OUTLOOK 3T 2015

EQUIPA RESEARCH:
JOÃO LAMPREIA (HEAD)
ANA MENDONÇA / DIANA OLIVEIRA / JOÃO SALDANHA

BiG

BiG BANCO DE INVESTIMENTO GLOBAL

1. ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO
1.1 GLOBAL
1.2 EUA
1.3 EUROPA
1.4 BANCO CENTRAL EUROPEU

2. GRÉCIA

3. MERCADO *COMMODITIES*

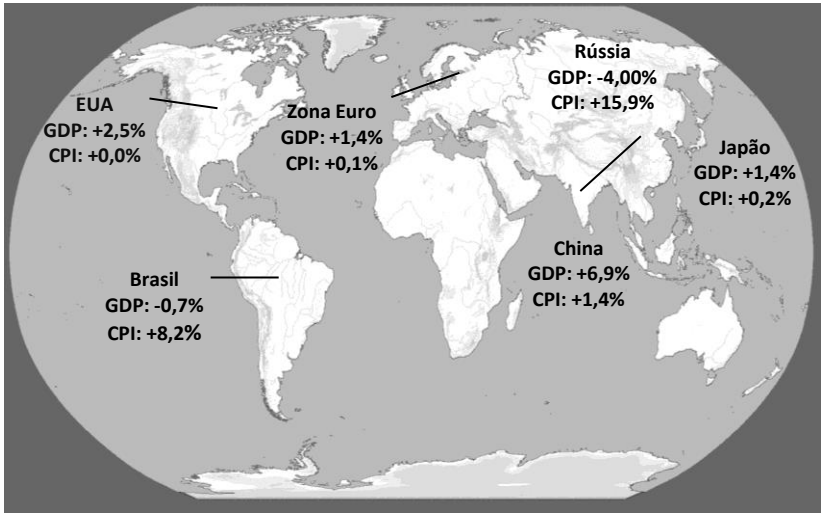
4. MERCADO CAMBIAL

5. MERCADO DE DÍVIDA

6. MERCADO ACCIONISTA

7. SÍNTESE POSICIONAMENTO

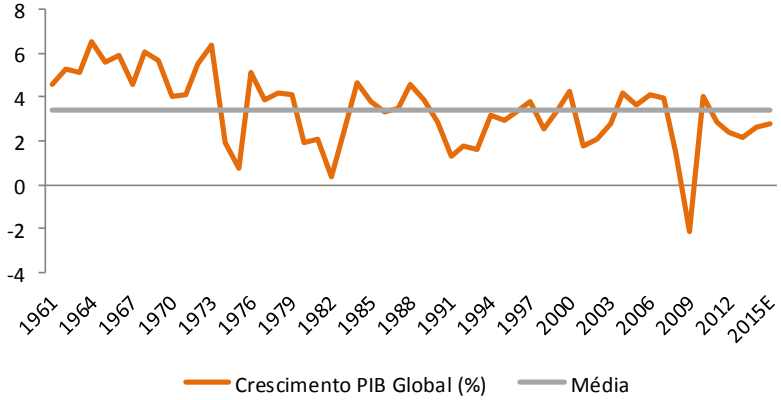
Estimativas 2ºTrimestre



Fonte: Bloomberg; Research BiG

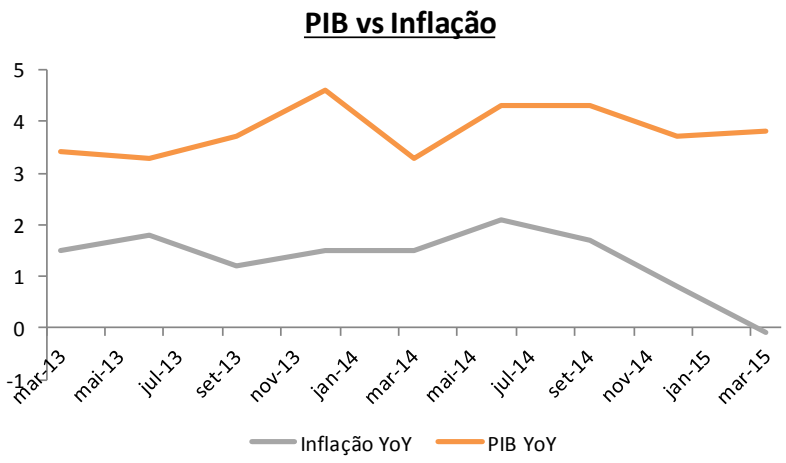
- No segundo trimestre, espera-se que a economia norte-americana revele já sinais de crescimento (vs. -0,2% do período anterior), ainda que a inflação deva ser nula.
- Na zona euro, deverão continuar a ser visíveis os sinais de recuperação, ainda que de forma gradual.
- Diferente conclusão retira-se ao nível das economias asiáticas, que deverão crescer a um ritmo mais lento face ao período anterior.

Crescimento real do PIB (%)



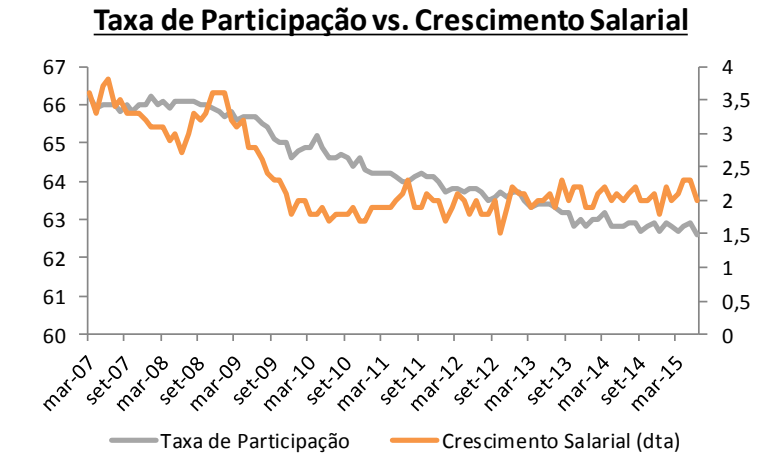
Fonte: WorldBank Research BiG

- Em 2015, algumas economias vão continuar a beneficiar dos baixos preços do crude nos mercados internacionais.
- O crescimento global, apesar de manter-se abaixo da sua média histórica, é impulsionado por políticas expansionistas dos bancos centrais nas principais economias desenvolvidas.
- O fortalecimento do USD e o agravamento do défice externo norte-americano funcionará como impulso do comércio internacional.



Fonte: Bloomberg

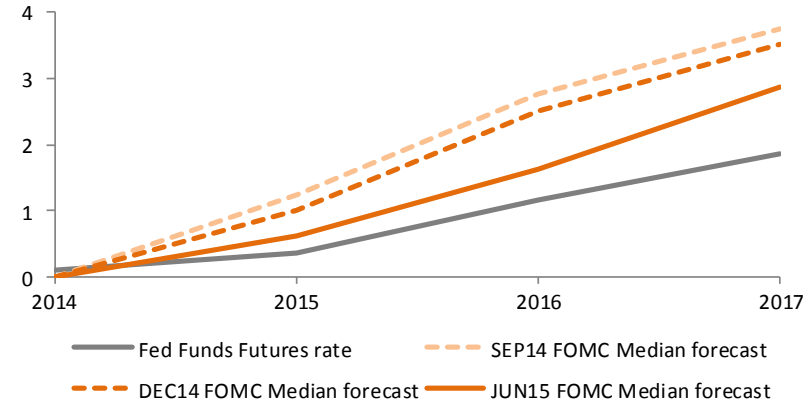
- O efeito sazonal que tipicamente restringe o desempenho da economia americana no 1Q não deverá penalizar o *output* da actividade – perspectivando-se um crescimento do PIB até 3%.
- As pressões desinflacionistas associadas à quebra do preço do crude poderão limitar um crescimento nominal do PIB superior.



Fonte: Bloomberg

- O mercado de trabalho tem apresentado melhorias significativas com a taxa de desemprego já próximo do nível *target* do FED. A taxa de participação mantém-se muito inferior à apresentada no período pré-crise, o que sustenta um racional de queda de desemprego, em parte, pelo 'abandono' do mercado laboral e não através apenas da criação de emprego.
- O crescimento salarial encontra-se igualmente estagnado, transparecendo o sentimento deflacionário na economia.

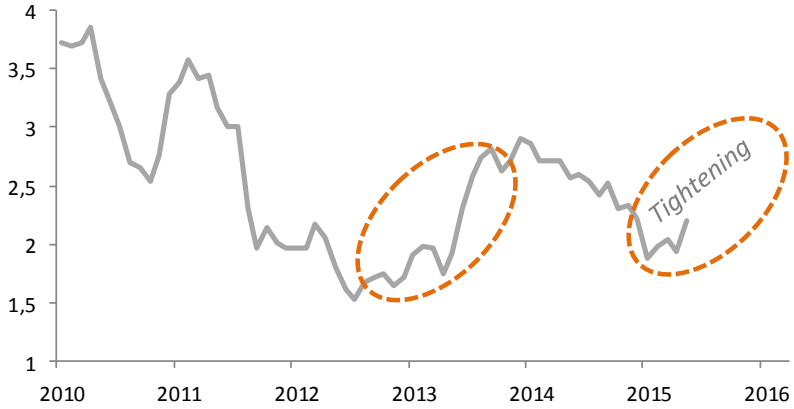
Target Fed Funds rate at year-end



Fonte: Bloomberg; FOMC Sep/Dec/Jun; Research BiG

- Na última reunião, o Fed manteve, sem surpresas, inalterada a taxa de juro directora, nos 0%-0,25%.
- A reserva federal norte-americana tem mantido um discurso *dovish* – subida de taxas de juro deverá ocorrer apenas com melhorias no mercado de trabalho e uma confiança relativa de que a inflação de médio prazo se aproxime da meta de 2%.
- No que respeita ao aumento da taxa directora, os membros do comité apontam para os 0,625% este ano (inalterada face à reunião anterior), 1,625% em 2016 (vs. 1,875% anteriores) e 2,875% em 2017 (vs. 3,125% anteriores).

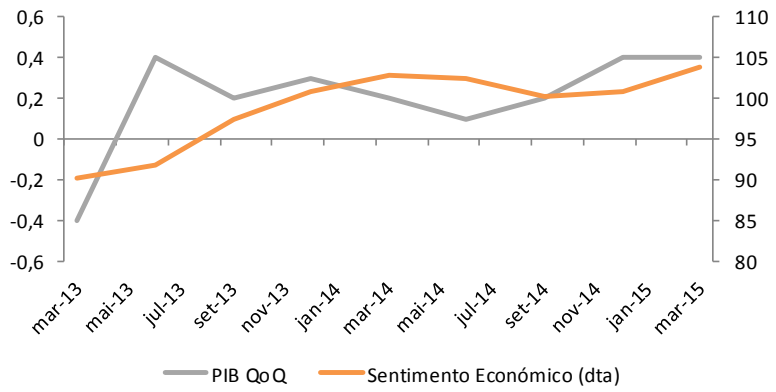
10-Year Treasury Yield Curve



Fonte: Bloomberg

- O início da normalização monetária pelo FED e o nível robusto da actividade económica gera pressão sobre a subida dos custos de financiamento.
- O movimento altista do USD em função da divergência do ciclo macro e monetário - diferencial de taxas de juro a favor do USD - e a emergência de riscos à escala global deverão ainda assim reter valor sobre o actual nível das *treasuries*.

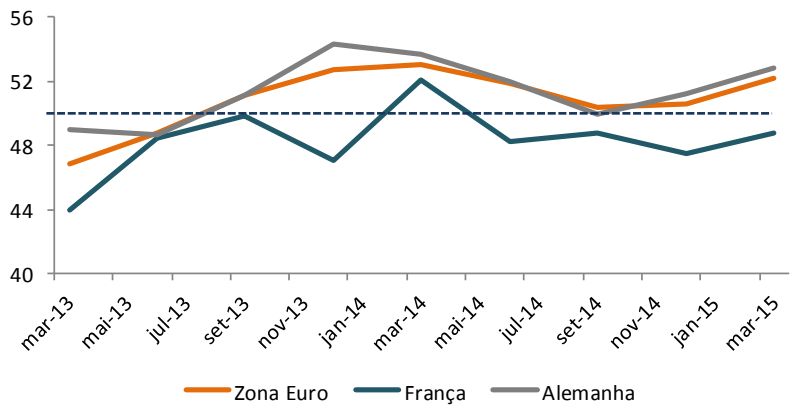
PIB VS. Sentimento Económico



Fonte: Bloomberg

- A evolução trimestral do PIB confirma os sinais de moderada aceleração da actividade económica no bloco Europeu.
- Os indicadores de sentimento – perfil essencialmente *lagging* – cristalizam igualmente o sentimento mais favorável da actividade na Europa.

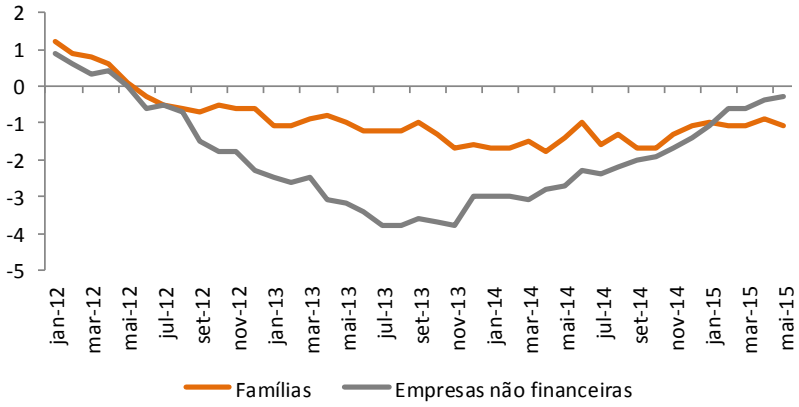
Manufacturing PMI



Fonte: Bloomberg

- Os principais indicadores de actividade industrial na Europa sinalizam um *pick-up* da actividade – com alguns países periféricos (Espanha e Itália) a apresentarem valores francamente positivos.
- A maior debilidade estrutural de França poderá retirar fulgor ao trajecto de recuperação vigente na Europa, ainda que a Alemanha figure como *outperformer* face à média da zona euro.

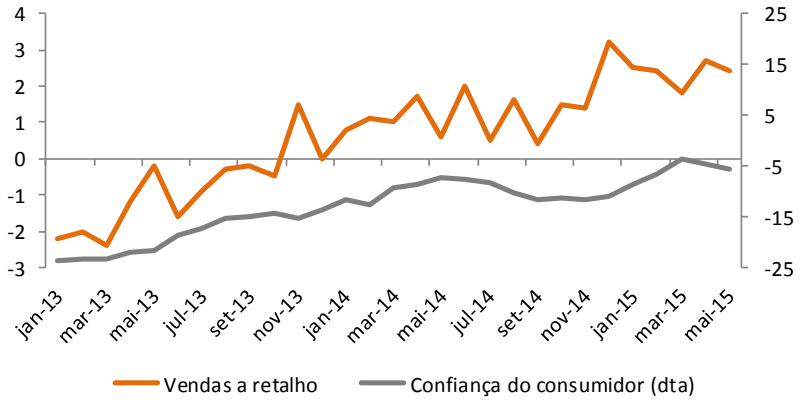
Empréstimos bancários Zona-Euro(%YoY)



Fonte: Bloomberg

- O mercado de crédito reverteu parcialmente o sentimento negativo e apresenta quebras anuais inferiores a 1%, com a recuperação mais acentuada a verificar-se de uma forma mais expressiva no segmento de dívida empresarial.
- As famílias continuam o seu processo de desalavancagem a um ritmo moderado e estável.

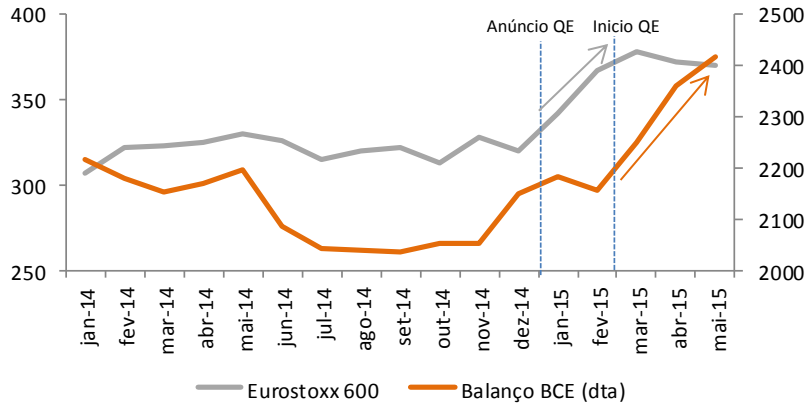
Vendas a Retalho vs. Confiança do Consumidor



Fonte: Bloomberg

- A recuperação europeia evidencia–se na tendência ascendente das vendas de retalho e do indicador de confiança dos consumidores.
- Ainda que a recuperação tenha por base um ponto de partida relativamente deprimido, o indicador de confiança dos consumidores mantém-se a níveis negativos.

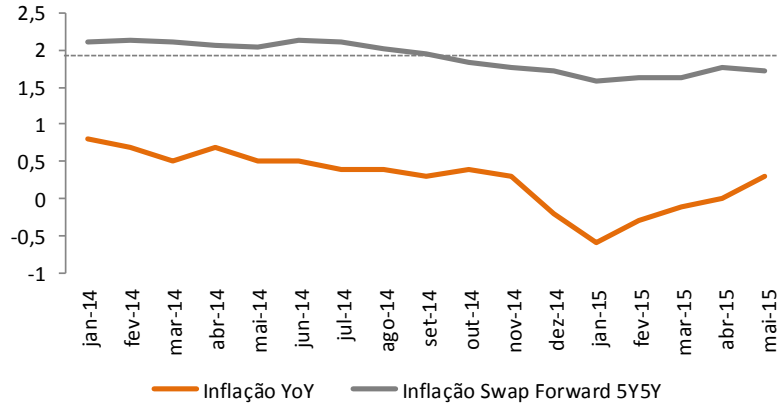
Balanço BCE vs. Índice SXXE



Fonte: Bloomberg; Research BiG

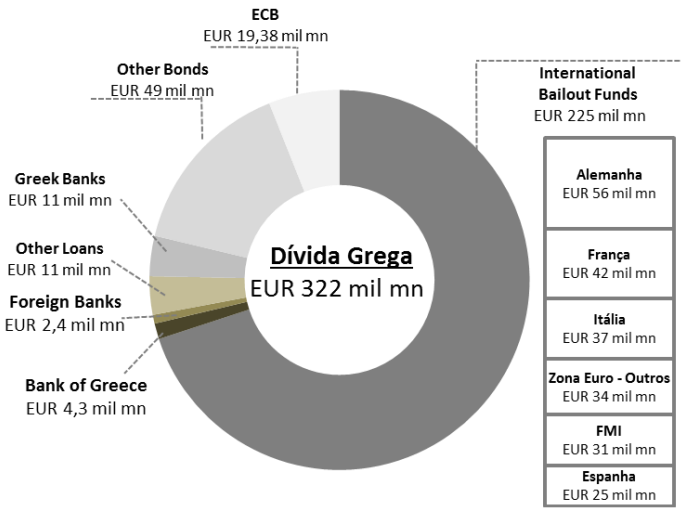
- Após o anuncio do programa de QE (EUR 60 mil mn/mês até Setembro de 2016), os índices accionistas europeus protagonizaram um *rally* assinalável, posteriormente arrefecido pelo incremento dos custos de financiamento e pela instabilidade vigente na Grécia.
- Não obstante a volatilidade de curto-prazo despoletada pelo drama helénico, o programa de QE continua a justificar o racional de investimento em *Equities* europeias.

Inflação vs. Inflação Swap Foward 5Y5Y



Fonte: Bloomberg

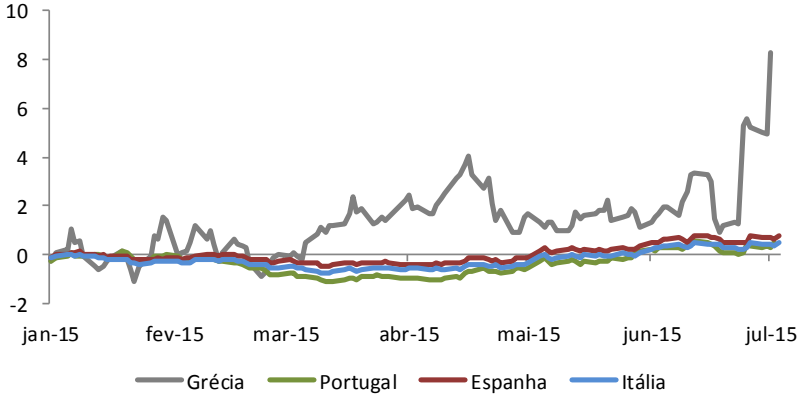
- A queda nos preços da energia acentuou a espiral deflacionista na Zona Euro, ainda que no período recente já se observe uma recuperação do nível de preços - apesar dos aumentos serem mais notórios nos serviços e bens não energéticos.
- Não obstante o recente movimento da expectativa sobre o índice de preços na Zona Euro, o mesmo ainda se encontra longe do target de inflação de longo prazo do BCE (2%) – o que assegura a continuidade das políticas de QE.



Fonte: Open Europe; FMI; EFSF; Greek Public Management Office

- Tendo em consideração que grande parte da dívida grega é detida por instituições internacionais, que estão preparadas para absorver um eventual *default* grego, acreditamos que o contágio financeiro directo possa estar contido.
- O Presidente da Comissão Europeia, já admitiu a existência de um plano de detalhado para a possibilidade de um *'Grexit'*.

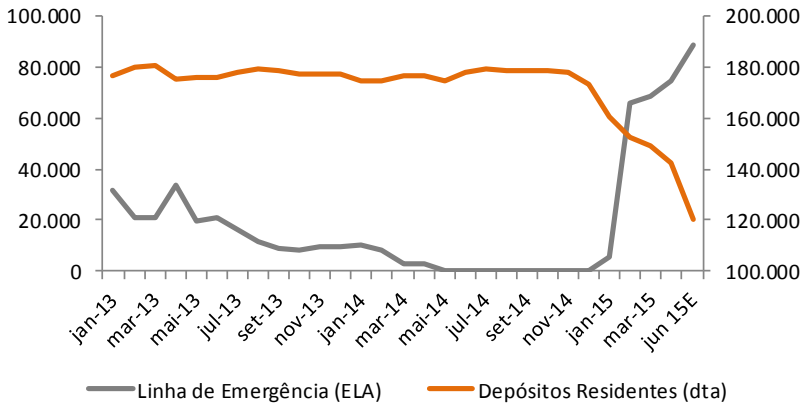
Evolução Obrigações 10Y



Fonte: Bloomberg; Banco da Grécia; BiG Research

- Os seis meses de negociações com os credores e que resultaram na marcação de um referendo na Grécia tiveram um enorme impacto nas *yields* de dívida pública do país – com as maturidades mais reduzidas a apresentarem valores especulativos.
- Na periferia, o comportamento das *yields* no decorrer da deterioração grega no último mês, reflecte a confiança do mercado de que o efeito de contágio possa ser limitado.
- Ainda que o contágio financeiro esteja controlado, o risco geopolítico apresenta-se como um dos principais receios.

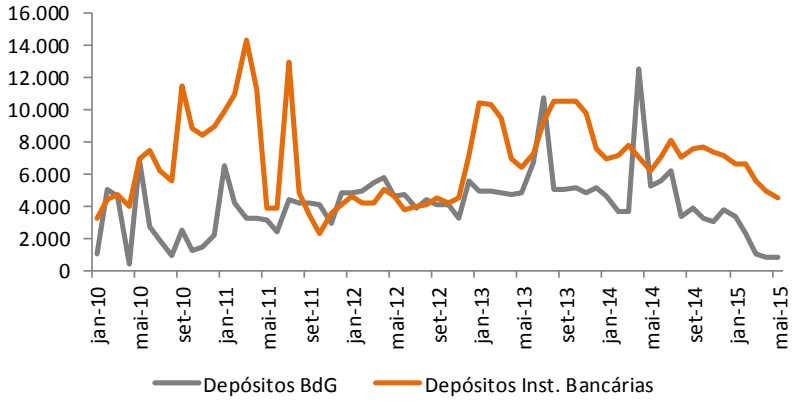
Depósitos vs. Linha de Emergência



Fonte: Bloomberg; Banco da Grécia; BiG Research

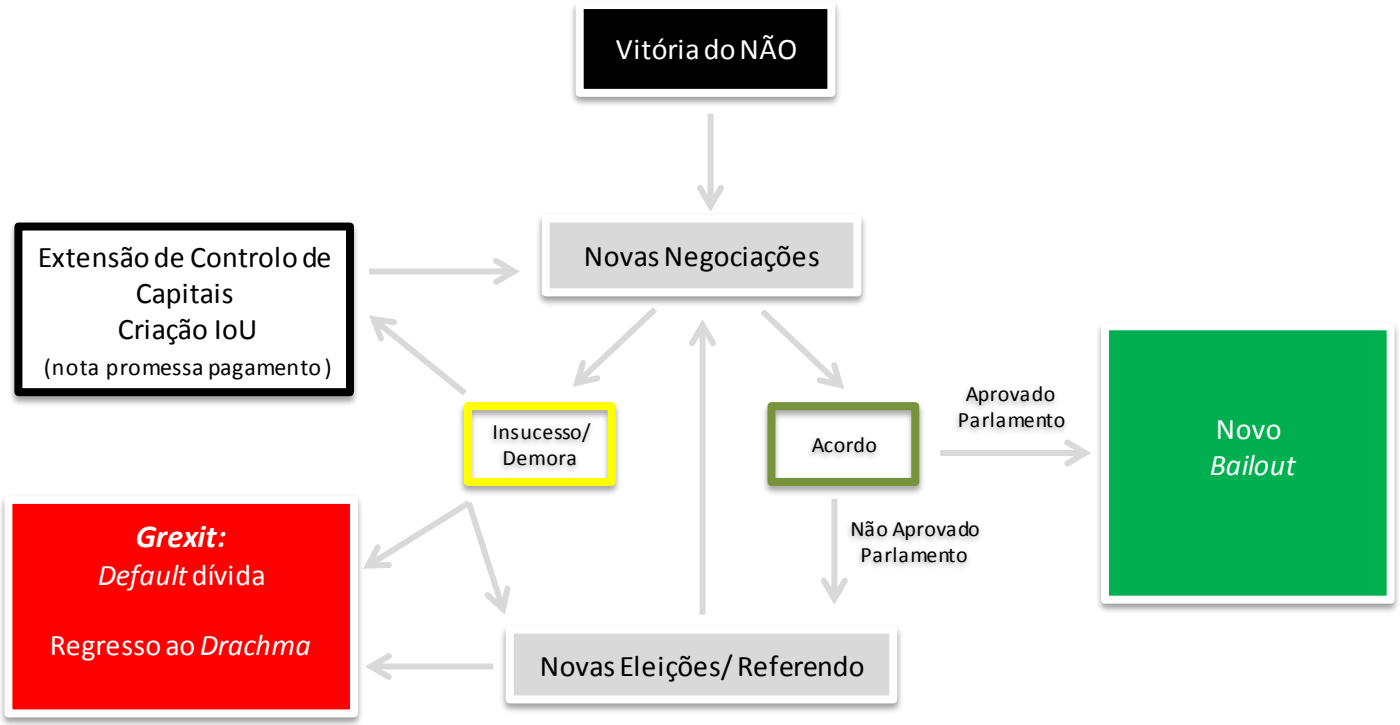
- As negociações entre os credores e a Grécia, com a incerteza se será ou não alcançado um acordo, tem levado a uma fuga de capitais dos bancos helénicos a uma velocidade 'estonteante'.
- Este *capital flight* aumentou a dependência das instituições na linha de capital de emergência (ELA) do BCE – que ascende actualmente a EUR 89 mil mn.

Depósitos Governo Helénico (EUR mn)



Fonte: Banco da Grécia; BiG Research

- Os depósitos do Governo, quer no Banco Central, quer nas restantes instituições bancárias, apresenta um comportamento volátil desde o arranque da crise de dívida soberana, em 2010.
- Os receios de escassez de liquidez na economia helénica são claramente visíveis pela queda dos depósitos no período recente.



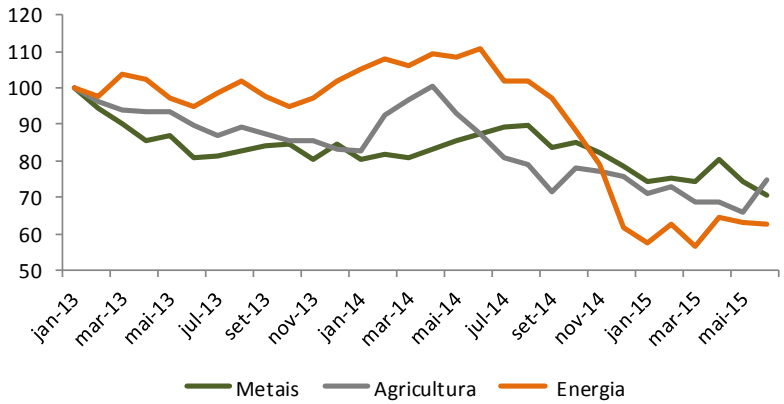
Fonte: Bloomberg Intelligence; Research BiG

- No dia 30 de Junho, data em que terminou o segundo programa de ajuda financeira, a Grécia falhou o pagamento ao FMI. Posteriormente foi realizado um referendo ao povo helénico que resultou na vitória do 'não', ditando uma nova etapa de negociações entre os credores, com a Grécia a ter que entregar uma nova proposta até 10 de Julho.

- No próximo dia 20 de Julho vence uma linha de obrigações ao BCE no valor de EUR 3,5 mil mn, e caso a Grécia falhe o pagamento entrará em *default* junto do BCE. A escassez de euros no país poderá levar à criação de uma nota promessa de pagamento no curto prazo (IoU), antes da criação da nova moeda, em caso de Grexit.

- Se houver um acordo entre os credores e a Grécia é evidente a necessidade de um novo programa de assistência financeira (o terceiro).

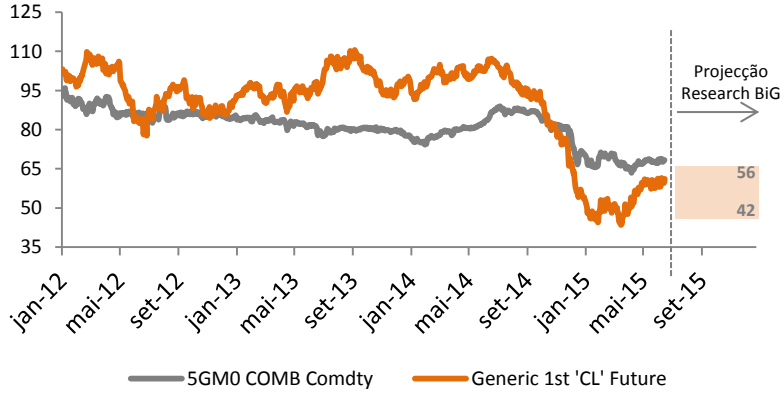
Evolução Commodities



Fonte: Bloomberg

- A desvalorização do preço das *commodities* – metais, agricultura e energia – nos mercados internacionais é em parte explicada pela robustez do dólar desde meados de 2014 - Crude negoceia actualmente 40% abaixo do valor observado em Janeiro de 2013.
- As matérias-primas e o crude, em particular, deverão manter-se pressionadas no curto/médio prazo.

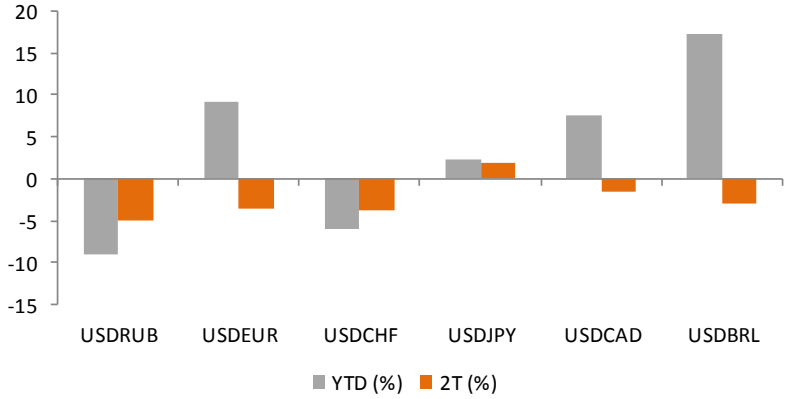
Contrato à vista vs Futuro 5Yr



Fonte: Bloomberg; Research BiG

- Num *timeframe* mais curto, e considerando o desempenho dos futuros a 5 anos vs. contractos spot, projectamos que o crude transaccione entre USD 42 - 56 por barril em 2015.
- Apenas significativos (pouco prováveis) choques à procura - aceleração no crescimento económico – ou à oferta (destruição de campos de produção devido a conflitos) poderão inverter esta alteração de um 'novo contexto de preços reduzidos' para o 'anterior paradigma'.

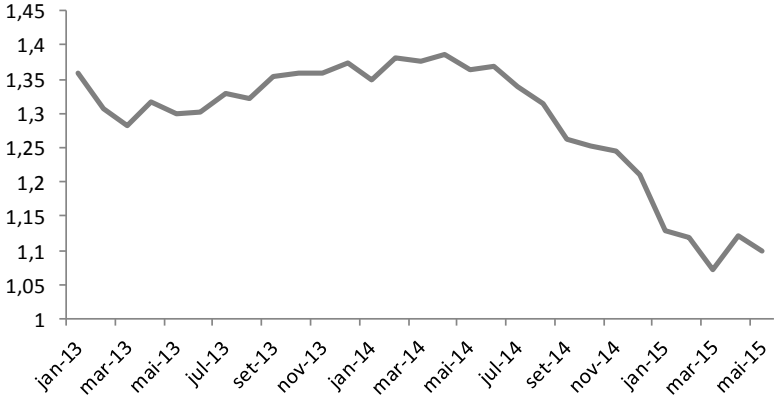
Evolução Cambial (%)



Fonte: Bloomberg

- O 2º trimestre do ano marcou alguma perda do fulgor do USD relativamente à generalidade das divisas internacionais.
- A divergência do ciclo macro e monetário nos EUA deverá continuar a suportar o interesse no dólar norte-americano.
- A mitigação dos "piores cenários" sobre a situação da Rússia permitiram um assinalável rebound do cross RUB/USD.

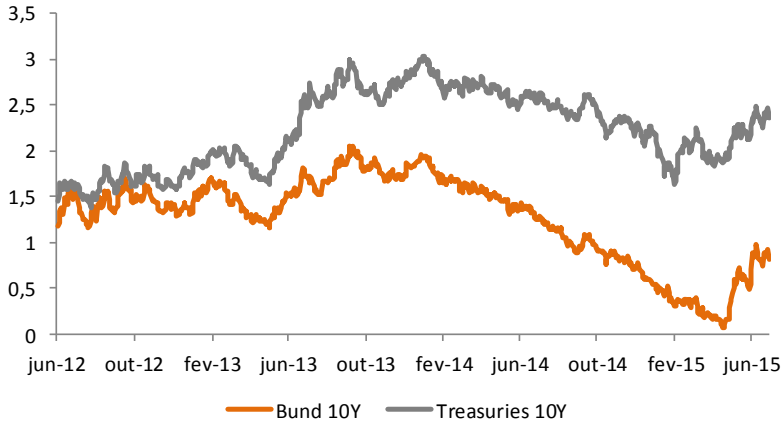
Evolução Eur-Usd



Fonte: Bloomberg

- A divergência das políticas monetárias entre a reserva federal norte-americana (normalização monetária) e o BCE (programa de QE até, pelo menos, Setembro de 2016) deverá continuar a suportar o momento positivo do dólar.
- Ultrapassado o "drama Grego", acreditamos que a evolução do cross Eur-Usd poderá manter-se sob um intervalo relativamente estreito.

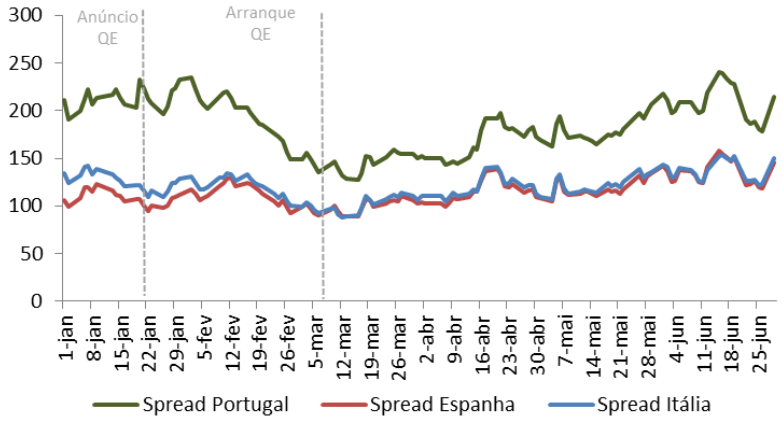
Bunds vs. Treasury



Fonte: Bloomberg

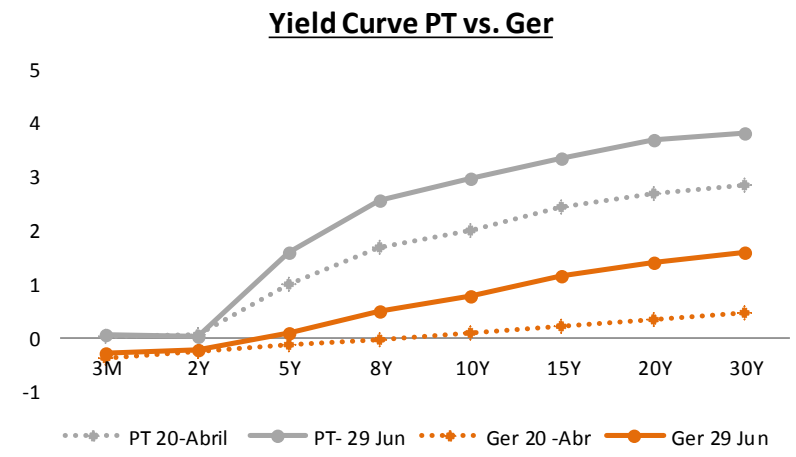
- A profunda assimetria na evolução das políticas monetárias pelo FED e BCE fomentaram o *decoupling* entre a evolução das *yields* nos activos sem risco mais representativos.
- O *outlook* mais favorável para a evolução do nível de preços na Europa acarretou um *sell-off* agressivo da dívida alemã – materializando-se um histórico *pick-up* das *yields* num timeframe bastante reduzido.

Spread Periferia



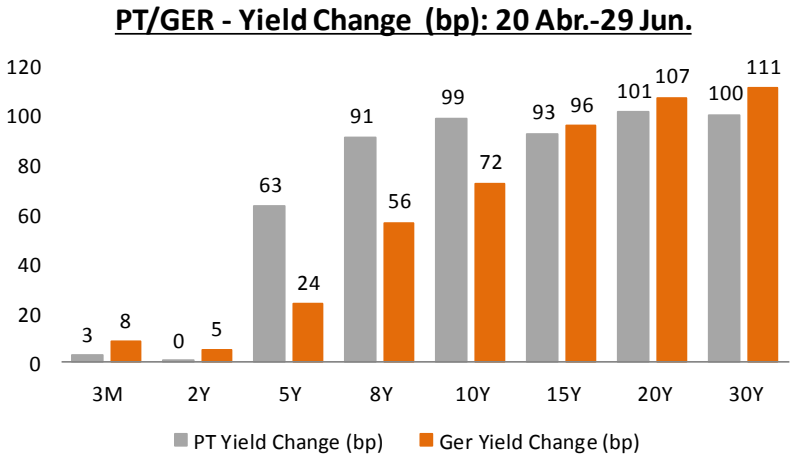
Fonte: Bloomberg

- A expectável compressão de *spreads* na periferia no seguimento do arranque do programa de compra de activos, encontrou um obstáculo importante na crescente possibilidade de incumprimento pela Grécia.
- Ainda que se deverá manter níveis de volatilidade relevantes, o racional de longo prazo permanece intacto – traduzindo a progressiva compressão de spreads na periferia face às Bunds até cerca de 100 p.b. no prazo de 12 meses.



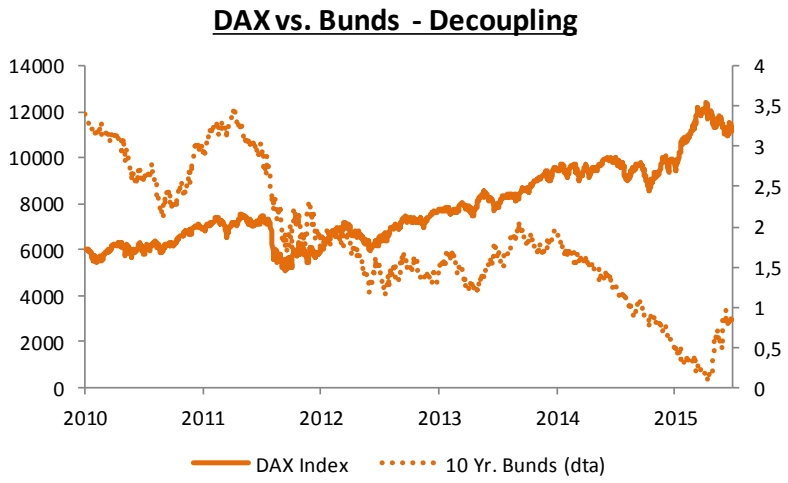
Fonte: Bloomberg

- Pré-Grécia, as obrigações alemãs apresentavam uma maior inclinação ao longo da curva, vis-à-vis a periferia europeia, em seguimento do novo paradigma de inflação que sustentou o referido *sell-off* da dívida Germânica.
- O 'drama' helénico recentrou os holofotes sobre a periferia, traduzindo a crescente aversão ao risco e o agravamento da percepção sob o risco de crédito nos países da periferia.



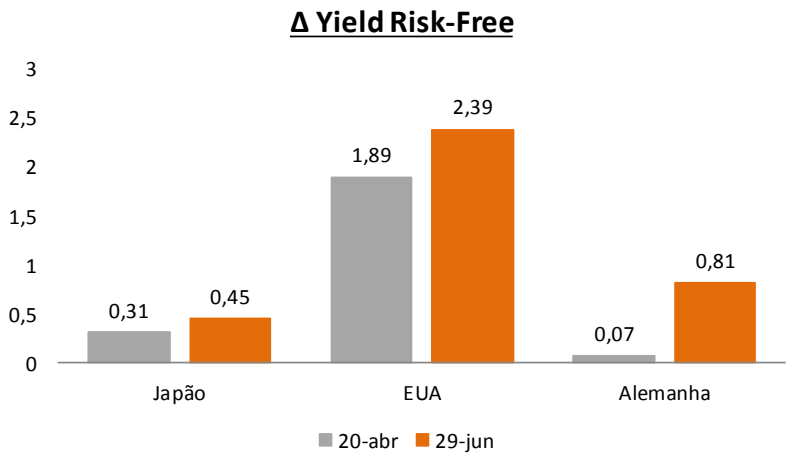
Fonte: Bloomberg

- De facto, a crescente incerteza manifesta-se em maior intensidade na dívida de médio prazo nacional – maturidades de 5 a 10 anos - reflectindo o refúgio da volatilidade pelos investidores em *safe-havens*.
- Nas maturidades mais longas, o incremento das yields mostra-se relativamente homogéneo quer no caso nacional, quer na dívida *risk-free*.



Fonte: Bloomberg

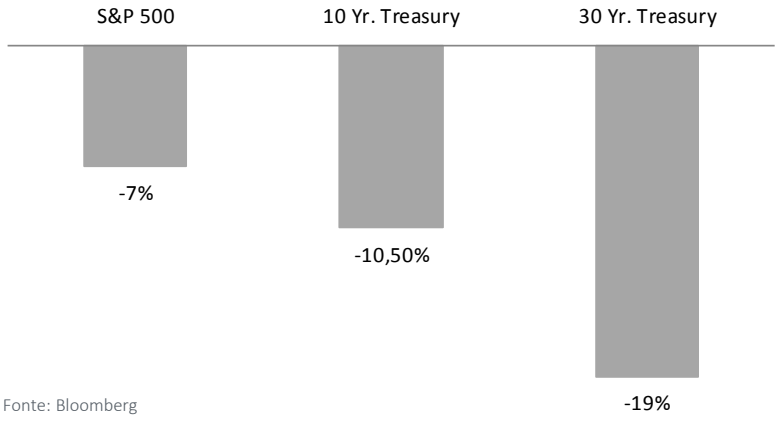
- O *decoupling* entre os mercados accionistas e obrigacionistas provou esta irracionalidade, com as *yields* a reverterem para valores mais condizentes com o desempenho nos últimos anos protagonizado pelos índices accionistas.
- Acreditamos que este movimento de convergência entre os activos de Equity e Dívida deverá acentuar-se - à imagem do observado no período 2011-14.



Fonte: Bloomberg

- Impulsionado pelo programa de QE europeu, o diferencial das taxas *risk-free* entre os EUA e a Alemanha atingiu um nível historicamente elevado e/ou até tido como irracional.
- A recente correcção da dívida Soberana mostrava-se inevitável à luz dos fundamentais macroeconómicos. Esta situação elimina o risco de não existir volume suficiente no mercado de dívida para acomodar o programa de compras do BCE.

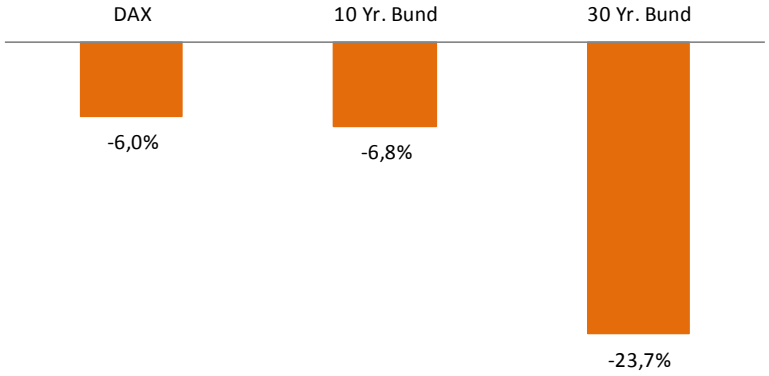
US Taper Tantrum Abril - Setembro 2013



Fonte: Bloomberg

- O Fed Taper Tantrum – coincidiu com um *sell-off* massivo da dívida norte-americana, o qual foi gerado a partir do anúncio dos planos de *reversão do Quantitative Easing* pelo Fed.
- O discurso marcadamente *dovish* de Janet Yellen pretende acomodar as expectativas de subida de taxas de juro pelo mercado com o início da normalização monetária pelo FED – suavizaria o respectivo impacto sobre a actividade económica.

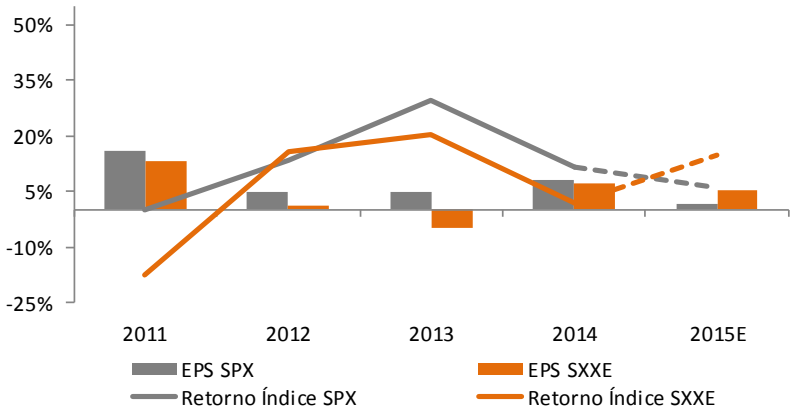
Germany - Equity/Debt Retracement - Abril - Junho 2015



Fonte: Bloomberg

- O actual *sell-off* no mercado da dívida soberana europeia apresenta semelhanças evidentes com o ocorrido no *Fed* taper tantrum nos EUA durante largos meses de 2013.
- O *sell-off* da dívida germânica foi extremamente agressivo – gerando quedas acima de 23% - num prazo relativamente curto (3 meses). Esta situação caracteriza o perfil globalmente extremado deste movimento, pelo que acreditamos numa estabilização e/ou inversão no prazo mais curto.

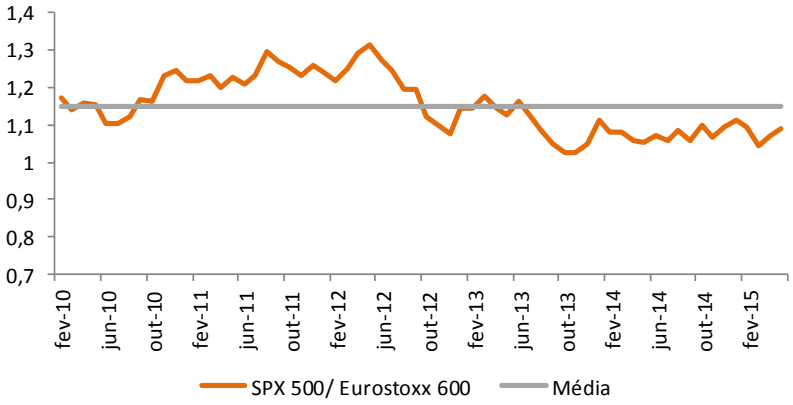
SPX 500 vs. Eurostoxx 600



Fonte: Bloomberg

- As empresas europeias comparam favoravelmente com as norte-americanas nas projecções de lucros no ano corrente, contrariando o desempenho observado no passado recente.
- Esta *outperformance* esperada explica parcialmente os ganhos do Euro Stoxx, vis-à-vis a performance estagnada do S&P 500, sendo que a amplitude do movimento cambial contribui igualmente para explicar o diferencial Europa-EUA.

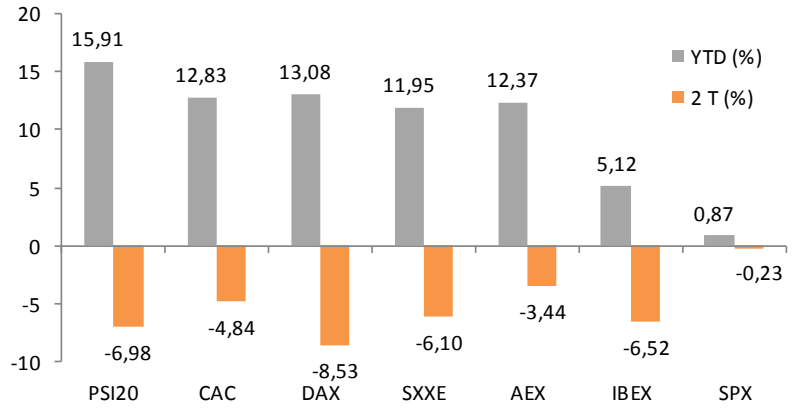
Evolução rácio PER SPX 500/ Eurostoxx 600



Fonte: Bloomberg

- Não obstante prémio relativo do S&P 500 vs. Euro Stoxx ao nível do PER (acima de 1), destacamos que o valor deste rácio encontra-se a valores relativamente abaixo da média histórica.
- O diferencial de performance entre Europa e EUA deverá ser, por isso, relativamente mais estreito no prazo de 12 meses.

Performance Índices

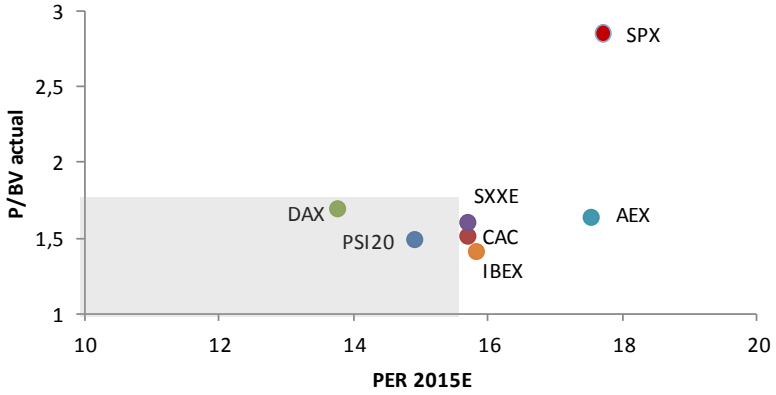


Fonte: Bloomberg

- O PSI-20 regista a melhor performance desde o início do ano, superando o *benchmark* europeu. Torna-se evidente a disparidade dos índices Europeus face aos norte-americanos, justificado quer pelo enquadramento da actual política monetária, quer pelo fortíssimo movimento de ajuste pela via do mercado cambial.

- A instabilidade na Grécia retirou fulgor ao desempenho dos índices Europeus, num período que fica claramente marcado por um incremento significativo do nível de volatilidade.

Avaliação Índices - PER vs. P/BV

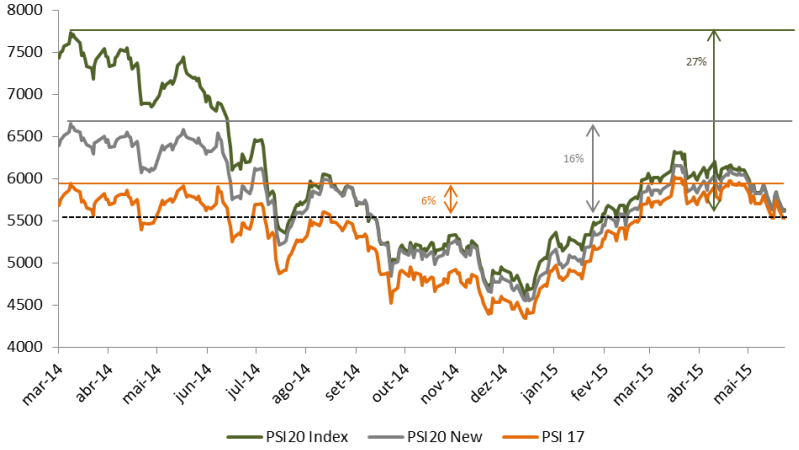


Fonte: Bloomberg

- Numa óptica fundamental, o DAX e o PSI-20 negoceiam a desconto face aos comparáveis europeus – sendo os índices que mais desvalorizaram no trimestre findo – o que permite vislumbrar oportunidades interessantes de médio prazo.

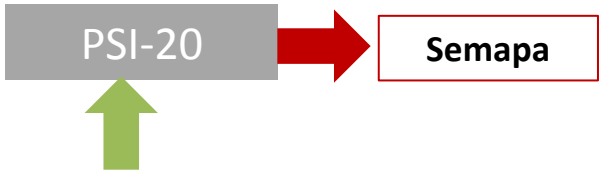
- O índice norte-americano S&P 500 encontra-se a prémio face aos comparáveis europeus, quer ao nível do P/BV quer ao nível do PER.

Evolução PSI-20

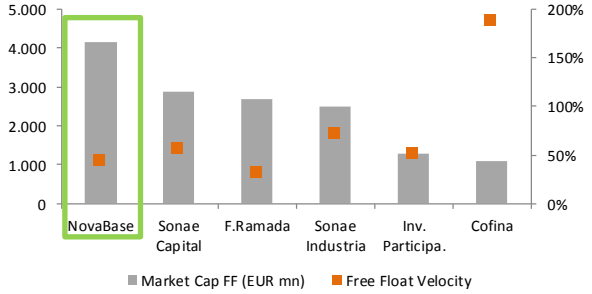


Fonte: Bloomberg; Research BiG

- O PSI-20 é actualmente o índice europeu com melhor performance YTD, ainda que se encontre abaixo do valor máximo de 2014.
- Desde o seu máximo, empresas como o BES, ESFG e PT perderam valor que foi destruído e não se mostra recuperável.
- Na simulação, o 'PSI20 New' representa a nova revisão anual do índice e que coloca o índice a 16% do máximo de 2014. Já o PSI-17, não incorpora as três empresas numeradas anteriormente, com o índice a negociar a 6% abaixo do máximo de 2014.



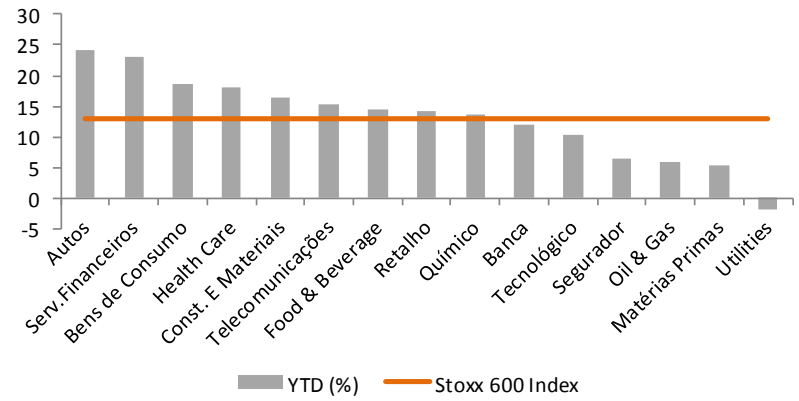
Market Cap Free Float vs. Free Float Velocity



Fonte: Bloomberg

- A Semapa anunciou o lançamento de uma OPA sobre si própria, numa modalidade que contemplará a oferta de acções da Portucel em troca de títulos da Semapa.
- O racional da Oferta, em caso de sucesso, passa por retirar a Semapa de bolsa e atribuir um maior grau de liquidez à Portucel.
- Respeitando as regras de entrada no PSI-20, a NovaBase aparece como o título que apresenta a maior probabilidade de integrar o principal índice, em substituição da Semapa.

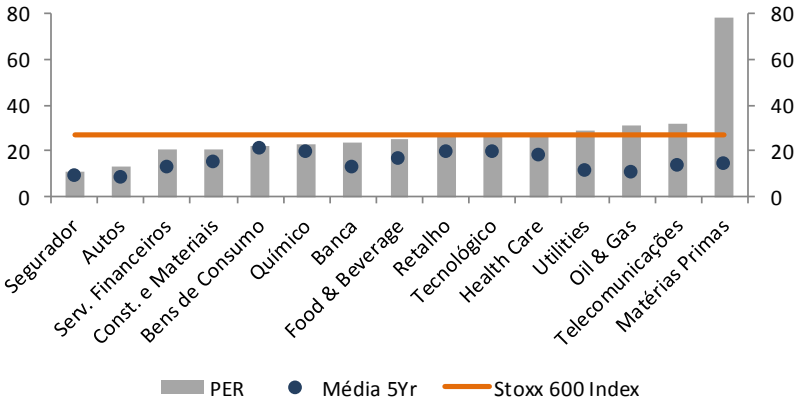
Evolução Sectorial (YTD %)



Fonte: Bloomberg

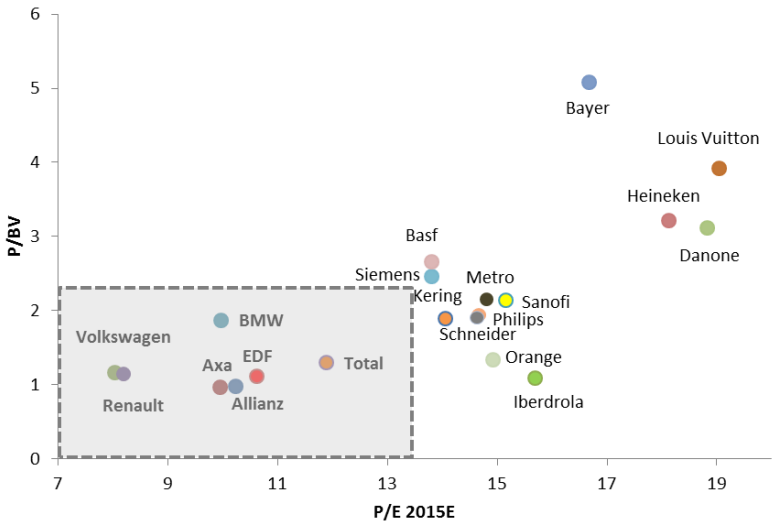
- A clara *outperformance* dos sectores de automóveis e bens de consumo é explicada pela valorização do dólar face ao euro, que beneficiou as empresas exportadoras e pelo aumento da consumo privado.
- Os sectores de Oil & Gas e Segurador apresentam uma fraca valorização, enquanto o sector de *utilities* é o único que segue negativo no período YTD.

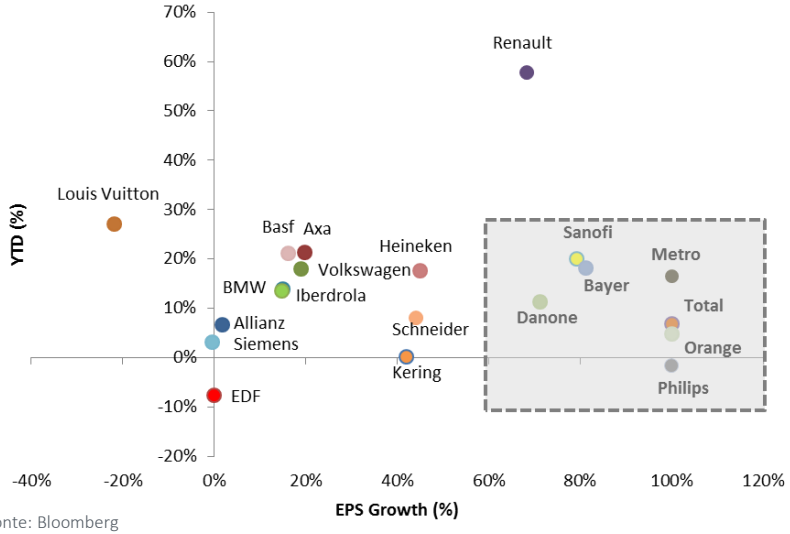
Análise Sectorial - PER vs PER média 5Yr



Fonte: Bloomberg

- Não obstante os fortes ganhos desde o início do ano, o sector automóvel continua a negociar a desconto face ao índice europeu – alinhado em termos fundamentais com a média dos últimos 5 anos.
- O sector segurador figura como um dos mais atractivos a nível fundamental e a *underperformance* dos títulos do segmento poderão conferir oportunidades de médio prazo.





Fonte: Bloomberg

- O perfil atractivo do sector automóvel europeu e a forte quebra do Euro continua a validar o racional de investimento nestes *players*, não obstante os expressivos ganhos YTD.
- Contudo, a volatilidade associada ao dilema Grego releva a atractividade de players tipicamente Value, designadamente nomes de *utilities* e/ou seguradoras.
- A holding Philips e a retalhista alimentar Metro apresentam-se entre as *top-picks* para beneficiar da expectável aceleração da recuperação económica europeia.
- O *rally* do *crude* no último trimestre, que deverá estabilizar, no curto/médio prazo, no intervalo de USD 42-56 por barril coloca as petrolíferas europeias na 'linha da frente' para replicarem o movimento.

EQUITY

GEOGRAFIAS	EUA			
	Europa			
	Portugal			
	Emergentes			

CRÉDITO

SOBERANO	Treasuries (10 Yr)				
	Bunds (10 Yr)				*
	Periferia Europa - Soberano				
CORPORATE	Investment Grade Europa				
	Investment Grade EUA				
	High Yield Europa				
	High Yield EUA				

OUTROS

FX	EUR-USD				
	USD-JPY				
	EUR-GBP				*
ESTILO	Defensivas				
	Cíclicas				
	Large Caps				
	Small Caps				

** Downgrade; * Upgrade;

SECTORIAL

Banca			
Mat.-Primas			
Retalho			
Bens de Consumo			
Autos			
Tecnologia			
Const. & Materiais			
Airlines			
Oil&Gas			
Químico			
Food&Beverage			
Healthcare			
Telecoms			
Segurador			
Media			
Utilities			

** Downgrade; * Upgrade;

Top Pick 3T PSI-20

BPI			
PHarol			
Sonae			
REN			
Teixeira Duarte			
NOS			

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