

Outlook

3º TRIMESTRE

BiG RESEARCH :

JOÃO LAMPREIA (HEAD)

JOÃO SÁÁGUA

JOÃO CALADO

DIANA OLIVEIRA, CFA

1. ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

1.1 Global

2. EUA

2.1 Enquadramento Macro

2.2 Política Monetária

2.3 Guerra Comercial

3. EUROPA

3.1 Outlook Macro e Monetário

3.2 Desafios e Riscos Políticos

3.3 Itália – Oportunidade ou Ameaça?

4. EMERGENTES

4.1 Macro vs. Câmbio

4.2 Turquia

4.3 Argentina

5. MERCADO DE DÍVIDA

5.1 Core

5.2 Periferia Europa

5.3 Itália

5.4 Corporate – EUA vs Europa

6. MERCADO ACCIONISTA

6.1 Avaliação vs Performance

6.2 Projecção Índices

6.3 Momentum sectorial – *Bull* ou *bear market*

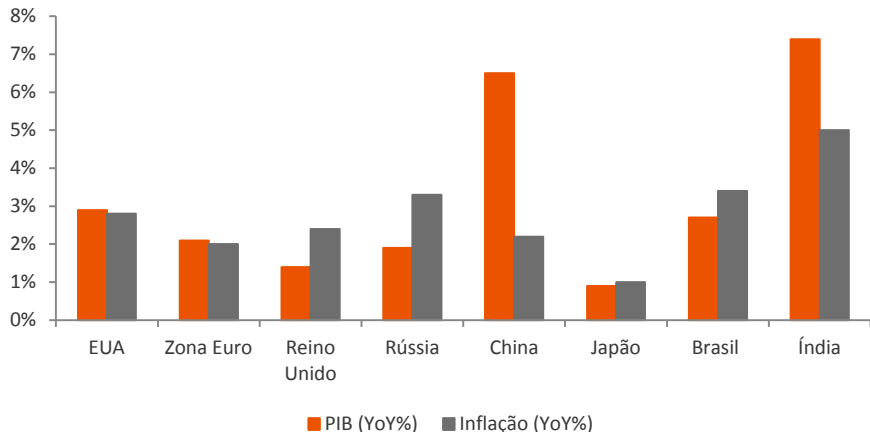
7. OUTRAS CLASSES DE ACTIVOS

7.1 Forex

7.2 Commodities

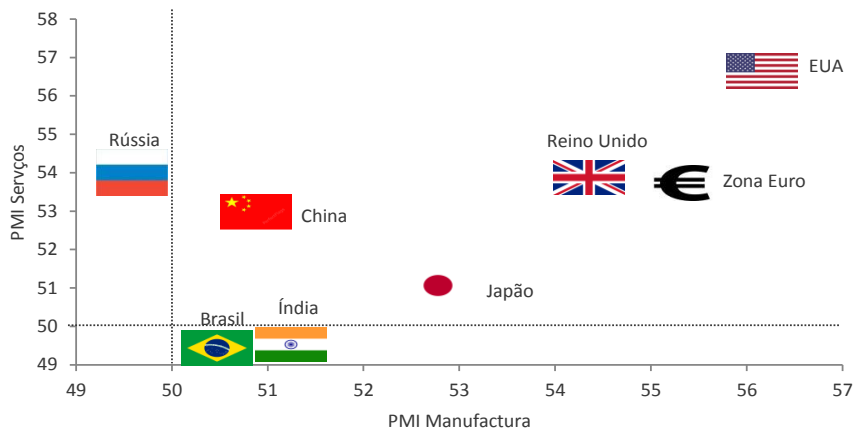
8. SÍNTESE POSICIONAMENTO

PIB e Inflação - 3º Trimestre



Fonte: Bloomberg

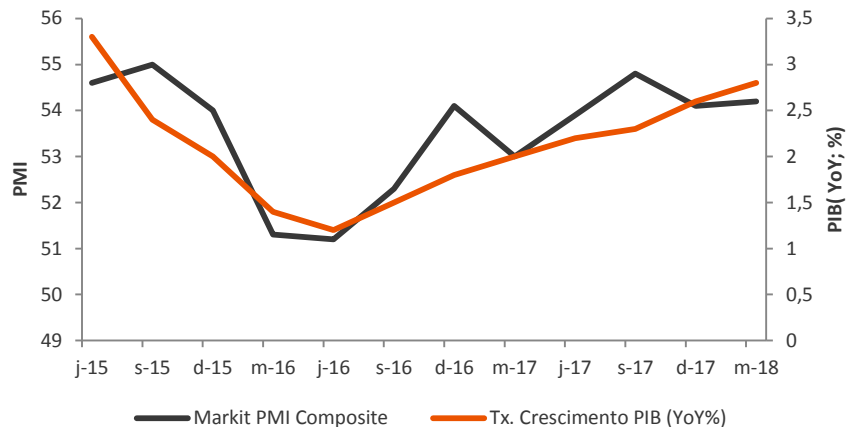
PMI - Manufatura vs. Serviços



Fonte: Bloomberg

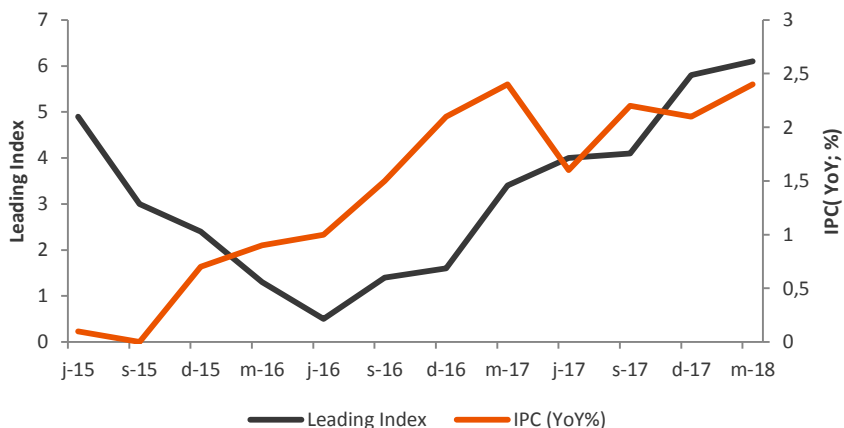
- A economia mundial continua a dar cartas, com os principais blocos económicos a apresentarem taxas de crescimento positivas.
- No bloco emergente, é projectado que o crescimento económico da Índia ultrapasse a China. A recuperação económica do Brasil é também um destaque positivo.
- Os EUA continuam a liderar o bloco desenvolvido, sendo projectadas taxas de crescimento próximas de 3%.
- Os EUA lideram também na leitura dos índices de gestores de compra (PMI) para os sectores de manufatura e serviços, com valores que indicam expansão (acima dos 50 pontos) nos sectores.
- Numa esfera menos positiva encontram-se a Rússia, Brasil e Índia, com leituras que indicam contracção (abaixo dos 50 pontos) para o sectores de manufatura (Rússia) e serviços (Brasil e Índia).

EUA - PIB vs.PMI



Fonte: Bloomberg

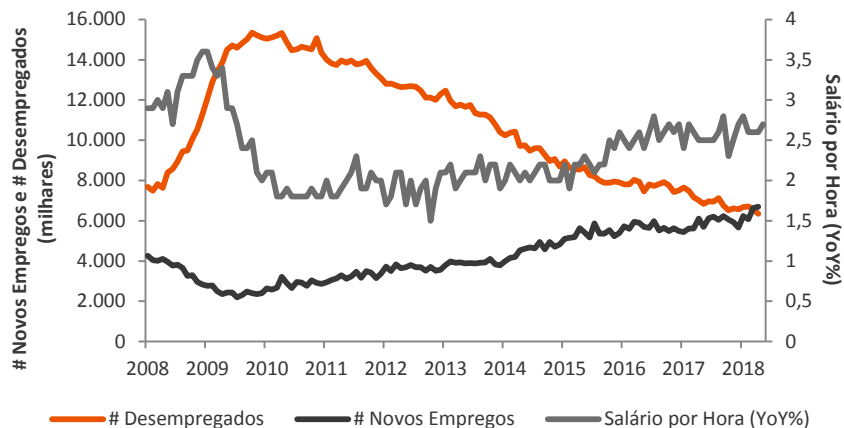
EUA - Inflação vs. Leading Index



Fonte: Bloomberg

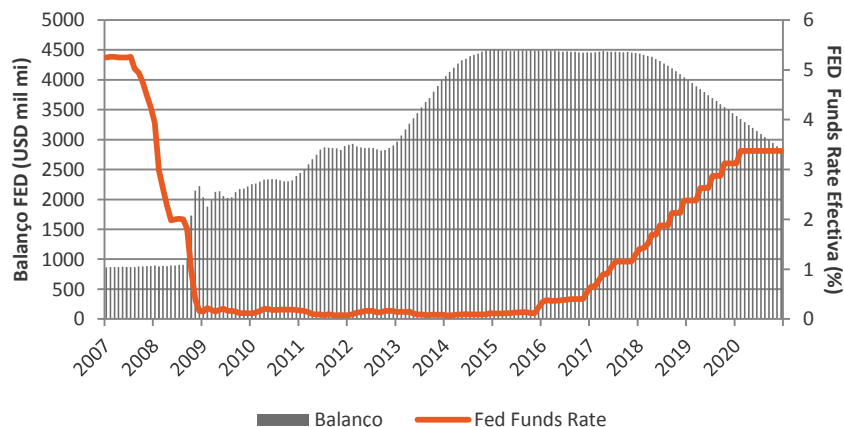
- A economia norte-americana continua a crescer com taxas superiores à media dos países desenvolvidos, com os efeitos da reforma fiscal da administração Trump a proporcionar um impulso adicional que deverá reflectir o seu maior efeito este ano e no próximo.
- A evolução dos principais indicadores macroeconómicos consolidam a actual solidez da economia.
- Para além do crescimento económico sólido, os Estados Unidos tem registado uma aceleração no índice de preços do consumidor (proxy da inflação).
- Ainda que o aumento nos preços de energia tenha contribuído para a aceleração da inflação, a métrica excluindo energia e bens alimentares atinge os 2,2%.
- A métrica de inflação preferida pelo Fed (PCE) também já apresenta valores em linha com o objectivo do banco central – variação YoY de 2%.

Mercado Laboral EUA



Fonte: Bureau of Labor Statistics; Bloomberg

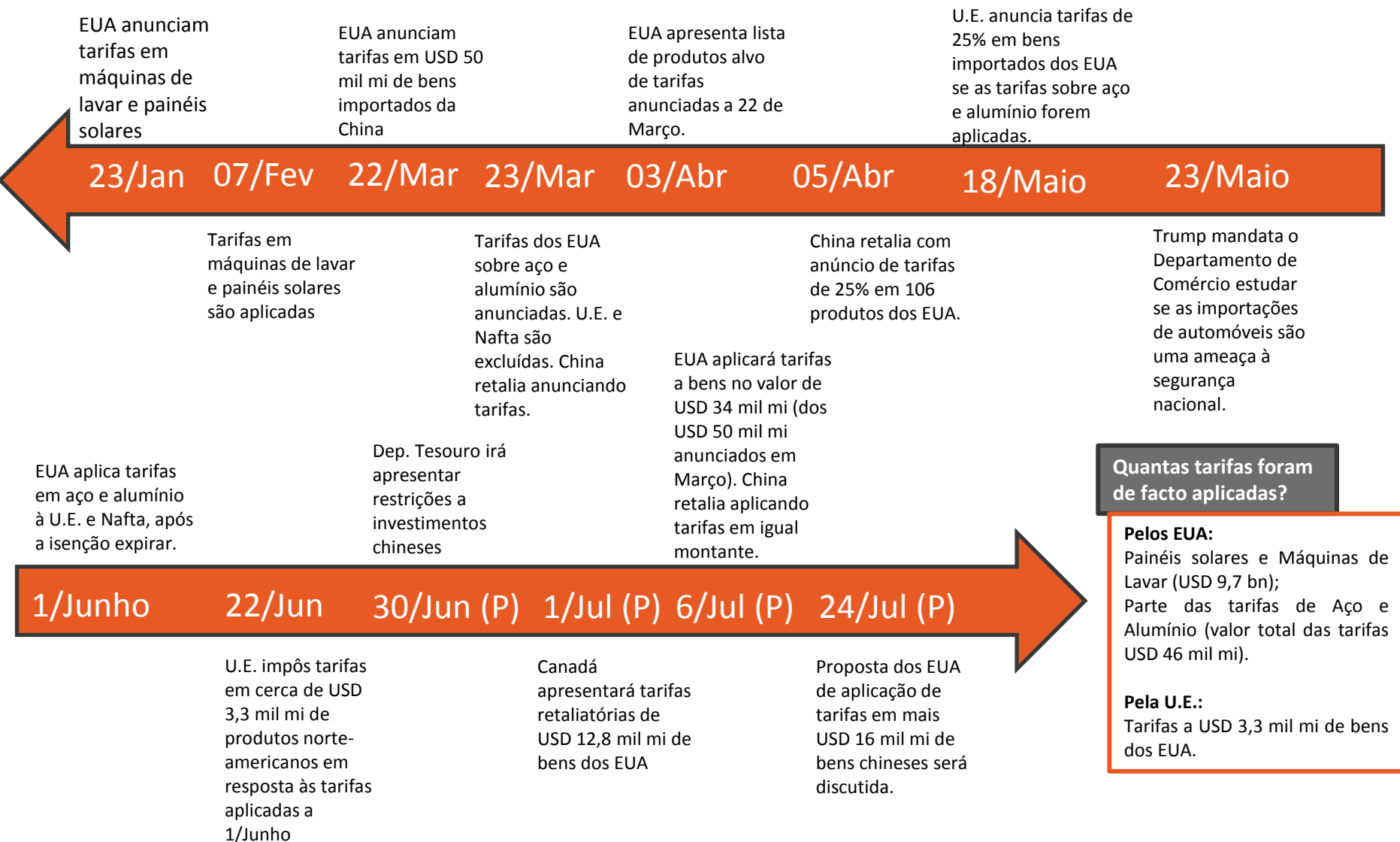
FED - Balanço vs. Taxa de Juro



Fonte: FRED; BiG Research

Nota: Os valores a partir de Junho de 2018 representam estimativas do BiG Research

- Os mais recentes indicadores de número de desempregados e de novos empregos demonstram que a ‘folga’ remanescente no mercado laboral dos EUA extinguiu-se.
- Consequentemente, e à medida que os novos empregos vão ter cada vez mais dificuldade a ser preenchidos (dado o menor número de candidatos via menor desemprego), é expectável um aumento na taxa de crescimento de salários, que actualmente varia entre os 2,3%-2,75%.
- Um crescimento nos salários despoletará mais pressões inflacionistas na economia norte-americana, podendo levar a que a inflação registada seja superior à inflação esperada.
- A Reserva Federal está com o ‘prego a fundo’ no processo de normalização da política monetária, com dois processos de contracção da política monetária:
 - A redução do balanço a decorrer como planeado, iniciando-se a redução em USD 40 mil mi/mês neste trimestre e de USD 50 mil mi (o ritmo máximo definido) no 4º trimestre.
 - Definindo 4 aumentos de taxas este ano (vs. 3 previamente). Destes 4 aumentos, 2 já foram realizados.
- Contudo, e no evento da economia norte-americana desacelerar nos próximos anos, é expectável que a Reserva Federal modere o processo de normalização monetária.

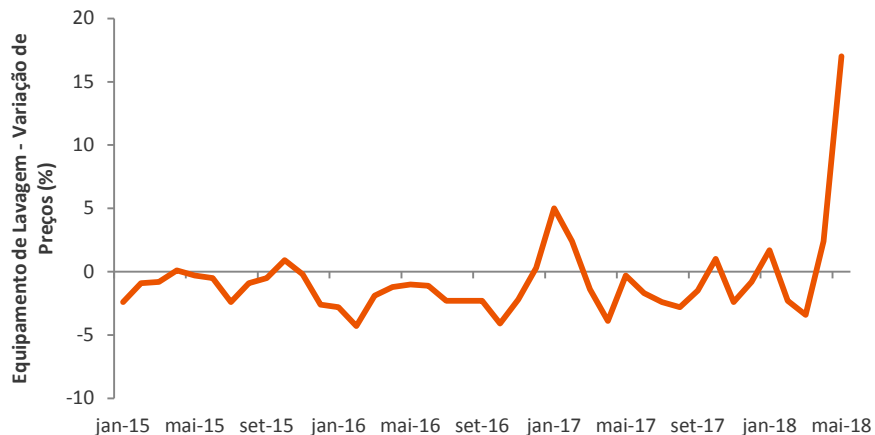


Quantas tarifas foram de facto aplicadas?

Pelos EUA:
Painéis solares e Máquinas de Lavar (USD 9,7 bn);
Parte das tarifas de Aço e Alumínio (valor total das tarifas USD 46 mil mi).

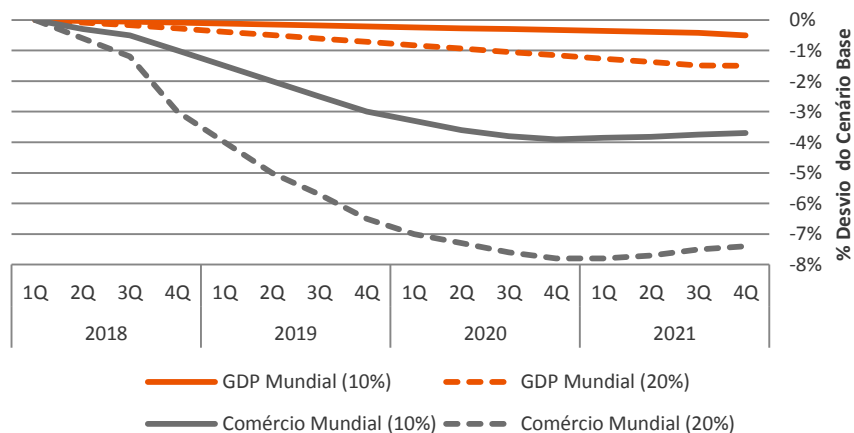
Pela U.E.:
Tarifas a USD 3,3 mil mi de bens dos EUA.

Máquinas de Lavar - Variação de Preços



Fonte: Bureau of Labor Statistics

Tarifas Bilaterais - Custo para Comércio e PIB Mundial

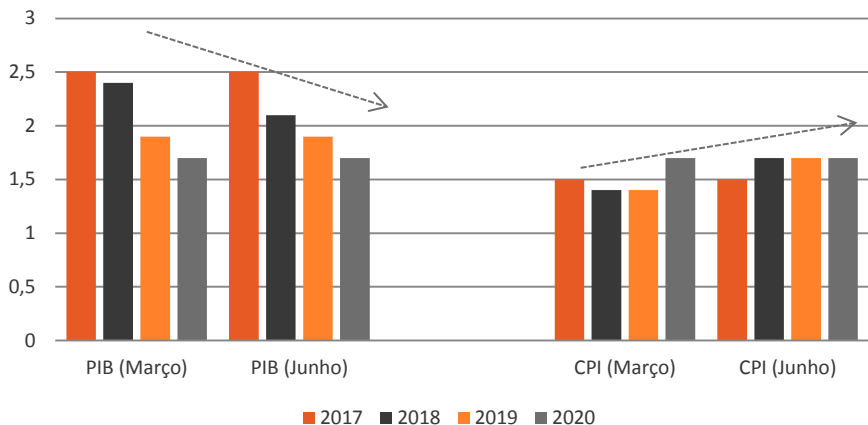


Fonte: Bloomberg Economics

- As tarifas comerciais têm um impacto negativo nas empresas, aumentando os custos de produção, e nos consumidores, com os maiores custos de produção a aumentar o preço final dos bens.
- Um exemplo deste efeito é o aumento nos preços das máquinas de lavar nos EUA, com as importações destas a serem alvo de tarifas desde Fevereiro.

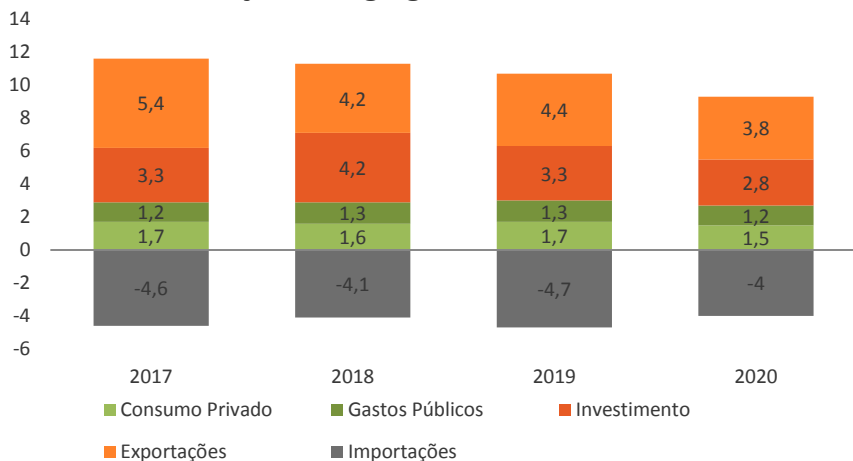
- Ainda que a guerra comercial seja actualmente travada mais por palavras do que por acções, esta tem um impacto negativo no sentimento das empresas/consumidores e na economia. Este impacto deverá aumentar se os países intensificarem as acções proteccionistas.
- Uma guerra comercial não gera, *per se*, uma recessão na economia mundial. Projecções indicam que se os EUA aumentarem os custos de importação em 10%, com o resto do mundo a retaliar contra os EUA em igual magnitude, o crescimento económico mundial é impactado negativamente em 0,5% até 2020 face ao cenário base. Se os custos de importação forem aumentados em 20%, o impacto negativo no crescimento global até 2020 é de 1% (vs. cenário base).

Projeções BCE



Fonte: Bloomberg

Evolução dos agregados PIB - Zona Euro

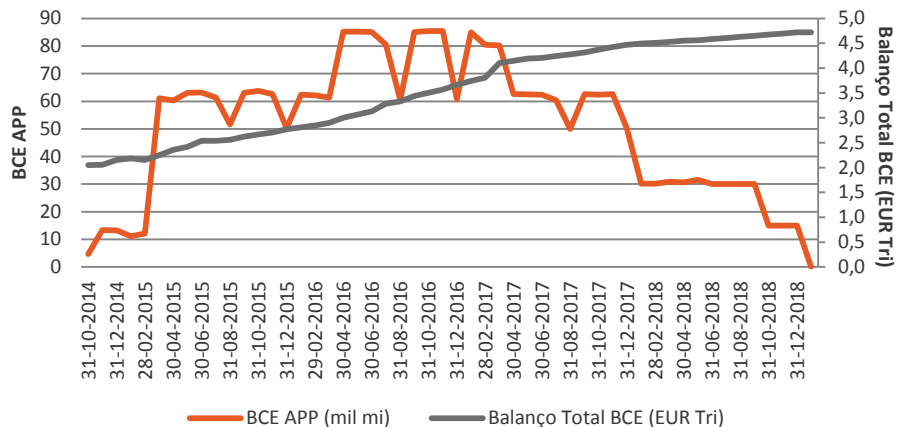


Fonte: Bloomberg; BiG Research

- O BCE salientou nas (novas) estimativas de Junho que o cenário de abrandamento económico na Zona Euro deverá acentuar-se até 2020, aludindo a factores endógenos (redução do consumo) e exógenos (quebra das exportações).
- A inflação deverá evidenciar um *pick-up* ainda relativamente moderado no horizonte projectado.

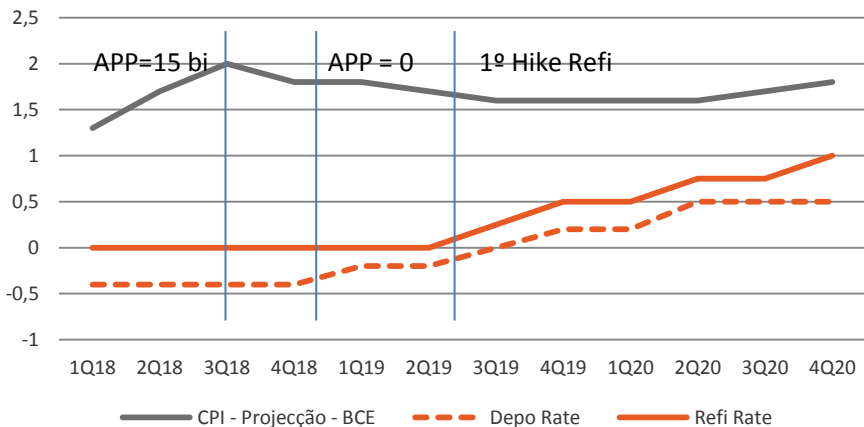
- O cenário de tensões comerciais deverá penalizar o nível de exportações dos países da Zona Euro, não obstante a materialização de um Euro mais fraco, sobretudo em relação ao dólar norte-americano.
- Para além da rubrica de Investimento, o Consumo Privado deverá abrandar num contexto em que o aumento do rendimento disponível deverá ser canalizado para o reforço do nível de poupanças das famílias.

BCE: APP vs Evolução Balanço



Fonte: Bloomberg

BCE - Forward Guidance & Taxas de juro

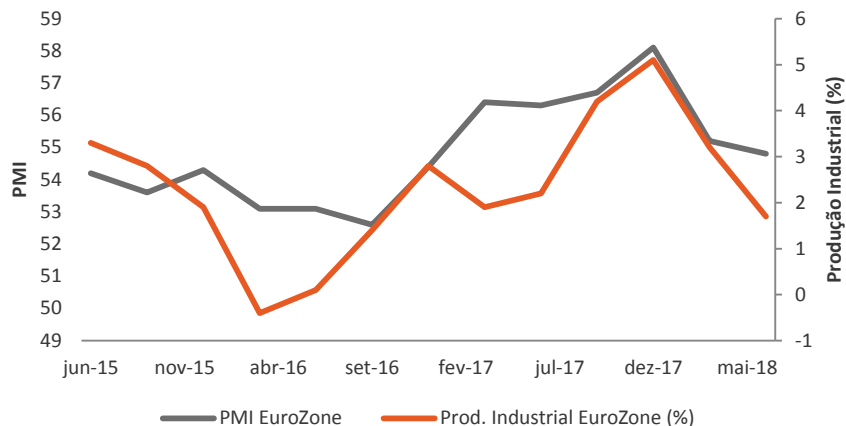


Fonte: Bloomberg; BiG Research

- O momento económico da Zona Euro já não justifica a manutenção da política de QE, ainda que a inflação se mantenha abaixo do target.
- A eventual emergência de riscos políticos mais significativos não deverão ser motivo suficiente para algum tipo de alteração da política monetária (já anunciada) até final do ano.

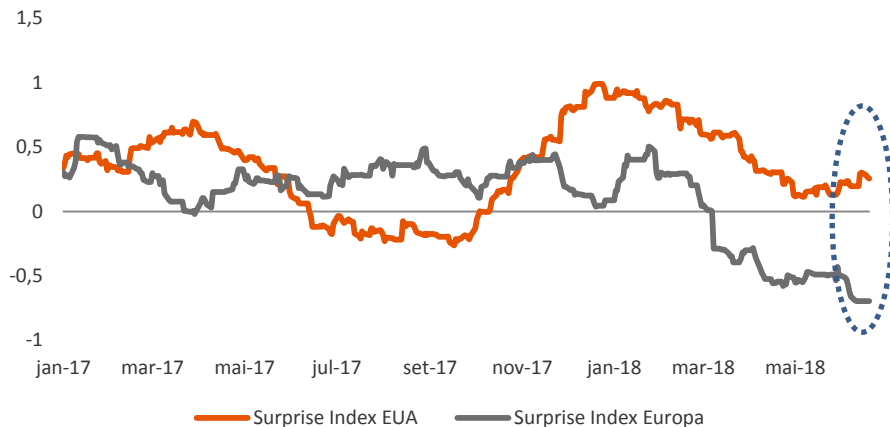
- Adoptamos uma visão moderadamente mais *hawkish* em relação ao que o mercado incorpora para a evolução das taxas de juro no médio prazo.
- Com efeito, acreditamos que a taxa depo deverá registar um aumento logo no início do ano, ao passo que a 1ª subida da taxa refi ocorrerá entre o 2º ou o 3º trimestre do ano.
- A saída de Draghi da presidência do BCE (Outubro 2019) já terá marcado um claro *lift-off* da taxa refi.
- O Italiano sairá com obra feita: “salvou” a moeda única do período das trevas (2011-13) e já terá encetado o início do processo de normalização monetária na Zona Euro (2018-19).

Zona Euro - PMI vs Produção Industrial



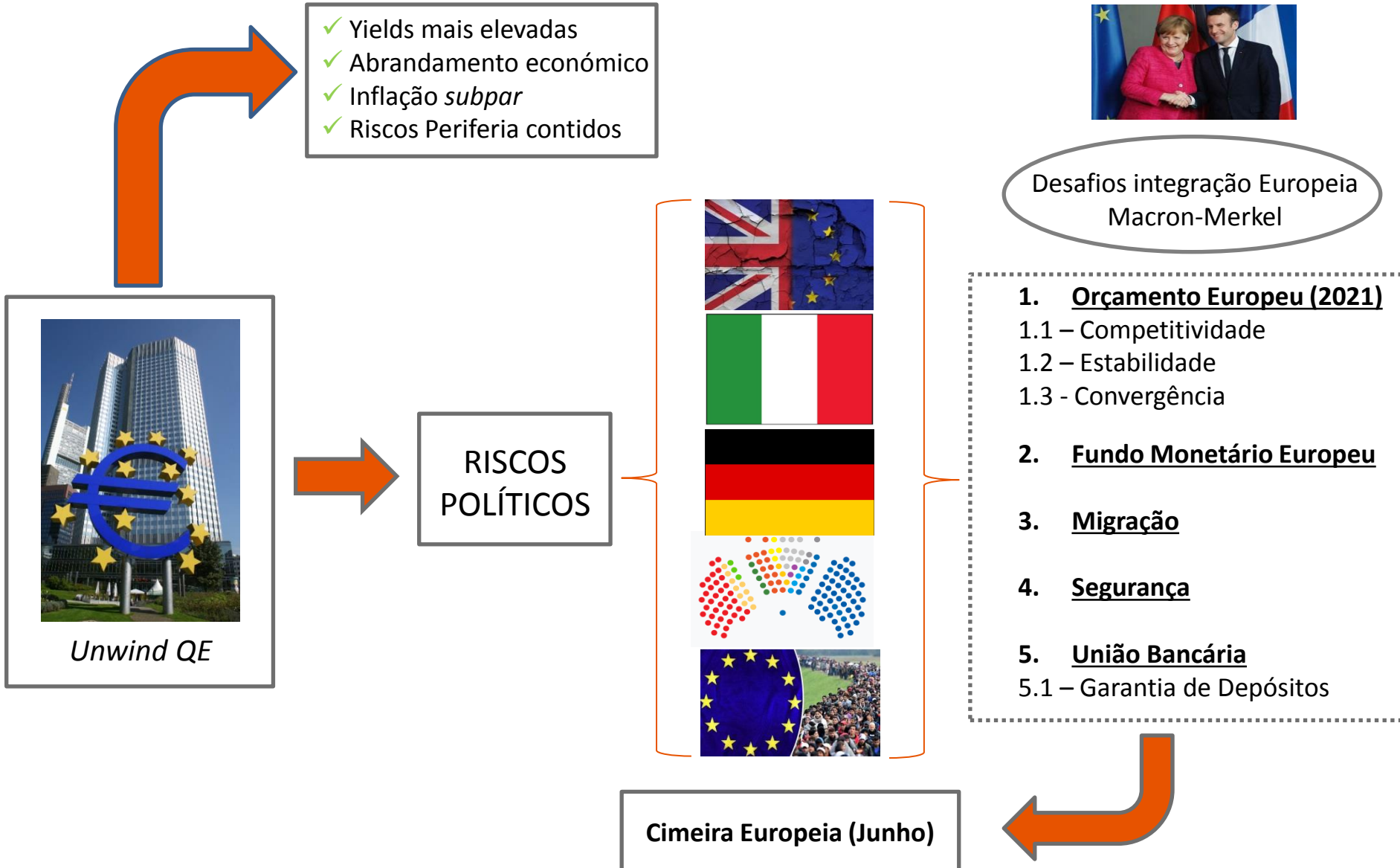
Fonte: Bloomberg; BiG Research

Bloomberg Surprise Index - EUA vs Europa

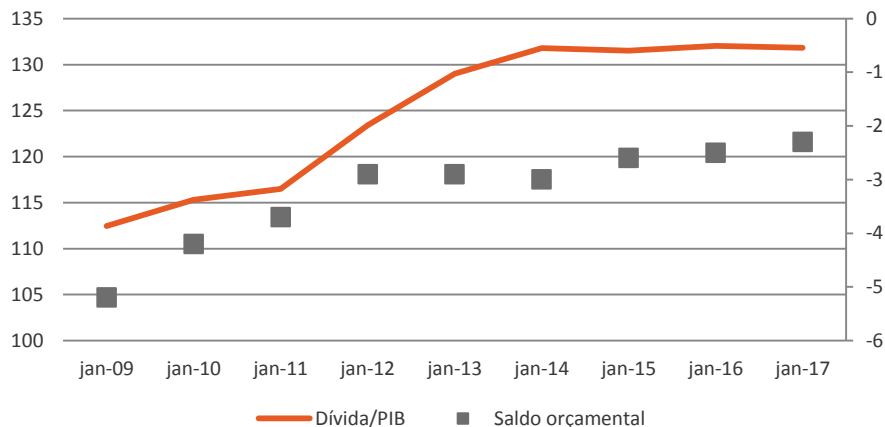


Fonte: Bloomberg; BiG Research

- A economia Europeia tem vindo a desacelerar no 1º trimestre de 2018, ainda que este movimento represente algo natural face aos níveis de actividade extraordinariamente elevados no período recente.
- O movimento de reversão para a média, a subida dos custos energéticos e os riscos de arrefecimento do comércio internacional já contribuíram para a desaceleração supra.
- A divulgação de indicadores macroeconómicos tem vindo a desiludir as expectativas do mercado na Europa, o que acabou por motivar uma divergência ainda maior em relação ao momento robusto da economia norte-americana.
- Do ponto de vista económico e monetário, a Europa encurtou o atraso em relação ao estágio macrocíclico dos EUA, ainda que este atraso se materialize ainda em cerca de 3 anos.

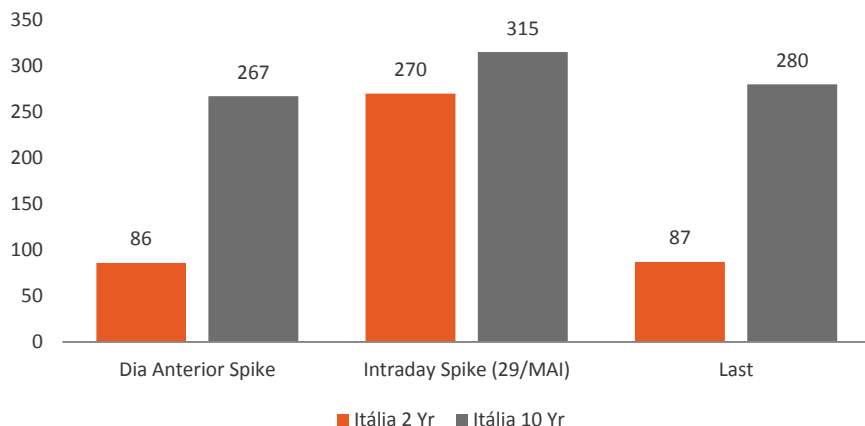


Métricas de Dívida Pública - Itália (% PIB)



Fonte: Bloomberg; BiG Research

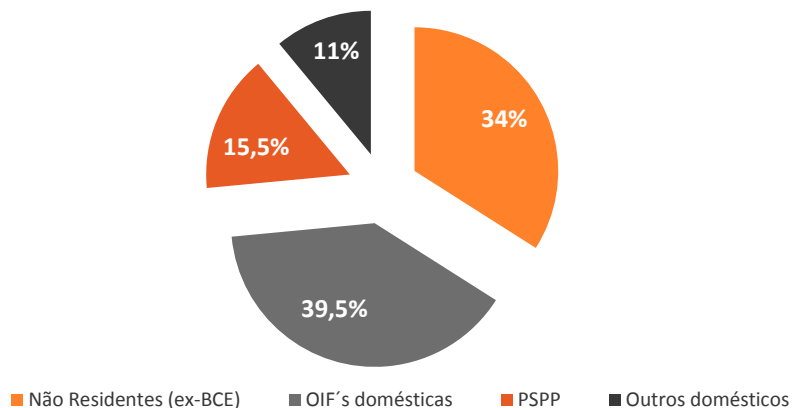
Choque Curva Dívida de Itália (29/Maio)



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

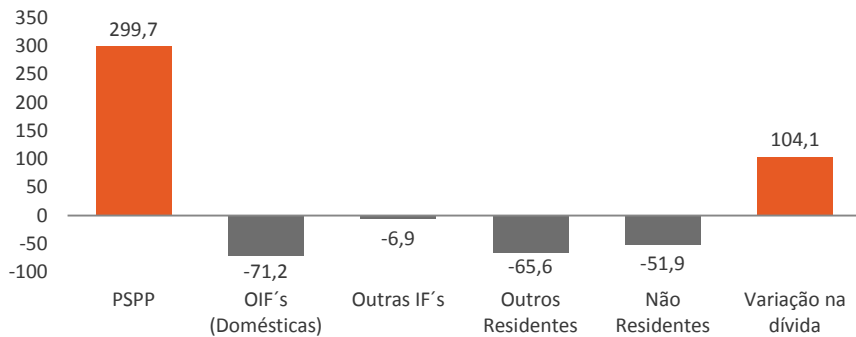
- A debilidade macro estrutural da economia Italiana não se consubstancia numa novidade, ainda que gradualmente tenhamos assistido a uma recuperação de indicadores importantes – Saldo Orçamental e Conta Corrente
- Mantendo um stock de dívida extraordinariamente elevado (acima dos 130% do PIB), o risco é se o novo Governo desvirtua a trajetória de correcção de desequilíbrios da Economia Italiana e contribua para acelerar (o já esperado) incremento dos custos de financiamento de Itália.
- No dia 29 de Maio assistimos a um choque sem precedentes na curva de dívida de Itália, a qual teve um impacto mais significativo sobre as maturidades mais curtas.
- Após o choque inicial, em resultado do risco de novas eleições após o presidente Italiano ter rejeitado o plano inicial de Governo, as yields Italianas acabaram por reverter para níveis próximos de 29 de Maio.
- O ajustamento foi, naturalmente, mais significativo junto dos prazos mais curtos, com as yields a 10 anos a transaccionarem a níveis já mais elevados face a esse momento crítico.

Breakdown detentores Dívida de Itália



Fonte: Bloomberg; BiG Research

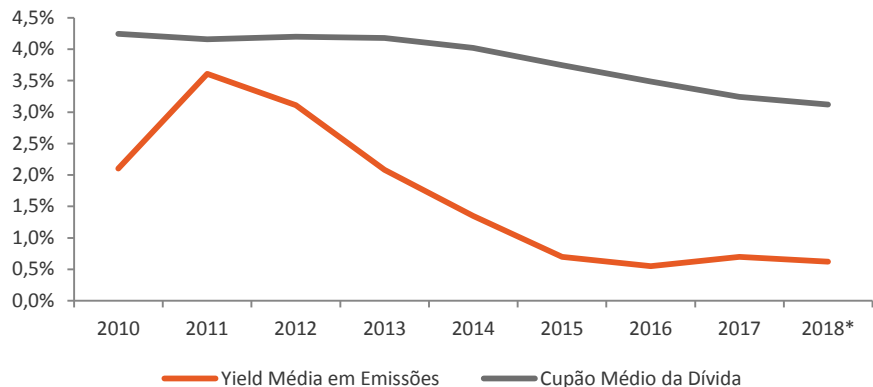
Variação na dívida Italiana Mar15-Mar18



Fonte: Bloomberg; BiG Research

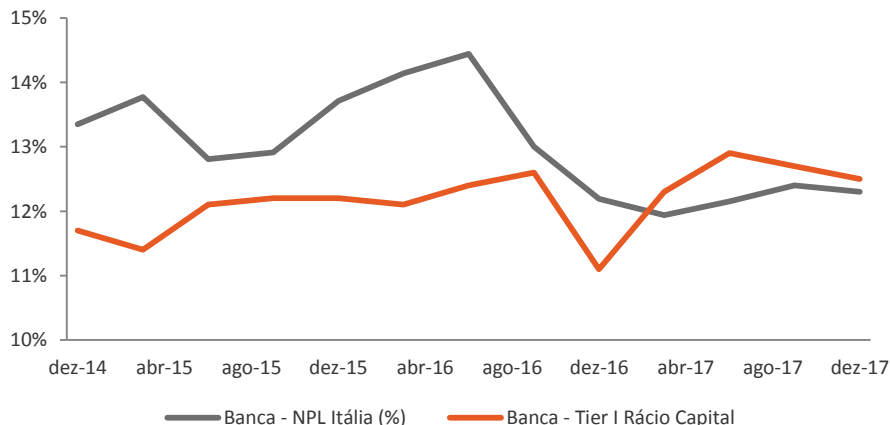
- A maior parcela de *debtholders* continua a ser doméstico (~51% do total), uma percentagem que continua a comparar de forma muito favorável com outros países da Zona Euro.
- A reduzida liquidez nas maturidades mais curtas e a menor liberdade de acção dos Bancos Italianos (por motivos de exigências de capital, etc) acabaram por ditar um *squeeze* técnico das taxas de juro de financiamento a 2 anos de Itália.
- Ainda que a parcela de *debtholders* domésticos continue a ser dominante, esta acabou por reduzir-se naturalmente ao longo dos últimos 3 anos.
- O efeito concomitante da redução proporcional (%total) dos *debtholders* domésticos e não residentes acabou por ser, no pólo oposto, compensado pelo aumento da exposição do BCE (EUR ~300 mil mi) que absorveu o aumento da dívida pública de Itália (EUR 104 mil mi) via mercado secundário

Yield Média de Emissão vs. Cupão Médio - Obrigações Soberanas



Fonte: Bloomberg; BiG Research

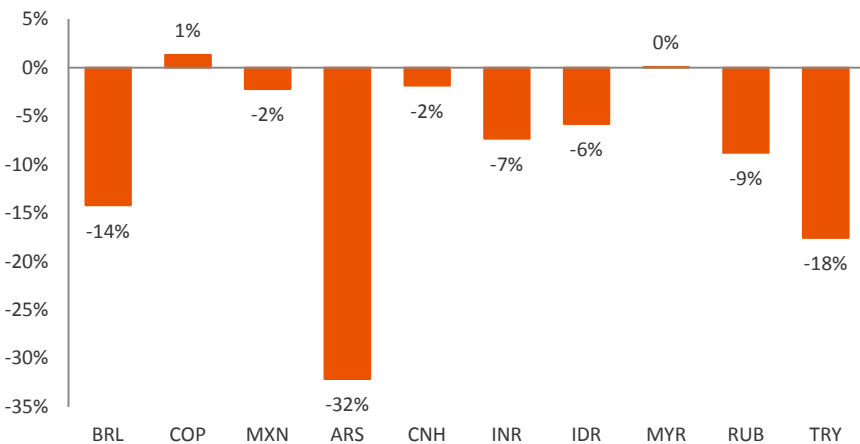
Evolução Métricas Banca Italiana



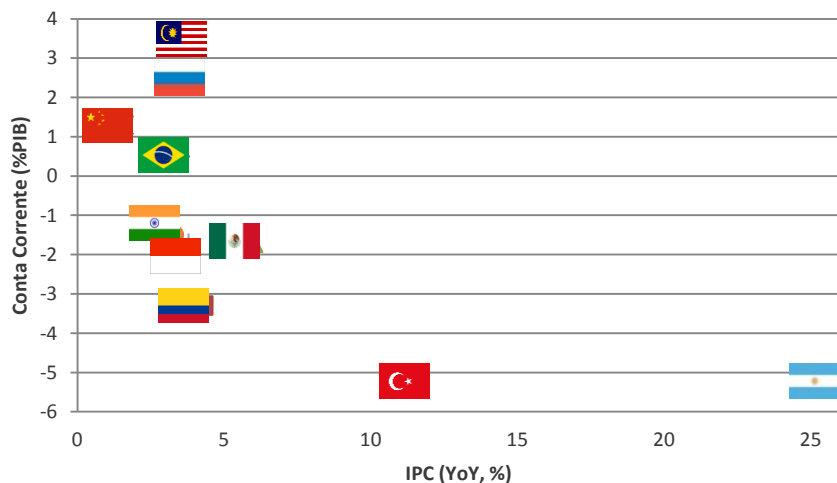
Fonte: Bloomberg; BiG Research

- O custo médio ponderado da dívida Italiana situa-se nos 3,12%, uma taxa ainda muito acima do que tem vindo a ser a yield média em operações de financiamento realizadas pelo Estado Italiano – a qual se situa nos 0,62%.
- Esta situação acaba por ser tranquilizadora para a questão da solvência do Estado Italiano – Esta não é ainda uma questão! – uma vez que o *spike* (temporário) das taxas de juro de Itália acaba por ser facilmente absorvido pelo Estado Italiano.
- A própria evolução do sector financeiro Italiano – um dos casos mais problemáticos a nível Europeu – tem vindo a registar desenvolvimentos favoráveis nos últimos 3 anos.
- Esta situação acaba por ser particularmente visível no que respeita o incremento dos rácios de capital dos Bancos (CET 1) e do menor nível de imparidades incorridas (NPL's).

Câmbios - Variação YTD vs. USD



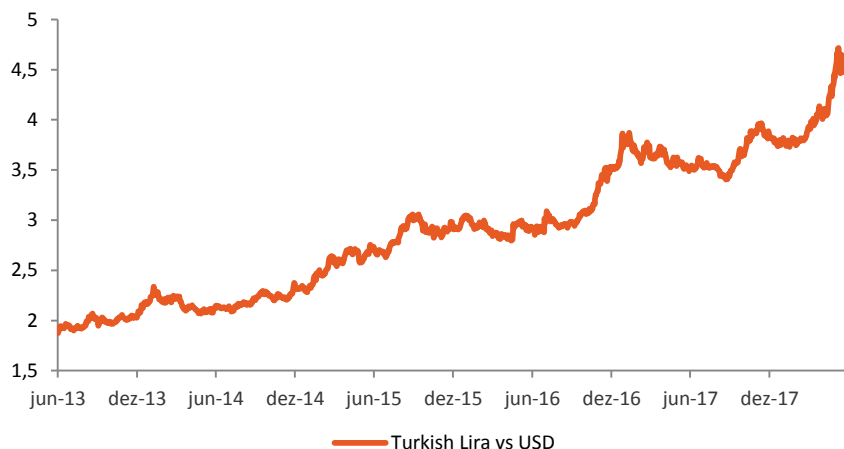
Fonte: Bloomberg;



Fonte: Bloomberg;

- O fortalecimento do USD foi transversal em relação à generalidade dos pares cambiais no bloco emergente, justificado essencialmente pela actuação mais *hawkish* do FED e pelo *pick-up* das taxas de juro ao longo da curva nos EUA.
- A desvalorização do Peso Argentino e da Lira Turca foram as mais significativas por motivos distintos – temas que iremos aflorar nos slides seguintes.
- A desvalorização da Lira Turca e do Peso Argentino é particularmente dramática – do ponto de vista inflacionário – uma vez que estes são dois países que acumulam os défices de conta corrente mais elevados entre o bloco emergente.
- Nos restantes países, a pressão inflacionista mantém-se contida, verificando-se alguma acção dos Bancos Centrais para prevenir depreciações adicionais da respectiva divisa local.

USD vs Lira Turca



Fonte: Bloomberg;

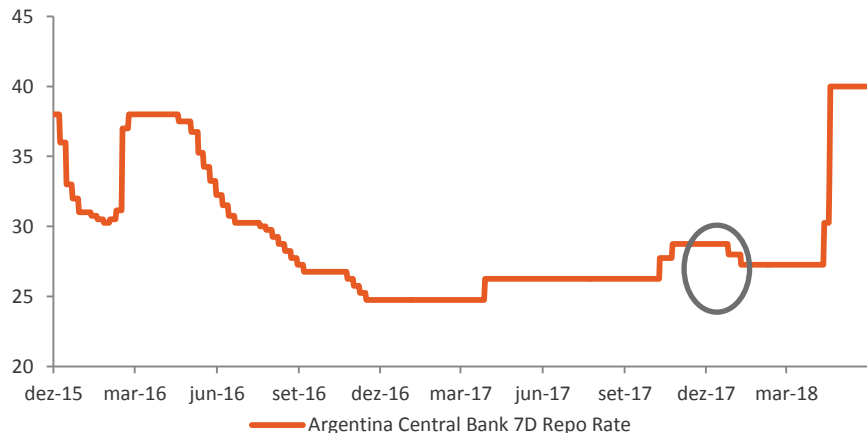
Obrigação Turquia 10Y Yield USD



Fonte: Bloomberg;

- Receios de que o Presidente Turco, Recep Erdogan, poderia exercer uma maior influência no Banco Central Turco e assim comprometer a sua independência levaram a uma venda generalizada da Lira Turca, que passou de 3,75 vs o USD no início do ano para 4,7 em Maio.
- As yields da dívida em dólares dispararam de 11,5% para 14,5% também pressionadas pela revisão negativa do crescimento do país (de 4% para 2,5% em 2018) pela agência de rating Moody's. A infla o no país superou os 12% em Maio face ao período homólogo.
- O Banco Central tentou estancar a queda da moeda, subindo a taxa de juro em 3% e anunciando que iria simplificar o processo de decisão de taxas de juro, sinalizando assim a sua independência. A taxa de juro já ascende a 20,75%.
- Erdogan venceu as elei es presidenciais com 52,5% dos votos e conseqentemente não haverá segunda volta. Erdogan, que se declara inimigo das taxas de juro, afirmou a investidores em Londres, que no caso de vitória, iria ter um papel mais activo na defini o da política monetária e econ mica.
- Concluindo, vemos um grande nível de incerteza no país e na sua política monetária e conseqentemente preferimos evitar exposi o ao mesmo.

Argentina Central Bank 7D Repo Rate



Fonte: Bloomberg;

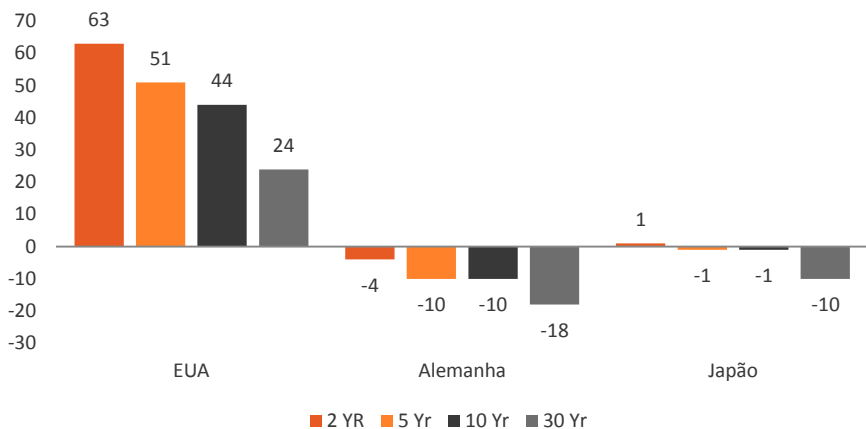
Obrigação Argentina 10Y Yield USD



Fonte: Bloomberg;

- No final de 2017, o Banco Central Argentino cometeu um erro ao relaxar a sua política monetária (círculo cinzento), justificada pela antecipação de inflação mais baixa. Como esta visão não foi suportada por dados económicos, o mercado perdeu confiança na política do banco central e consequentemente pressionou o Peso Argentino que se desvalorizou significativamente.
- De modo a controlar a moeda o Banco Central vendeu reservas externas deteriorando assim a capacidade financeira do país. Não teve no entanto sucesso e também ajudado pela apreciação do USD, o peso argentino continuou a desvalorizar.
- Para estancar esta perda de confiança e desvalorizações sucessivas da moeda, o Banco Central subiu a taxa de juro de 27% para 40% e pediu ajuda ao FMI. A inflação anualizada ascende a 25% vs a estimativa de 15% do Banco Central, na data em que cortou taxas de juro.
- Acreditamos que o movimento foi exagerado e o facto da Argentina se ter refinanciado em cerca de USD 26 mil mi com sucesso recentemente, confirma esta visão. Assim, vemos oportunidades no investimento em dívida Argentina em dólares.

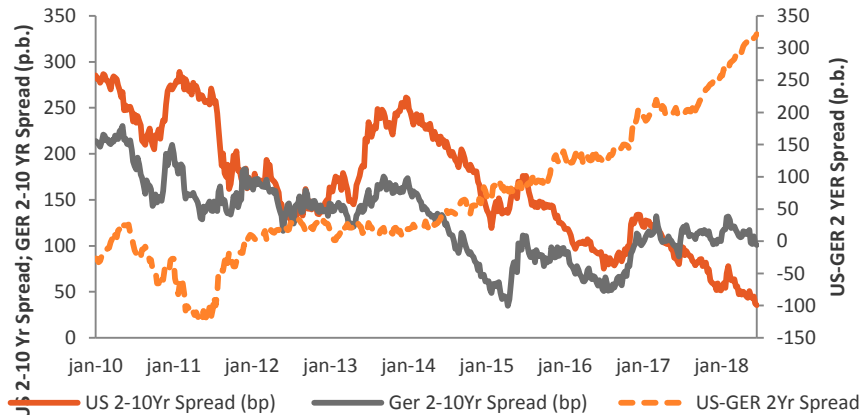
Evolução Yield Curve Core (bp - YTD)



Fonte: Bloomberg;

- A inclinação das curvas Soberanas sem risco observaram um aplanamento generalizado desde o início do ano.
- O aplanamento da curva norte-americana deve-se essencialmente à postura mais *hawkish* do FED e do estágio macrocíclico já bastante adiantado da economia americana.
- A curva alemã registou também um aplanamento (de forma surpreendente), ainda que menos significativo, em função do escalar de tensões comerciais a nível global e, sobretudo, da emergência de riscos políticos em Itália.

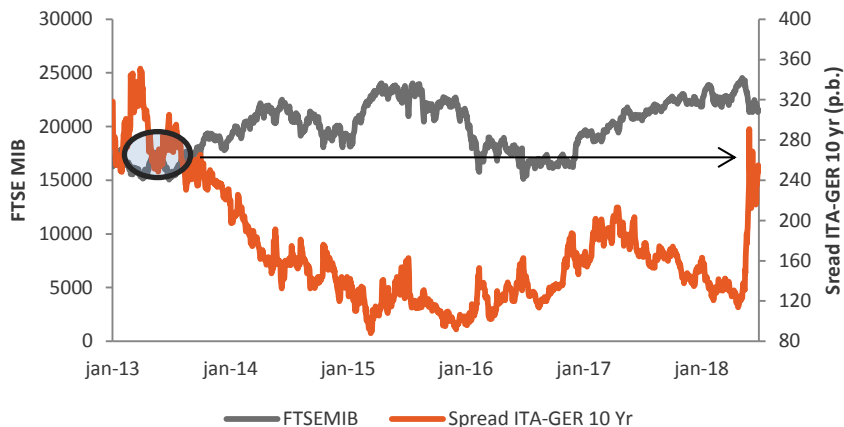
US/GER 2-10 Yr Spread vs US-GER 2 Yr Spread



Fonte: Bloomberg;

- A curva norte-americana, medida pelo spread 10-2 yr ficou ainda mais plana no seguimento do *sell-off* de Fevereiro e pelo pick-up mais acentuado recente das taxas de juro de curto prazo. Esta situação exacerba o risco de eventual inversão do ciclo da economia americana no médio prazo.
- O diferencial de taxas entre EUA-Alemanha fixou novos máximos, deixando inclusive de acarretar poder preditivo sobre o câmbio. Acreditamos que este nível de diferencial de taxas restringe valorizações expressivas do Euro no longo prazo.

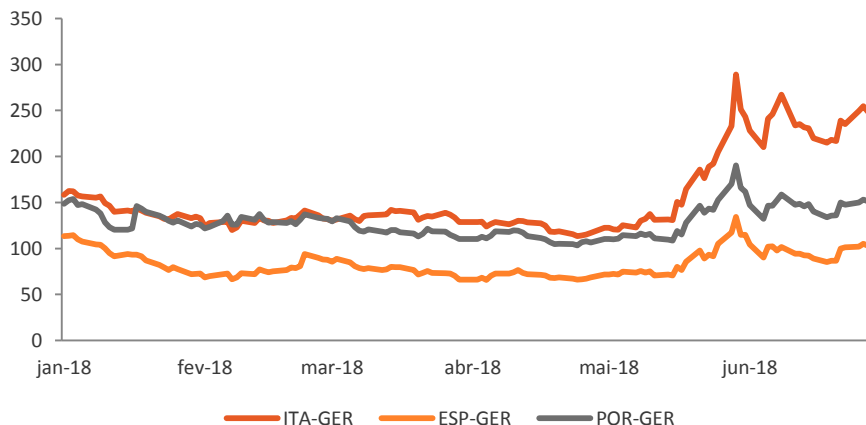
FTSE MIB vs Sread ITA-GER



- O recente stress de mercado sobre Obrigações Italianas acarretou um efeito, naturalmente, negativo sobre o índice accionista de referência – ainda que a amplitude das perdas (em termos proporcionais) tenha sido menos significativo.
- Se atendermos aos níveis actuais do spread de dívida Itália-Alemanha (10 Yr), obtemos níveis idênticos ao período 2013-14, o que equivaleria a um *downside* adicional entre 10-15% para o respectivo mercado accionista.

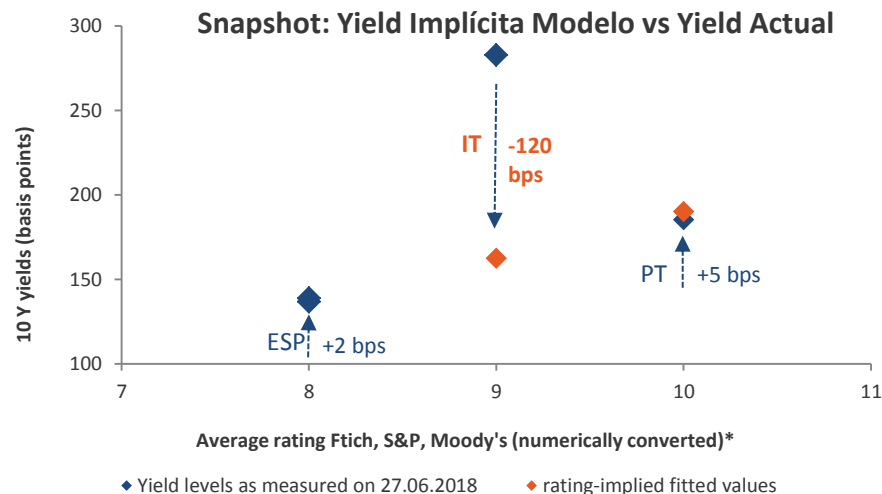
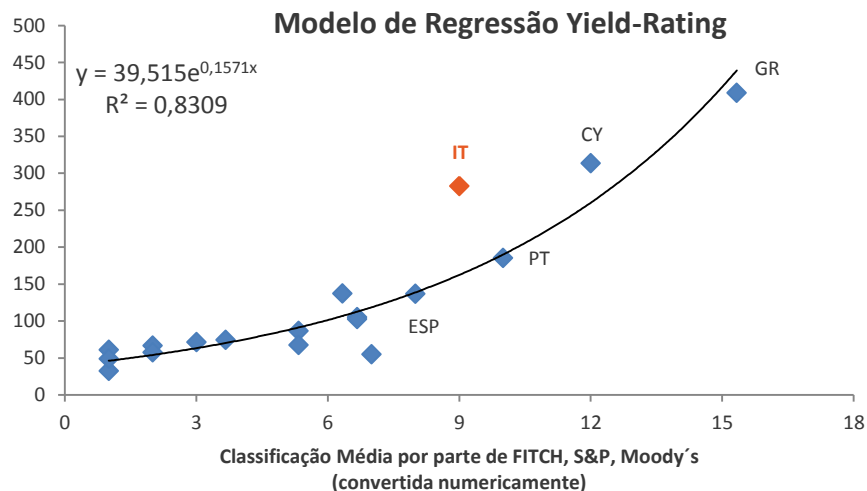
Fonte: Bloomberg;

Evolução Spreads Periferia (YTD)



- O efeito de contágio sobre os spreads na Periferia – Portugal e Espanha - acabou por ser razoavelmente mitigado.
- Já as yields de Itália não voltaram, tal como seria esperado, a fixar valores idênticos/abaixo face ao valor observado no período de pré-crise política.

Fonte: Bloomberg;



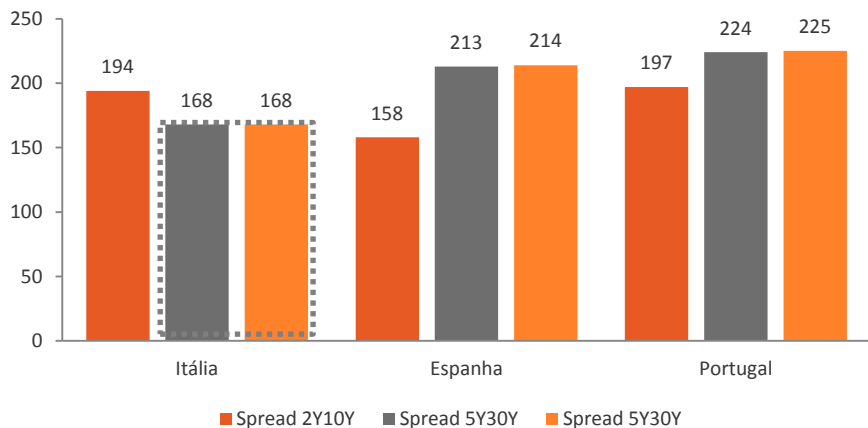
Fonte: Reuters, BiG Research, *Avaliações de rating alfanumérico convertidas numa escala de rating numérica, “AAA=1”, “D”=24, dados retirados em 27.06.2018.

Desalinhamento entre Rating e yield implícita fomenta questão essencial:

- Teremos um downgrade sobre a dívida Italiana ou um ajustamento do preço de mercado?

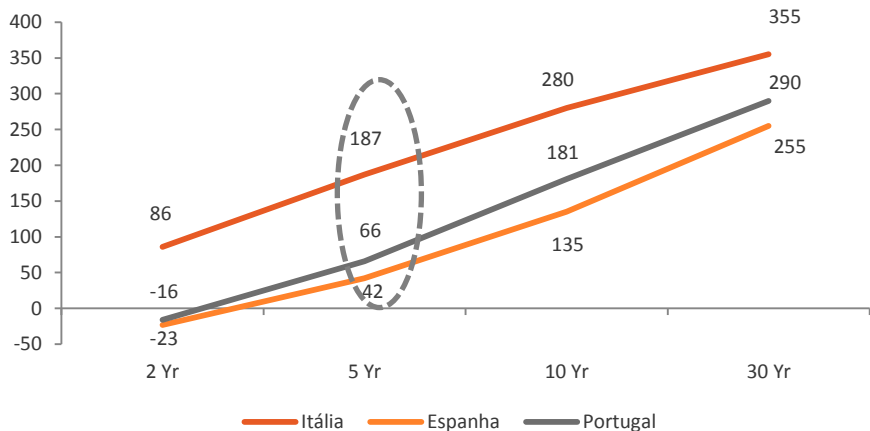
	Actual		Pré-crise	Pós-Crise	Comentários Recentes	Opinião
	Rating	Outlook	Máx.	Mín.		
Moody's	Baa2	Sob revisão	As2	Baa2	Escalar crise política. Eleições Outono prováveis	Downgrade ao rating caso o Governo evidencie incapacidade em cumprir plano orçamental que desestabilize trajetória da dívida
S&P	BBB	Estável	AA-	BBB-	Novo Governo não acarreta alterações ao rating	Se Governo abandonar política de consolidação ou reverter reformas estruturais, impacto sobre o rating pode deteriorar-se
Fitch	BBB	Estável	AA-	BBB	Novo Governo agrava riscos de evolução da política orçamental	Novo Governo deteriora confiança e aumenta perfil de risco. Impacto sobre métricas de crédito ainda revela-se incerta
DBRS	BBB-H	Estável	AA-L	BBB-H	Enfatezou papel de estabilidade assegurado pelo Presidente Mattarella	Incerteza política deverá prolongar-se, mas estrutura de limitação de riscos políticos do sistema Italiano deve minorar riscos extremos

Inclinação de Yield Curve na Periferia



Fonte: Bloomberg, BiG Research,

Yield Curve Periferia (bp)

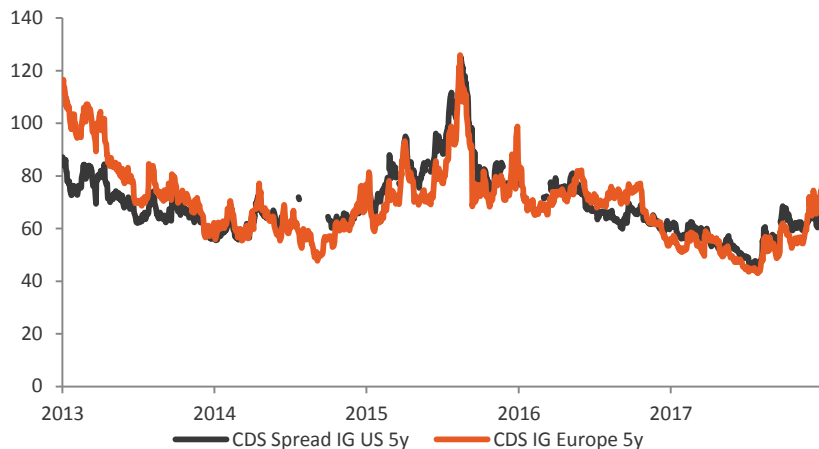


Fonte: Bloomberg; BiG Research

- A curva de Itália encontra-se relativamente plana, quando comparado com as congéneres de Portugal e Espanha, nas maturidades 5Y-30Y.
- O provável steepening da curva Italiana nestas maturidades deverá materializar-se num recuo mais significativo das yields de maturidades mais curtas (5 anos – bullish steepening).

- O gráfico lateral ilustra também como a maturidade de 5 Anos da dívida Italiana acaba por representar um dos principais *sweet spots* da respectiva curva de dívida.
- Com efeito, o diferencial de taxas na maturidade de 5 anos entre Itália vs Portugal/Espanha é o mais significativo ao longo da curva (121pb e 145pb respectivamente), isto para além de acarretar um menor risco de *duration*.

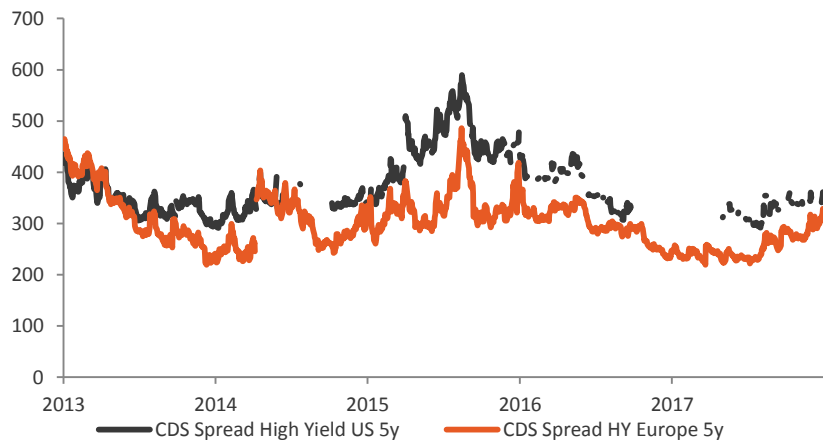
Investment Grade - EUA vs. Europa



Fonte: Bloomberg, BiG Research,

- O spread de crédito (credit default swap) de empresas de rating elevado (Investment grade) continua a níveis abaixo da média dos últimos anos tanto nos EUA como na Europa.
- Dada a diferença no ciclo de política monetária das duas regiões continuamos a preferir o investimento em dívida de empresas com elevado rating nos EUA relativamente à Europa.

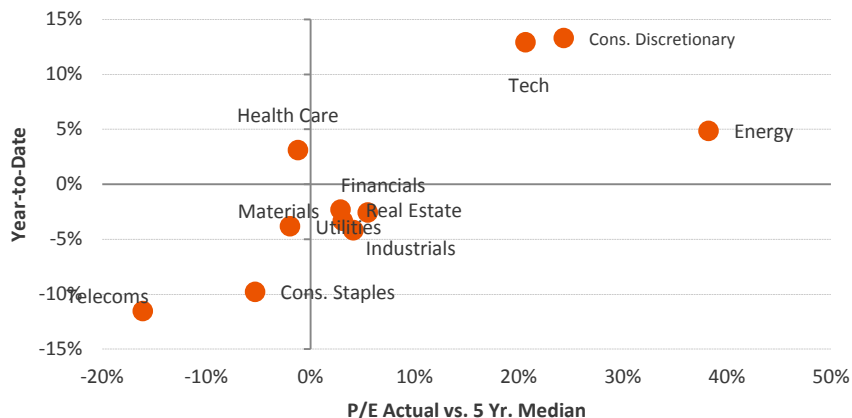
High Yield - EUA vs. Europa



Fonte: Bloomberg, BiG Research,

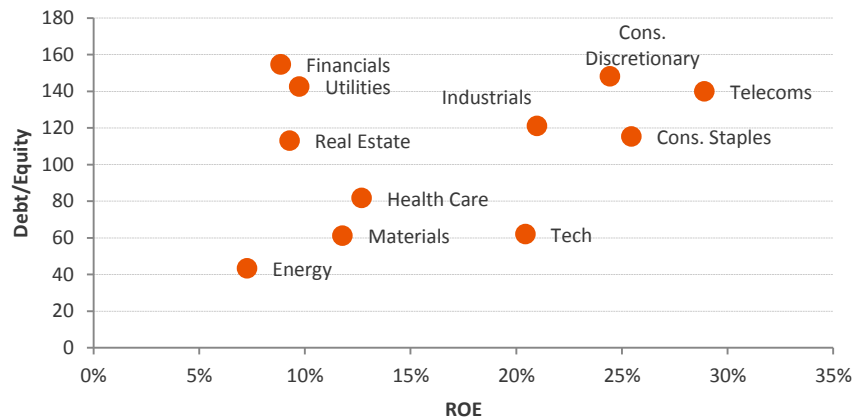
- No segmento de dívida com rating mais baixo (high yield) vemos os spreads actuais bem abaixo da média dos últimos anos tanto nos EUA (361bps) como na Europa (328bps).
- Continuamos portanto negativos nestes dois segmentos, devido aos potenciais riscos que esta classe de activos acarreta especialmente quando os spreads estão a níveis tão baixos e o ciclo de política monetária está numa fase contracionista.

S&P 500 - PER vs. YTD



Fonte: Bloomberg; BiG Research

S&P 500 - ROE vs. D/E

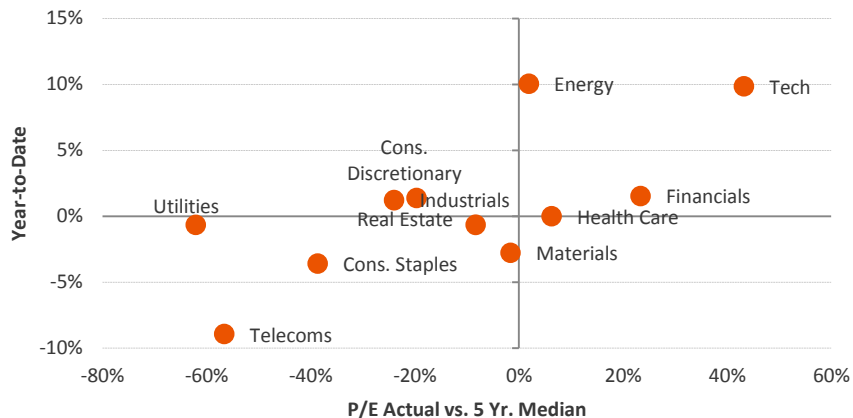


Fonte: Bloomberg; BiG Research

- A maioria dos sectores do mercado accionista norte-americano encontra-se a prémio (considerando o múltiplo PER) face à mediana dos últimos 5 anos. Dos 4 sectores a desconto, o sector de *telecoms* apresenta o maior desconto, devido à sua elevada alavancagem.
- Por outro lado, os sectores de energia, tecnológico e de consumo discricionário apresentam o maior prémio face à mediana, sustentado pelos superiores ganhos relativos desde o início de 2018.

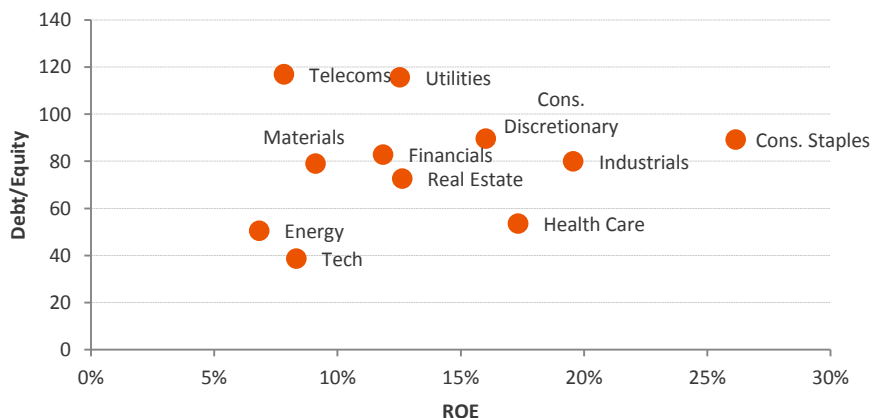
- Analisando os sectores numa perspectiva de avaliação actual face à mediana, rentabilidade do capital próprio e níveis de alavancagem, destacamos os seguintes sectores:
 - industrial;
 - cuidados de saúde;
 - e básicos de consumo destacam-se favoravelmente.

Stoxx 600 - PER vs. YTD



Fonte: Bloomberg; BiG Research

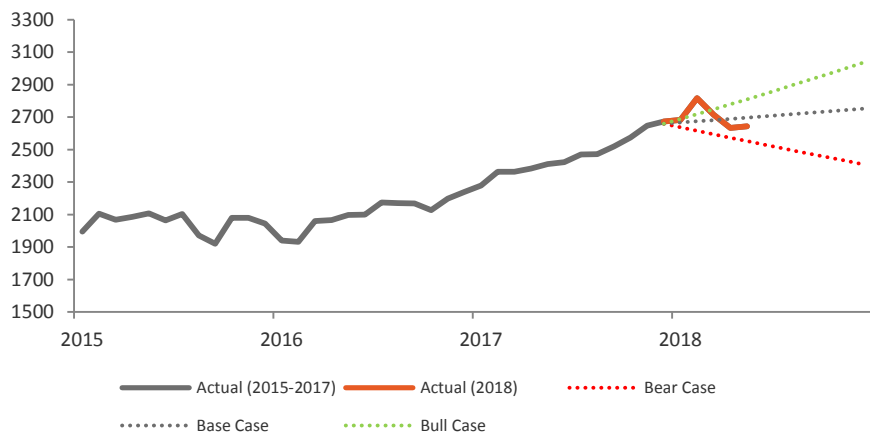
Stoxx 600 - ROE vs. D/E



Fonte: Bloomberg; BiG Research

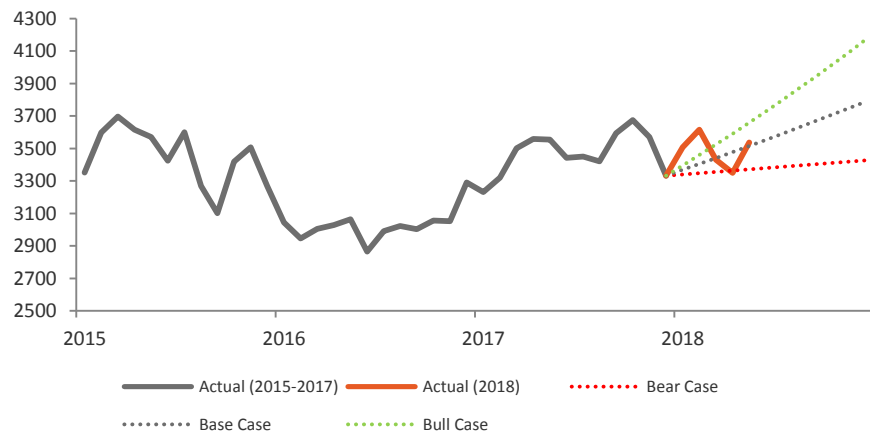
- No bloco europeu, os sectores de *telecoms* e *utilities* continuam a apresentar múltiplos de PER com o maior desconto face à mediana, sendo penalizados pela superior alavancagem dos seus balanços.
- O sector de energia, ainda que acumulando os maiores ganhos desde o início de 2018, apresenta múltiplos em linha com a mediana histórica.
- O sector tecnológico permanece como um dos sectores com melhor desempenho no ano e como o mais caro (vs. mediana histórica).
- Analisando os sectores numa perspectiva de avaliação actual face à mediana, rentabilidade do capital próprio e níveis de alavancagem, os sectores:
 - industrial;
 - cuidados de saúde;
 - básicos de consumo;
 - e consumo discricionário;
 destacam-se favoravelmente.

S&P 500



Fonte: Bloomberg; BiG Research

Euro Stoxx 50



Fonte: Bloomberg; BiG Research

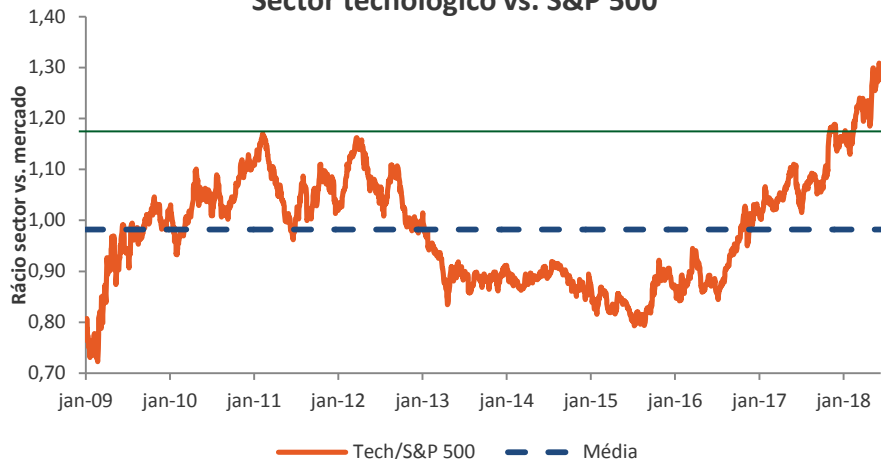
- O desempenho do mercado accionista norte-americano tem sido negativamente impactado pelo escalar das tensões comerciais.
- Consideramos que este tema representará um dos principais riscos para o mercado no 3º trimestre. Identificamos os seguintes riscos:

Riscos	Nível
Tensões Geopolíticas	■
Política Monetária	■ ■
Guerra Comercial	■ ■ ■

- Se caracterizássemos o desempenho do mercado accionista europeu durante o 1º semestre de 2018 numa só palavra, volátil seria a escolha.
- O seu desempenho no trimestre estará dependente dos seguintes riscos:

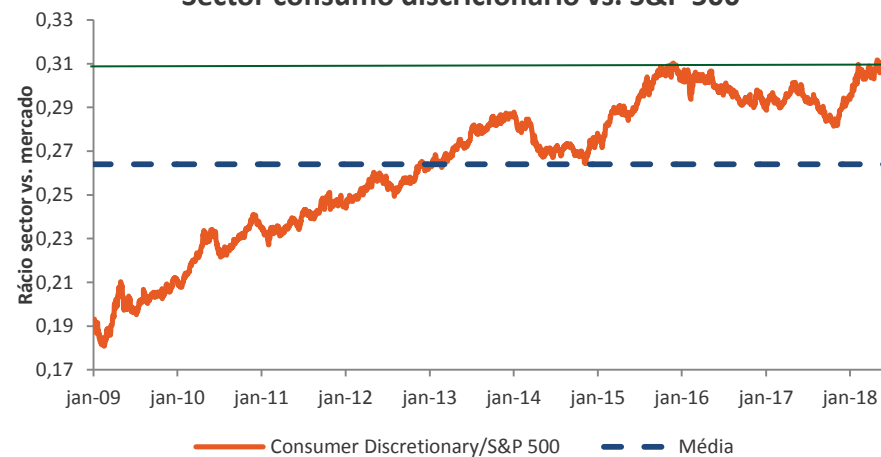
Riscos	Nível
Itália	■
Apreciação do Euro	■
Guerra Comercial	■ ■

Sector tecnológico vs. S&P 500



Fonte: Bloomberg; BiG Research

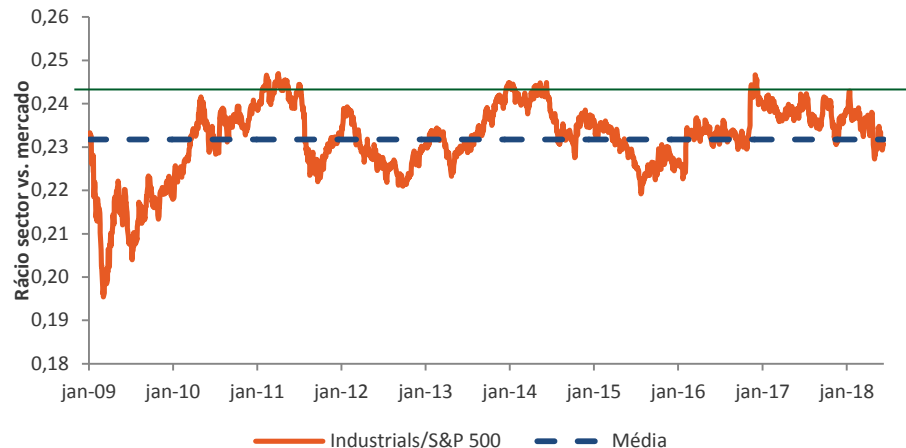
Sector consumo discricionário vs. S&P 500



Fonte: Bloomberg; BiG Research

- O comportamento sectorial constitui um indicador *leading* para a evolução do mercado accionista. Este último pode ajudar a pressagiar a próxima fase do ciclo económico. Com efeito, analisamos a relação entre os sectores de cariz mais cíclico/defensivo e o mercado ao longo do actual *bull market*.
- Com um potencial de crescimento difícil de limitar, o sector tecnológico tem alimentado a mais recente toada altista, alicerçado na consistente expansão substancial de receitas e lucros em 2017 e durante o primeiro trimestre de 2018.
- A quebra de máximos históricos, não obstante a crescente ameaça da regulamentação, sugere que o sector mais preponderante do S&P 500 (~26%) ainda poderá continuar a conduzir o mercado.
- Cerca de 22% acima da sua média ao longo do actual *bull market*, o sector de consumo discricionário beneficia do vigor da economia norte-americana, que regista taxas de crescimento trimestral anualizado superiores a 2%, nos últimos 10 meses.
- Numa economia em que o consumo contribui 70% do PIB e com o mundo ainda em crescimento sincronizado, apesar das tensões comerciais, o sector de consumo discricionário, suportado por uma sólida expansão de receitas (+5%) e lucros (+13%) em 2017, quebra máximos face ao índice S&P 500.

Sector industrial vs. S&P 500



Fonte: Bloomberg; BiG Research

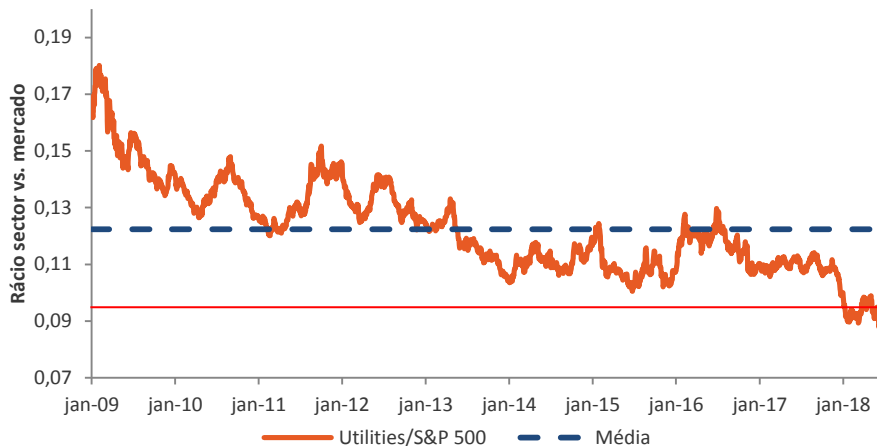
Sector financeiro vs. S&P 500



Fonte: Bloomberg; BiG Research

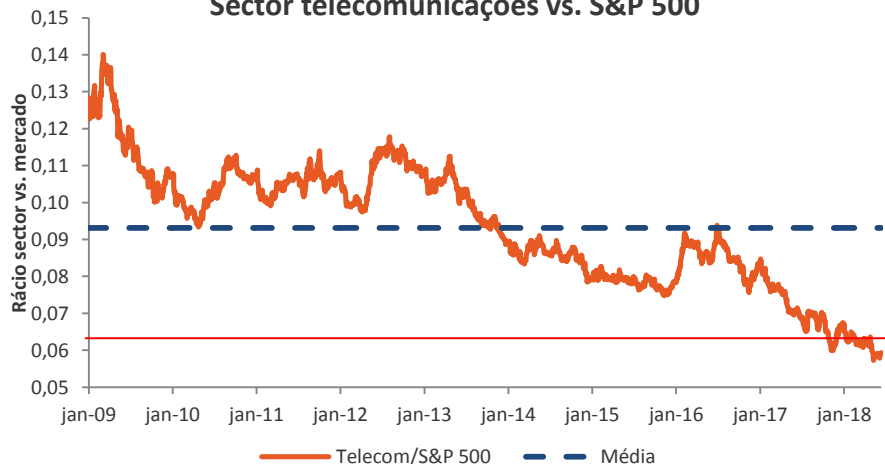
- Ao crescimento saudável de receitas (+5,01%) e lucros registado pelo sector industrial (+8,69%), em 2017, seguiu-se um primeiro trimestre igualmente favorável .
- Apesar dos bons resultados e da sua índole fortemente cíclica, o sector industrial não conseguiu superar máximos face ao índice S&P 500. O sector (vs. S&P 500) converge para a sua média de nove anos, em virtude, primordialmente da pressão vendedora motivada pelas tensões no comércio internacional, que despoletam preocupações relativamente à sustentabilidade do actual crescimento económico global.
- O ajustamento do ritmo de subida de taxas de juro, com pendor mais *hawkish* por parte da Reserva Federal, a par da possibilidade de desregulamentação criam um cenário aparentemente benigno para o sector financeiro.
- Não obstante o aumento das *yields* de dívida soberana na parte longa da curva e os resultados globalmente positivos no 1ºT 2018, o sector regista uma performance negativa YTD.
- A posição *laggard* do sector financeiro dentro do S&P 500 pode ser explicada por: (1) aumento dos custos de financiamento em mercado interbancário, reflectindo uma percepção de maior risco; (2) aplanamento da curva de *yields* de dívida soberana, impedindo a expansão material da margem financeira; (3) preocupações relativas a um eventual fim do actual ciclo económico, concomitante com uma dilatação das políticas de remuneração ao accionista; (4) resultados a evidenciarem crescimento anémico do negócio *core* de banca (crédito e segmentos geradores de comissões).

Sector de utilities vs. S&P 500



Fonte: Bloomberg; BiG Research

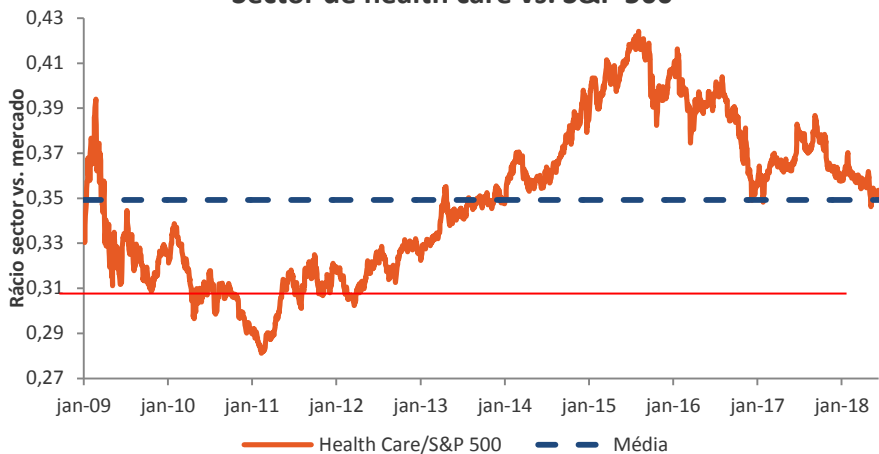
Sector telecomunicações vs. S&P 500



Fonte: Bloomberg; BiG Research

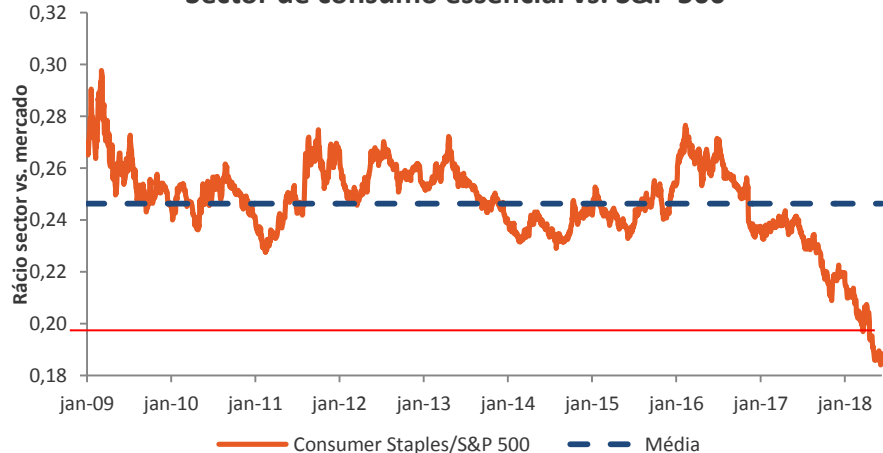
- Ainda que as receitas e os lucros tenham registado uma evolução positiva em 2017 e 1ºT 2018, o rácio entre o sector de *utilities* e o S&P 500 exibe um comportamento clássico de um *bull market*, com o sector a ser preterido em prol de sectores mais cíclicos.
- Num contexto de política monetária contraccionista, a pressão vendedora sobre este sector, tradicionalmente rico em empresas com maior endividamento, exacerba-se.
- Caso estivéssemos perante o início de um *bear market*, seria expectável assistir a uma inversão na tendência descendente do rácio. O oposto verificou-se, o rácio está em mínimos.
- Em queda desde meados de 2016, o sector de telecomunicações apresenta uma menor atractividade, em virtude da intensificação de pressão concorrencial entre *telecoms* e consequente compressão de margens operacionais.
- Acresce o menor interesse por parte dos investidores característico durante um período alargado de tendência ascendente no mercado accionista e o sector regista novos mínimos de mais de nove anos face ao mercado.

Sector de health care vs. S&P 500



Fonte: Bloomberg; BiG Research

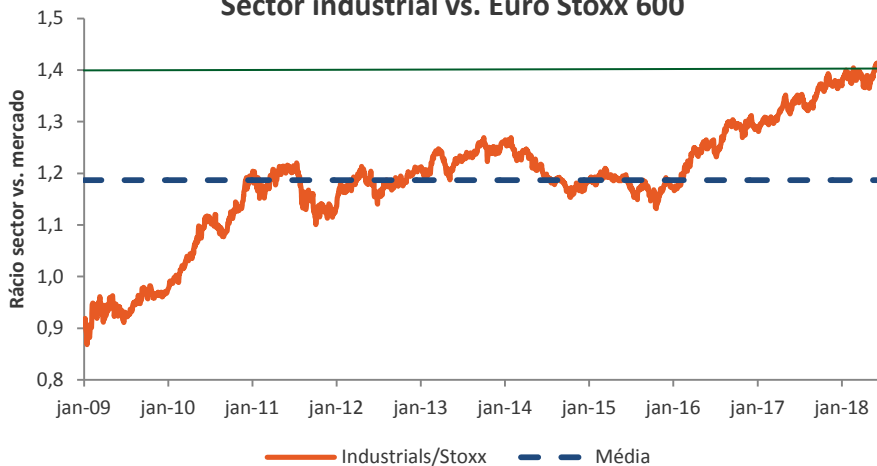
Sector de consumo essencial vs. S&P 500



Fonte: Bloomberg; BiG Research

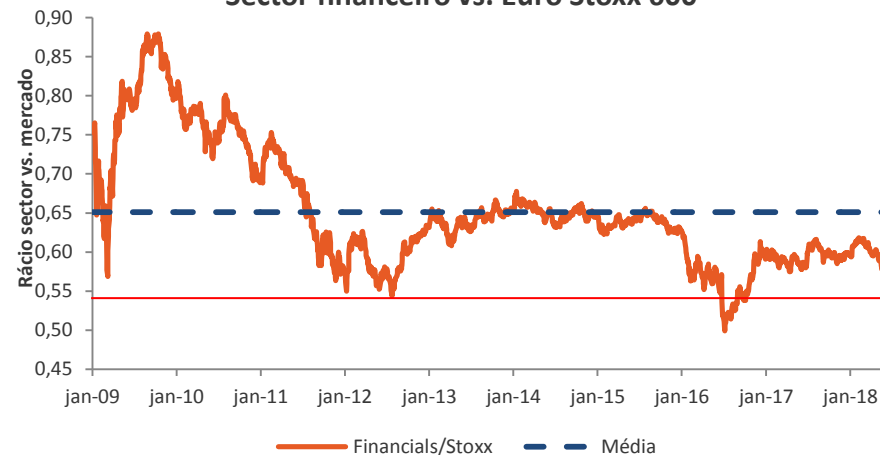
- Como resultado da sua história específica, o sector de cuidados de saúde negocia em torno da sua média dos últimos nove anos, face ao índice S&P 500.
- Desde a introdução dos medicamentos genéricos, no seguimento de expiração de patentes, as margens operacionais têm sido pressionadas, não só pelos menores preços praticados, mas também pelos maiores investimento em R&D, assim como aumento da actividade de fusões e aquisições, com o objectivo último de criar e/ou capturar novas patentes.
- Em 2017, não obstante o crescimento das receitas e dos lucros, na ordem dos de 10% e 9% respectivamente, o rácio entre o sector de bens e serviços de consumo essencial acelerou as quedas, perante sucessivos máximos históricos deste último. O rácio encontra-se agora em mínimos deste *bull market*, mais de três desvios-padrão abaixo da média.
- Apesar do aumento de volatilidade que antevemos que continue, a juntar a um enquadramento sectorial enviesado para a continuação do actual *bull market*, o robusto crescimento económico; o desemprego em níveis mínimos, que em breve deverá estimular a inflação; os lucros em níveis *record*; os indicadores PMI em franca expansão; e a confiança do consumidor em níveis máximos de mais de uma década deverão permitir a continuação da escalada bolsista durante os próximos três a seis meses.

Sector industrial vs. Euro Stoxx 600



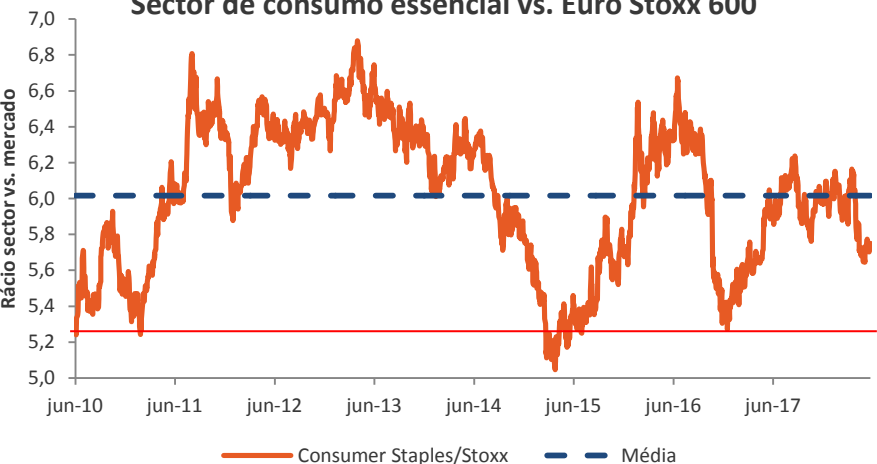
Fonte: Bloomberg; BiG Research

Sector financeiro vs. Euro Stoxx 600



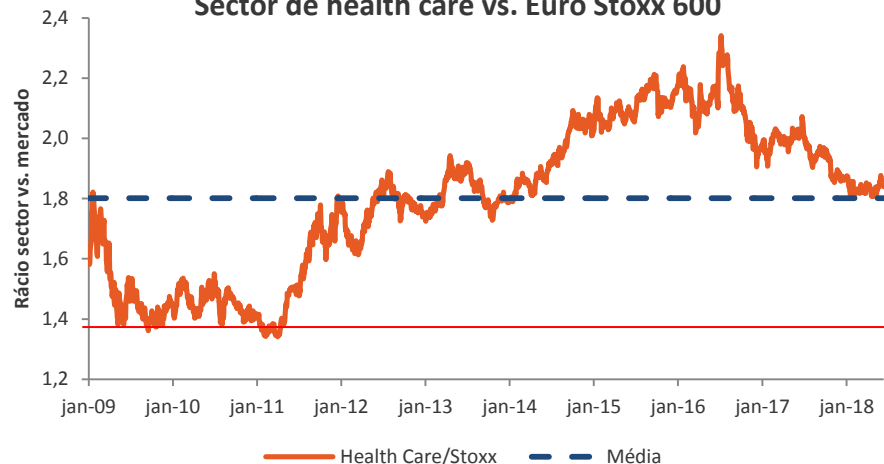
Fonte: Bloomberg; BiG Research

Sector de consumo essencial vs. Euro Stoxx 600



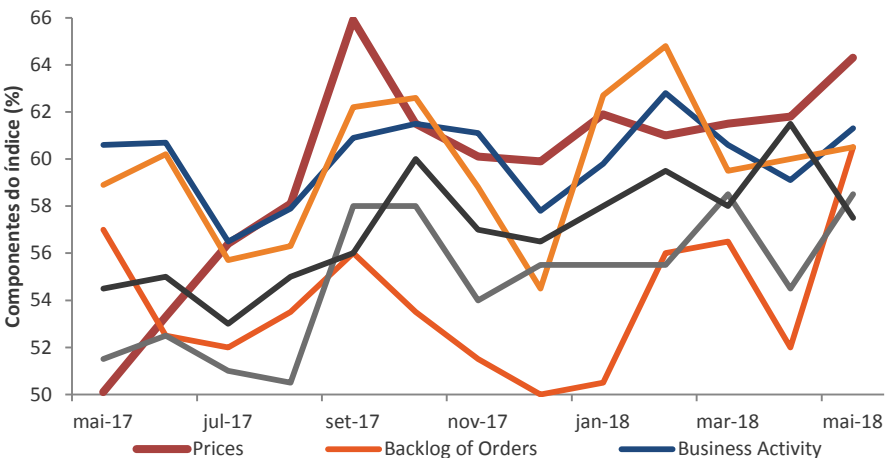
Fonte: Bloomberg; BiG Research

Sector de health care vs. Euro Stoxx 600



Fonte: Bloomberg; BiG Research

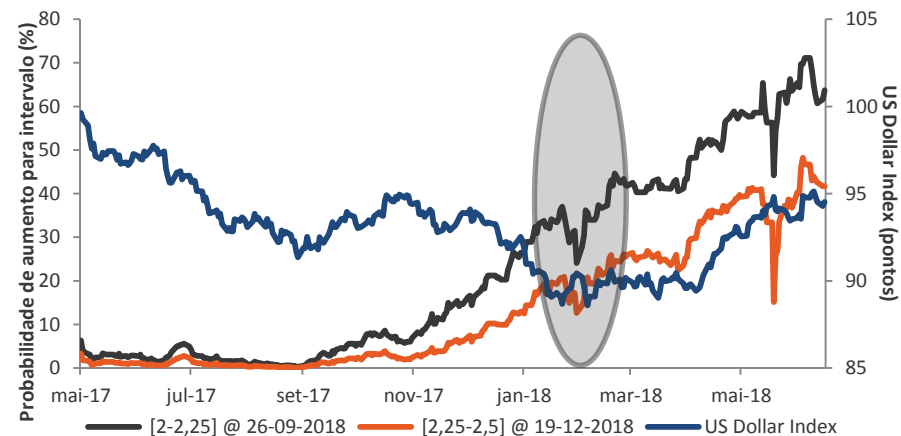
Componentes do US ISM Non-Manufacturing PMI



Fonte: Bloomberg; Institute for Supply Management; BiG Research

- O ISM Non-Manufacturing PMI, que abrange cerca de 80% da economia norte-americana, assinalou, em Maio, o 100º mês consecutivo de crescimento da actividade económica não-manufactureira, alcançando os 58,6.
- A evolução de algumas componentes deste índice tem vindo a revelar uma intensificação consistente de pressão inflacionista na economia norte-americana: os preços sobem há 27 meses consecutivos, a actividade empresarial está numa sequência de crescimento com 106 meses; o ritmo de entregas abranda há 29 meses, concomitantemente com um crescimento substancial das encomendas, evidenciando a incapacidade de os actuais níveis de produção e inventários darem resposta à crescente procura interna e externa.

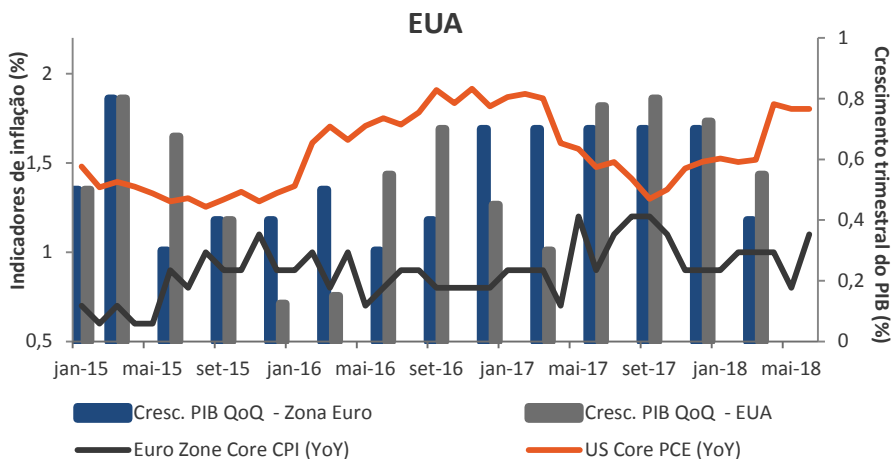
Probabilidade de aumento de taxa de juro vs. Dollar Index



Fonte: Bloomberg; BiG Research

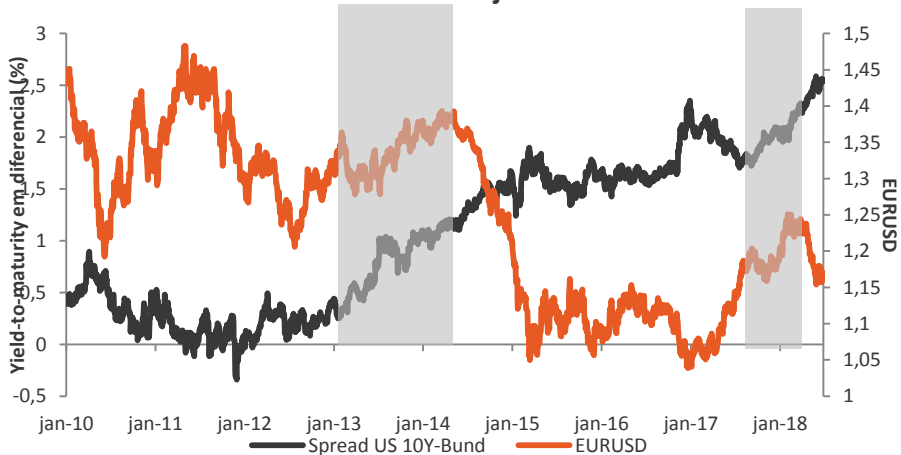
- Desde a sua primeira aparição oficial como presidente da Reserva Federal, em Fevereiro, Jerome Powell, tem apresentado um discurso mais *hawkish* face ao que havia sido inicialmente antecipado pelo mercado.
- No *dot plot* da última reunião, os membros do FOMC apontam para uma quarta subida de taxa de juro em 2018 (previam-se três no início do ano). A alteração da percepção do mercado em relação ao ritmo de subidas da taxa de juro causou uma forte valorização do USD, exibindo desde então uma expressiva correlação com este.

Crescimento económico e inflação - Zona Euro vs. EUA



Fonte: Bloomberg; BiG Research

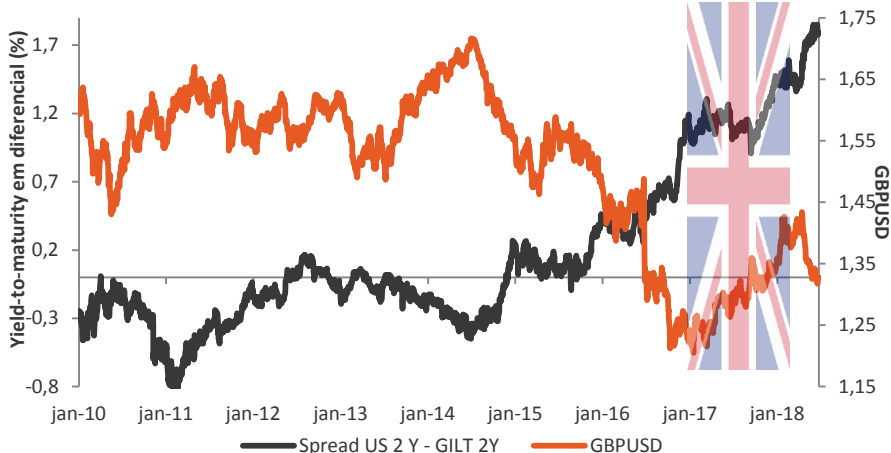
Diferencial de taxa de juro vs. EURUSD



Fonte: Bloomberg; BiG Research

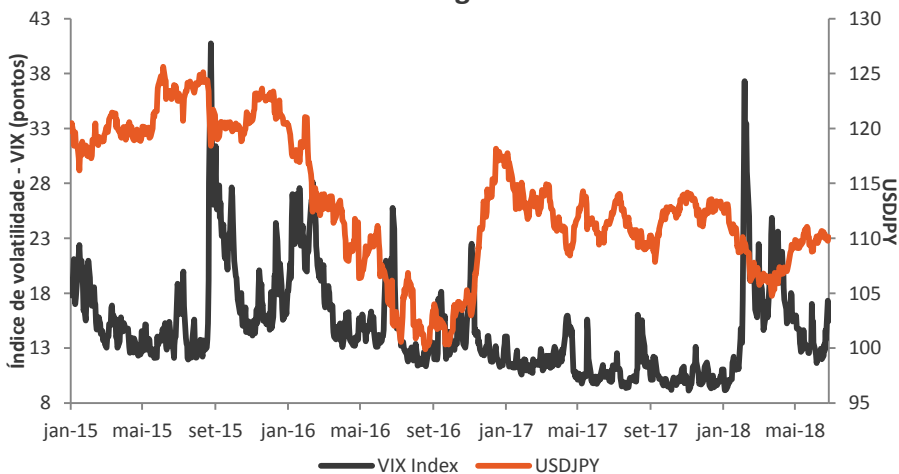
- A eleição do presidente Macron, que afastou o populismo e reavivou o sonho europeu, a evolução surpreendentemente positiva dos agregados macroeconómicos e a antecipação do fim dos estímulos não-convencionais (QE) do BCE criaram condições para uma fulgurosa apreciação do EUR em 2017.
- Perante uma moeda única já fragilizada pelo sério regresso do risco político à Zona Euro, o tom e as deliberações da passada reunião – predominantemente *dovish* – exacerbaram um movimento *buy the rumour, sell the fact* no EURUSD.
- Acresce o abrandamento da economia europeia em 2018 – sem antevermos uma reversão material para os máximos atingidos – em real contraste com o *momentum* económico, actualmente ímpar, dos EUA. Sem surpresas *hawkish* do BCE, o potencial de apreciação do EUR afigura-se limitado.
- À semelhança do verificado durante o período de antecipação do *tapering* por parte da Reserva Federal (2013), a previsão do mercado relativamente ao fim do QE (2ºS 2017) distorceu a forte correlação negativa histórica entre o diferencial de taxas de juro soberanas (EUA-Alemanha) e a variação do par.
- Em virtude da maior clareza em relação ao rumo que o BCE pretende seguir, desde Abril, a referida correlação voltou a vigorar. O crescente risco político e o abrandamento económico europeu não criam muito espaço para uma subida das *yields core*, antevendo-se um alargamento do *spread*.
- Perante a conjuntura macro e geopolítica, apenas um agravamento das tensões comerciais poderia permitir uma valorização mais expressiva para o EUR. Antevemos que o par encerre o trimestre dentro do intervalo 1,13-1,18.

Diferencial de taxas de juro vs. GBPUSD



Fonte: Bloomberg; BiG Research

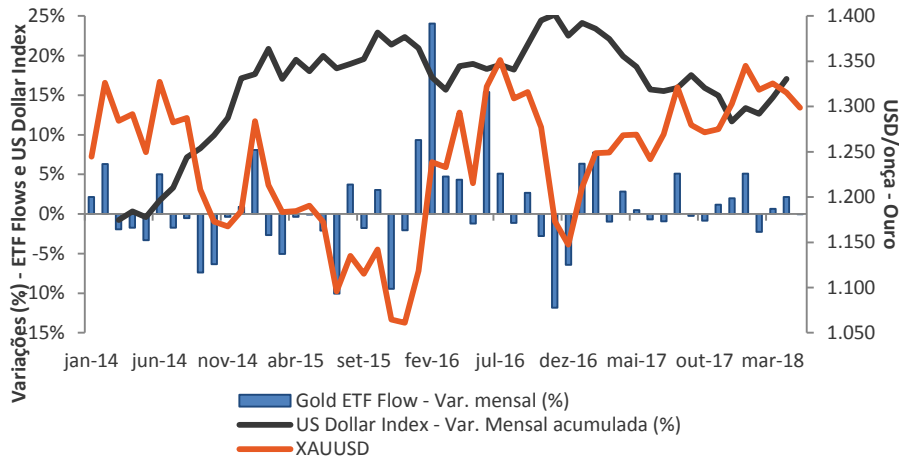
Activo de refúgio – JPY vs. VIX



Fonte: Bloomberg; BiG Research

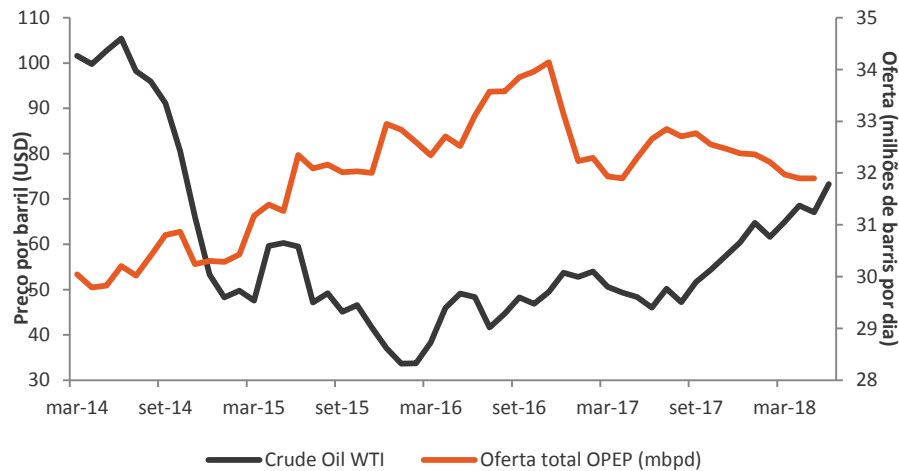
- O diferencial entre as taxas de juro, particularmente de curto prazo, norte-americanas e britânicas, exibe, historicamente, um elevado poder preditivo sobre o GBPUSD.
- Em 2017, os sinais de retoma da economia britânica, o primeiro aumento de taxa de juro por parte do Banco de Inglaterra (BoE) em uma década e um sentimento pontual ligeiramente mais positivo em relação a Brexit, levaram este instrumento de previsão a revelar-se errático (bandeira UK).
- Apesar do tom mais *hawkish* exteriorizado por Carney, a incerteza em relação a Brexit e um dos crescimentos económicos mais baixos do mundo desenvolvido deverão levar o BoE a um aumento verdadeiramente gradual das taxas de juro. Para 2018, alinhado com o BoE, o mercado prevê apenas uma subida, para 0,75%. Na ausência de perturbações relativas ao Brexit e com o *spread* de yields a manter a actual tendência, vemos o cable a encerrar o trimestre nos 1,28-1,33
- Dum ponto de vista de política monetária, os EUA e o Japão vivem um momento antagónico. Numa perspectiva de ciclo económico, os EUA estão indubitavelmente adiantados, com o Japão incapacitado de se libertar do crescimento anémico e com o diferencial de inflação entre os dois países a ampliar.
- O principal catalisador para apreciação do JPY será o aumento de volatilidade. Ainda que o USD seja visto como activo de refúgio de segunda linha, o facto de os EUA estarem no epicentro das tensões comerciais, proporciona algum espaço ao JPY em caso de escalada destas. O VIX apresenta frequentemente um perfil *leading* em relação à direcção e magnitude dos movimentos do USDJPY. Prevemos que o par termine o trimestre os 109-114.

Ouro, ETF Flows e US Dollar Index



Fonte: Bloomberg; World Gold Council; BiG Research

Crude vs. Oferta total da OPEP



Fonte: Bloomberg; BiG Research

- A procura por ouro para investimento e o USD determinam, em larga escala, os movimentos do metal precioso.
- Tendo sido visado especificamente nas tensões comerciais entre EUA e China, o ouro (que tem como maior consumidor a China e quarto maior exportador os EUA) falhou a activação do seu perfil de refúgio. A esta falta de procura, acresce a valorização do USD e a subida das *yields*.
- O nosso cenário-base contempla a manutenção destes factores, retirando atractividade ao ouro. Porém, se os restantes riscos geopolíticos se sobrepuserem e gerarem incrementos de volatilidade, acreditamos que o ouro poderá receber estímulos altistas, possivelmente efémeros. Para o fim do trimestre, estimamos o ouro em USD 1240-75/onça.
- Responsável por cerca de 44% da produção mundial e mais de 80% das reservas de crude, a OPEP tem um inquestionável impacto no mercado do ouro negro.
- Na última reunião do cartel e dos seus aliados, decretou-se um aumento de produção que, embora modesto (1 milhão de barris por dia), assinala o fim do paradigma de cortes vigente desde o último trimestre de 2016.
- Um eventual abrandamento do crescimento global, a par do processo de desalavancagem da China poderá causar uma desaceleração da procura, limitando a subida sustentada do preço. Por outro lado, os riscos geopolíticos, nomeadamente as tensões entre EUA e Irão, poderão proporcionar substanciais estímulos altistas a curto prazo. Acreditamos que o crude terminará um trimestre volátil nos USD 67 – 72 por barril.

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 Discricionário (ex. Autos)	↗
Autos	→ *
Tecnologia	↘ *
Const. & Materiais	→
Industrial	↑ *
Oil&Gas	→ *
Consumer Staples	↑ *
Healthcare	↑
Telecoms	→
Segurador	↗ **
Media	↘ **
Utilities	→

** Downgrade *Upgrade

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

Revisão de Meio Ano de Top Calls - Mercado Global			
EUA (Equity)	Small Caps	8%*	→
Inflação	Hedge (US 10 Yr. TIPS)	-1,7%	↑
Japão	WisdomTree Japan Hedged Financials Fund	-8,90%	↑
M&A	IQ Merger Arbitrage ETF	-1,03%	↑
Emergentes	Arábia Saudita	15%**	↗
	México	4,31%	↗

Nota: Valores Apresentados na 3ª coluna representam variação year-to-date em moeda local.

* Russel 2000

** Tadawul All Share Index

*** Mexico 10 Year Bond

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

▲ DISCLAIMER

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

BiG. O Banco que entende os seus valores.

BiG BANCO DE
INVESTIMENTO
GLOBAL