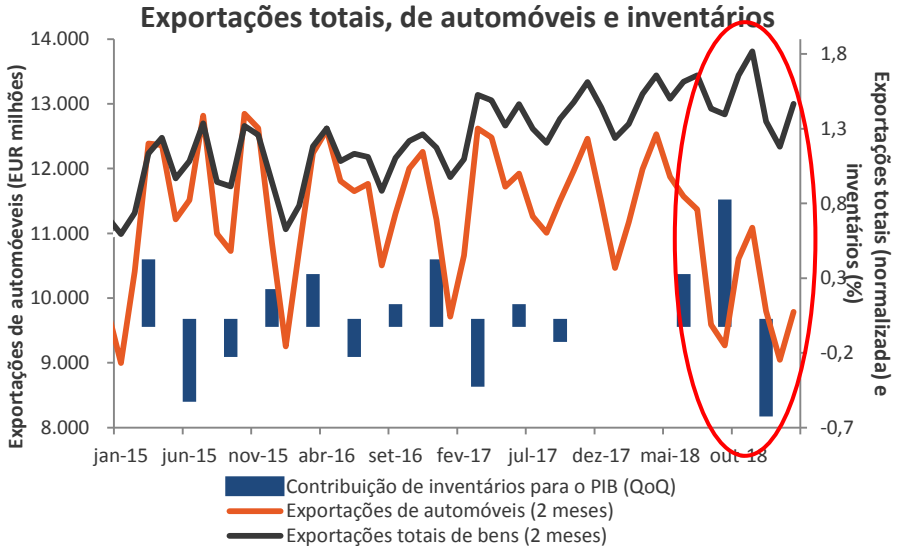
- Após anos de austeridade e o fim do *Quantitative Easing* do BCE, os governos dos vários Estados-membros deverão finalmente desencadear – de forma gradual – os estímulos orçamentais que o BCE tanto tem pedido.

- O crescimento do populismo e contestação política da UE e ZE, acompanhado por um ambiente de taxas de juro em mínimos históricos, deverão conduzir os países a adoptar políticas de maior índole *Keynesiana*, especialmente para evitar que a desaceleração se transforme em recessão.

- A mentalidade actual e o importante reequilíbrio conseguido nas finanças públicas revelam maior conforto com níveis mais elevados de endividamento, com o previsto aumento da despesa a cristalizar-se numa redução do saldo orçamental. Para já, antevemos que a, médio prazo, a tendência se torne de estagnação com níveis de crescimento baixos ou nulos.



Fonte: Eurostat; European Central Bank; German Federal Statistical Office; Bloomberg; BiG Research



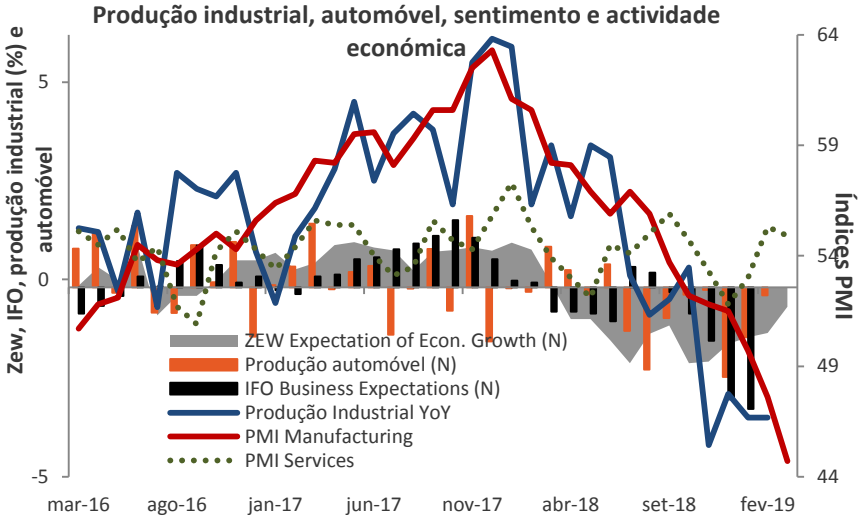
Fonte: German Federal Statistics Office; Bloomberg; BiG Research

- Numa base sequencial, a economia-motor da Europa evitou uma recessão técnica ao crescer 0% no último trimestre de 2018, após uma contracção de 0,2% no terceiro. Homologamente e ajustado para a sazonalidade, o crescimento foi de 0,6% no quarto trimestre de 2018.

- Como economia com elevado pendor industrial, a Alemanha exibe uma significativa dependência da procura externa. Com as exportações a contribuir cerca de 47% do seu PIB, a Alemanha tipicamente amplifica a ciclicidade económica da Zona Euro. Tendo a China como principal parceiro económico, por volume de exportações, a Alemanha é um dos poucos países a ostentar uma balança comercial positiva com a segunda maior potência económica do mundo.

- Com o consumo a avançar vagarosamente (+0,2%), o investimento a expandir 0,9% e os gastos públicos a verificar o maior crescimento (+1,6%), a componente externa acabou por ser responsável por um trimestre sem crescimento. A balança comercial ficou *flat* e, após dois trimestres de significativa acumulação, os inventários acabaram por ser a principal componente a obstruir o crescimento económico, com uma contribuição sequencialmente negativa de 0,6%.

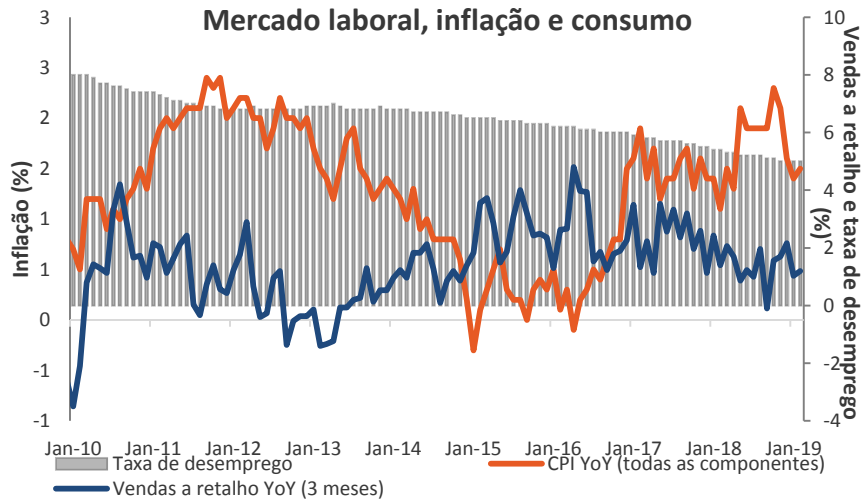
- As exportações automóveis, representando cerca de 12% das exportações totais da Alemanha, sofreram uma forte queda ao longo do ano 2018, em virtude da escalada proteccionista despoletada por Trump e das profundas alterações de regulamentação que a indústria atravessa na UE e mudança de tendência que se começa a registar a nível global.



Fonte: ZEW; IFO Institute; IHS Markit; German Minister for Economics and Labour; Association of the German Automotive industry; Bloomberg; BiG Research" "(N) - séries normalizada

- A forte quebra da produção automóvel foi de facto uma das principais responsáveis pela consistente diminuição da produção industrial no segundo semestre de 2018, com as reiteradas expectativas pessimistas das empresas (IFO) a evidenciar um possível efeito de contágio à globalidade da economia alemã, o que em Março levou o índice PMI de manufactura a atingir mínimos de quase sete anos (44,7), o que arrastou as *yields* das Bunds para terreno negativo pela segunda vez da história.

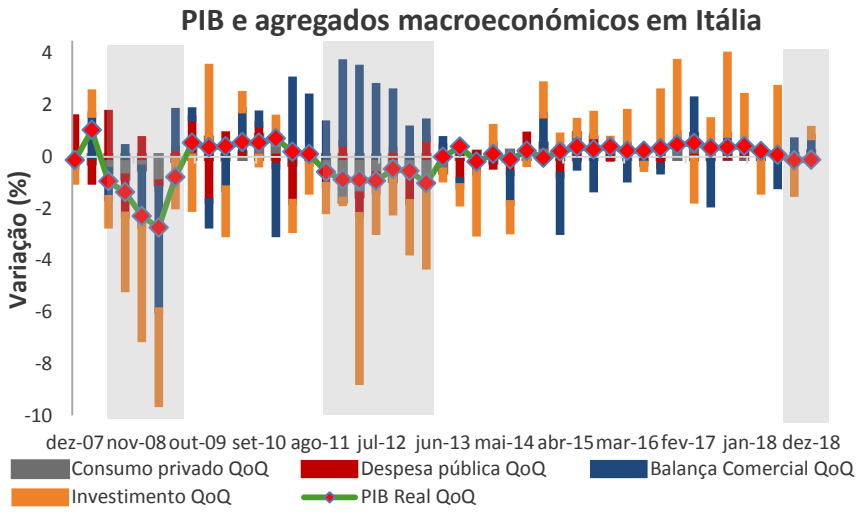
- Após uma retoma em Fevereiro, o PMI dos serviços já aponta para baixo. Actualmente, apenas os analistas e investidores institucionais (ZEW) parecem achar que a economia já viu o pico do seu abrandamento. Nesta fase, a nossa visão converge para a do IFO, privilegiando uma análise centrada sobretudo na economia real, alheia ao efeito dos mercados financeiros.



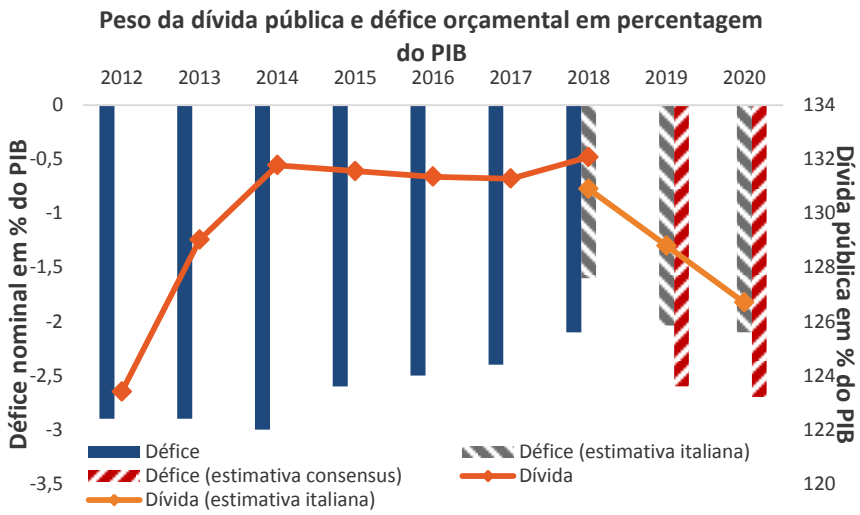
Fonte: Bundesbank; German Federal Statistics Office; Bloomberg; BiG Research

- Não obstante as realidades mais sombrias de actividade económica e procura externa, o mercado de trabalho, onde os impactos são tipicamente mais tardios, permanece robusto.

- A taxa de desemprego em mínimos desta recuperação económica e os níveis de emprego em máximos históricos, aliados a uma inflação contida, produzem um ambiente benigno para o consumo, tendo possivelmente suportado um ligeiro aumento do consumo no primeiro trimestre de 2019, assumindo que o crescimento salarial se manteve sustentado.



Fonte: ISTAT; Bloomberg; BiG Research



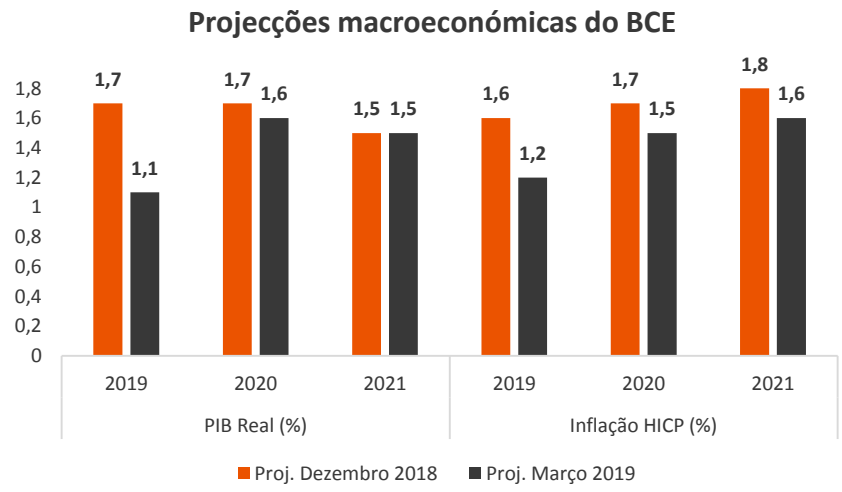
Fonte: Bloomberg Consensus Economic Forecast; Italy's Government; Trading Economics; BiG Research

- Governada pelo seu 61º executivo desde o fim da II Guerra Mundial, a terceira maior economia da Zona Euro atravessa a sua terceira recessão numa década. Digno de nota é o facto de, desde a introdução da moeda única, Itália ter realizado uma consistente *underperformance* do crescimento económico da Zona Euro.

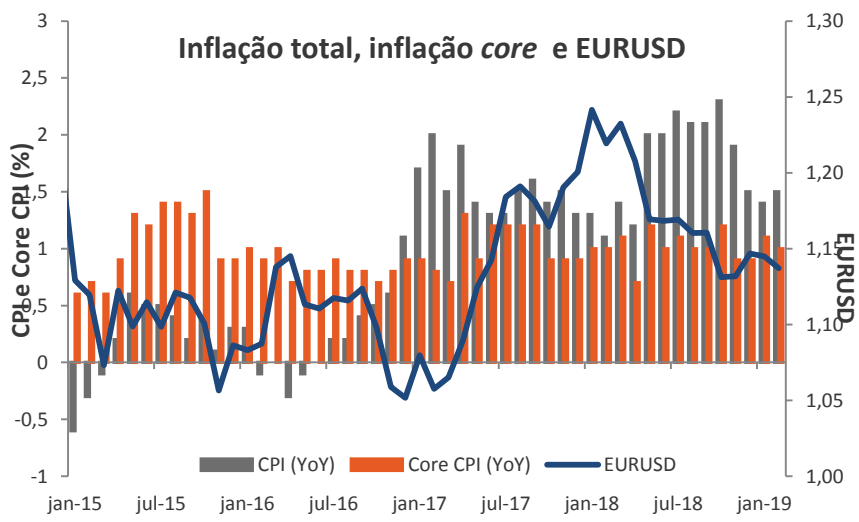
- Como provável consequência da instabilidade política interna e com Bruxelas, a despesa pública, que tipicamente contribui com 50% do PIB, diminuiu no último semestre de 2018, originando uma contracção económica perante um consumo dos agregados familiares (60% do PIB) praticamente inalterado nos últimos três trimestres, anulando o impacto positivo das exportações líquidas no segundo semestre.

- Com o segundo maior rácio de dívida pública/PIB da Zona Euro (antecedida pela Grécia e sucedida por Portugal) e perante uma reversão da tendência do saldo orçamental nominal, Itália apresenta um espaço muito limitado para, se necessário, encetar novos estímulos fiscais – assumindo que o respeito pelas normas europeias continuará a ser uma preocupação.

- As estimativas do governo populista italiano para o défice e para o peso da dívida pública estão alicerçadas em perspectivas de crescimento excessivamente optimistas (revisão de 1,3% para 1%), sendo por isso provável que estas duas métricas tendam para valores menos favoráveis. Para 2019, o Banco de Itália reviu em baixa as estimativas de crescimento anual de 1% para 0,6%, face a estimativas de 0,2% e de 0,1% projectado pela CE e pelo consenso de mercado., respectivamente.



Fonte: European Central Bank; BiG Research



Fonte: Eurostat; Bloomberg; BiG Research

- O Banco Central Europeu tem revelado alguma dificuldade em conseguir acertar as previsões de crescimento económico e inflação para a Zona Euro. Mais uma recente revisão em baixa, que comporta um expressivo *downgrade* à expansão europeia, sinaliza que o BCE reconhece a severidade dos riscos com maior enviesamento para o lado negativo.

- Estas projecções foram acompanhadas por um tom surpreendentemente mais *dovish*, estabelecendo que as taxas de juro não serão alteradas em 2019. A sua política monetária permanecerá fortemente acomodatícia e incluirá um novo programa de financiamento facilitado aos bancos da Zona Euro que efectivamente concedem crédito à economia real (TLTRO III),como mecanismo de transmissão.

- Dum prisma estrito de política monetária, o EURUSD tem seguido a inflação *core* visto que a componente energética tem representado, em média 0,7 pontos percentuais da inflação total, desde o início do último ano de QE. Com efeito, e não obstante o objectivo de 2% para a inflação geral, consideramos que o BCE só deverá sentir maior confiança para subir as taxas de juro quando se verificar um aumento significativo e mais sustentado da inflação *core*, algo que não antecipamos que ocorra num período de pronunciada desaceleração.

- Consideramos que a dimensão política será a principal responsável pelos movimentos do EURUSD. De um ângulo macroeconómico, a eventual compressão de *spread* a dois e dez anos, entre *yields* norte-americanas e alemãs , poderá conferir algum espaço para recuperação. Antecipamos que o par termine o trimestre entre os 1,115 e os 1,145.

Fonte: European Central Bank; BiG Research

Fonte: European Central Bank; Bloomberg; BiG Research

- Flexibilidade e, para já, propositada opacidade são as principais características da política de reinvestimento do BCE de cupões e montante de dívida que atinge a maturidade. Esta representa o principal instrumento não-convencional ainda ao dispor do banco central, assumindo que seria necessário uma recessão generalizada da Zona Euro (que actualmente não prevemos) para o BCE arriscar a sua credibilidade e retomar o *quantitative easing*.

- Na primeira metade de 2019, é possível que assistamos a um aumento de compras – para manter a dimensão do balanço –, dado o substancial montante de dívida a ser reembolsado.

- Desde a crise financeira de 2008, os bancos centrais assumiram o leme, baixando as taxas de juro para níveis sem precedentes e desenvolvendo novas medidas não-convencionais para conferir estímulos ultra-expansionistas.

- Assim sendo, durante o período que antecedeu o pico da recuperação económica, o BCE foi praticamente o "*only game in town*", com os governos fortemente constrangidos pelas medidas de austeridade que procuravam corrigir as acentuadas discrepâncias financeiras face às regras europeias.

- Numa tentativa de salvar o euro a qualquer custo, biliões de euros foram disponibilizados pelo BCE, com uma fracção significativa a ser canalizada para o mercado acionista, contribuindo para uma real distorção entres os fundamentais macro, corporativos e as avaliações das empresa. Mesmo com a actual desaceleração macro, o mercado acionista deverá continuar moderadamente suportado pela via monetária.

Composição projectada do Parlamento Europeu pós-eleições

Partido europeu	Posicionamento	Deputados		
		Número actual	Número previsto	Diferença
European People's Party (EPP)	Centro-direita	219	178	-41
Progressive Alliance of Socialists and Democrats (S&D)	Democracia Social	188	132	-56
Alliance of Liberals and Democrats for Europe (ALDE)	Democracia Liberal	68	69	1
Europe of Nations and Freedom (ENF)	Direita e extrema-direita	35	61	26
European Conservatives and Reformists (ECR)	Conservador e eurocéptico	73	60	-13
European United Left/Nordic Green Left (GUE/NGL)	Esquerda verde	51	49	-2
The Greens/European Free Alliance (Greens - EFA)	Verde	52	47	-5
Novos partidos	Diverso	0	38	38
Five Star Movement's Group	Anti-estabelecimento	0	24	24
La République en Marche	Centro	0	24	24
Europe Freedom and Direct Democracy (EFDD)	Eurocéptico	42	15	-27
Membros independentes	Diverso	23	8	-15

Fonte: Politico (sondagens); Poll of Polls; BiG Research

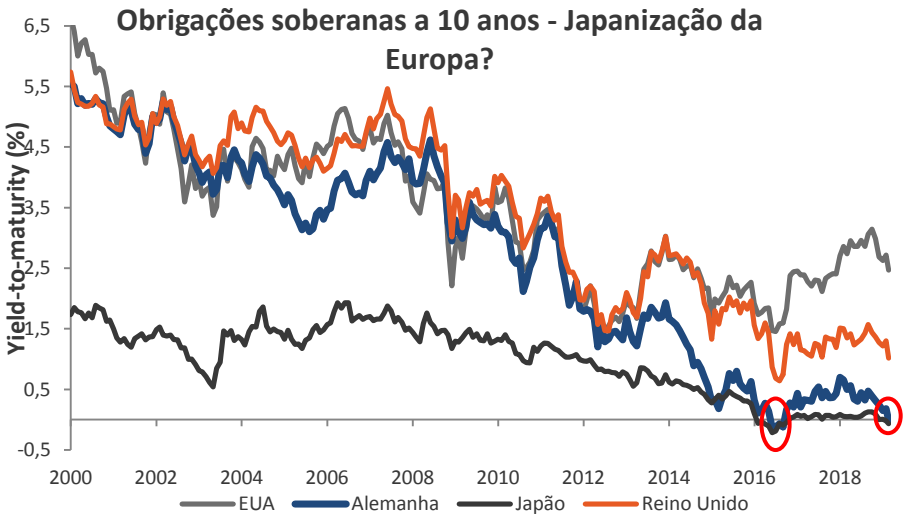
- Nas eleições europeias que ocorrerão entre 23 e 26 de Maio, as franjas mais populistas e eurocépticas deverão continuar a sua ascensão, com prejuízo para os partidos tradicionais de esqueda, centro e direita. Consequentemente, existe uma maior probabilidade de instabilidade política e um verdadeiro obstáculo adicional às reformas europeias pró-integração, vigorosamente promovidas pelo presidente francês Macron. Caso o Reino Unido não participe nas eleições, o Parlamento Europeu deverá perder 46 deputados.

- As eleições legislativas em Espanha (28 de Abril) poderão ser igualmente um foco de instabilidade política, visto que nenhum partido deverá conseguir maioria e, apesar do PSOE, liderar as sondagens (29%), não parece garantido que uma eventual repetição da coligação com Ciudadanos (15%) e o Podemos (12%) que governou após queda do governo do PP (20%), obtenha maioria parlamentar.

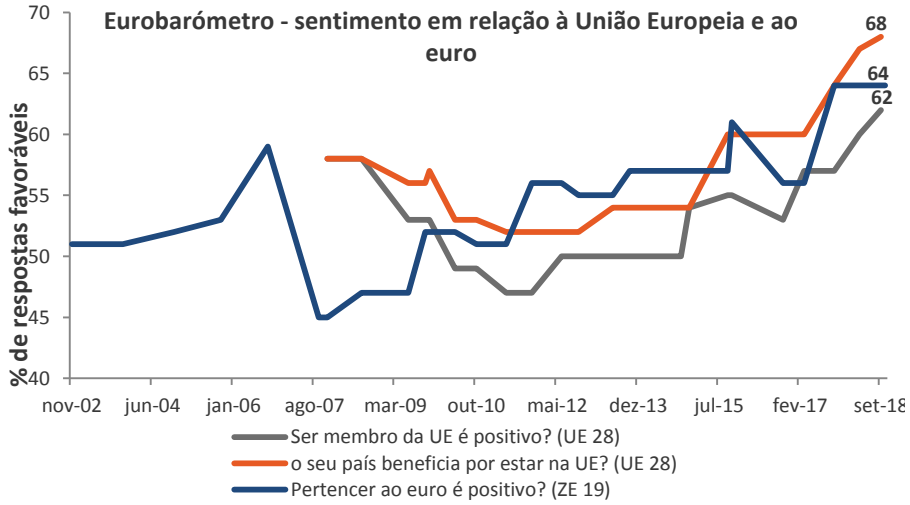
Fonte: Carta de Emmanuel Macron aos cidadãos europeus

Destaques da carta aberta de Emmanuel Macron aos cidadãos europeus (04.03.2019)

- ✓ Conclusão do terceiro Pilar da União Bancária;
- ✓ Convergência Fiscal e criação dum orçamento comum para os Estados-membros da Zona Euro;
- ✓ Reforçar controlo de fronteiras no espaço Schengen;
- ✓ Reenquadramento de políticas sobre sectores estratégicos na Europa e criação do Conselho Europeu de Inovação;
- ✓ Restringir nível de investimento Chinês sobre sectores geoestratégicos fundamentais;
- ✓ Criação do imposto sobre as empresas tecnológicas dominantes, conhecida como "*digital tax*"



Fonte: Bloomberg; BiG Research



Fonte: European Commission Eurobarometer; BiG Research

- Desde a crise de dívida soberana, as *yields* a 10 anos das Bunds demarcaram-se acentuadamente dos seus teóricos reais comparáveis: EUA e Reino Unido

- De facto, o QE europeu apresenta maiores semelhanças com a versão japonesa do que com a norte-americana, exacerbando a referida diferença. As economias europeias e japonesas estavam muito dependentes do sistema bancário e, o desaparecimento de liquidez levou a que o financiamento às empresas sofresse cortes profundos. Os bancos europeus e japoneses estavam também generalizadamente mais débeis que os congéneres norte-americanos, tendo-se optado, no primeiro caso, por uma predominância de intervenções em vez de permitir falências. Em termos de implementação em resposta à crise, os bancos centrais da Europa e Japão foram também mais lentos na sua reacção. Hoje, o envelhecimento demográfico europeu situa-se algures entre EUA e Japão.

- Ainda que os cidadãos europeus possam querer ver implementadas mudanças significativas em vários âmbitos, o sentimento relativo à União Europeia está em máximos de sempre. O mesmo acontece em relação à moeda única, muito provavelmente graças à intervenção do BCE e à recuperação económica europeia.

- Não obstante os resultados favoráveis dos estudos do Eurobarómetro da Comissão Europeia, acreditamos que as *yields* alemãs reflectem duas realidades que estão de certa forma relacionadas: uma possível "japanização da Europa" (claramente, em maior escala) e também receios do fim do projecto europeu (com menor preponderância).

Theresa May e Brexit, maior *case study* político do século XXI

2017

Activação do Artigo 50
- 28/29 de Março

Perda de maioria parlamentar após eleições antecipadas
- 8 de Junho

2018

Acordo com a UE (Brexit *deal*) após mais de 19 meses de negociação
- 13 e 25 de Novembro

Sobrevivência na moção de censura do próprio Partido Conservador
- 11 de Dezembro

Governo em descrédito parlamentar pela primeira vez na história do Reino Unido
- 4 de Dezembro

2019

Brexit *deal* chumbado (MV1) – maior derrota parlamentar de sempre Margem: 230
- 15 de Janeiro

Sobrevivência na moção de censura parlamentar ao governo
- 16 de Janeiro

Brexit *deal* chumbado pela segunda vez (MV2) Margem: 149
- 12 de Março

Pedido formal à UE de extensão única do prazo de saída até 30 de Junho, considerando apenas uma aprovação do Brexit *deal*
- 20 de Março

Parlamento começa a assumir o controlo do Brexit, convocando votos indicativos em possíveis alternativas
- 25 de Março

Nenhuma das oito alternativas obteve maioria parlamentar
- 27 de Março

John Bercow permite uma nova votação, mas só no Acordo de saída, sem a declaração política
- 28 de Março

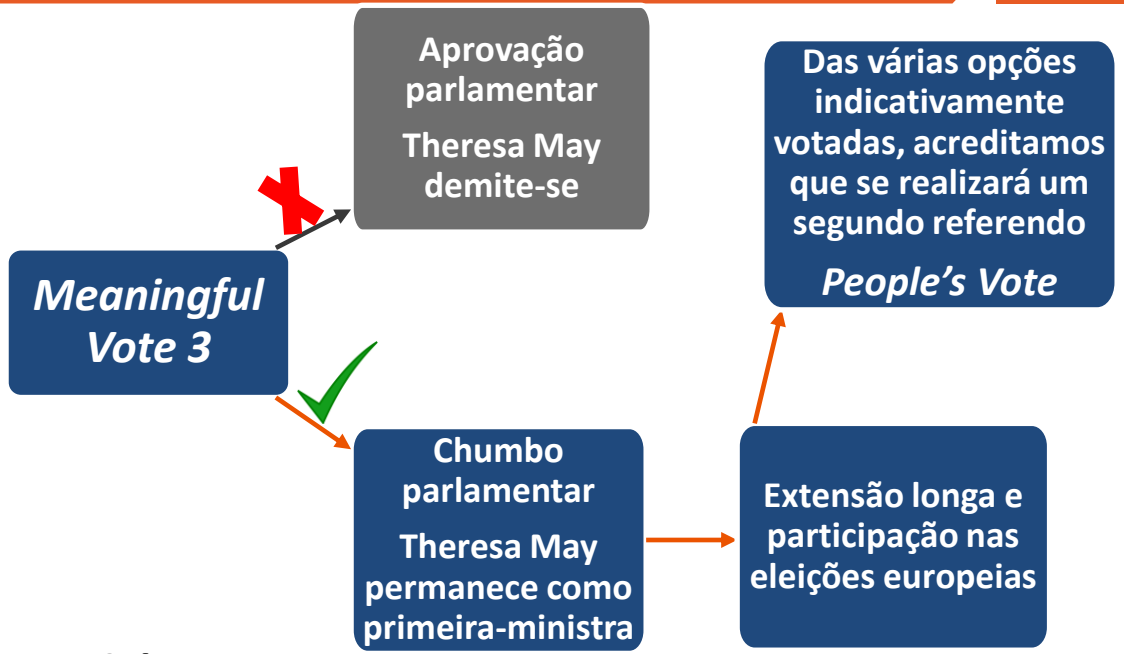
Terceiro e provavelmente último voto em relação ao Brexit *deal* de May
- 29 de Março

***Speaker* da Casa dos Comuns, John Bercow, nega a intenção de May de realizar um terceiro *Meaningful Vote* (MV3)**
- 18 de Março

UE concede extensão até dia 12 de Abril, para que May possa tentar MV3
- 21 de Março

Vitória: Soft Brexit até dia 22 de Maio

Derrota: Longa extensão, com UK a ter de apresentar nova estratégia e participar nas eleições europeias ou *no-deal* Brexit



Propostas	Votos indicativos (27.03)	
	A favor	Contra
Segundo referendo	268	295
União aduaneira permanente com a EU	264	272
Plano do Partido Trabalhista	237	307
Mercado Único 2.0	188	283
Revogar Artigo 50	184	293
No-deal Brexit	160	400
Saída e procura imediata por um acordo comercial	139	422
EFTA & EEA	65	377

Fonte: BBC News; Brexit Central; BiG Research

People's Vote

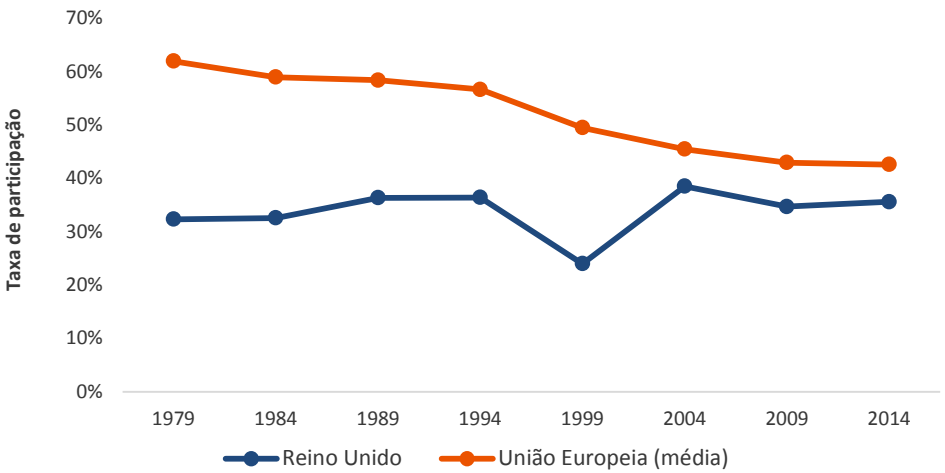
- ✓ *Brexit* cada vez menos apelativo para todos os grupos políticos e agentes económicos, bem como crescente vontade de abandono do mesmo.
- ✓ Ausência de tempo para discutir outras alternativas face às incontornáveis eleições europeias – um marco temporal-chave, colocando uma elevada pressão sobre o Reino Unido, capaz de causar uma redução substancial de incerteza – deverão forçar uma extensão longa.
- ✓ Perante um evento que implica uma mudança estrutural, potencialmente catastrófica, os membros do parlamento, incapazes de chegar a um consenso (mesmo em relação a um *Softer Brexit*), deverão devolver responsabilidade à população que, cada vez mais se manifesta para ter um segundo referendo. Agora muito melhor informada e mais rejuvenescida, base eleitoral deverá votar a favor da permanência.

Petition

Revoke Article 50 and remain in the EU.

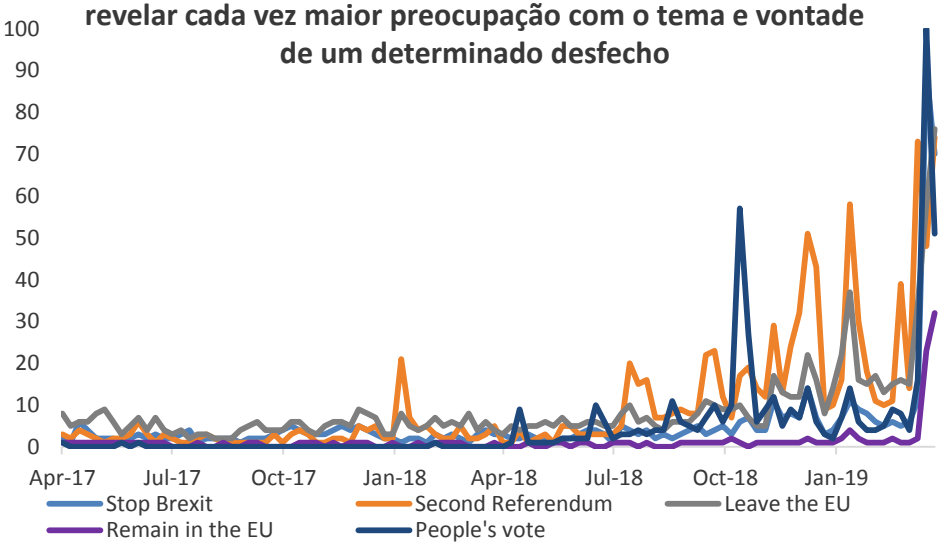
5,954,115 signatures

Taxa de participação nas eleições europeias será um importante barómetro do sentimento do Reino Unido em relação à UE



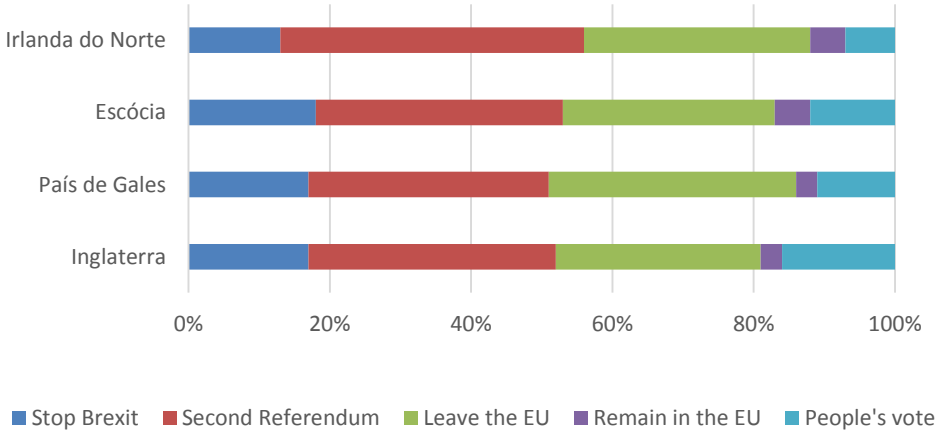
Fonte: UK Political Info; BiG Research

Pesquisas no Google desde a activação do Artigo 50 podem revelar cada vez maior preocupação com o tema e vontade de um determinado desfecho



Fonte: Google Trends referentes a Reino Unido; BiG Research

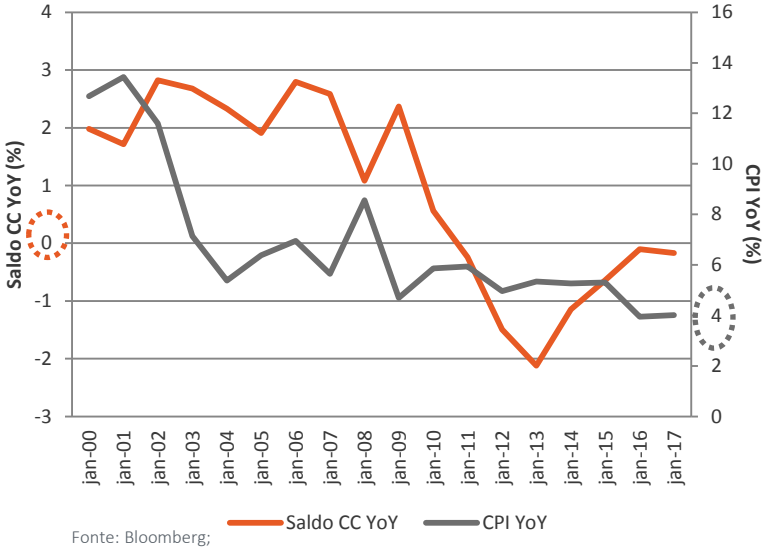
Segmentação de pesquisas no Google por região do Reino Unido demonstram que regiões que votaram para sair - Inglaterra e País de Gales - lideram algumas pesquisas pelo resultado contrário



Fonte: Google Trends; BiG Research

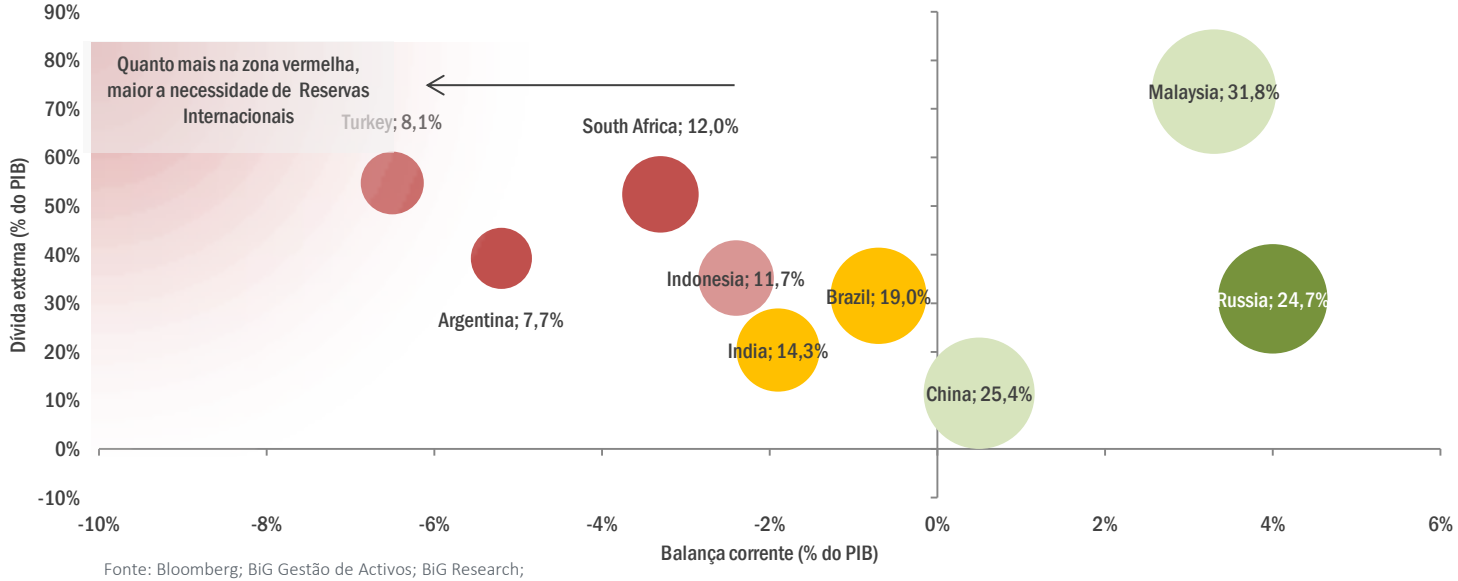
Após tudo fazer para supostamente concretizar o Brexit, Theresa May poderá acabar com o resultado no qual votou aquando do primeiro referendo – permanência – graças a uma "extraordinária representação" digna de um óscar de *Hollywood* .

Emergentes: Saldo Conta Corrente (%PIB) e CPI (% YoY)



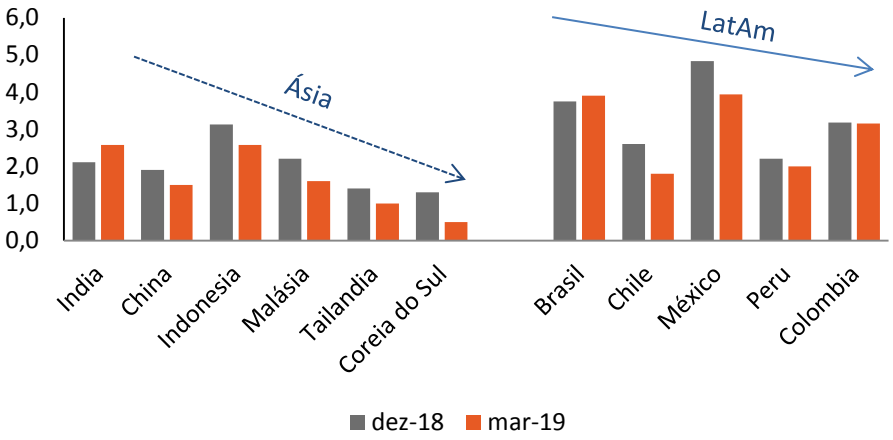
Fonte: Bloomberg;

- A realidade do bloco emergente para lidar com o tightening quantitativo do FED é, nos dias, que correm amplamente mais favorável desde o início do século XX...
- ...ilustrativo disso mesmo é o facto do nível de inflação agregado do bloco emergente se situar em mínimos históricos e o mundo Emergente revelar um saldo Conta Corrente equilibrado.
- O bloco Emergente é progressivamente mais divergente, verificando-se que as economias asiáticas revelam melhor nível de competitividade face a níveis de dívida externa inferiores e uma maior "almofada" de reservas internacionais.



Fonte: Bloomberg; BiG Gestão de Activos; BiG Research;

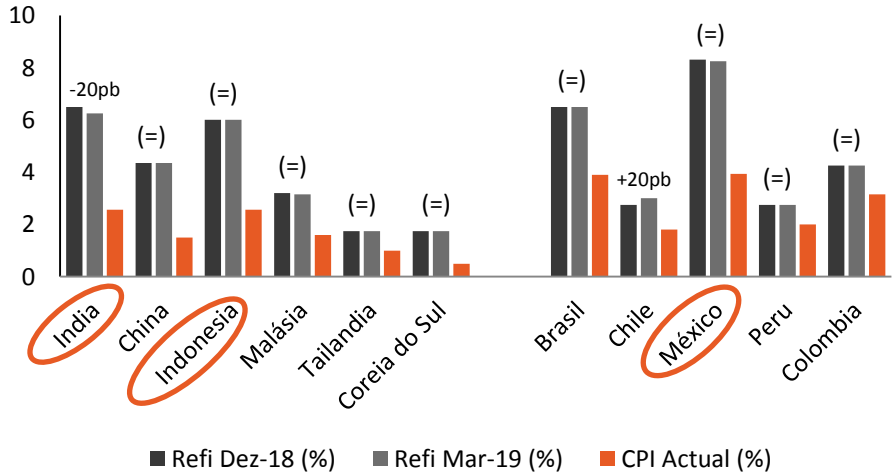
Dinâmica Inflação YTD - Bloco Emergente



Fonte: Bloomberg; BiG Research;

- A dinâmica inflacionista revela-se claramente mais contida no bloco asiático, tendo a desaceleração económica vigente restringido a evolução dos níveis de inflação.
- Ao nível da América Latina também se verifica uma tendência idêntica, ainda o tick-down inflacionista tenha sido de menor amplitude – mesmo de um ponto de partida mais elevado.

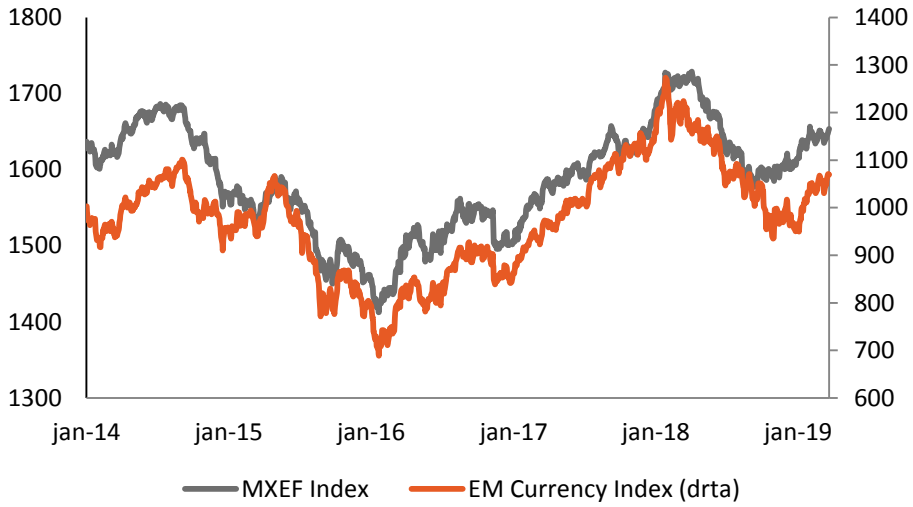
Emergentes: Política Monetária YTD vs CPI (%)



Fonte: Bloomberg; BiG Research;

- Tendo em conta o diferencial que subsiste entre as taxas directoras e o respectivo nível de inflação, acreditamos que os Bancos Centrais emergentes deverão adoptar políticas monetárias mais expansionistas (ainda para mais com o FED em pausa).
- O Banco Central da Índia já efectuou uma descida das taxas de juro de referência, sendo que outros exemplos o poderão seguir – casos da China, Indonésia e México.

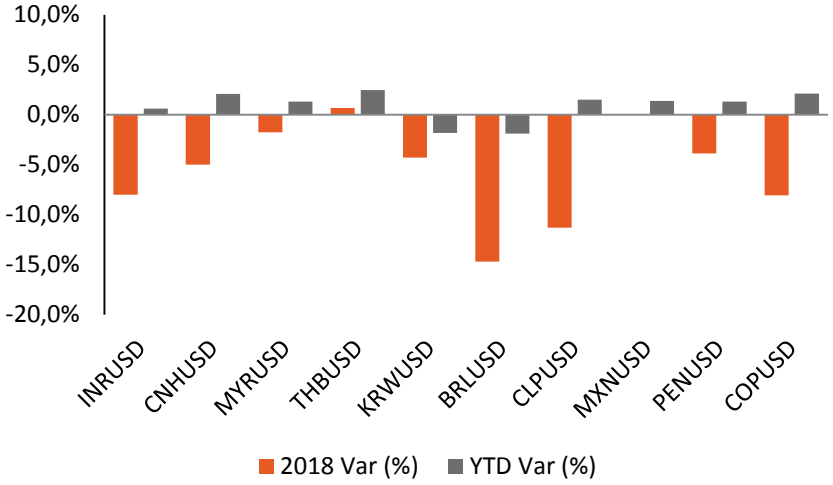
MXEF Index vs Currency Index



Fonte: Bloomberg; BiG Research;

- Após as quedas expressivas registadas pelas divisas emergentes no ano transacto, em 2019 assistimos a uma ligeira reversão deste movimento.
- Esta situação, tendo em conta a estreita correlação entre Equity e câmbios Emergentes ajuda a explicar igualmente a *outperformance* de algumas geografias da região.

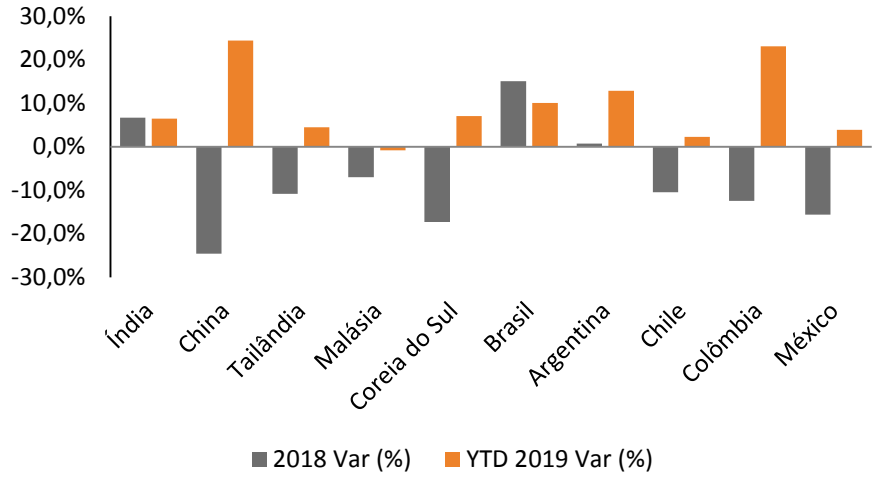
Câmbios Emergentes – Performance Breakdown



Fonte: Bloomberg; BiG Research;

- Apesar da retracção verificada nas últimas semanas, os câmbios emergentes continuam a registar (genericamente) apreciações em relação ao USD.
- Destacamos a apreciação das divisas Chinesas e Tailandesa, ao passo que na América Latina (em função das idiossincrasias latentes) continuamos a assistir a níveis de volatilidade maradamente mais elevados.

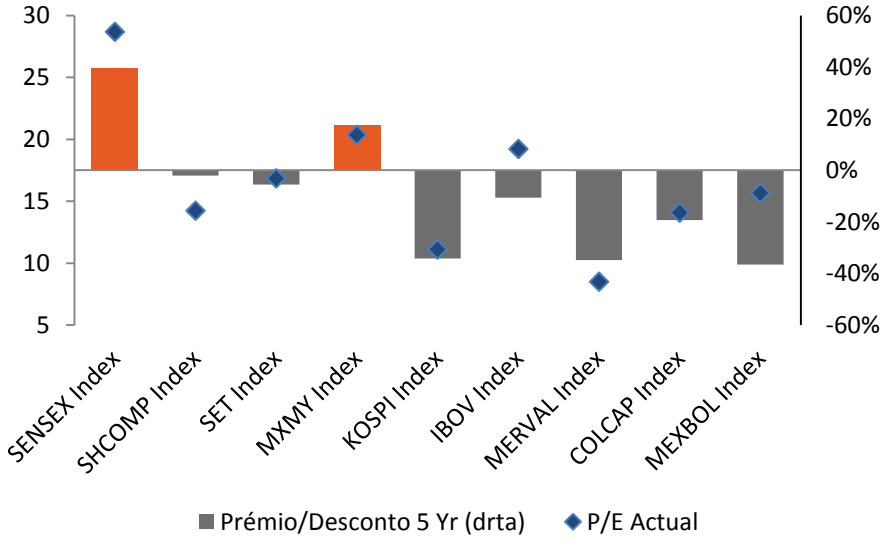
Emergentes: Mercado Accionista - Variação (%)



Fonte: Bloomberg; BiG Research;

- A referida volatilidade que tipifica os activos da América Latina ajuda a explicar a outperformance dos activos da região – num cenário de *risk-on* que caracterizou o 1T2019.
- Realce igualmente o desempenho estelar das Equities Chinesas, em particular os denominados A Shares (desenvolveremos este tema posteriomente).

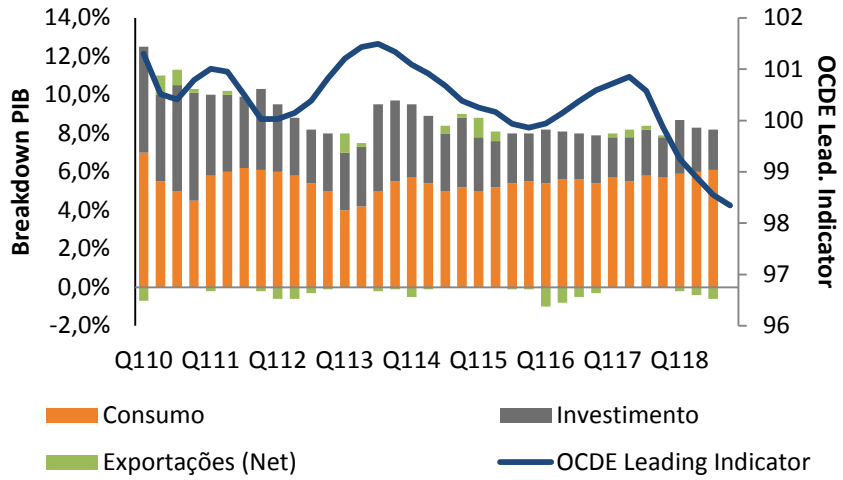
Emergentes; Valuation vs 5 Yr Average



Fonte: Bloomberg; BiG Research;

- Apesar da dimensão dos ganhos ostentados pela região da América Latina, os índices da região encontram-se claramente mais deprimidos a nível fundamental (vs Ásia), pelo que o investimento nestas geografias mantém-se válido numa lógica de longo-prazo.
- Continuamos a pensar que os Activos Emergentes, do ponto de vista macro-fundamental posicionam-se como a classe de activos mais interessante para exposição – mesmo na actual fase tardia do ciclo económico (contrariando alguns dogmas históricos).

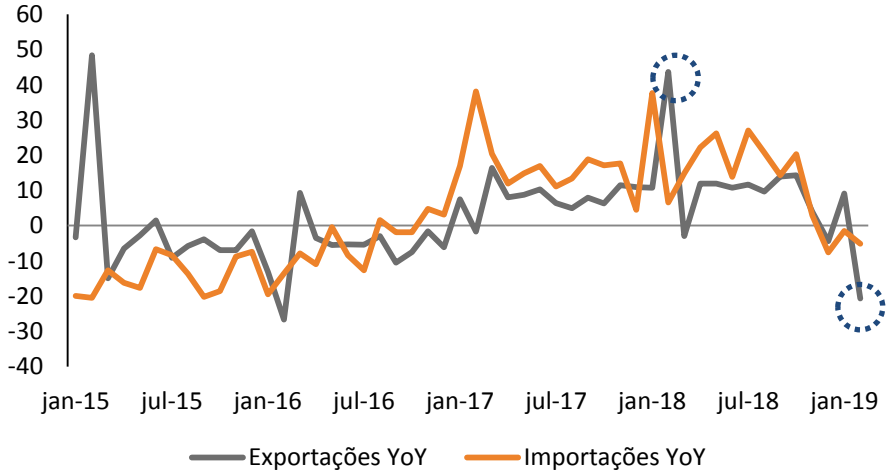
Breakdown PIB - CHINA vs OCDE Leading Indicator



Fonte: Bloomberg; BiG Research;

- A economia Chinesa continua a encetar o seu trajecto de desaceleração lógico, reflexo da dimensão da economia actual e da alteração de paradigma para um peso crescente do consumo interno (vs modelo de exportações baratas).
- O Governo Chinês tem conseguido saber gerir os desiquilíbrios que essa transição acarreta, sendo que em 2019 continuamos a acreditar que não se verificará um *hard landing* da economia do país.

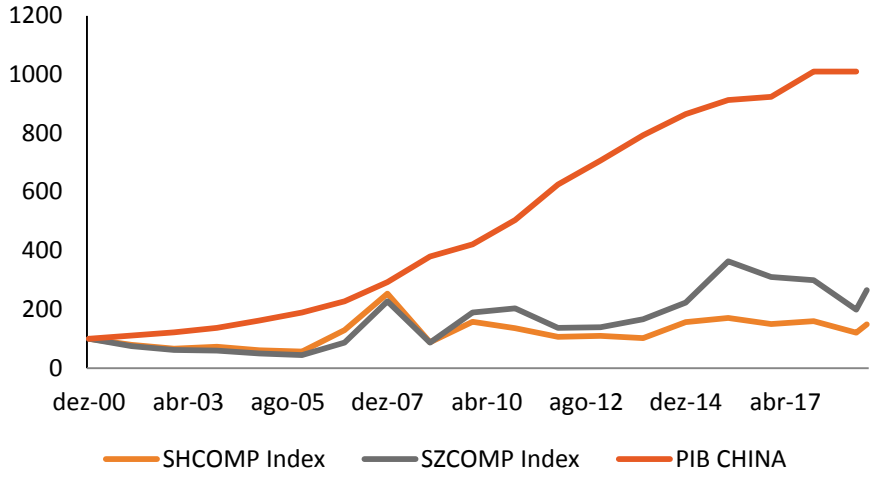
China: Exportações vs Importações (YoY)



Fonte: Bloomberg; BiG Research;

- As exportações tiveram uma queda muito expressiva no último mês, ainda que esta situação esteja ligada ao efeito de *one-off* do *pick-up* das exportações chinesas em Fev-18 que precedeu a implementação de tarifas comerciais pela administração Trump em Março do ano anterior.
- Acreditamos que as exportações Chinesas deverão continuar a recuperar no seguimento, do mais que provável acordo comercial com os EUA. Uma eventual retracção do câmbio aos níveis actuais terá igualmente um efeito positivo sobre o nível das exportações.

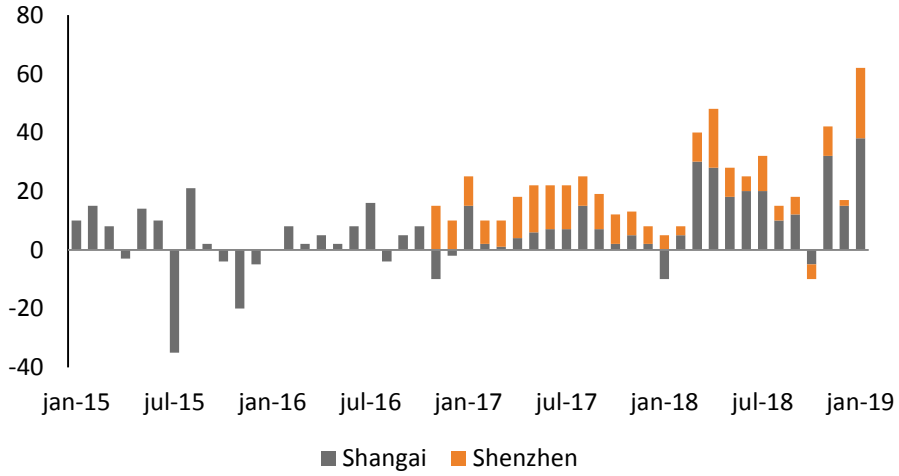
Evolução Economia vs Equity - China (2000=base 100)



Fonte: Bloomberg; BiG Research;

- A economia Chinesa regista, de forma não surpreendente, um crescimento exponencial desde o início do século XXI, uma situação muito distinta em relação à evolução do respectivo mercado de capitais.
- Curiosamente, esta situação revela uma tendência perfeitamente antagónica em relação ao que foi a explosiva valorização do mercado de capitais nos EUA (mas também na Europa por via do efeito distorcido do QE) - em relação ao crescimento da respectiva economia real.

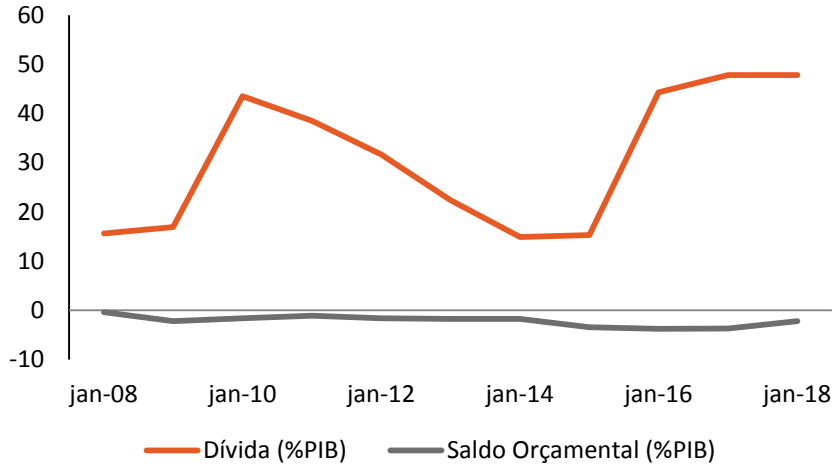
Flows Mensais - Equity China (RMB Bn)



Fonte: Bloomberg; BiG Research;

- Uma das exigências da Administração Trump no diálogo com a China é que o país vá gradualmente abrindo as suas fronteiras para um maior capital estrangeiro...
- ...apesar de um ponto de partida relativamente baixo por via da opacidade do modelo Chinês, nota-se uma clara aceleração dos inflows de capital para o mercado Chinês.

CHINA: Dívida Pública vs Saldo Orçamental (%PIB)



Fonte: Bloomberg; BiG Research;

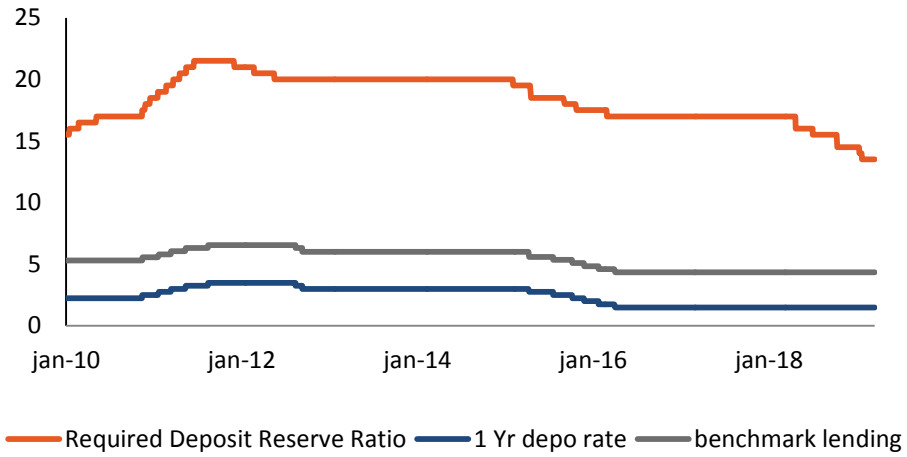
- A China tem, por outro lado, capacidade para lidar face à desaceleração económica vigente.
- Com um nível de dívida pública (%PIB) inferior a 50%, subsiste espaço para o reforço da implementação de medidas fiscais expansionistas...
- ...essas medidas fiscais já foram implementadas em 2019 e traduzem cerca de 1,5% do PIB. Estão genericamente ligadas a reduções fiscais *across the board* para famílias e empresas (ver tabela em baixo).

MEDIDAS FISCAIS ANUNCIADAS	2018	2019	2019
		Valor	Descrição
Valor s/ total de corte de impostos	**1% PIB**	**1,5% PIB**	-
Corte e isenções de IRS	-	RMB 400 bn	Deduções fiscais RMB 400 bn
IVA empresarial	-	RMB 240 bn	Corte de 1 p.p. No valor de RMB 240 bn
IRC - Lucro Tributável	-	n.a.	Subida limite do lucro tributável (SME´s)
IRC - Reembolsos fiscais	-	n.a.	Subida de taxas de reembolso
Outros Impostos/fees	-	RMB 470 bn	Corte/eliminação de RMB 470 bn
Tarifa sobre importações	-	RMB 60 bn	Corte de RMB 60 bn

Valor Estimado de corte de impostos @2019	RMB 1200 Bn

Fonte: Financial Times; Soc Gen; BiG Research;

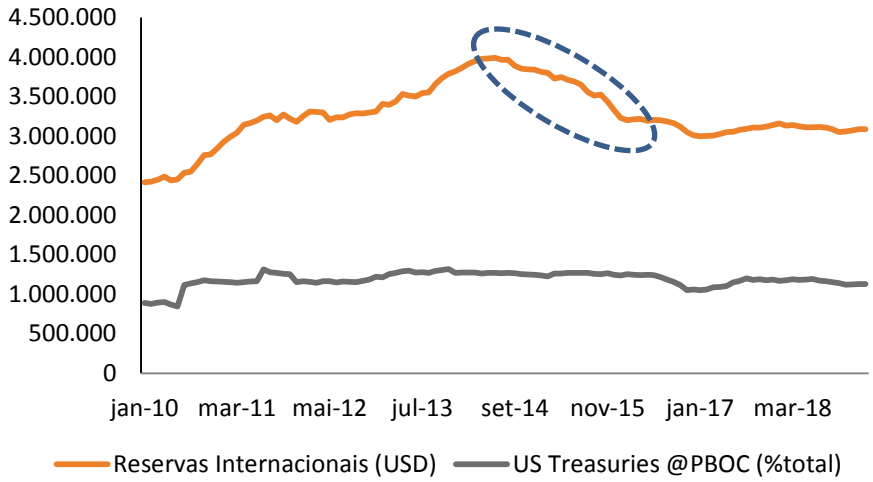
Evolução Taxas Referência na China (%)



Fonte: Bloomberg; BiG Research;

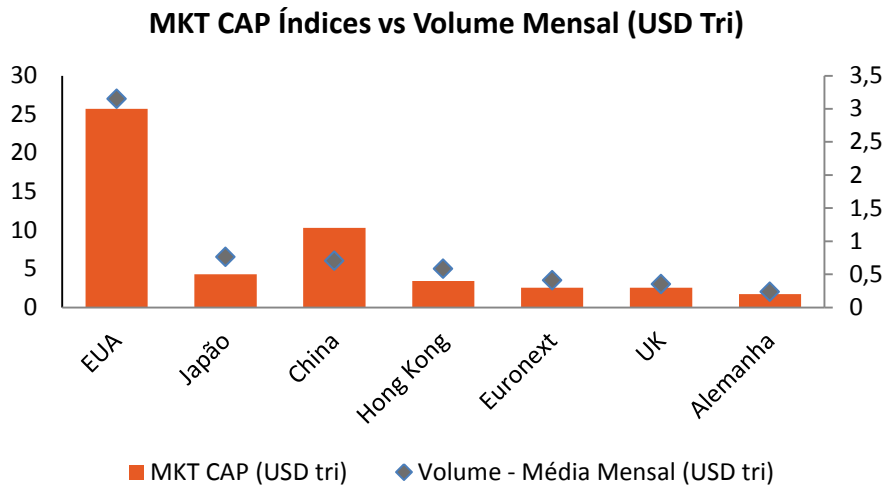
- Do ponto de vista monetário também se verifica espaço para alguma flexibilização, tendo em conta que a inflação continua a níveis relativamente contidos.
- Como exemplo, o PBoC já baixou ao longo de 2019 a importante taxa de Reserva de Depósitos requerida aos Bancos.

China - Reservas Internacionais vs US Treasuries @PBOC

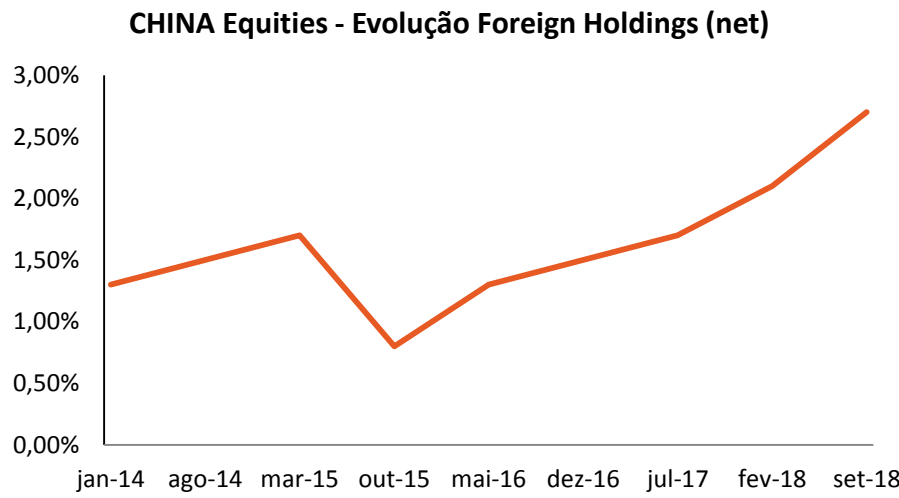


Fonte: Bloomberg; BiG Research;

- Para além disso, depois da China ter estado sob o "olho do furacão" em 2018, as reservas internacionais detidas pelo Banco Central permaneceram inalteradas no período em questão.
- Esta situação é totalmente distinta quando nos recordamos na magnitude da diminuição das Reservas Internacionais detidas pela China para fazer face à crise de *margin-lending* que se viveu no final de 2015.

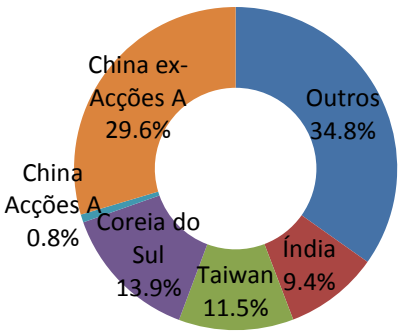


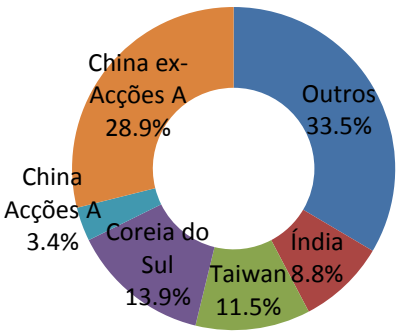
Fonte: Bloomberg; BiG Research;

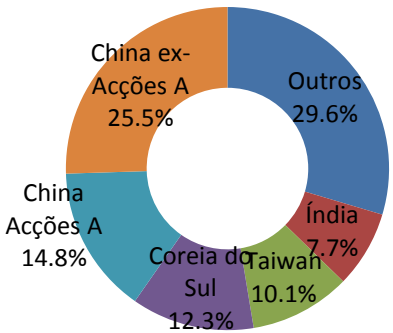


Fonte: Bloomberg; BiG Research;

A-Shares reforçam peso no basket emergentes



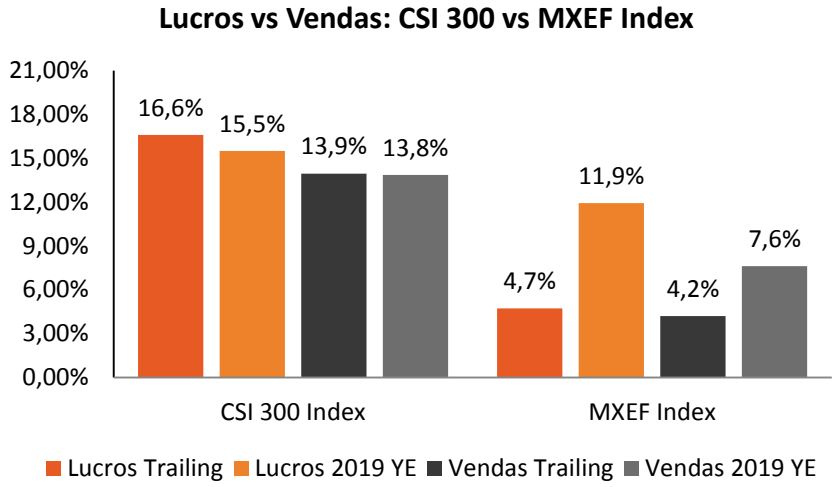




Fonte: Soc Gen; BiG Research;

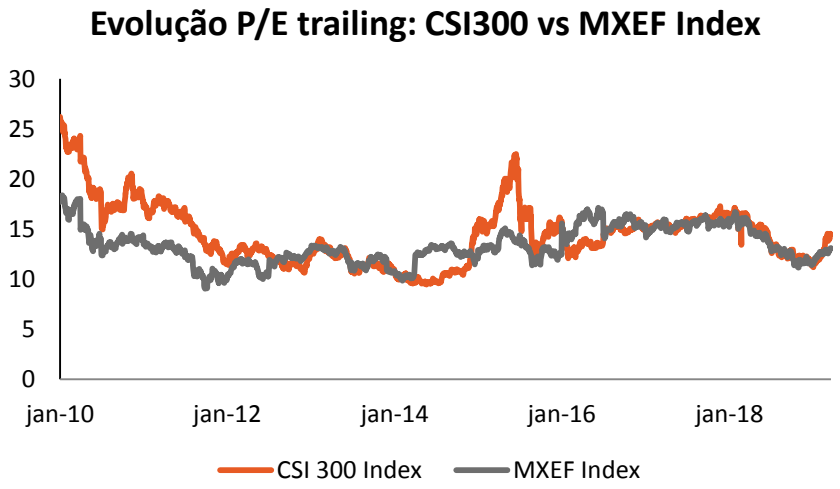
ACTUAL → SET/19 → LONGO-PRAZO

4.4.5 China – CSI 300 vs MXEF Index



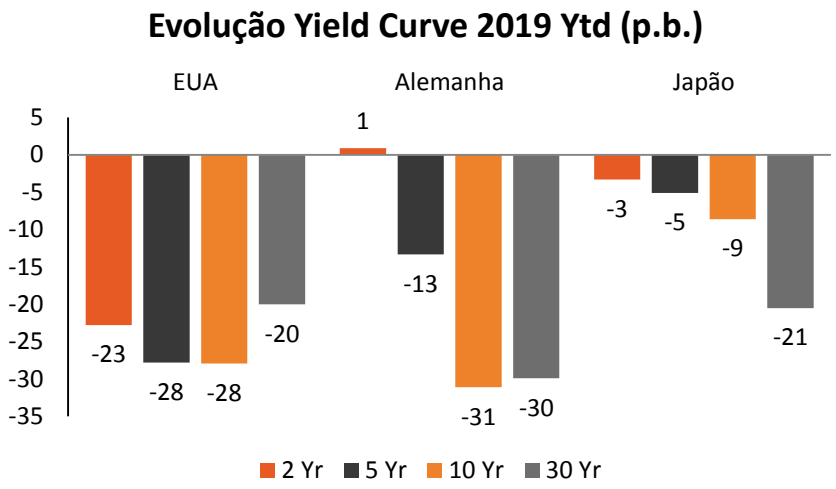
Fonte: Bloomberg; BiG Research;

- Atendendo ao gradual desenvolvimento do mercado de capitais doméstico, a China perfila-se como um play de investimento interessante – *standalone* no contexto do bloco emergente.
- Efectivamente, as métricas fundamentais das empresas que integram o CSI 300 (domésticas de referência) acabam por ser extraordinariamente apelativos em relação aos comparáveis emergentes.



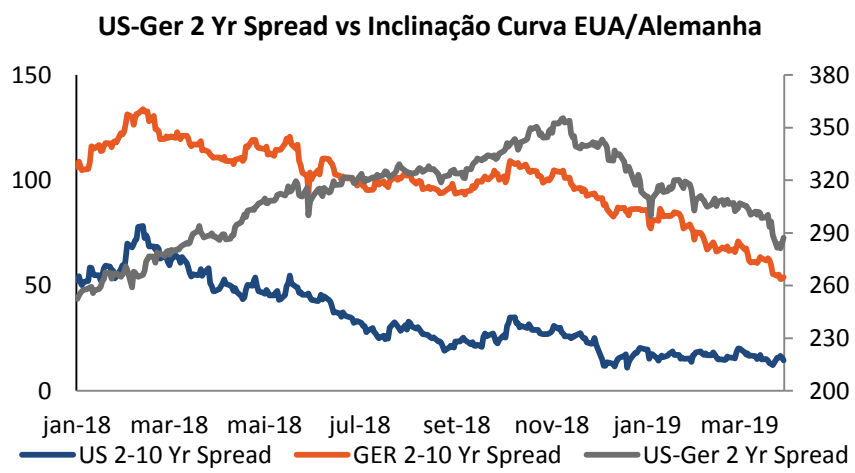
Fonte: Bloomberg; BiG Research;

- Com um nível de crescimento (vendas e lucros) marcadamente superior às empresas dos países que integram o MXEF Index, acaba por justicar-se um relativo prémio a nível fundamental que neste momento é ainda muito ligeiro.
- A expansão do múltiplo recente tem assim algum fulgor para subsistir no longo prazo, ainda que movimentos de correcção num *timeframe* mais curto poderão ser lógicos nesta fase.



Fonte: Bloomberg; BiG Research;

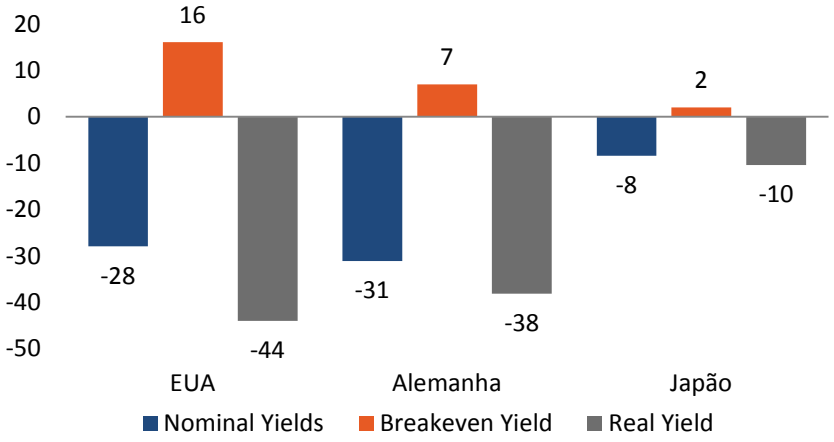
- O cenário de desaleração económica vigente motivou im *retracement* generalizado das yields das geografias sem risco.
- No caso da curva alemã e do Japão verificou-se um aplanamento mais acentuado da respectiva yield curve...
- ...já nos EUA, a surpreendente interrupção do ciclo de subida de taxas prevista, acabou por motivar uma queda das yields relativamente proporcional ao longo da curva.



Fonte: Bloomberg; BiG Research;

- Com a tendência de aplanamento e quase inversão da yield curve americana (2-10 yr) no período recente, acreditamos que o mercado estará a sobreestimar o risco de recessão no curto prazo.
- Tendo em conta que o FED já revelou que não irá efectuar qualquer alteração da taxa directora em 2019, pensamos que subsiste algum espaço para uma moderada inclinação da curva norte-americana.
- Assistimos a um estreitamento significativo entre o spread 2 anos da dívida norte americana vs alemã, sem que o cross Eur-Usd tenha protagonizado algum *pick-up* técnico.

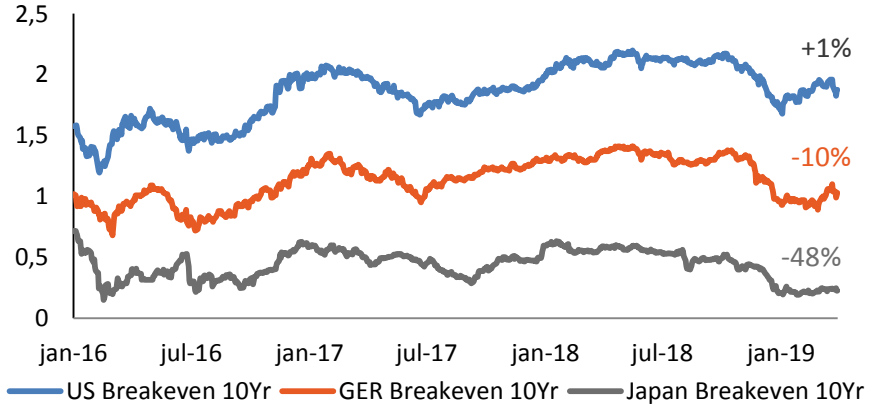
Breakdown Movimento Yields Nominais - 2019 YTD



Fonte: Bloomberg; BiG Research;

- A justificar o movimento de baixa das taxas nominais, esteve essencialmente uma compressão muito forte das taxas de juro reais nos EUA, Alemanha e Japão.
- Numa economia com o mercado laboral extremamente tight, o BE 10 Yr nos EUA acabou por evidenciar um ligeiro pick-up nos EUA.
- O movimento do Breakeven na Alemanha e Japão foi claramente mais residual.

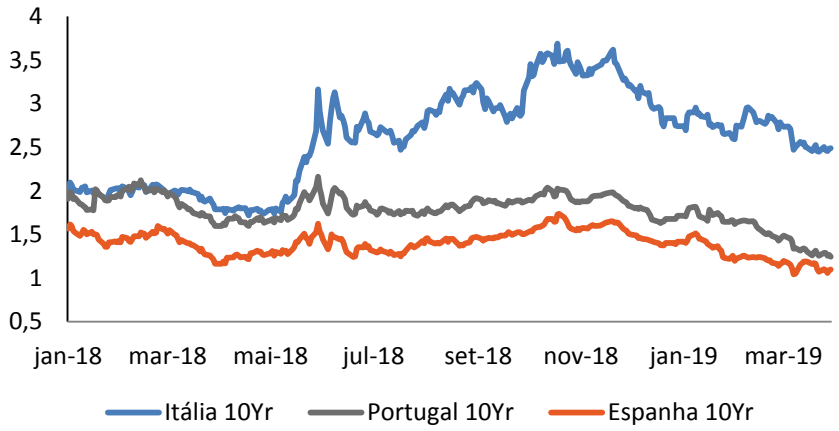
Breakeven US/GER/Japan e Prémio/Desconto vs média



Fonte: Bloomberg; BiG Research;

- Acreditamos que o mercado incorporou de forma significativa o cenário de desaceleração vigente, pelo que as expectativas de inflação no médio-prazo encontram-se relativamente deprimidas...Os EUA acaba por ser uma excepção.
- ...esta situação adquire maior destaque na Alemanha e no Japão, cujo valor da taxa Breakeven a 10 anos transacciona actualmente com um desconto de 10% e quase 50% em relação à média dos últimos 3 anos.
- Acreditamos que Linkers com exposição global poderão oferecer um binómio risco-retorno interessante no estágio actual.

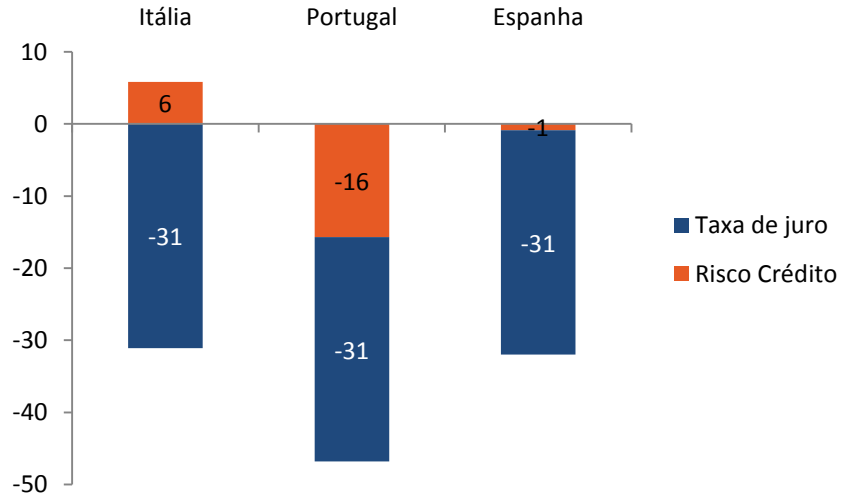
Evolução Taxas de juro 10 yr - IT/PT/ESP



Fonte: Bloomberg; BiG Research;

- As taxas de juro a 10 anos na Periferia da Europa continuam a fixar mínimos, com destaque para a redução dos custos de financiamento (maturidade a 10 anos) mais expressivos de Portugal.
- A manutenção de um cenário difícil em Itália do ponto de vista político-económico e a instabilidade provocada pelas eleição legislativas em Espanha acabam por justificar a outperformance da dívida Portuguesa em relação às demais.

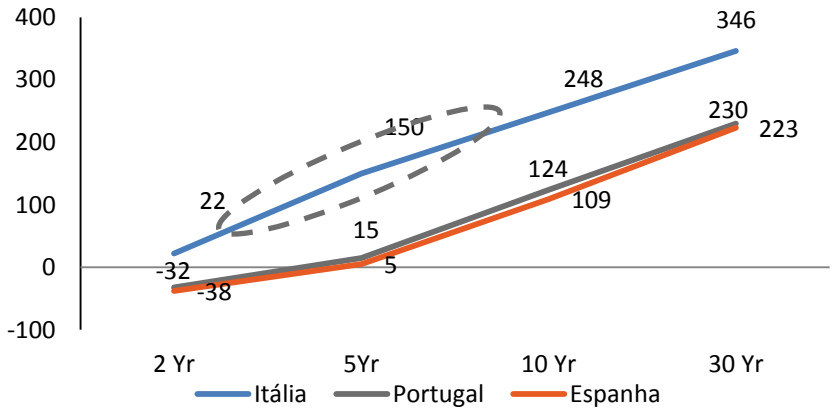
Breakdown Taxas Nominais ytd em p.b. (taxa de juro vs crédito)



Fonte: Bloomberg; BiG Research;

- No caso de Itália, apesar das taxas de juro exigidas ao Governo transalpino terem reduzido, esta situação deveu-se exclusivamente à queda das taxas de juro sem risco. O spread de dívida Italiana face à alemã acabou por alargar de forma ligeira.
- A diminuição da percepção de risco sobre a dívida Portuguesa acabou por explicar cerca de 1/3 da descida dos custos de financiamento de Portugal.

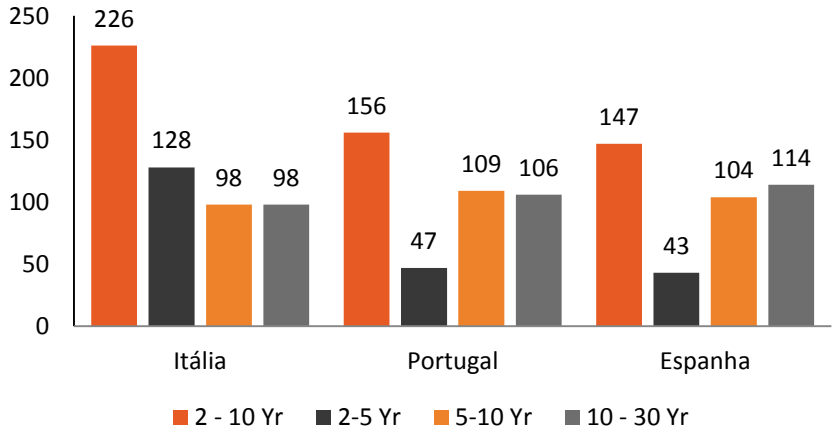
Yield Curve Periferia (em p.b.)



Fonte: Bloomberg; BiG Research;

- A yield Curve Portuguesa apresenta-se praticamente sobreposta à curva de rendimentos Espanhola.
- A curva de Itália continua a exibir um padrão amplamente distinto, sento que o diferencial mais significativo em relação às curvas Ibéricas reside na parte curta-intermédia da curva.

Comparação Inclinação curva de rendimentos - IT/PT/ESP

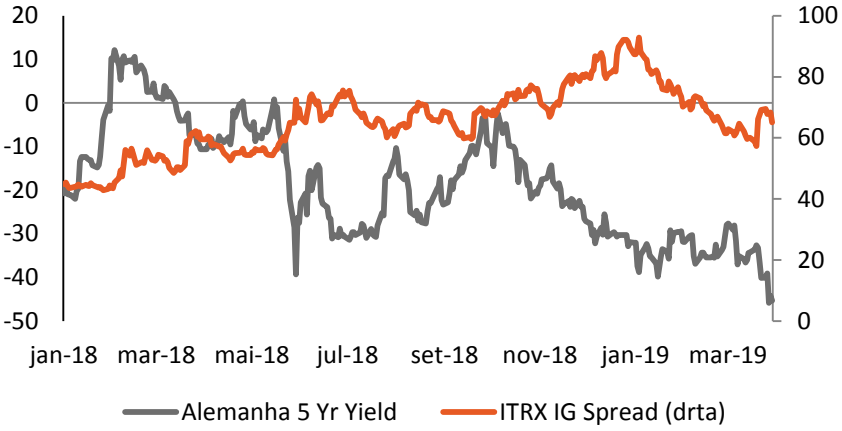


Fonte: Bloomberg; BiG Research;

- A curva Italiana acaba por apresentar uma inclinação muito significativa nos spreads 2-10 Yr e 2-5 Yr, sendo que nas maturidades de longo-prazo a curva italiana apresenta uma inclinação similar às congéneres Ibéricas...
- ...esta situação acaba por justificar a nossa visão de que o sweet spot da curva Italiana encontra-se, genericamente, junto das emissões com maturidades próximas dos 5 anos.

Fonte: Bloomberg; BiG Research;

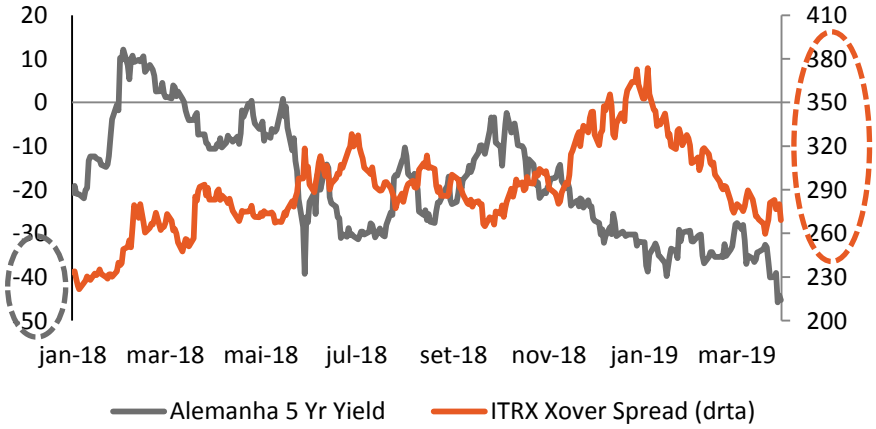
Evolução ITRX EUR IG vs Alemanha 5 Yr Yield



Fonte: Bloomberg; BiG Research;

- A redução das yields a 5 anos na Alemanha acabou por ser relativamente proporcional à magnitude da compressão do spread de dívida Investment Grade na Europa...
- ...ainda assim, em termos relativos e absolutos este segmento encontra-se claramente pouco atractivo.

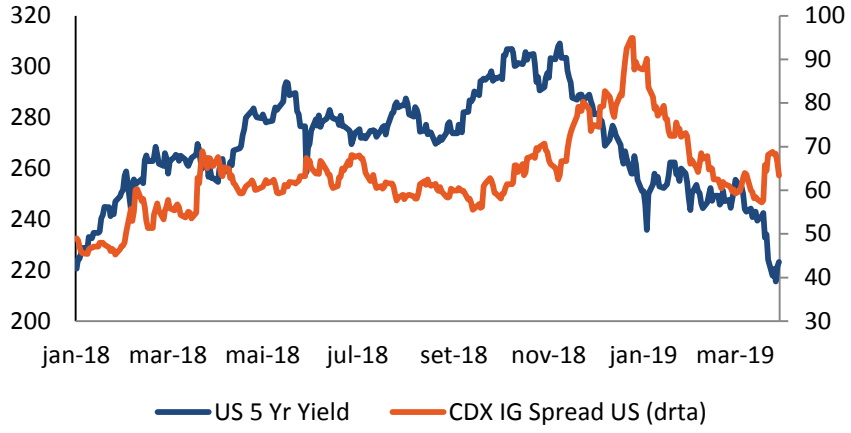
Evolução Xover Spread vs Alemanha 5 YR Yield



Fonte: Bloomberg; BiG Research;

- O tom amplamente mais dovish do BCE ao afastar qualquer possibilidade de subida de taxas de juro na Europa, acabou por beneficiar sobremaneira o segmento de High Yield.
- O spread HY na Europa acabou por comprimir cerca de 100 p.b. desde o início do ano, um movimento muito siginificativo se atendermos à variação das taxas de juro sem risco.

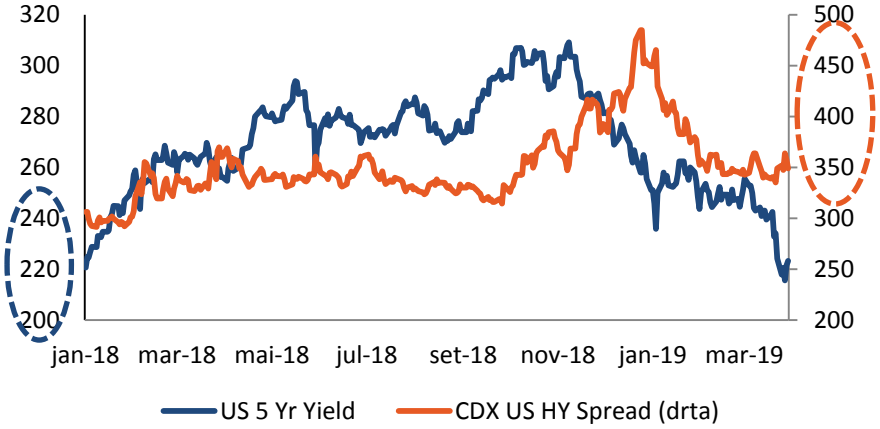
Evolução Spread CDX IG US Spread vs US 5 Yr Yield



Fonte: Bloomberg; BiG Research;

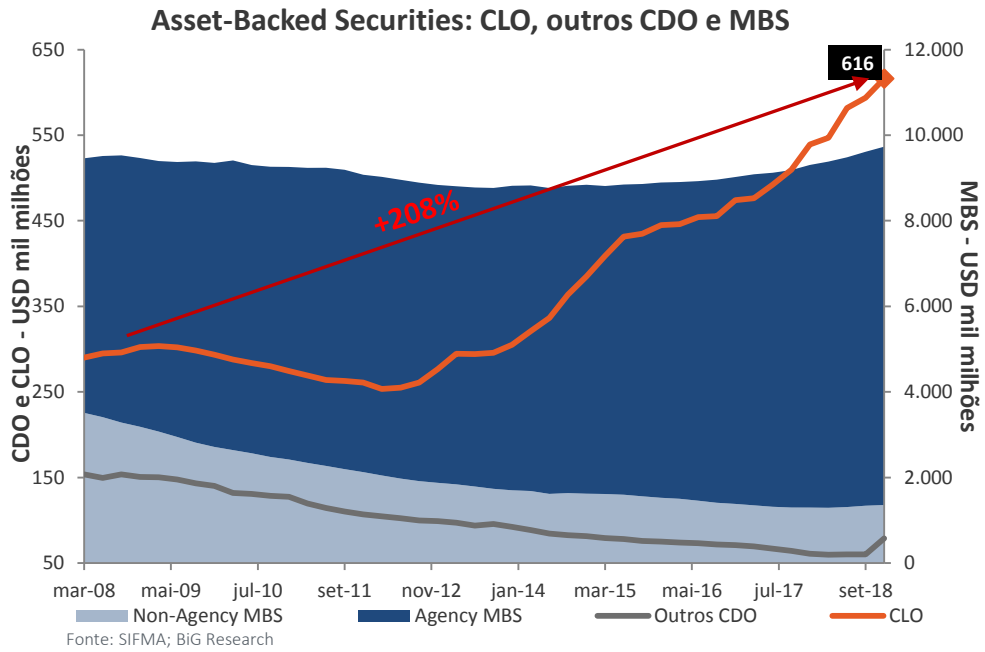
- Tal como na Europa, os spreads de crédito nos EUA transaccionam junto de mínimos, ainda que a quebra da taxa de juro a 5 anos tenha sido razoável no curto prazo.
- Em termos relativos e absolutos, o segmento de IG nos EUA revela-se menos dispendioso do que o High Yield... ainda que o interesse na classe seja pouco evidente.

Evolução Spread CDX US HY vs US 5 Yr Yield

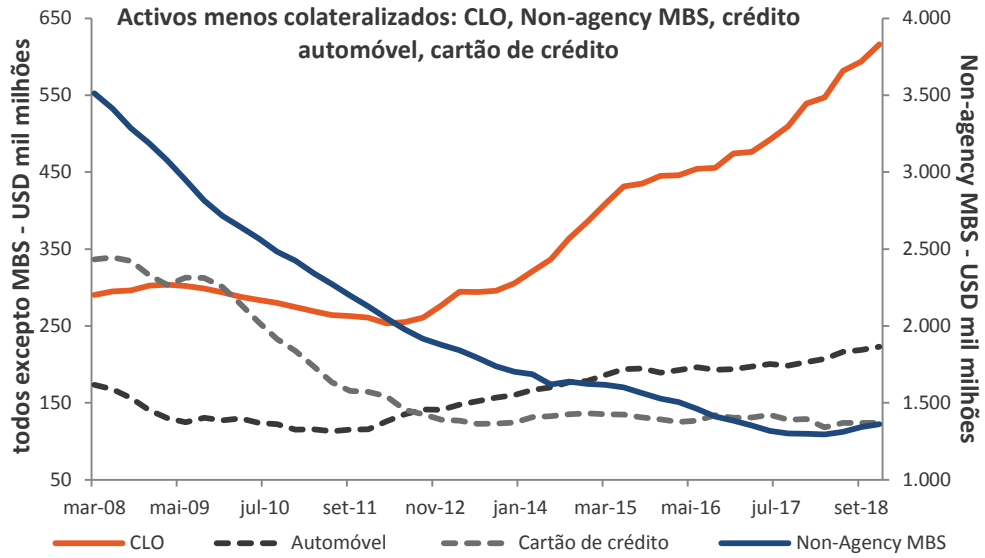


Fonte: Bloomberg; BiG Research;

- O paralelismo com o movimento observado na Europa continua a ser evidente no que respeita a compressão de spreads de dívida High Yield.
- O segmento High yield acaba por traduzir uma relativa *proxy* ao mercado de Equity, pelo que o investimento nesta classe ao nível do binómio risco-retorno revela-se profundamente desinteressante.



Fonte: SIFMA; BiG Research



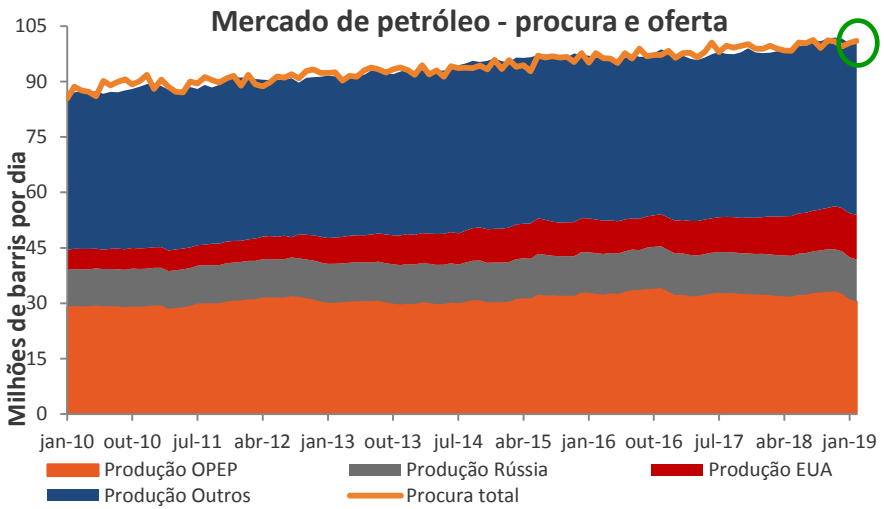
Fonte: SIFMA; BiG Research

- A securitização foi o principal propulsor da crise financeira de 2008 e, desde então, em vez de diminuir, esta prática tem vindo a aumentar, ainda que com maior regulamentação.

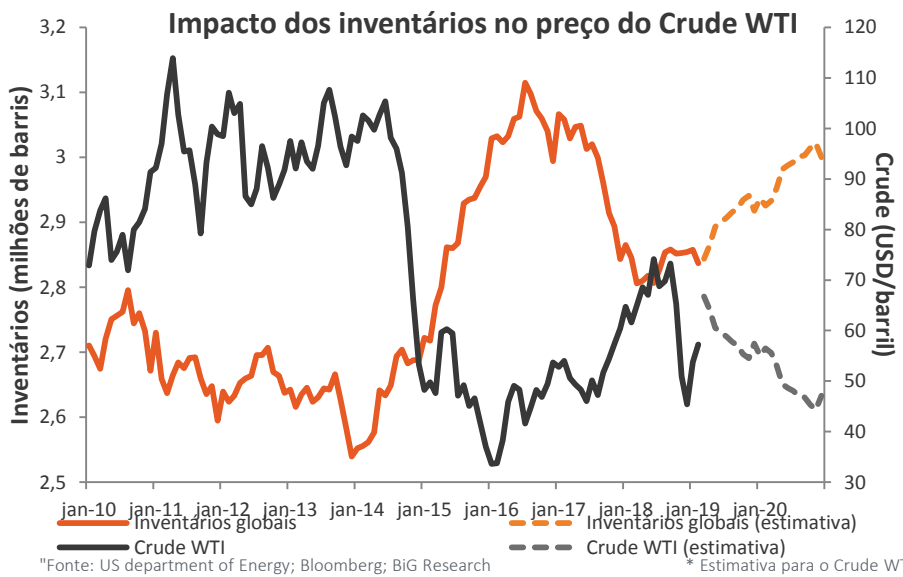
- Os *Mortgaged-Backed Securities* (que estiveram no epicentro da crise mencionada) não garantidos por agências governamentais – segmento mais arriscado – efectivamente caíram mais de 60% até à actualidade, apesar de o mercado destes derivados ser hoje maior que em 2018, devido ao crescente contributo dos MBS com maior protecção.

- Actualmente, o instrumento em maior ascensão, principalmente nos EUA mas também um pouco porto todo o bloco desenvolvido são os *Collateralized Loan Obligations* (CLO): *pools* de empréstimos bancários a empresas, estratificados em conformidade com um nível de risco e vendidos sobre a forma de obrigações. Impulsionados pela euforia e taxas de juro baixas, os CLO cresceram mais de 200% desde a crise financeira, com o seu mercado a assumir hoje quase oito vezes o tamanho das outras formas de CDO, que recuaram cerca de 27% desde 2017.

- É estimado que mais de 70% dos actuais CLO sejam *covenant-lite*, o que significa que oferecem muito menor protecção ao investidor, visto que os empréstimos subjacentes não são alvo de grande escrutínio e rigor com as métricas financeiras e operacionais das empresas que contraem a dívida. Se uma aceleração do abrandamento se materializar, os investidores em CLO deverão sofrer perdas avultadas, visto que é provável que muitas empresas não tenham activos suficientes para indemnizar os credores.



Fonte: Energy Ministry Russia; US Department of Energy; Energy Intelligence Group; Bloomberg; BiG Reseach



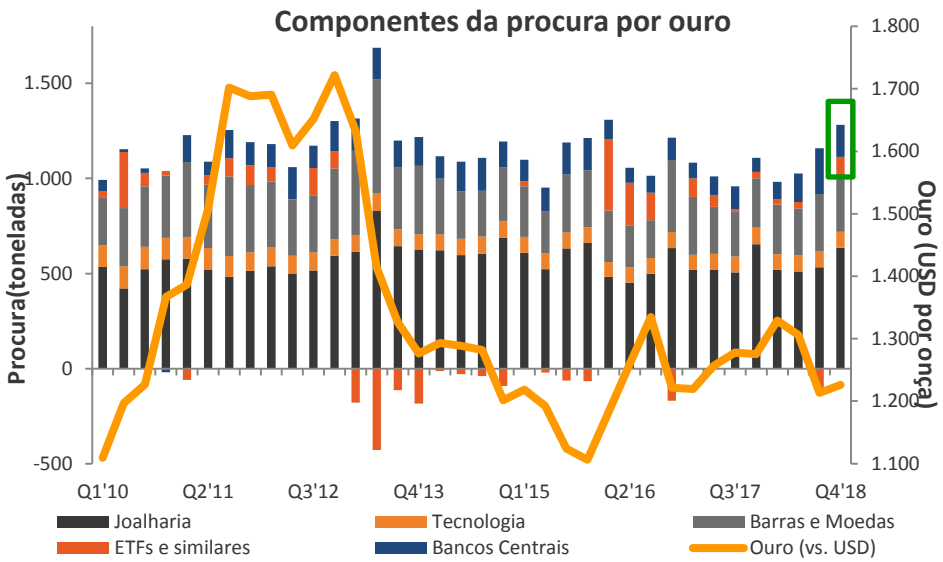
"Fonte: US department of Energy; Bloomberg; BiG Research
* Estimativa para o Crude WTI
realizada através de uma OLS Regression, com nível de confiança de 95% e um R^2-ajustado de 0,78"

- O mercado de petróleo realizou um ajuste mais célere do que o antecipado anteriormente pela IEA e, em Fevereiro, parece já existir um muito ligeiro défice de oferta. Os substanciais cortes de produção da OPEP em 2019, com uma taxa de cumprimento a aumentar mensalmente, estão a surtir o efeito pretendido, com o crude a subir mais de 25% desde o início do ano. De forma mais demorada, a Rússia, que encabeça os aliados da OPEP (OPEP+), planeia também reduzir efectivamente a sua produção, antecipando o cumprimento da sua quota em Abril deste ano. Em acréscimo aos cortes propositados, as sanções ao Irão (que subtraíram cerca de 1,2 milhões de barris por dia desde de 2018) e à Venezuela estão também a reduzir a oferta.

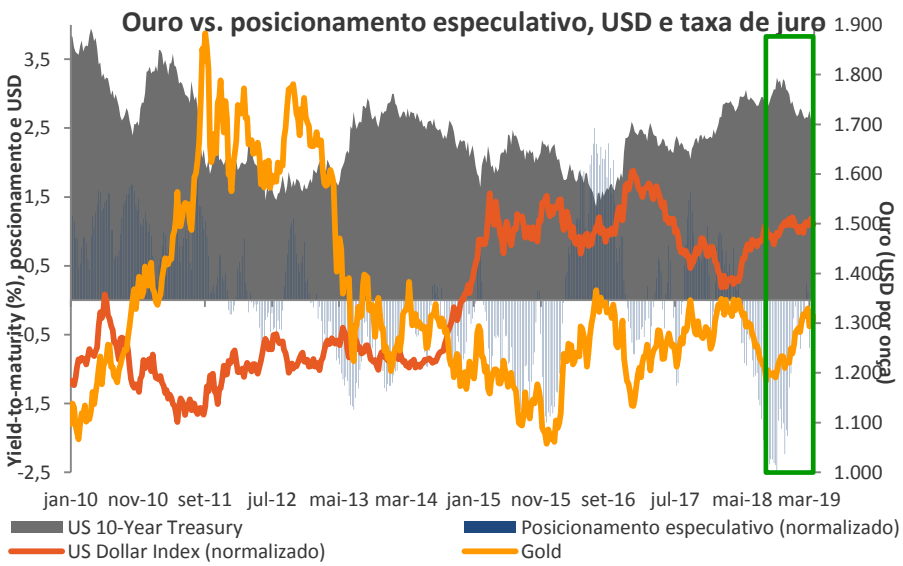
- No pólo oposto, Trump tem declarado oficialmente que pretende um recuo do preço do crude, pelo que os EUA têm a sua produção total (e de petróleo de xisto também) em máximos históricos.

- A crescente desaceleração da actividade económica deverá continuar a contribuir para uma acumulação de inventários, o que coloca uma pressão baixista, mais diluída no tempo, sob o preço do petróleo, mesmo com o mercado mais equilibrado.

- Tendo também em conta a influência do presidente norte-americano junto da OPEP, acreditamos que o crude WTI não deverá ultrapassar consistentemente os USD 65 por barril no segundo trimestre de 2019, estando também bastante suportado perto dos USD 52 por barril. Esta análise qualitativa é consistente com o nosso modelo de regressão simples que explora, com algum sucesso a relação entre o preço e os inventários de crude.



Fonte: World Gold Council; BiG Research



Fonte: CFTC COT; Bloomberg; BiG Research

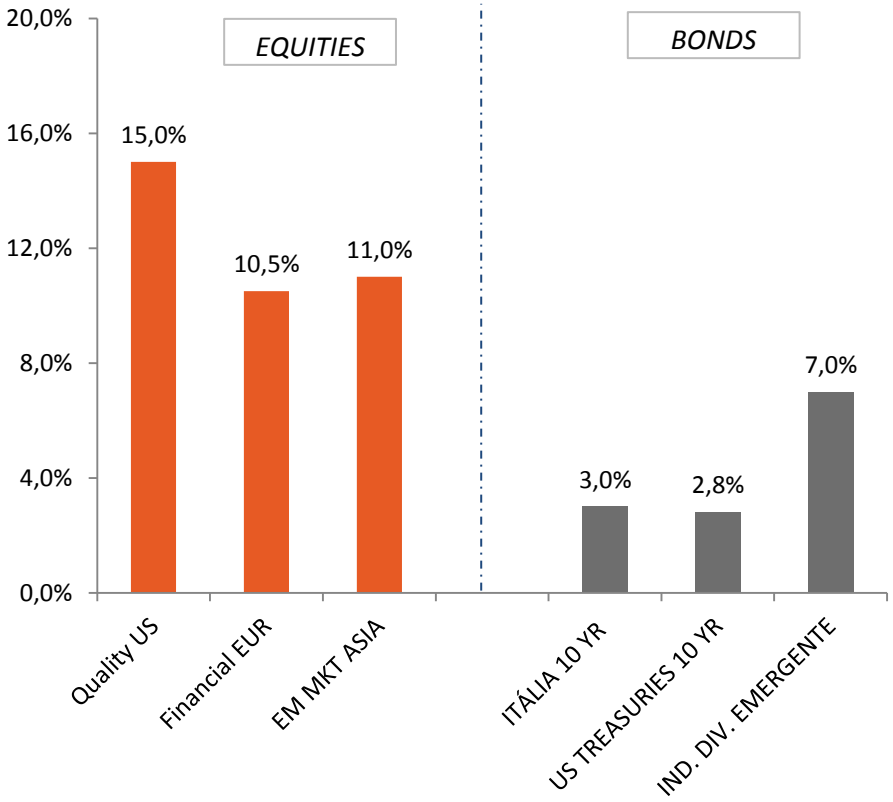
- Conforme esperávamos, a procura por ouro físico no último trimestre de 2018 aumentou de forma não-niglegenciável. Atribuímos particular importância à procura para fins de investimento, sobretudo por ETFs, pois evidencia a procura dos investidores por refúgio num contexto macroeconómico cada vez mais adverso, e por parte de bancos centrais, que corrobora a actual crescente tendência de diversificação face ao USD no que à acumulação de reservas diz respeito.

- As componentes de Joalharia, um tradicional pilar da procura, e de tecnologia (a mais recente fonte procura), também cresceram numa base trimestral.

- Na vertente de mercados financeiros, o ambiente é propício ao activo de refúgio por excelência. O abrandamento económico deverá despoletar um incremento de volatilidade, a recente e já bastante reiterada postura *dovish* da Fed, sem prever mais aumentos de taxa de juro para este ano, com uma correspondente queda das *yields* de dívida norte-americana diminuem o custo de oportunidade ao investimento em ouro, e, perante uma possível resolução de cavalheiros nas guerras comerciais entre EUA e China, o USD também parece abrandar os ganhos.

- Os dois únicos catalisadores moderadamente relevantes que vemos é uma inflação contida e uma eventual apreciação do USD, como divisa de refúgio, em caso de acentuação da desaceleração económica global. No entanto, consideramos que os efeitos negativos de ambos para o ouro são suplantados pelos factores favoráveis supramencionados. Antecipamos que o ouro possa terminar o trimestre nos 1.350 – 1.380 USD por onça.

PERFORMANCE - TOP CALLS (%YTD) BIG RESEARCH 2019



Fonte: Bloomberg; BiG Research;

REVIEW TOP CALLS 2019 YE

Upside Risk @ 25% Probabilidade

Equities

Quality US
Value Europa
Índice Accionista Emergente

Bonds

Linkers Global
Floaters US
Itália (valor relativo)
Índice Dívida Emergente (Hard Ccy)

Downside Risk @ 75% Probabilidade

Equities

Value Europa
Healthcare Europa

Bonds

US Treasuries
Itália (valor relativo)

Outras Classes de Activos

Ouro

Fonte: BiG Research;

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

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

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

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

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

*** Downgrade* **Upgrade*

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