BiG BANCO DE INVESTIMENTO GLOBAL

Outlook

3º TRIMESTRE 2019

BiG RESEARCH :

JOÃO LAMPREIA (HEAD)

JOÃO SÀÁGUA

CATARINA GALHARDO

BiG BANCO DE INVESTIMENTO GLOBAL

1. ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

1.1 Crescimento económico e inflação
1.2 Actividade económica e comércio internacional
1.3 Expectativas e classes de activos

2. EUA

2.1 Enquadramento Macro
2.2 Política Monetária
2.3 Financials Index vs outlook taxas
2.4 Trade Wars

3. EUROPA

3.1 Contexto macroeconómico
3.2 Actividade económica
3.3 Mercado laboral e preços
3.4 Política monetária
3.5 Eleições Europeias
3.6 Política e mercados

4. REINO UNIDO

4.1 Contexto macroeconómico
4.2 Mercado laboral e Brexit
4.3 Eleições europeias e Brexit
4.4 Política monetária e mercados
4.5 Partido Conservador
4.6 Brexit: possíveis desfechos

5. EMERGENTES

5.1 Câmbios vs Equity
5.2 Inflação vs Bancos Centrais
5.3 Actividade PMI vs Dívida USD
5.4 Índice Proprietário Emergente

6. MERCADO DE DÍVIDA

6.1 Core
6.2 Periferia Europa
6.3 Yields Europa vs Prop Model Rating

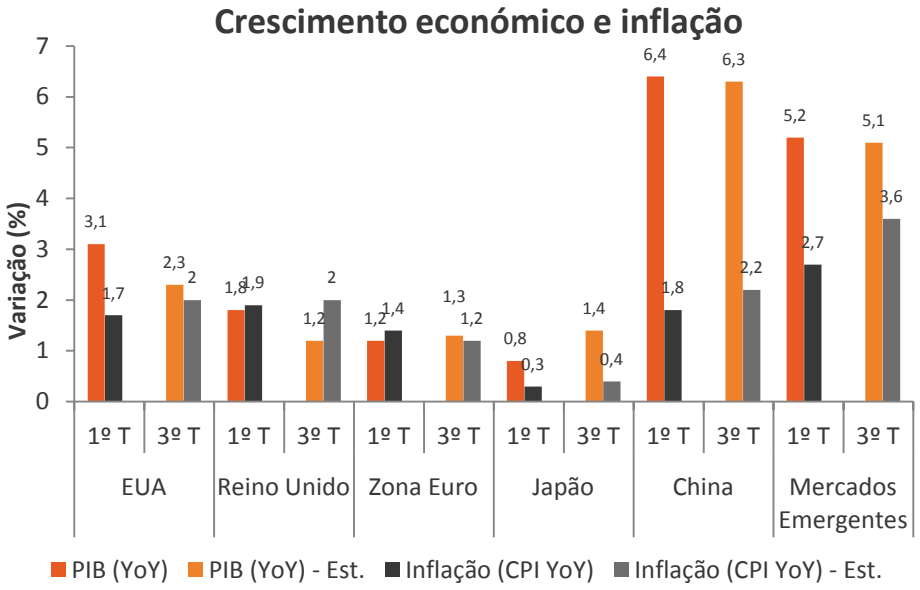
7. MERCADO ACCIONISTA

7.1 S&P 500 vs Indicadores
7.2 Performance vs Fundamentais
7.3 Mercados Desenvolvidos - Perspectiva
7.4 Índices EUA - Evolução & Fundamentais
7.5 Sectores Europa- YTD vs Valuation

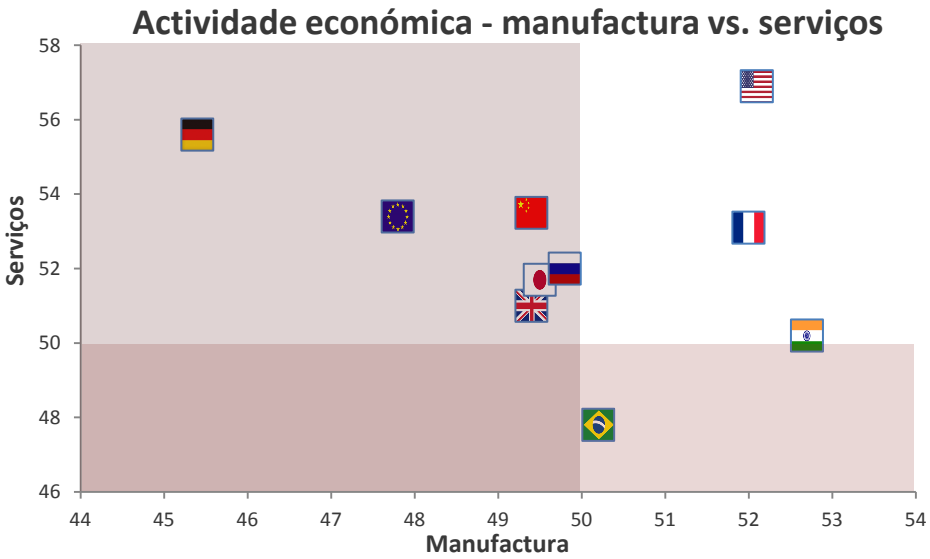
8. MATÉRIAS-PRIMAS

8.1 Crude
8.2 Ouro

9. SÍNTESE POSICIONAMENTO



Fonte: Bloomberg Contributor Economic Forecast Consensus; BiG Research; BiG Research



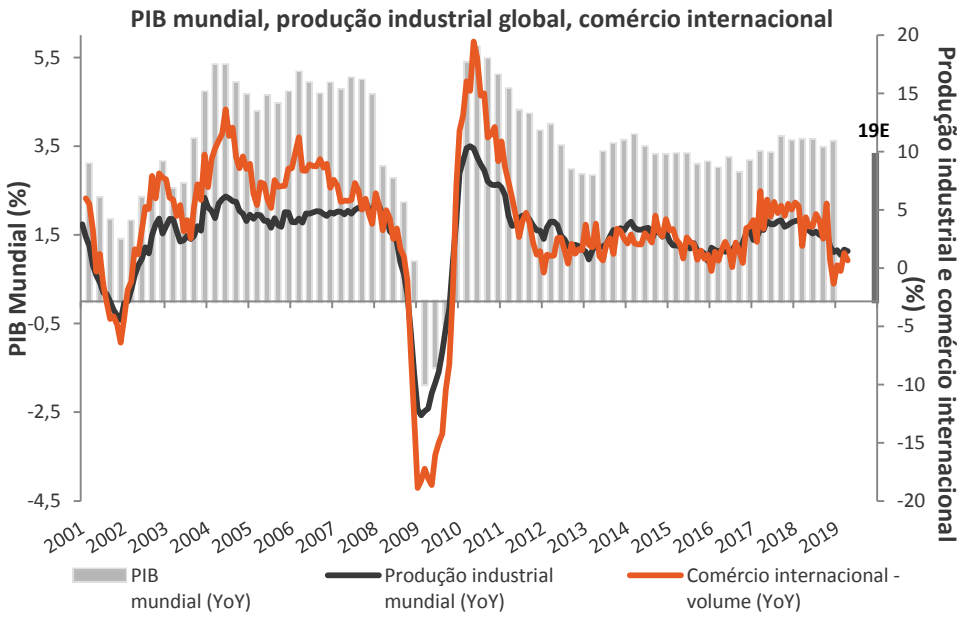
Fonte: IHS Markit; Nikkei; ISM; China ; Bloomberg; BiG Research

- O terceiro trimestre deverá dar continuidade à desaceleração registada, durante os primeiros três meses do ano, em ambos os blocos desenvolvido e emergente, cristalizando a intensificação do abrandamento económico global num contexto de crescente instabilidade geopolítica. Não obstante manterem a supremacia económica já verificada em 2018, os EUA poderão registar a mais pronunciada desaceleração, enquanto o Reino Unido deverá continuar fortemente penalizado pela renovada incerteza em torno do Brexit.

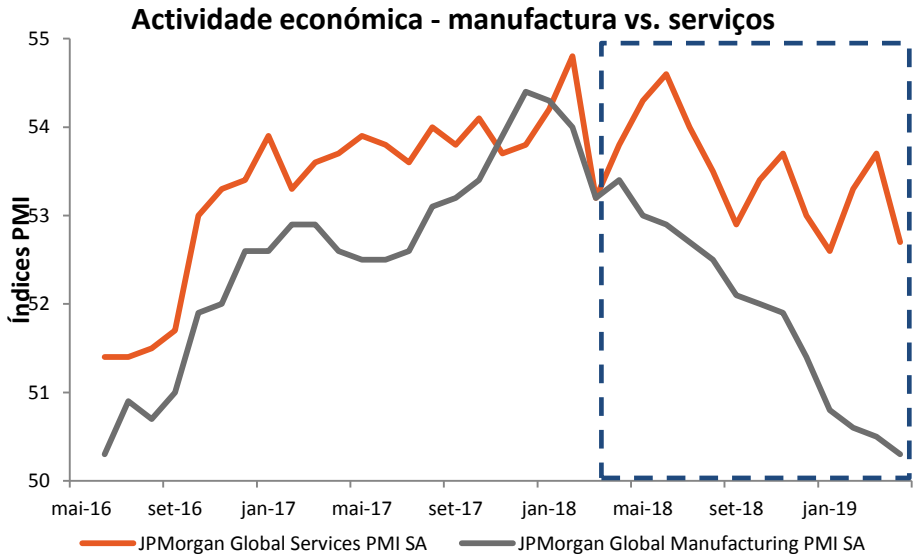
- À excepção da Zona Euro, que exibe maior vulnerabilidade económica dentro do complexo desenvolvido, a inflação deverá assistir a uma ligeira retoma, em virtude da mudança para um posicionamento verdadeiramente mais *dovish* transversal aos principais bancos centrais.

- A guerra comercial entre as duas maiores potências económicas mundiais tem surtido um forte impacto inevitavelmente global, castigando o sector manufactureiro um pouco por todo o mundo. Por seu turno, e em particular nas economias mais desenvolvidas, os serviços têm apresentado maior resiliência, em virtude de uma procura interna firme e fluxos de turismo ainda perto de máximos históricos.

- Perante um cenário de arrefecimento em que, grosso modo, os países aumentam o foco na actividade predominante na sua economia doméstica (bloco desenvolvido – serviços; e bloco emergente – manufactura). De forma notável, a hegemonia dos EUA ainda prevalece, com os dois principais sectores de actividade em território de expansão.



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



Fonte: IHS Markit; Bloomberg; BiG Research

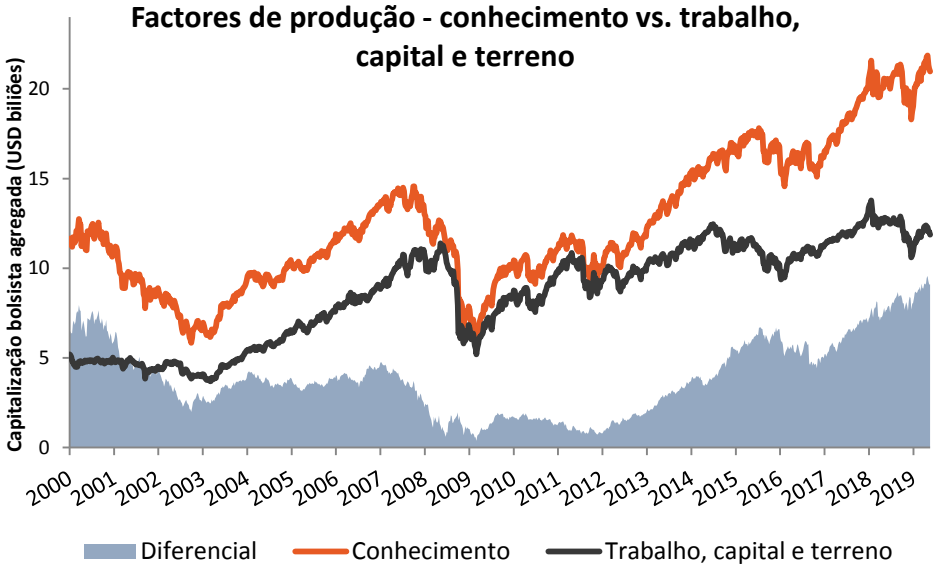
- A disrupção que a escalada proteccionista entre EUA e China tem surtido prejudica seriamente o comércio internacional. Dentro do sector manufactureiro, esta realidade é particularmente penalizadora para a indústria, motivando uma consistente desaceleração da produção.

- Mesmo que um modesto acordo entre EUA e China venha a ser alcançado no próximo trimestre, acreditamos que o resultante sentimento positivo não perdurará, na medida em que se torna claro que as conflituantes ideologias norte-americana e chinesas terão alterado o panorama de comércio internacional definitivamente. Neste contexto, acreditamos que existe uma substancial probabilidade de a previsão de crescimento mundial, emitida pelo FMI e já duas vezes revista em baixa, não se concretizar.

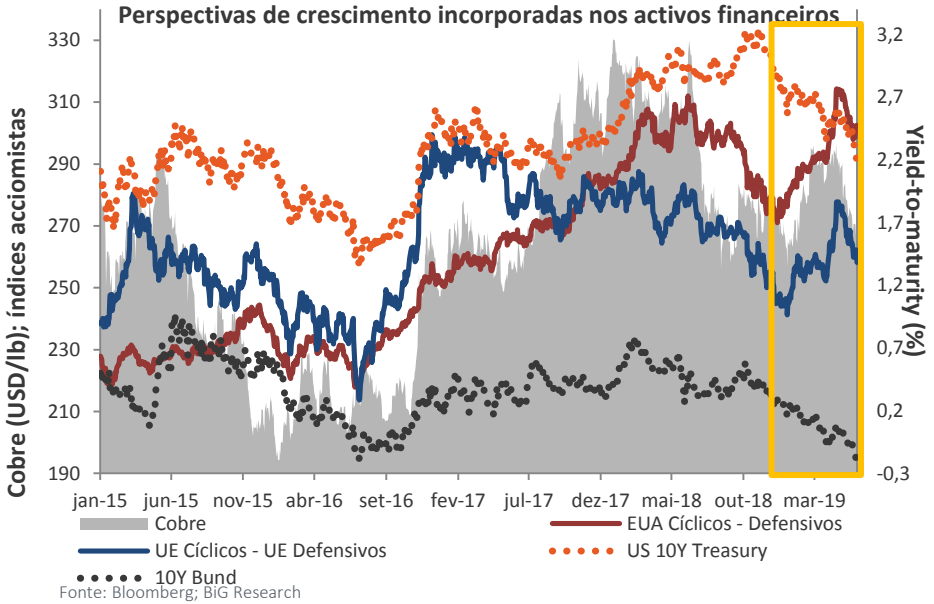
- Desde Fevereiro de 2018, quando o ímpeto proteccionista de Trump se tornou evidente, marcando o fim do período *Goldilocks*, a actividade económica manufactureira tem realizado uma consistente queda, com os piores níveis a serem verificados no bloco desenvolvido, especialmente Zona Euro e, naturalmente, na China.

- Para além das procuras interna e externa ainda genericamente saudáveis, os serviços têm também beneficiado da crescente digitalização das sociedades, com o conhecimento a estabelecer-se como principal factor de produção.

- Acreditamos que, não obstante a actual sustentação dos serviços, esta acentuada dicotomia de actividade económica não deverá prolongar-se indefinidamente.



Fonte: Bloomberg; BiG Research. Composição sectorial dos grupos: "Conhecimento" – Tecnológico, Financeiro, Cuidados de Saúde, Comunicações; "Trabalho, capital e terreno" – Industrial, Materiais, Consumo essencial e Energético. Os índices sectoriais utilizados pertencem ao grupo "MSCI World"



Fonte: Bloomberg; BiG Research

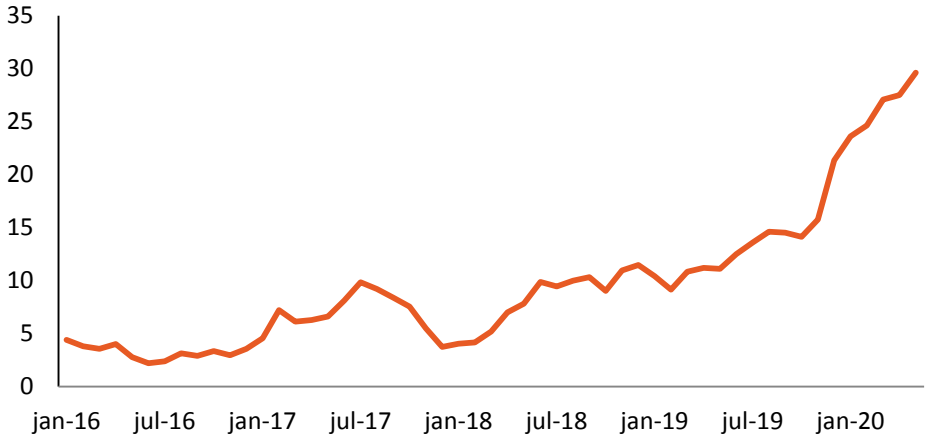
- Na era da Quarta Revolução Industrial, marcada por uma celeridade de evolução tecnológica sem precedentes, em que os maiores avanços se verificam na automação e na área da conectividade e partilha entre praticamente todos os agentes económicos, os três factores económicos da teoria clássica – Trabalho, Capital e Terreno – foram suplantados por um quarto, cada vez mais dominante, o Conhecimento.

- Com efeito, não só os países que se esforçam para atrair pessoas com riqueza deste factor tendem a alcançar um desempenho superior, como as empresas com predominância de conhecimento na sua actividade *core* são privilegiadas pelos investidores em detrimento de negócios que assentam sobretudo nos três clássicos factores produtivos.

- Após um ano de 2018 em que quase todas as classes de activos produziram retornos negativos, a alteração abrupta de sentimento alimentou uma forte valorização dos activos de risco até Maio de 2019. Durante o mesmo período os activos de refúgio também registaram ganhos, sugerindo que, pelo menos para alguns investidores, as preocupações em relação ao abrandamento económico mundial subsistiram.

- Em linha com a ideia exteriorizada no Outlook anterior, um dos dois referidos grupos de activos teria de ceder e, tal como prevíamos, esse foi o de activos de risco. O cobre, como principal barómetro de crescimento mundial, retraiu cerca de 10% desde o topo no início de Abril. Pouco mais tarde, os mercados accionistas recuaram significativamente e assistiram a uma rotação sectorial com predominância defensiva até o BCE e a Fed reforçarem a promessa de estímulos monetários. Apesar dos mesmos, duvidamos que os mercados accionistas consigam manter esta toada altista até ao fim do trimestre.

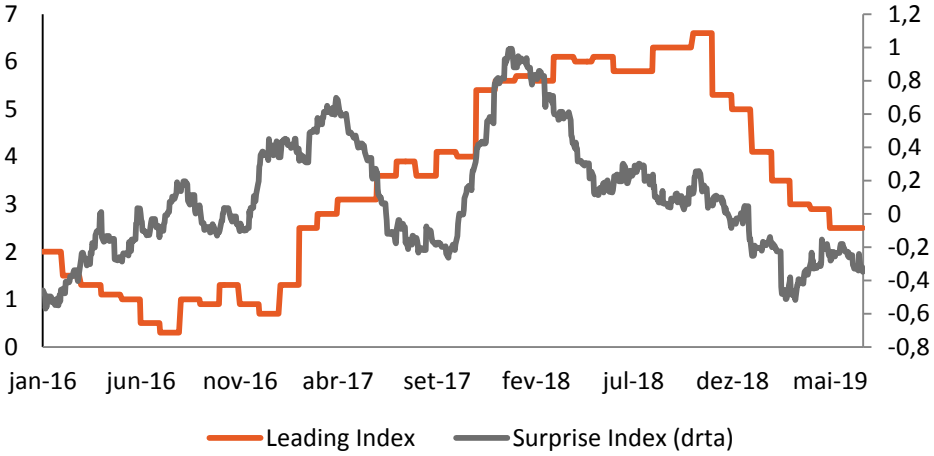
NY FED - Probabilidade Recessão



Fonte: Bloomberg; 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.
- O indicador aponta uma probabilidade de 25% para a entrada da economia americana em recessão no 1T/2020.
- Este nível de probabilidade parece-nos adequado, ainda que a ocorrência de eleições presidenciais em 2020 e a U-Turn da FED poderão diferir no tempo a inevitável recessão.

Surprise Index vs Leading Indicators

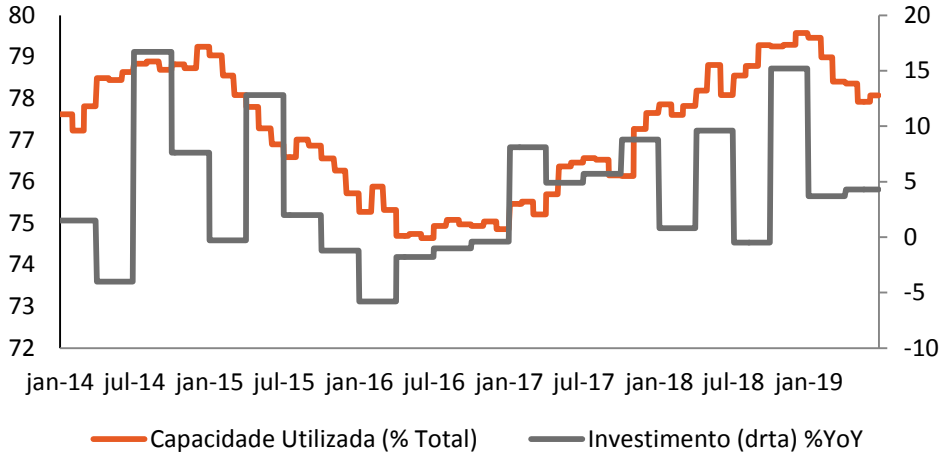


Fonte: Bloomberg; BiG Research

- Os indicadores avançados sobre a economia Americana registaram uma queda significativa desde o início de 2019.
- Esta quebra dos indicadores avançados não tem precedentes no actual ciclo de expansão e realça de forma significativa o risco de recessão a curto prazo nos EUA.
- A tendência do Surprise Index que mede o nível de surpresa positivo/negativo dos indicadores macro agregados também afundou no início de 2019.

Fonte: CENSUS; NBS; BiG Research

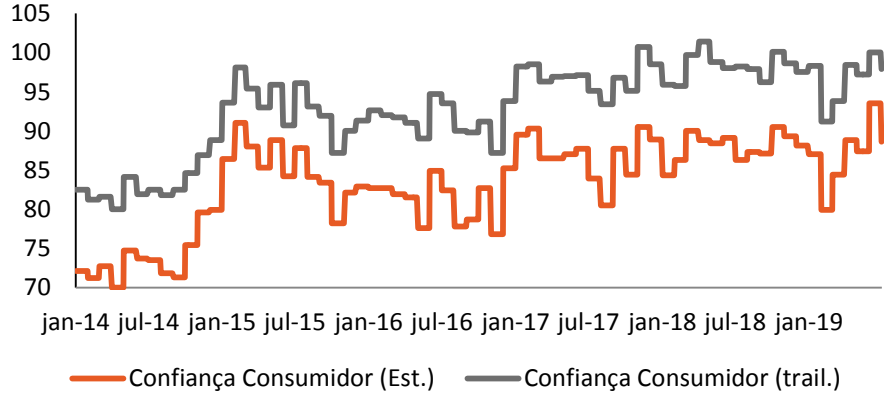
Investimento vs Capacidade Utilizada



Fonte: Bloomberg; BiG Research

- O nível de investimento das empresas norte-americanas tem vindo a caír no período recente, traduzindo o esvaziamento do efeito da política fiscal de Trump implementada no início do seu mandato.
- Esta situação motivou, naturalmente, uma retracção da Capacidade Utilizada ao longo de 2019 – invertendo face à tendência de recuperação observada desde o início de 2016.

Confiança Consumidor (Trail. vs Est.)

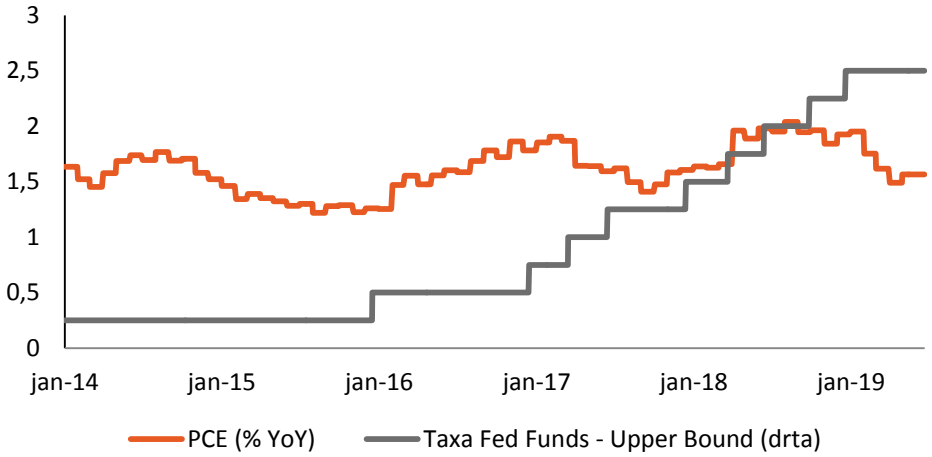


Fonte: Bloomberg; BiG Research

- Os indicadores de Confiança da economia norte-americana também se deterioraram recentemente, sobretudo o Índice que mede a expectativa futura da Confiança do consumidor...
- ...o qual traduz de forma mais realista as expectativas de desaceleração da economia no futuro, algo que não é captado pelo Índice de Confiança do Consumidor actual (trailing).

Fonte: CENSUS; NBS; BiG Research

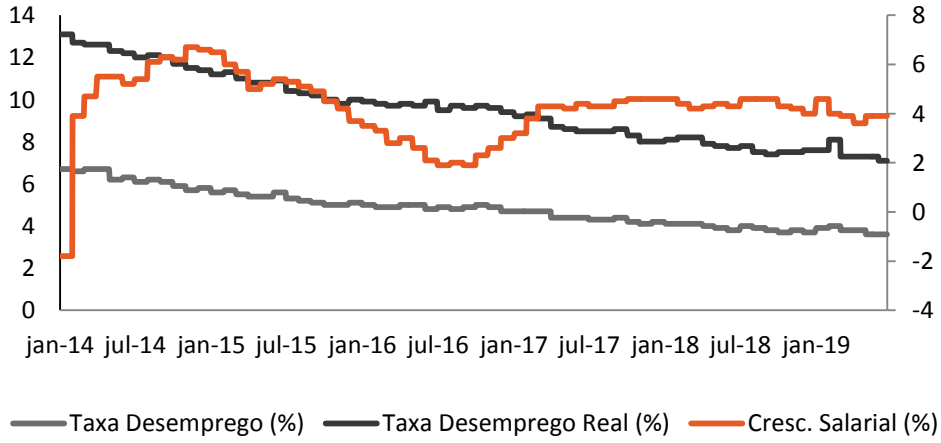
Taxa FED Funds vs PCE % YoY



Fonte: Bloomberg; BiG Research

- A quebra relevante do indicador de inflação mais utilizado pela FED, consubstanciou-se no trigger que motivou uma alteração significativa da direcção da política monetária norte-americana.
- No passado recente, o actual nível de inflação medido pelo PCE correspondeu a um intervalo de taxa de juro directora entre 0,5% a 1,5%.

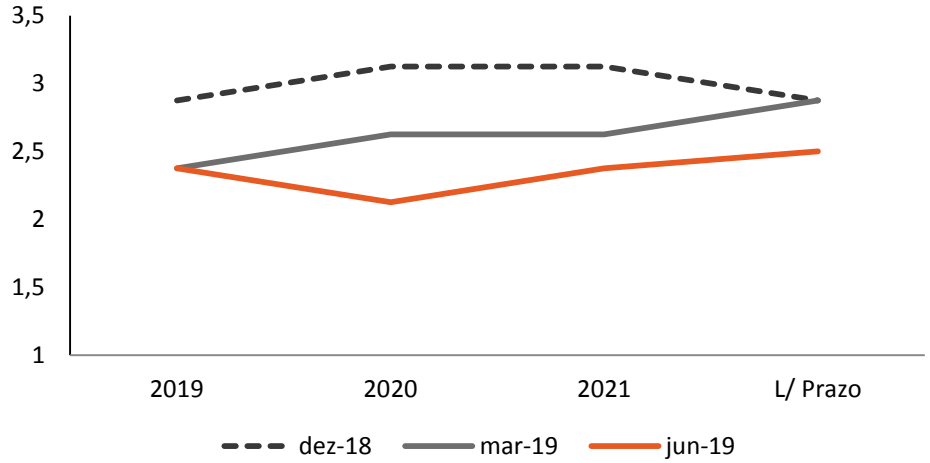
Mercado Laboral vs Crescimento Salarial



Fonte: Bloomberg; BiG Research

- O nível de crescimento salarial também tem vindo a desacelerar, uma situação que acaba por contribuir igualmente para a quebra do PCE referida.
- Ainda assim, a taxa de desemprego mantém-se a níveis historicamente baixos e o spread entre a taxa de desemprego e taxa de desemprego real (inclui colaboradores part-time e underemployed) tem vindo igualmente a estreitar.

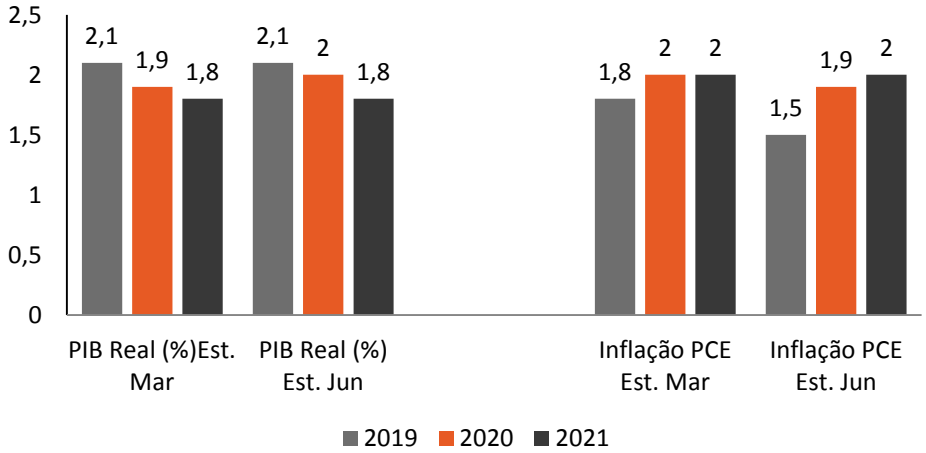
Evolução FED Dot Plot (Dez/18-Actual)



Fonte: Bloomberg; BiG Research

- Nas recentes minutas do FED, a revisão do DOT PLOT aponta para duas descidas (-50 p.b.) da taxa de juro directora no prazo de entre 12-18 meses.
- Curiosamente, a taxa de juro de Longo Prazo, supostamente neutral, para a economia Americana já se encontra no actual nível da refi (intervalo superior nos 2,5%).

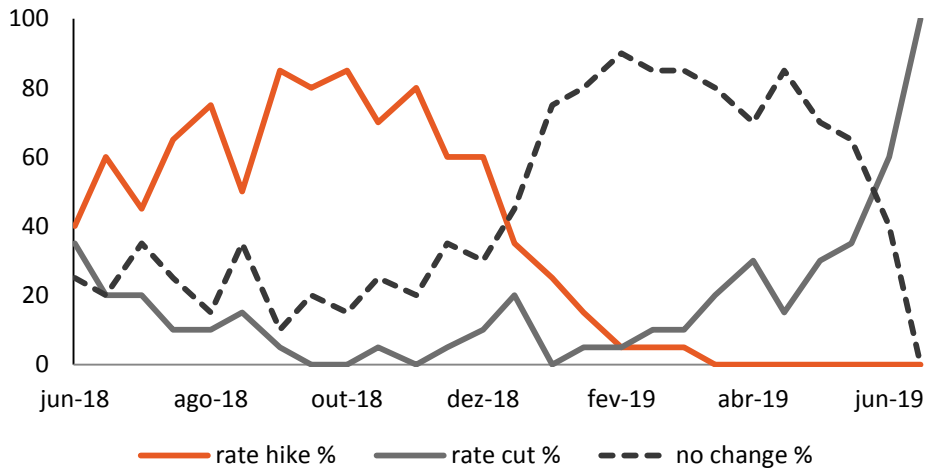
Projecções FED - PIB vs PCE (2019-21)



Fonte: Bloomberg; BiG Research

- As projecções macro-económicas da Reserva Federal acabaram por rever em baixa de forma significativa o nível de inflação para o ano vigente (de 1,8% para 1,5% actual).
- As projecções para o crescimento da economia americana até 2021 mantiveram-se praticamente idênticas, algo que nos parece um cenário excessivamente optimista pelo FED.

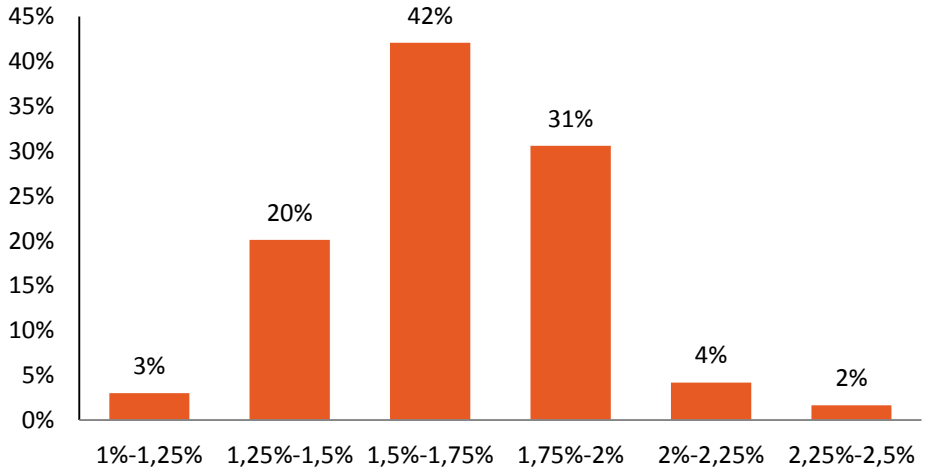
Evolução Probabilidade mudança Taxas (Julho)



Fonte: Bloomberg; BiG Research

- As últimas minutas do FED ditaram assim um violento reposicionamento em torno da probabilidade de alteração da taxa refi pelo FED...
- ...estando já incorporado no mercado uma probabilidade de 100% para um corte da taxa refi já na próxima reunião da FED em meados de Julho.

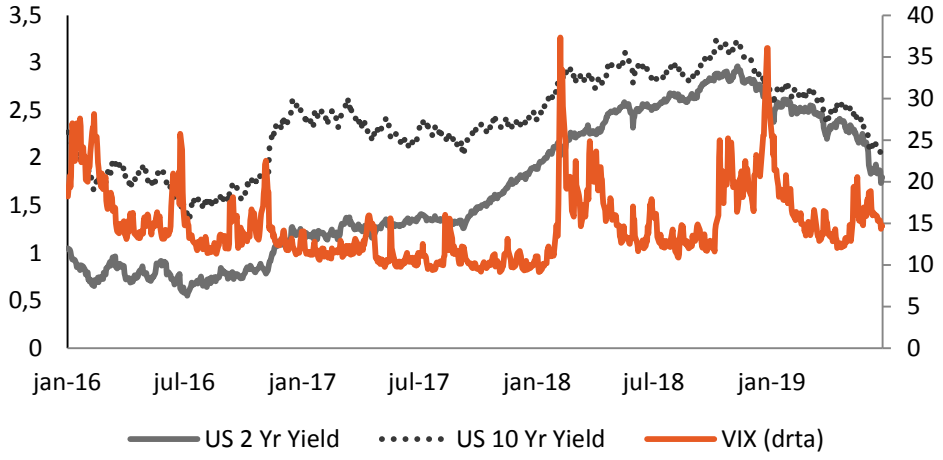
Market Pricing - FED Funds Rate 2019YE



Fonte: Bloomberg; BiG Research

- Ainda assim, o mercado parece descontar que o FED será mais agressivo do que as minutas deram a entender...
- ...Com efeito, o mercado desconta já dois cortes de taxa de juro até final do ano (-50 p.b.) e atribui uma probabilidade já acima de 70% para um eventual terceiro corte da refi (em -25 p.b.) ainda em 2019.
- Um intervalo para a taxa directora 1,5% - 1,75% (vs 2,25%-2,5% actual) só nos parece viável no cenário de um violento *slow down* e/ou recessão da economia americana no curto prazo.

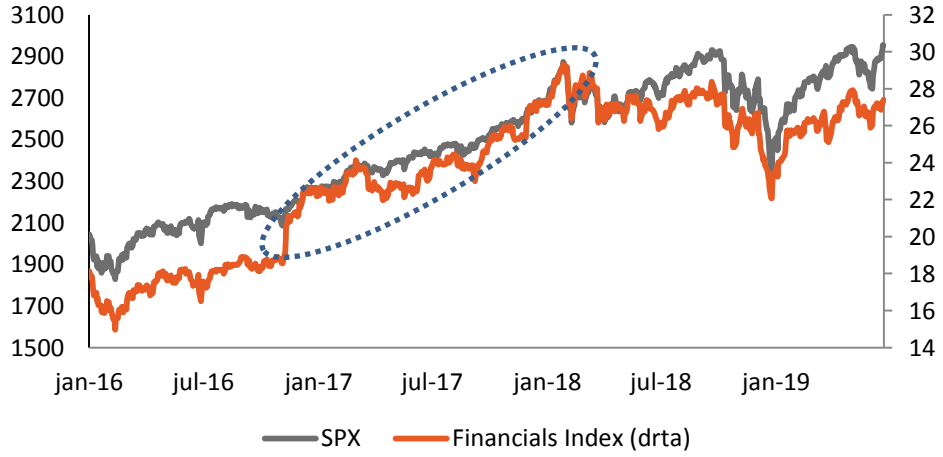
Taxas de juro EUA vs VIX



Fonte: Bloomberg; BiG Research

- O *spike* recente do indicador de volatilidade ficou bastante aquém dos máximos observados no ano transacto, o que denota alguma complacência do mercado face à intensificação dos riscos comerciais vigentes.
- A quebra sem precedentes da taxa de juro sem risco nos EUA deve-se exclusivamente à alteração da retórica do FED e não por um movimento de *flight to safety* pelos investidores.

SPX vs Financials Index



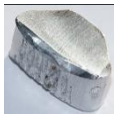
Fonte: Bloomberg; BiG Research

- Após um rally significativo do sector financeiro ao longo de 2017, acreditamos que poderemos voltar a assistir a um movimento deste género, pelos dois cenários descritos infra:
- <u>Cenário macro negativo:</u> violenta quebra das taxas de juro de curto prazo acentua-se com eventual *easing* agressivo do FED, o que motivaria inclinação da yield curve nos EUA – traduzindo um movimento favorável para o sector financeiro.
- <u>Cenário macro positivo (base):</u> *price-action* recente dos activos financeiro exacerbado e taxas de juro de longo prazo voltam a subir com *repricing* das expectativas de inflação e de crescimento;

2.4.1 Trade War – Timeline em imagens

ACTION

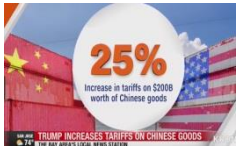
1



2

FEV/18 | ABR/18 | JUN/18 | AGO/18 | OUT/18 | DEZ/18

REACTION



3

JAN/19 | FEV/19 | MAR/19 | ABR/19 | MAI/19 | JUN/19

2H19?

4

US-CHINA Trade War

Conflito geopolítico & Ideológico

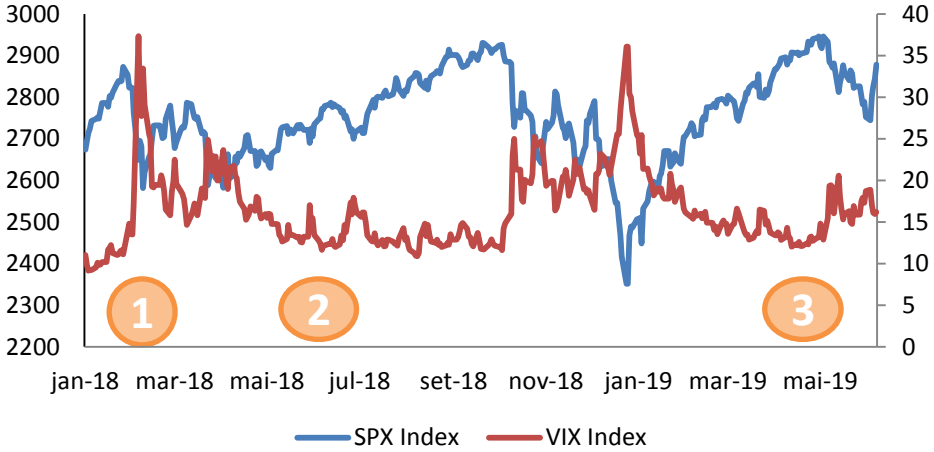
1 **Imposto US sobre bens específicos;**
Tarifas s/ USD 60 Bn Imports

2 **Imposto US sobre bens consumo**
US: Tarifas s/ USD 200 Bn Imports China
CHINA: Tarifas s/USD 110 BN Imports US

3 **Sanções Huawei**
Corrida ao 5G e supremacia tecnológica
China limita exports de materiais raros;

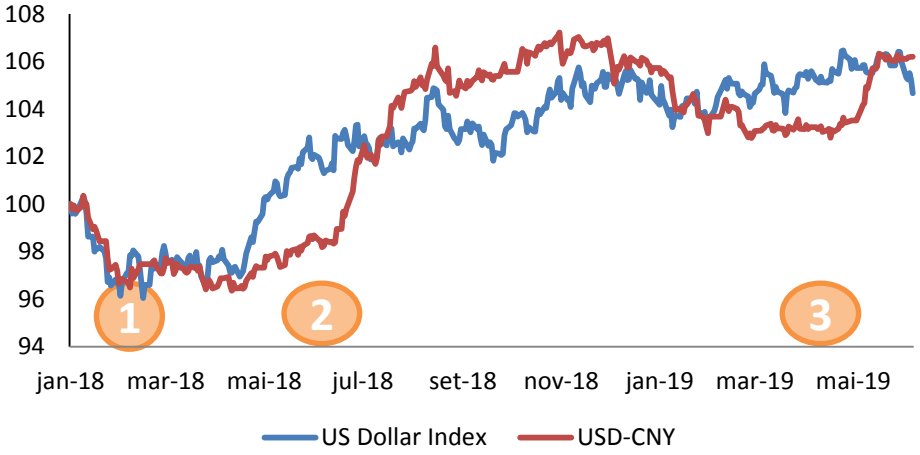
4 **2H2019?**
Conflito e/ou tensões energéticas?
Manipulações cambiais?
Cenários possíveis (slide 12)

SPX & VIX Index



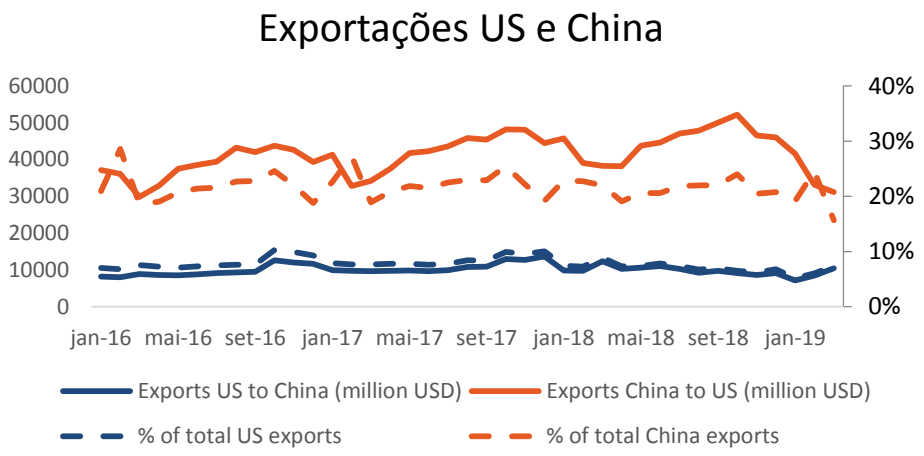
Fonte: Bloomberg; BiG Research

US Dollar Index & USDCNY

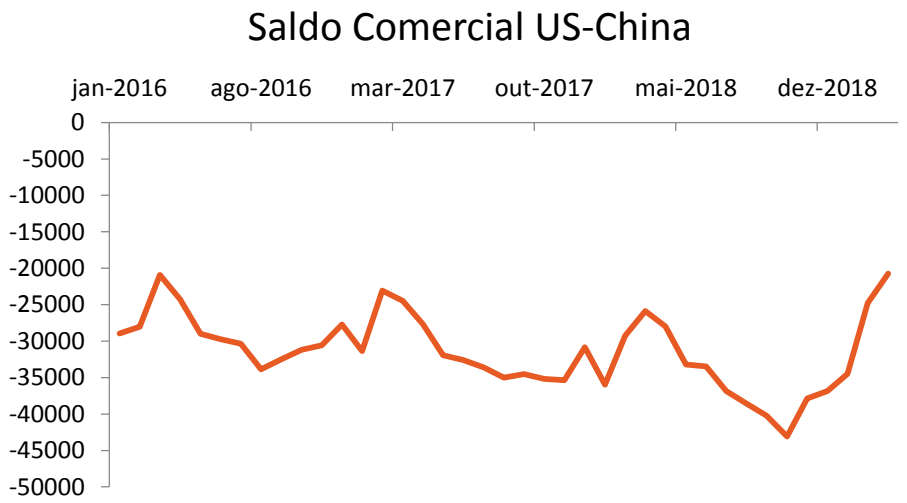


Fonte: Bloomberg; BiG Research

2.1.3 Saldo Comercial US-China



Fonte: CENSUS; NBS; BiG Research



Fonte: CENSUS; NBS; BiG Research

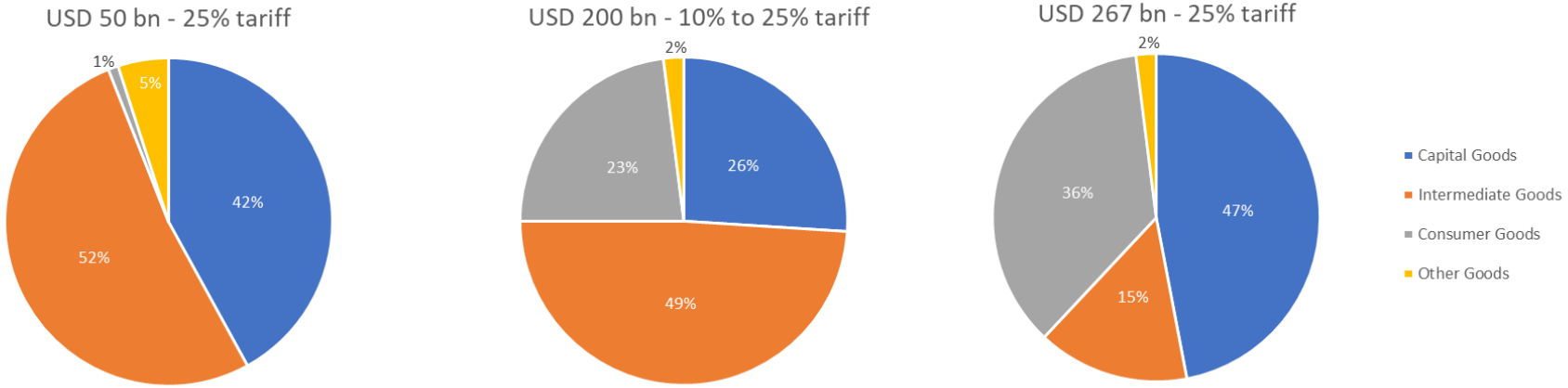
- A trade war entre Estados Unidos e China tem-se vindo a intensificar ao longo dos últimos meses. Trump, seguindo a sua lógica de protecionismo, aumentou sucessivamente as tarifas sobre bens importados da China, promovendo a ideia de que a medida levaria à supremacia americana sobre a China.

- A reação a esta política foi evidente, com as exportações dos EUA para a China a diminuir significativamente em meados de 2018 devido à retaliação chinesa face a estas imposições, mas a recuperar nos últimos meses deste ano.

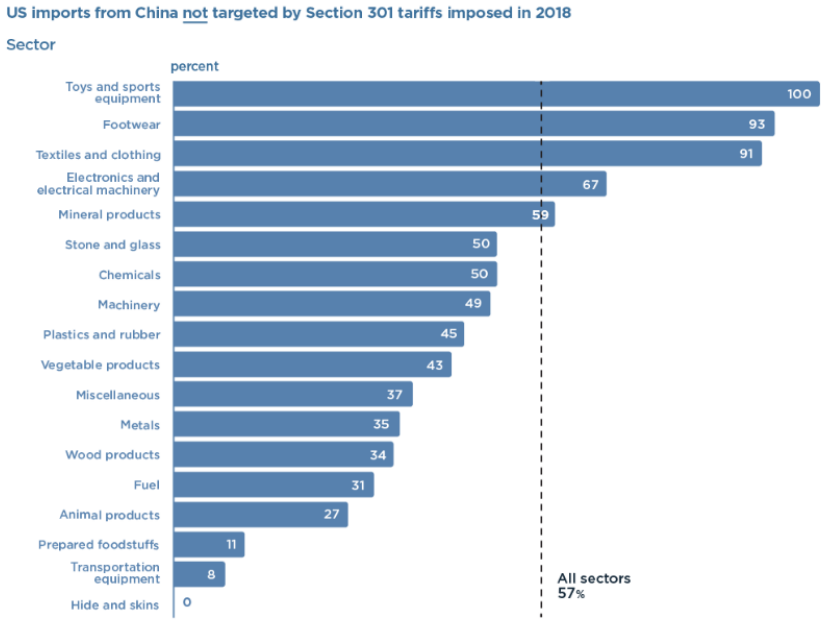
- Aquando da implementação destas medidas em 2018 registou-se um impacto negativo que aumentou o défice da balança comercial norte-americana. Nos últimos meses verificou-se um estreitamento deste défice, devido à menor importação de produtos automóveis e de telecomunicações da China.

- É importante referir que, em última instância, estas medidas prejudicaram maioritariamente as empresas e consumidores americanos, que suportaram a maioria dos custos desta política sob a forma de impostos ou preços mais altos. A China continua a ser o parceiro número um dos EUA. Em 2018, as exportações da China aumentaram 7%, mas no último trimestre registou-se uma descida de 9% dos trading flows entre EUA e China, evidenciando o impacto das tarifas.

US tariffs impact



Fonte:USITC; International Trade Centre; USTR; BiG Research



Fonte: PIIE; BiG Research

- Após várias tentativas de negociação falhadas entre a administração de Trump e o governo Chinês, sucederam-se as ameaças do presidente norte americano, que insiste em aumentar as tarifas sobre os bens importados da China, abrangendo importações no valor de 267 bn. Apesar de a medida ser anunciada como benéfica para a fortificação da balança comercial americana, esta é na verdade altamente prejudicial para as famílias, uma vez que os bens intermédios seriam os mais afetados com a extensão das tarifas a um maior volume de importações. Estima-se que o impacto anual sobre o rendimento de uma família ronde os $270.

- Após a reunião entre Trump e Xi Jinping durante o G20, em que Trump cedeu ao congelamento de medidas adicionais até um acordo entre os dois países ser celebrado, espera-se um recuo do presidente americano quanto às suas políticas comerciais.

1 **Restrição da exportação de minerais raros**

A China, sendo o exportador de 80% dos minerais raros no mundo, ameaça banir os EUA da sua lista de países importadores. Esta medida, se imposta, irá afetar seriamente a manufatura de produtos tecnológicos e, consequentemente, a sustentabilidade das big tech americanas.

2 **Desvalorização CHY**

Com o agravamento da US-China trade war, Beijing está agora a considerar retaliar através do uso de instrumentos monetários. A China detém USD 1,12 tn (5% da dívida total dos EUA) em obrigações americanas. Em Março verificou-se uma descida de USD 10,4 bn, mas o efeito na economia dos EUA foi limitado, tal como esperado. O mesmo aconteceu em 2015, aquando da venda de ~1 tn de obrigações americanas.

3 **Venda de US Treasuries**

Uma eventual venda massiva destas obrigações por parte da China levará à desvalorização dos bonds americanos e, consequentemente, ao aumento das yields. Adicionalmente, se a China converter os lucros da venda para yuan, a moeda chinesa valorizaria em relação ao dólar.

Dados os efeitos nefastos causados por esta ação, esta ainda é vista como um último recurso na resolução deste conflito internacional.

4 **Tech War?**

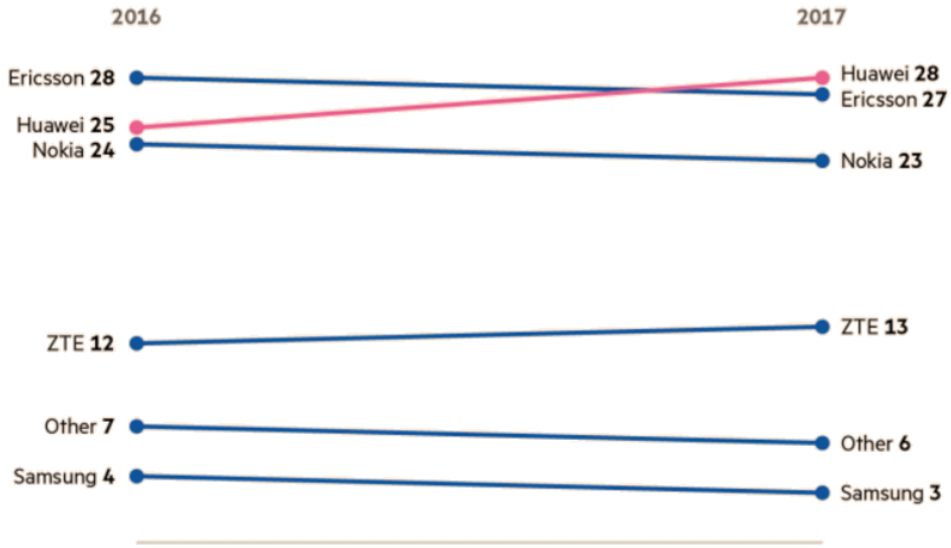
5 **Colapso das importações de energia**

6 **Influência negativa sobre empresas americanas na China**

7 **Geopolítica**

Com um potencial aumento do PIB de 500 bn e a criação de mais de 3M de postos de trabalho para o país que ganhar a corrida do fornecimento do serviço 5G, a guerra entre os EUA e a China está mais intensa do que nunca. A disputa decorre não só dos benefícios económicos, mas também de fatores geopolíticos, uma vez que o detentor desta tecnologia terá acesso a uma quantidade massiva de dados e controlo sobre todas as telecomunicações. Os EUA temem agora sair perdedores e serem futuras vítimas de uma Cyber war.

A Huawei, na vanguarda da investigação da tecnologia 5G, prepara-se para ser o fornecedor líder a nível mundial. Apesar da recente exclusão da empresa do solo americano, a China continua a lutar pelo monopólio do 5G.



Source: IHS Markit

Acordo US – China

Estados Unidos e China chegam a acordo durante o G-20

- Incerteza quanto a medidas comerciais mantém-se alta
- Ameaça de novas tarifas sobre importações do México não se concretiza

Diferimento Acordo

Tarifa de 25% sobre $250 bn de importações da China

- Sem acordo, mas sem agravamento do cenário atual
- Ameaça de tarifas sobre todos os produtos importados da China mantém-se, mas não chega a ser implementada
- Ameaça de tarifas sobre produtos importados do México não se concretiza

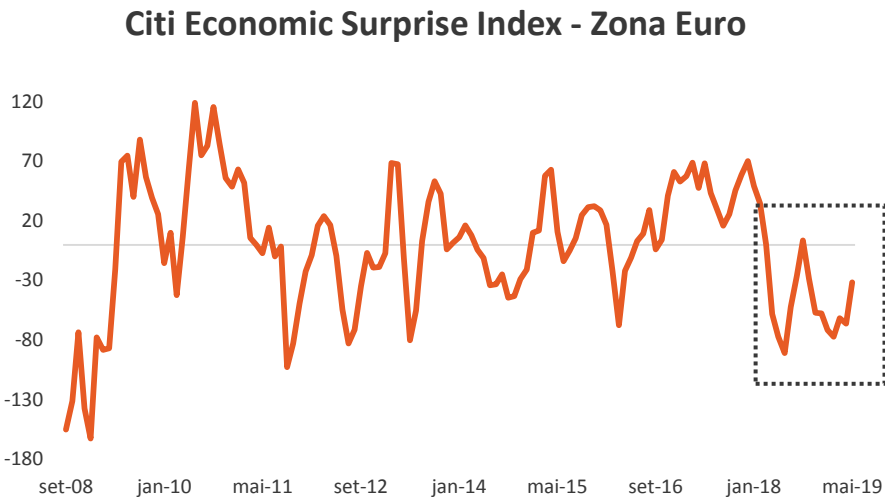
Intensificação Trade War

Tarifa de 25% sobre todas as importações da China

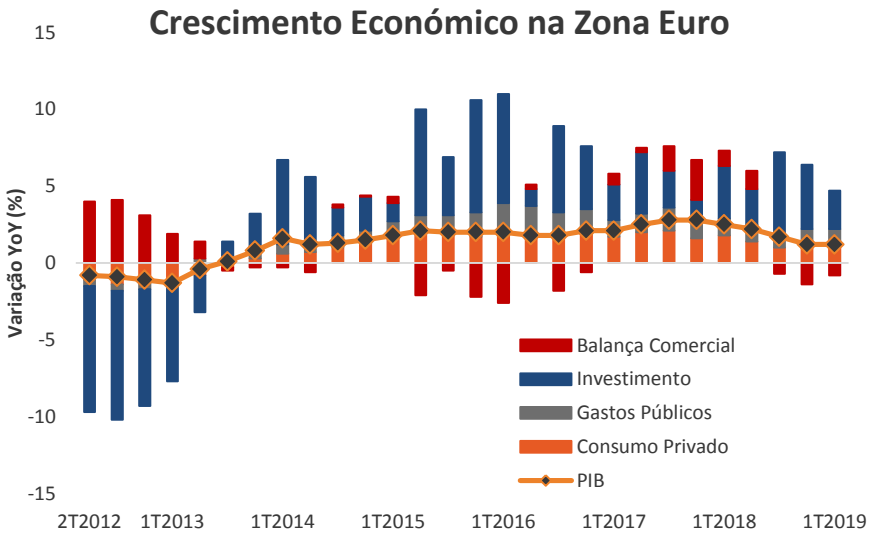
- Relações comerciais com a China continuam instáveis e com tendência para intensificação do conflito
- Ameaça de tarifas sobre produtos importados do México não se concretiza

Cenários	Probabilidade	Classe de Ativos					
		Equity (SPX)	Dívida (Treasuries 10Y)	USD	Commodities		
					Ouro	Crude	Produtos Agrícolas
Acordo US-China	25%	↗	↓	↓	↘	↗	↑
Diferimento Acordo	50%	↘	→	↗	→	→	→
Intensificação Trade War	25%	↓	↗	↑	↑	↘	↘

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



Fonte: Citigroup Global Markets Inc; Bloomberg; BiG Research



Fonte: Eurostat; Bloomberg; BiG Research

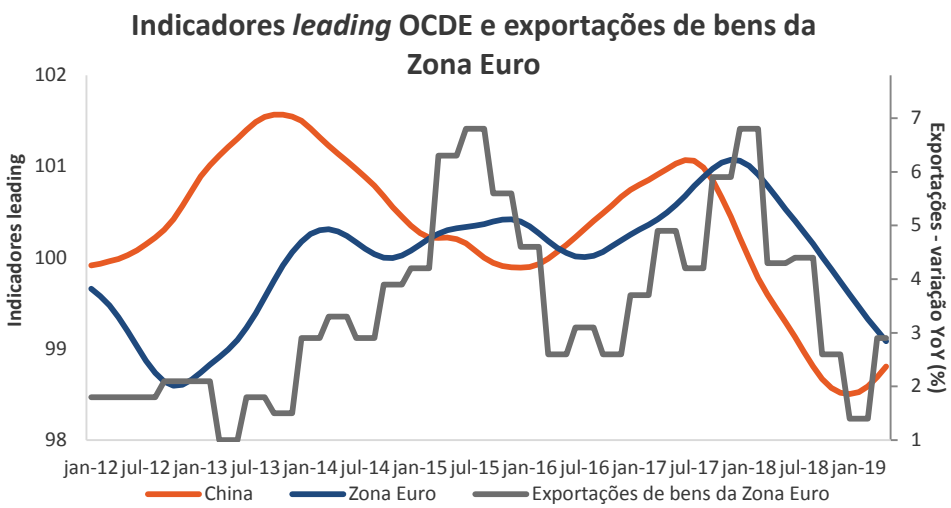
- O Citi Economic Surprise Index referente à Zona Euro atravessa o mais longo período em terreno negativo desde a crise financeira de 2008. O facto de os indicadores económicos divulgados estarem, no seu agregado, consistentemente abaixo das estimativas desde Abril de 2018 sugere que o abrandamento económico é bastante mais pronunciado do que os economistas sondados recorrentemente têm previsto.

- Tomando em consideração o facto de as taxas de juro estarem em mínimos históricos, o euro relativamente fraco e o crude a rondar a sua média da última década, a situação revela-se ainda mais alarmante. A Zona Euro, pela sua considerável exposição aos desenvolvimentos geopolíticos externos e por toda a sua complexidade política afigura-se como a mais frágil região do bloco desenvolvido.

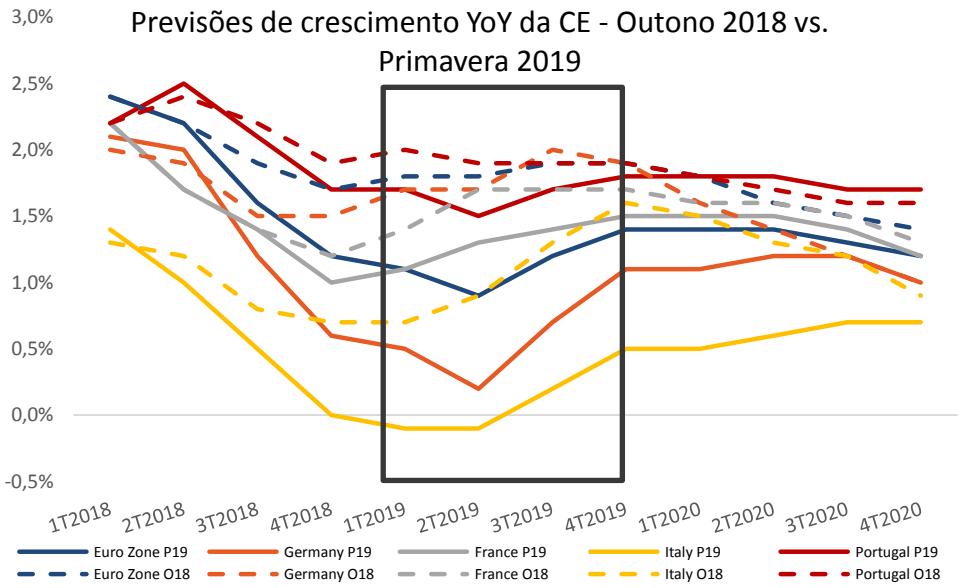
- No primeiro trimestre do ano, a economia da Zona Euro (ZE) expandiu 1,2%, homologamente. O consumo interno manteve-se constante face ao trimestre anterior, contudo para o resto do ano, antecipamos um aumento dos gastos públicos, com vários Estados membros a tentar combater o abrandamento económico pela via orçamental.

- O investimento foi a rubrica que mais se ressentiu, reflectindo as perspectivas cépticas das empresas para a economia global, espelhadas na consistente deterioração dos indicadores de sentimento empresarial.

- Pelo terceiro trimestre consecutivo e não obstante a melhoria de sentimento registada durante os primeiros três meses de 2019, em virtude de um potencial acordo entre EUA e China, a balança comercial voltou a penalizar o crescimento económico.



Fonte: OECD; Eurostat; Bloomberg; BiG Research



Fonte: European Comission; BiG Research

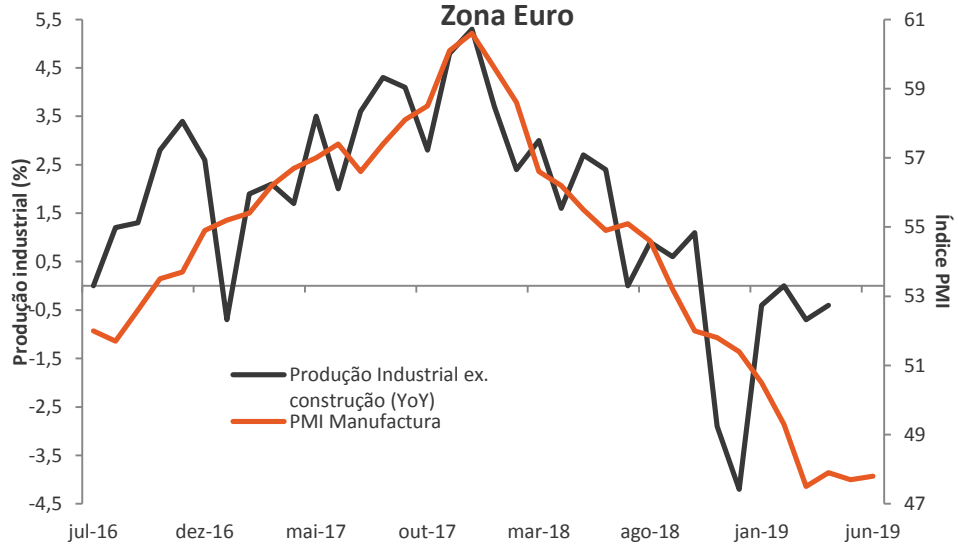
- Excluindo a recuperação verificada durante o período de antecipação do *quantitative easing* do BCE (2015), as perspectivas económicas para a Zona Euro tendem a seguir, com algum atraso temporal, o panorama futuro da economia chinesa. A China é o terceiro maior destino para as exportações da ZE (7%) e, de um modo geral, um barómetro para o comércio internacional. Com um peso de cerca de 45% do PIB, a procura externa representa uma componente crucial para a ZE. A ligeira recuperação da economia chinesa durante o segundo trimestre terá possivelmente permitido uma ténue melhoria. Porém, o novo afastamento entre EUA e China deverá evidenciar a fugacidade deste estímulo para a ZE.

- Para além da procura externa, o quadro macroeconómico europeu é ainda assombrado pelo Brexit e a sua obstrução ao desenvolvimento de novas políticas domésticas para a UE e à incerteza política que ainda subsiste após eleições europeias.

- Apesar de vivermos o sétimo ano consecutivo de expansão económica, em Maio, a Comissão Europeia (CE) reviu em baixa as suas perspectivas de crescimento. Destacando como principal pilar a resiliência da procura interna e como maior ameaça os desenvolvimentos externos, a CE prevê que este ano de maior desaceleração seja contrariado por uma retoma já em 2020, antecipando o apaziguamento de riscos exógenos.

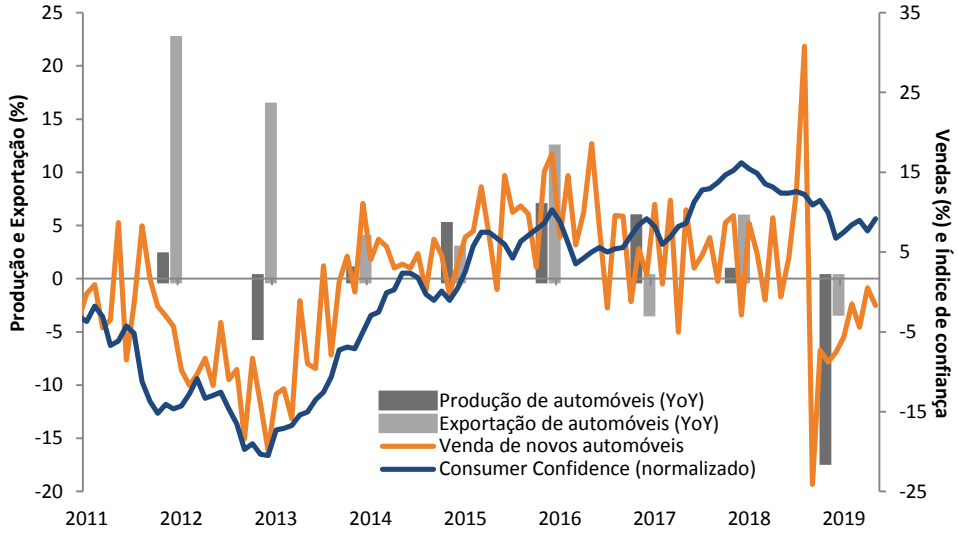
- A melhoria do clima económico global, sentido na UE, não é, por enquanto, evidente, no entanto, acreditamos que, com o *timing* certo, eventuais estímulos orçamentais apoiados por prováveis novas medidas monetárias não-convencionais expansionistas possam, de facto, desencadear uma temporária recuperação do sentimento e crescimento económico na Zona Euro.

Produção industrial e actividade manufactureira na Zona Euro



Fonte: IHS Markit; Eurostat; Bloomberg; BiG Research

Indústria automóvel na Zona Euro



Fonte: Eurostat; European Commission; ACEA; Bloomberg; BiG Research

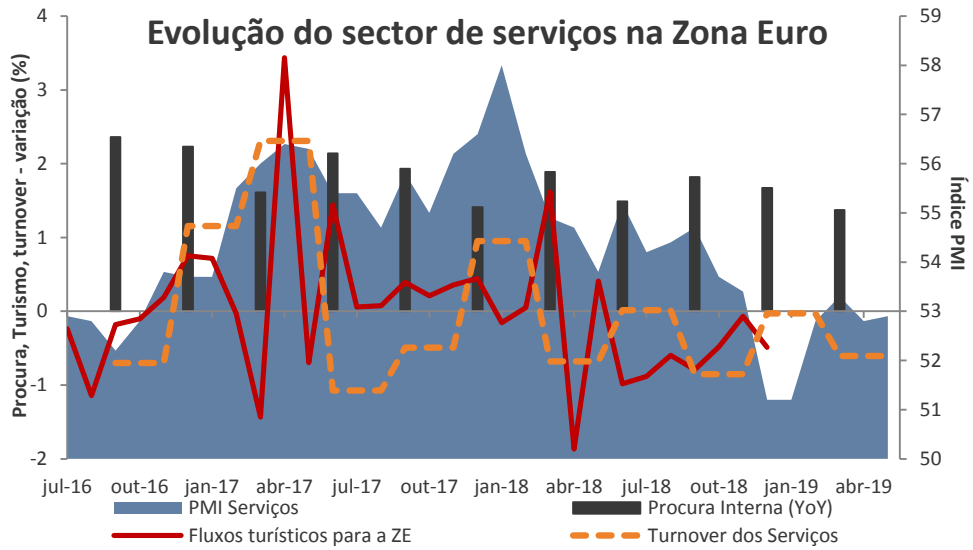
- Em plena escalada protecionista, o indicador PMI de actividade manufactureira (tipicamente a mais cíclica de todas) na ZE encetou uma queda praticamente ininterrupta ao longo de um ano e três meses, atingindo um mínimo histórico em Março deste ano (47,5), em indubitável território de contracção.

- O impacto negativo das tensões no comércio internacional vitimou sobretudo a indústria (18% do PIB), com a produção a contrair drasticamente, atingindo o valor mais baixo desde 2009.

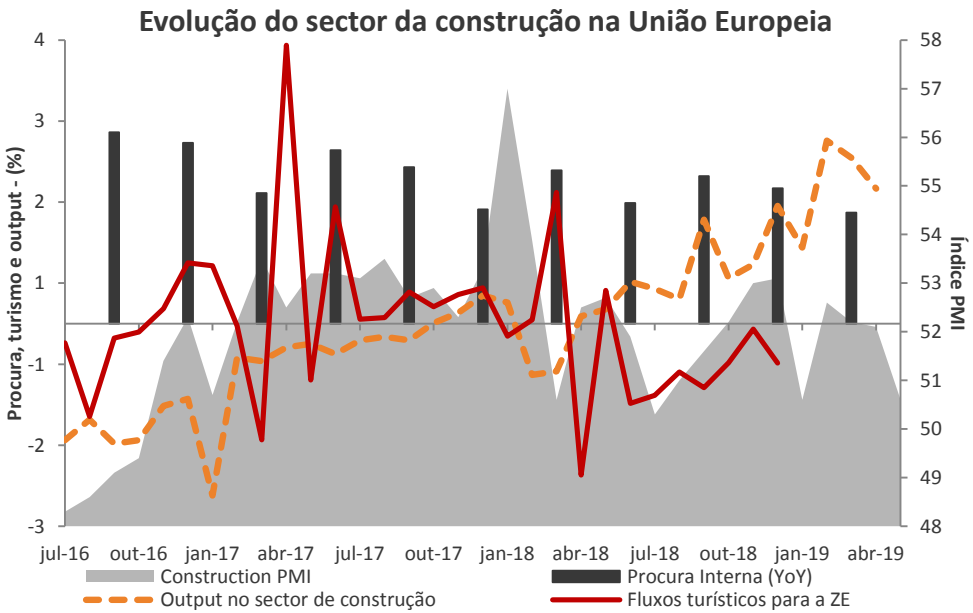
- Uma das componentes industriais mais penalizadas foi a energética, evidenciando o arrefecimento económico europeu e as reservas das empresas europeias em relação à economia.

- O posicionamento protecionista de Trump causou não só a deterioração do sentimento económico a nível global e, em particular, na China (2º maior destino de automóveis europeus) como também visou directamente as exportações automóveis para os EUA. Enquanto maior importador de automóveis provenientes da Europa, os EUA pretendem equilibrar a balança comercial com a UE neste segmento. Trump adiou a imposição de novas taxas alfandegárias sobre estes produtos durante um período de seis meses, para que se consiga negociar um acordo, sugerindo inequivocamente que algo terá de mudar e deixando antever que dificilmente será em benefício da UE.

- Para além da guerra comercial, outro fenómeno influenciou forte e negativamente a indústria que representa 4% do PIB da UE e emprega 12 milhões de pessoas: a nova regulamentação sobre emissões que obriga a uma ampla revisão do processo produtivo. Por último, a quebra na confiança dos consumidores prejudicou o consumo privado de novos automóveis.

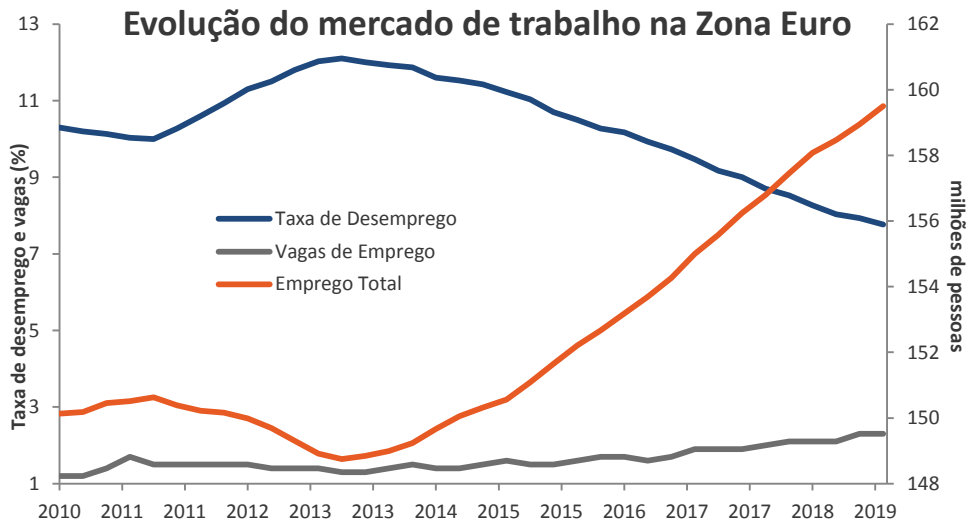


Fonte: Eurostat; IHS Markit; Bloomberg; BiG Research



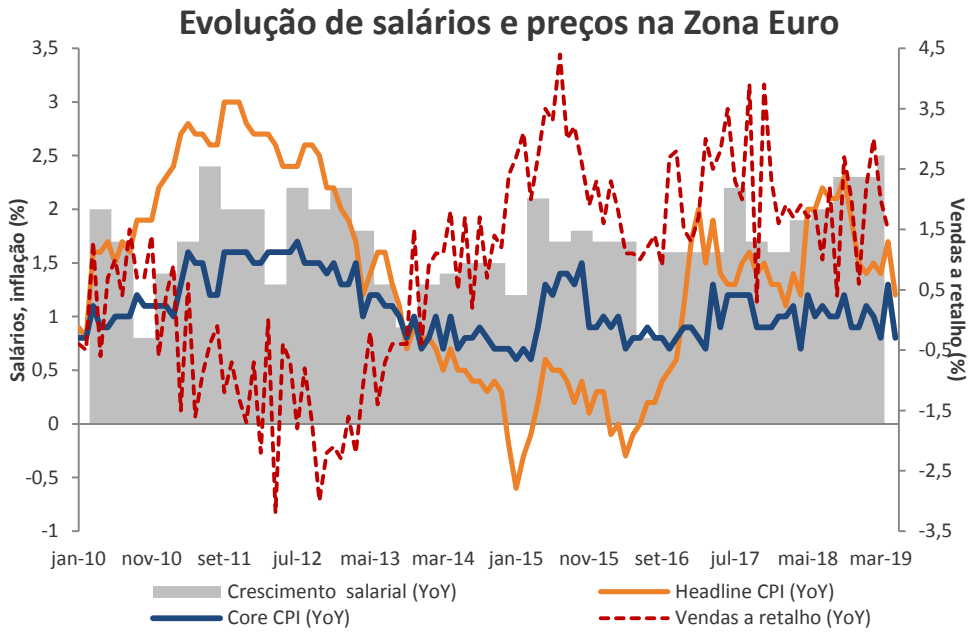
Fonte: Eurostat; IHS Markit; Bloomberg; BiG Research

- Analisando as outras vertentes de actividade económica, identifica-se que a Zona Euro também está abrangida na crescente dicotomia económica entre manufactura e serviços.
- Na ZE, a actividade de serviços, que representa cerca de 73% do do PIB, desacelerou, conforme expectável num cenário de abrandamento económico, porém manteve-se resilientemente em terreno de expansão, alicerçada na estabilidade de procura interna e na continuidade de influxos turísticos. O crescimento destes últimos tem enfraquecido, inibindo a evolução das receitas no sector de serviços, que ainda se mantém positiva.
- Acreditamos que perante uma possível nova e simultânea vaga de estímulos orçamentais e monetários, a actividade económica de serviços estará, por enquanto, suportada.
- O sector mais doméstico da economia e que foi particularmente atingido pela crise financeira – construção (9% do PIB) – tem igualmente mantido uma evolução saudável.
- Para além da procura interna e do turismo – factor particularmente dinamizador do imobiliário em vários países da Zona Euro, também o investimento directo estrangeiro e os programas da Comissão Europeia que visam aumentar a competitividade do sector têm suportado o crescimento das construções finalizadas. Após uma dramática queda entre 2008 e 2014, estas estão agora em máximos da recuperação realizada desde então, sendo necessário voltar a 2011 para encontrar o mesmo nível de *output* na construção.
- Perante a sua conjuntura europeia específica e favorável, a construção posiciona-se, na nossa opinião, como o sector de actividade mais resiliente ao actual abrandamento.



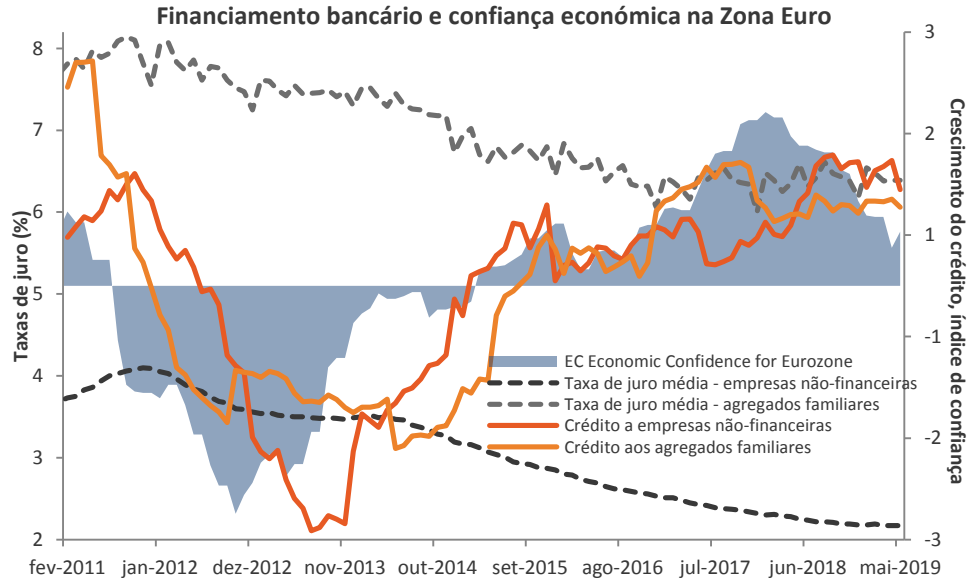
Fonte: Eurostat; Bloomberg; BiG Research

- O mercado de trabalho, tipicamente mais lento a reagir a alterações no ciclo económico, não manifesta ainda sinais relevantes de abrandamento.
- A taxa de desemprego na Zona Euro (actualmente em 7,6%) continua em sucessiva redução, aproximando-se dos mínimos históricos registados em 2008 (7,1%), sem apresentar, para já, valores que sugiram a sua estabilização.
- Não obstante o número de pessoas empregadas estar actualmente em máximos históricos, a taxa de posições vagas continua a aumentar, fazendo prever que ainda há espaço para melhorias no mercado laboral o que, por sua vez, providencia um assinalável alívio na visão moderadamente negativa para a ZE.

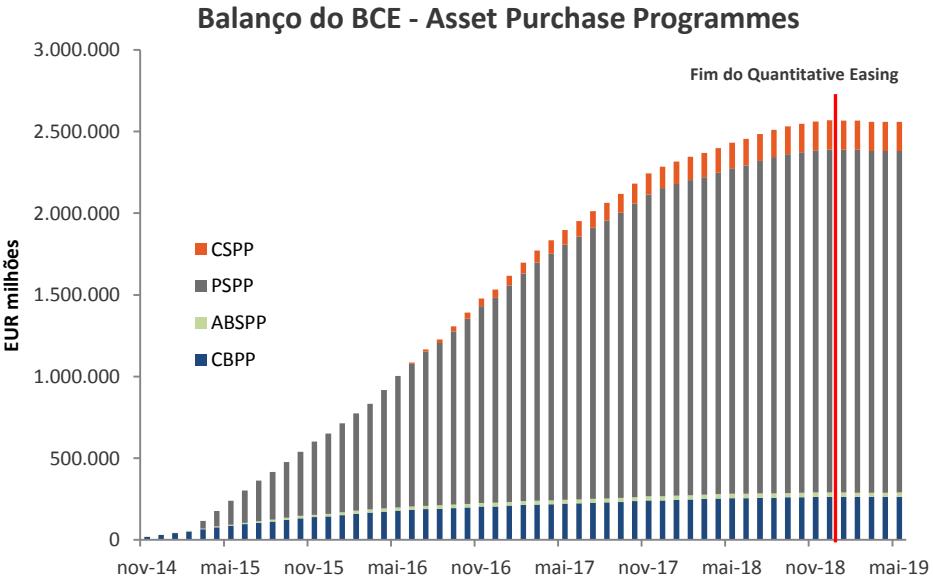


Fonte: Eurostat; Bloomberg; BiG Research

- Em virtude do enquadramento fortemente favorável do mercado de trabalho, o crescimento salarial alcançou no primeiro trimestre o seu nível máximo desde 2010, após uma consistente subida ao longo de todo o ano 2018.
- Apesar do pronunciado abrandamento económico, o crescimento salarial saudável, para o qual não identificamos actualmente motivos de inversão, deverá continuar a suportar o consumo, traduzindo-se num maior volume de comércio a retalho e, em última instância, sustentar a inflação *core* em valores, pelo menos, muito próximos de 1%.
- Já a inflação total, fortemente dependente da componente energética, deverá continuar afastada do objectivo do BCE (2%), ainda que em valores ligeiramente mais acima que os actuais, possivelmente em torno dos 1,5%.

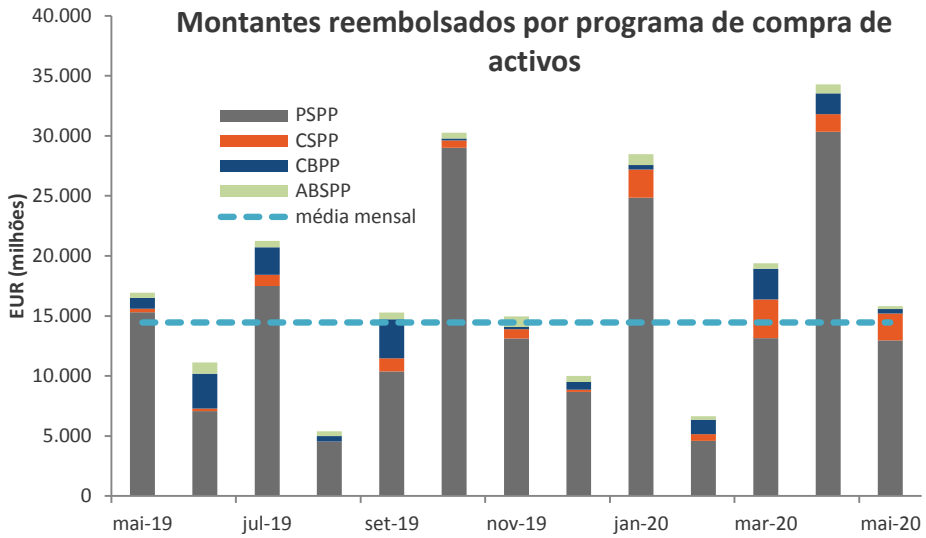


Fonte: European Commission; European Central Bank; Bloomberg; BiG Research



Fonte: European Central Bank; Bloomberg;BiG Research

- O abrandamento económico e a crescente incerteza a nível mundial rapidamente se reflectiram numa quebra da confiança agregada de empresas e consumidores da Zona Euro.
- Não obstante a fraqueza do euro e as melhorias de sentimento global verificadas no último trimestre, o crédtio bancário a empresas não-financeiras está praticamente estagnado desde o início do ano. Por seu turno, os empréstimos dos bancos da ZE aos agregados familiares têm visto o seu ritmo de crescimento abrandar, enquanto a taxa de poupança aumenta ligeiramente, sugerindo um incremento de cautela dos consumidores.
- Este cenário ocorre num momento em que os custos médios de financiamento estão historicamente baixos, reforçando o peso da quebra de confiança económica para a concessão de crédito e para o consumo e investimento privados.
- Após o programa de compra de activos do Banco Central Europeu – particularmente focado em dívida soberana – ter terminado em Dezembro de 2018, Mario Draghi indicou que o banco central manteria a dimensão do seu balanço.
- Na altura, as acções do BCE foram interpretadas como o início de uma mudança de postura para um tom cauteloso e timidamente *hawkish*. Perante uma cada vez mais sublinhada desaceleração económica europeia e uma inflação persistentemente abaixo do seu objectivo, o BCE anunciou o lançamento de um novo programa de financiamento facilitado aos bancos da Zona Euro que efectivamente concedem crédito à economia real (TLTRO III), com início em Setembro deste ano. As subidas de taxa de juro foram relegadas para a segunda metade de 2020, uma data já posterior ao fim do mandato de Draghi.



Fonte: European Central Bank; BiG Research

Spread entre *Corporate Bonds* da Zona Euro e Bund

Fonte: European Central Bank

- Antevendo que tais medidas não seriam suficientes para reavivar a economia da Zona Euro, nomeadamente dada a irregularidade e valor absoluto dos fluxos disponíveis para reinvestimento (vs. média mensal de compras durante QE: EUR 56 mil milhões), Draghi recuperou a sua política "*whatever it takes*" e declarou que o BCE ainda dispõe de um vasto arsenal para estimular a economia. Entre as opções não mutuamente exclusivas estão: um corte de taxas de juro para valores ainda mais negativos, o reinício de um programa de *quantitative easing* e, num cenário mais próximo de "japanização", a compra de acções.

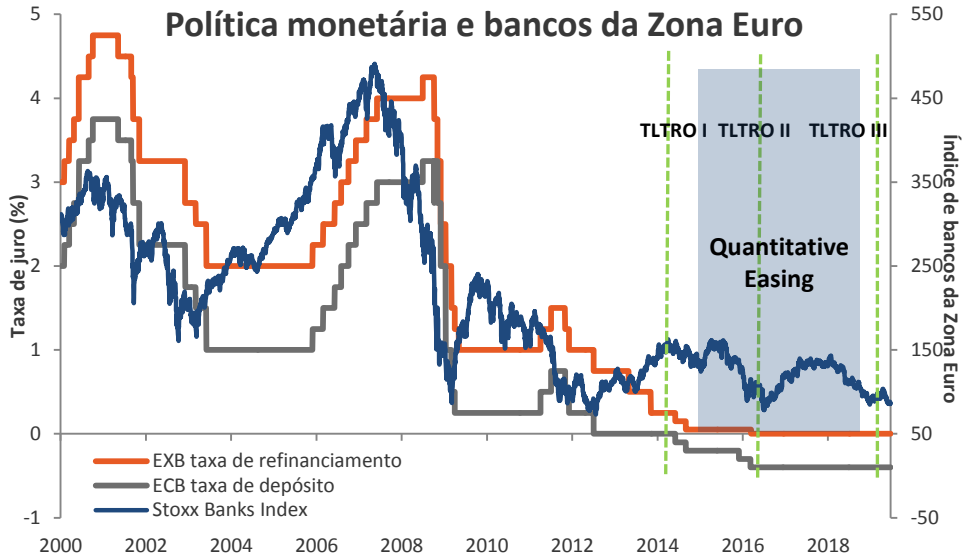
- Visto que o BCE já adquiriu mais de EUR 2 biliões em dívida soberana, já está perto do seu limite de 33% em alguns Estados membros, e que cerca de metade do mercado total de dívida soberana negoceia com *yields* negativas, é possível que um segundo programa de QE incida principalmente sobre o segmento de dívida corporativa (CSPP).

- Neste âmbito, o primeiro programa de compra de activos estabelecia critérios de elegibilidade que excluíam bancos da ZE como emitentes e obrigações com *yields* abaixo da taxa de depósitos do BCE (- 40 p.b.). Em Junho, quase EUR 1 bilião de obrigações corporativas negociavam com *yields* abaixo de zero.

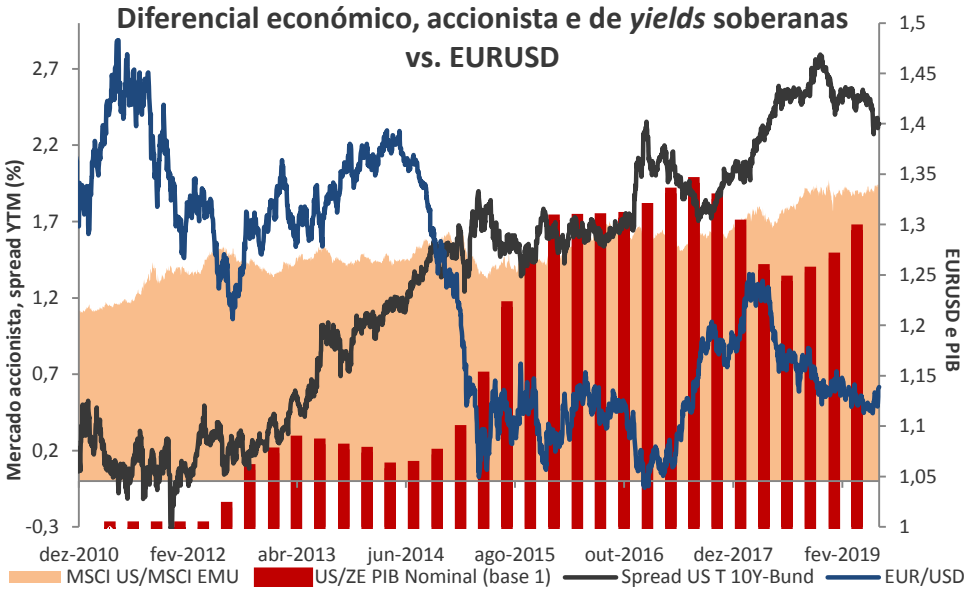
- Perante esta conjuntura, é possível que num novo programa de QE que verse sobretudo sobre o segmento corporativo, o BCE expanda o universo de investimento a obrigações emitidas por instituições bancárias, atenuando o presumível impacto negativo de taxas de juro eventualmente ainda mais baixas.

- Se assim for, o mercado deverá assistir a uma nova vaga de compressão transversal de *spreads* corporativos face a Bunds, em que os bancos poderão ser comparativamente beneficiados.

3.4 Zona Euro – Política monetária (III)



Fonte: European Central Bank; Bloomberg ;BiG Research



Fonte: US Bureau of Economic Analysis; Bloomberg; BiG Research

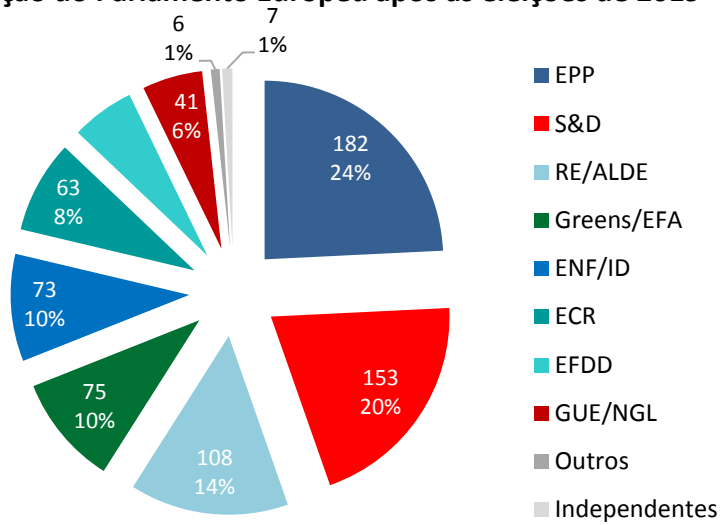
- Ao contrário de um *working paper* do BCE, divulgado em Maio de 2019, que encontra forte evidência para o efeito líquido de taxas de juro negativas não ser prejudicial para a rentabilidade dos bancos, os investidores parecem achar que, pelo menos a longo prazo, existe um impacto fortemente contraproducente.

- As operações TLTRO até ao momento aparentam ter tido um efeito positivo marginalmente decrescente, tal e qual como o programa de *quantitative easing* ao longo do tempo. Com as acções dos bancos europeus perigosamente perto de mínimos históricos desde a criação da UEM, alcançados em plena crise de dívida soberana (2012), e com níveis de avaliação a sólido desconto face à média histórica: P/B -52% e P/E -40%), o BCE poderá querer efectivamente abarcar a banca num próximo CSPP, principalmente se implementar um novo corte de taxas.

- Para além da inegável forte correlação estrutural negativa entre o EURUSD e o *spread* entre *yields* de dívida soberana dos EUA e da Alemanha, outras variáveis reforçam actual fraqueza do euro face ao dólar. O rácio entre a evolução acionista dos EUA e da Zona Euro em máximos sugere que os investidores têm preterido o mercado europeu em prol do norte-americano. Esta presumida decisão é corroborada pela evolução do diferencial entre a dimensão das duas economias.

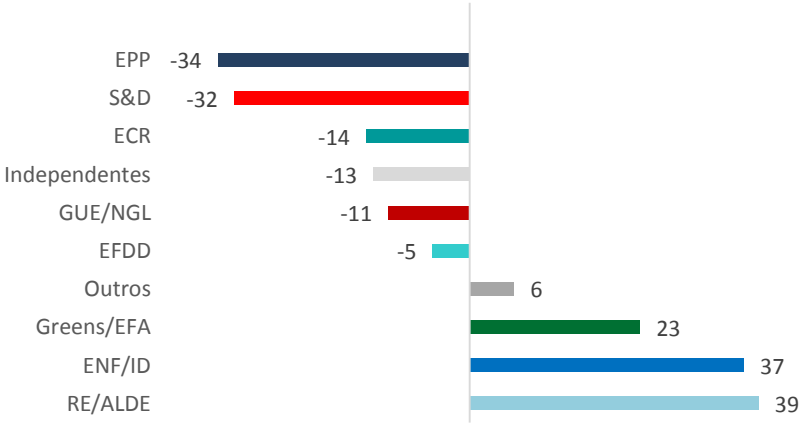
- Ainda que a Fed possa ser ligeiramente menos *dovish* que o antecipado, as *yields* alemãs já aparentam descontar grande parte dos estímulos do BCE limitando, a nosso ver, o espaço para subida do *spread* de *yields*. Em paralelo, o arrefecimento económico nos EUA deverá acentuar-se, enquanto que a política monetária do BCE poderá ainda beneficiar as acções europeias, estreitando o diferencial accionista entre regiões. Antecipamos que o EURUSD acabe o trimestre entre os 1,14 e 1,17.

Composição do Parlamento Europeu após as eleições de 2019



Fonte: European Parliament; BiG Research

Parlamento Europeu - variação de lugares por partido



Fonte: European Parliament; BiG Research

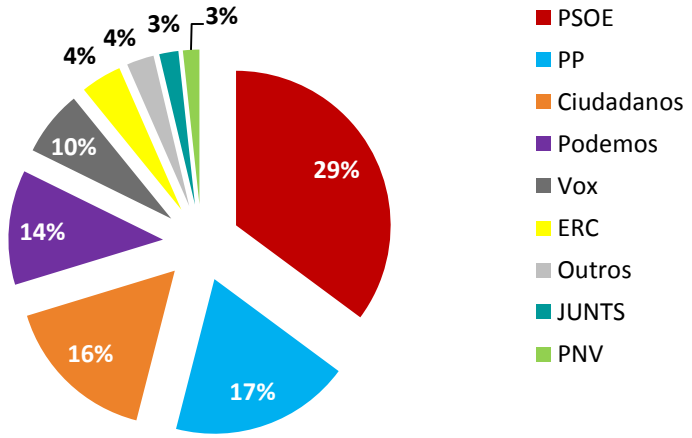
Cargo	Actualmente	Nacionalidade	Fim do mandato
Presidente do Parlamento Europeu	Antonio Tajani	Itália	Jul-19
Presidente do BCE	Mario Draghi	Itália	**Oct-19**
Presidente da Comissão Europeia	Jean-Claude Juncker	Luxemburgo	**Oct-19**
Alto Representante da UE para Negócios Estrangeiros e Política de Segurança	Federica Mogherini	Itália	Oct-19
Presidente do Conselho Europeu	Donald Tusk	Polónia	**Nov-19**

Fonte: Bloomberg; BiG Research

- Nestas eleições europeias a taxa de participação agregada inverteu – pela primeira vez na história – a tendência de queda, subindo de 43%, em 2014, para 51%, em 2019. Os grupos eurocépticos, com ideias mais extremistas e populistas, ascenderam mas não tanto quanto antecipado pelas sondagens, enquanto os dois partidos tradicionais de centro-esquerda e centro-direita perderam a sua maioria, para agora serem complementados pelo partido liberal, com um alinhamento político progressista e favorável a uma maior integração europeia. Destaca-se também a impressionante e importante ascensão dos Verdes, com uma ideologia de alicerce pró-europeu, à quarta maior representação parlamentar.

- Para a presidência da Comissão, proposta pelo Conselho e eleita pelo Parlamento, Frans Timmermans (actual Primeiro Vice-Presidente da CE), promovido pelo S&D, parece ser o único capaz de conquistar o apoio dos três partidos com maioria parlamentar, em detrimento de Manfred Weber (EPP) e Margrethe Vestager (RE/ALDE). Com Merkel a prescindir do seu candidato para a Comissão é provável que procure colocar um candidato alemão na presidência do BCE (nomeado pelo Conselho) ou na presidência do Conselho.

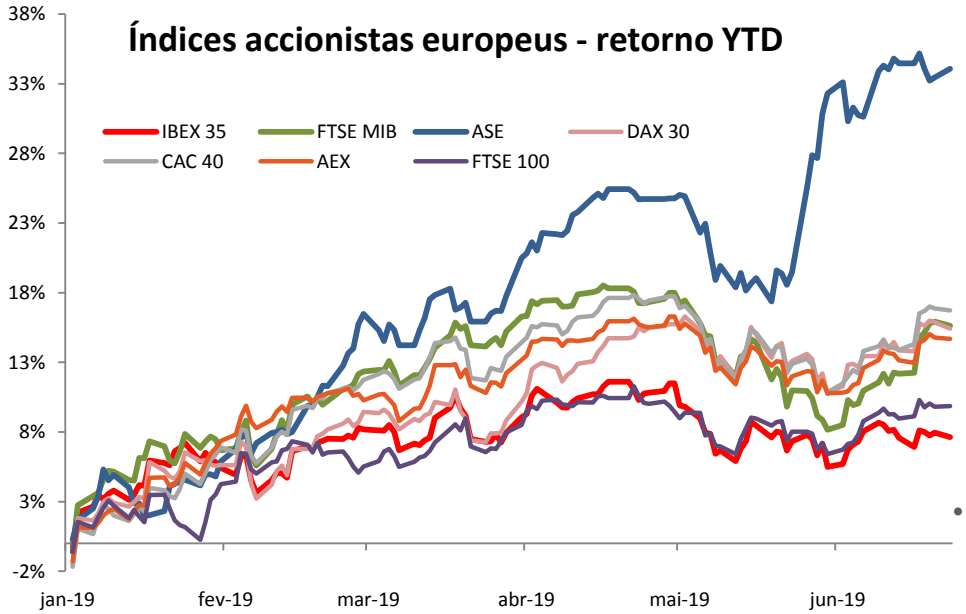
Resultados das eleições legislativas antecipadas em Espanha



Fonte: The Guardian; BiG Research

- Pedro Sánchez, líder do PSOE e actual primeiro-ministro, venceu as eleições legislativas antecipadas que convocou para 28 de Abril, em Espanha. Perante uma ascensão da extrema-direita e uma vitória sem maioria, a coligação mais provável aparenta ser liderada pelo centro-esquerda, mas envolvendo também os Ciudadanos (liberal) e o Podemos (extrema-esquerda).

- O impacto da instabilidade política de um país no seu mercado accionista é bem visível pelo facto de o IBEX apresentar um desempenho inferior a todos os principais índices europeus, mesmo sem um elevado risco político, caracterizado pela ausência de material de cariz eurocéptico.

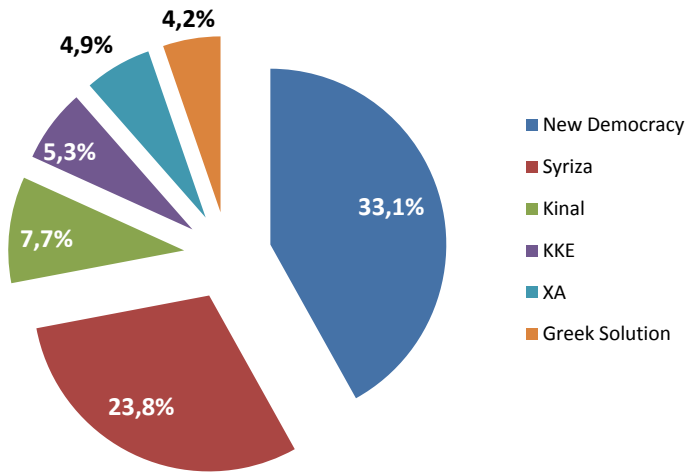


Fonte: Bloomberg; BiG Research

Pedro Sánchez (PSOE); Albert Rivera (Ciudadanos); Pablo Iglesisas (Unidos Podemos)

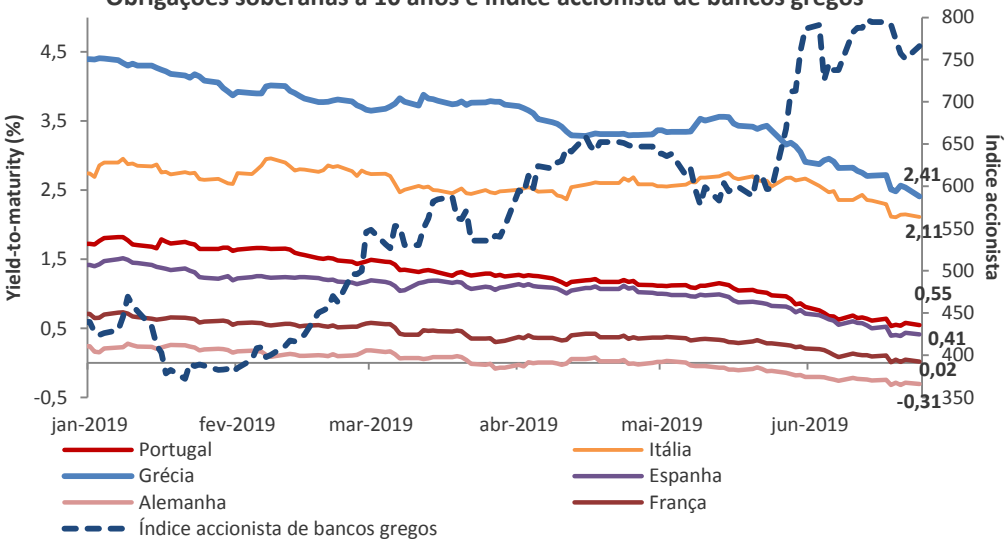
- No extremo oposto do espectro está o índice acionista grego, com uma performance estelar, indiscutivelmente impulsionada pelo resultado das eleições europeias na Grécia.

Partidos gregos mais votados nas eleições europeias



Fonte: European Parliament; BiG Research

Obrigações soberanas a 10 anos e índice accionista de bancos gregos

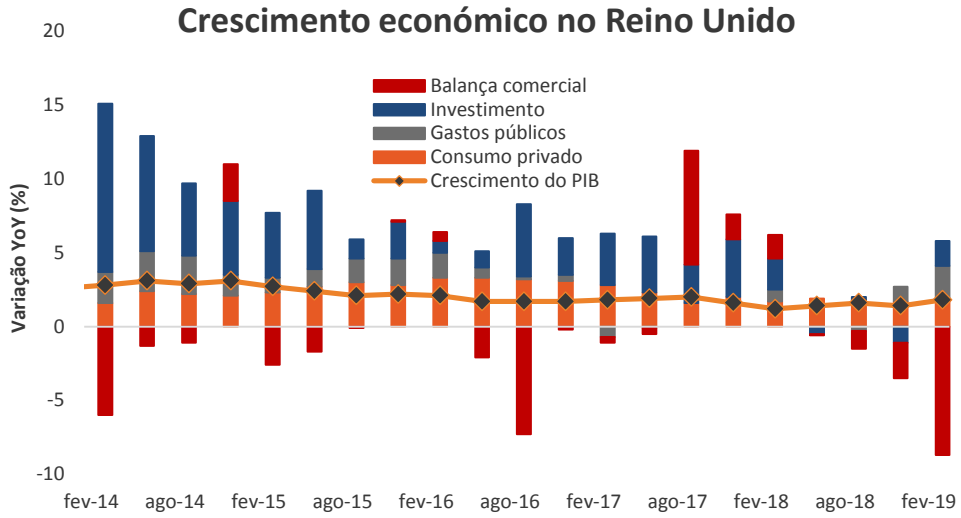


Fonte: Bloomberg; BiG Research

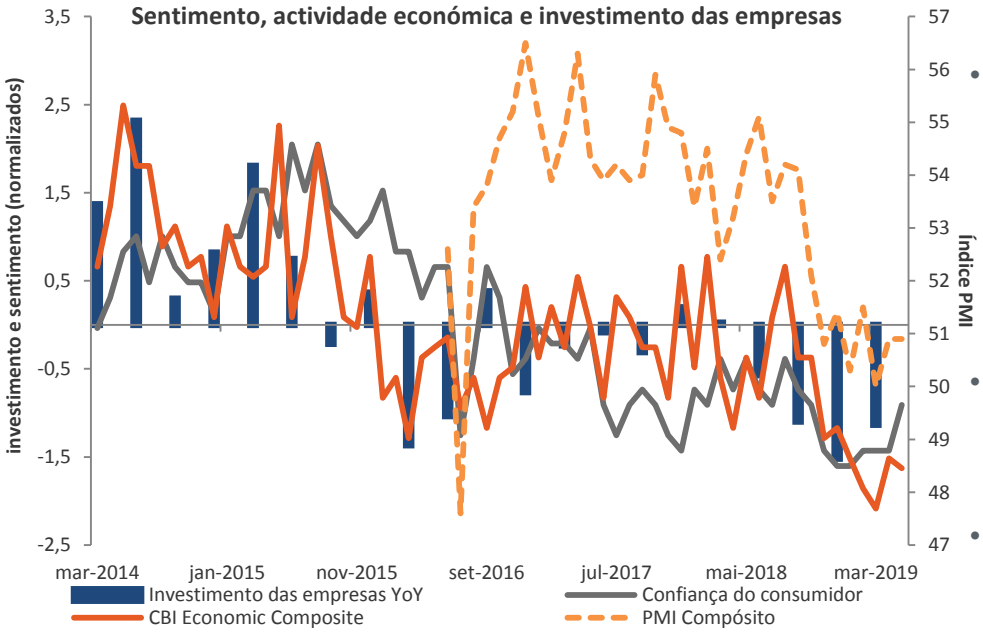
- Nas eleições europeias realizadas na Grécia, a expressiva vitória do partido pró-europeu de direita, Nova Democracia, levou o actual primeiro-ministro Alexis Tsipras a convocar eleições antecipadas, possivelmente para Julho. O índice accionista grego foi catapultado, com os investidores a ignorar o risco sistémico e a manifestar optimismo em relação a uma melhoria das finanças públicas num, agora mais provável, contexto político com maior predominância de um partido com uma visão conservadora e pró-mercado. Em particular, os bancos gregos beneficiaram de uma vigorosa pressão compradora, obtendo uma fascinante valorização desde o início do ano: aproximadamente 74%.

- Igualmente digno de registo foi a evolução das *yields* de dívida grega que, na maturidade a dez anos, retraem quase 200 pontos base desde o início do ano, aproximando-se do actual nível da sua congénere italiana, fortemente castigada pelo percurso errático do actual governo italiano no que diz respeito à execução orçamental e dívida pública.

Alexis Tsipras (Syriza); Kyriakos Mitsotakis (New Democracy)



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



Fonte: UK CBI; IHS Markit; UK ONS; GfK; Bloomberg; BiG Research

- No primeiro trimestre de 2019, as crenças de que um *hard* Brexit era uma possibilidade descartada quase por completo e que um segundo referendo gozava de um incremento probabilístico permitiram uma melhoria temporária de sentimento que se materializou numa aceleração de crescimento económico.

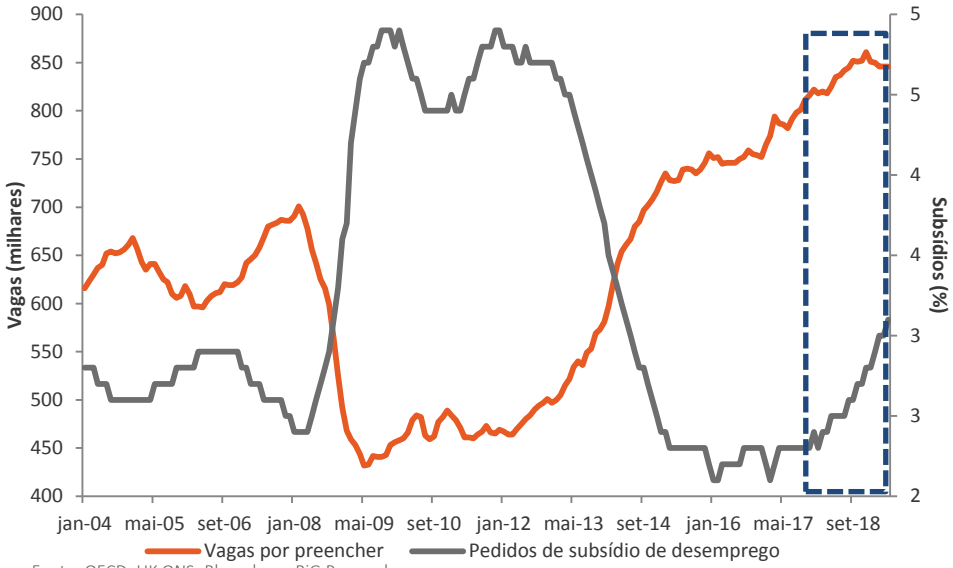
- De forma notável, o investimento total (1,7%) finalmente recuperou, com uma variação claramente positiva após três trimestres de contracção agregada. Um ano destinado a marcar o fim da austeridade no Reino Unido começou com um aumento do consumo público (2,2%), registando o crescimento mais alto desde 2014. O consumo privado (1,9%) manteve uma evolução saudável e em linha com o último ano, ao passo que a balança comercial assistiu a uma pesada evolução negativa, em virtude da maior aceleração da década nas importações, impulsionada pela valorização da libra nos primeiros três meses.

- O tecido empresarial britânico revelou maior cepticismo em relação a uma material melhoria do enquadramento político, polarizado pelo Brexit. A variação do investimento privado permaneceu em terreno negativo, apesar de um ligeiro crescimento, enquanto as perspectivas de crescimento económico, por parte das empresas, reagiram acanhadamente e com atraso.

- A actividade económica, em geral, estabilizou, aguentando-se em terreno de expansão, enquanto a confiança do consumidor recuperou, suportada pela força da libra esterlina.

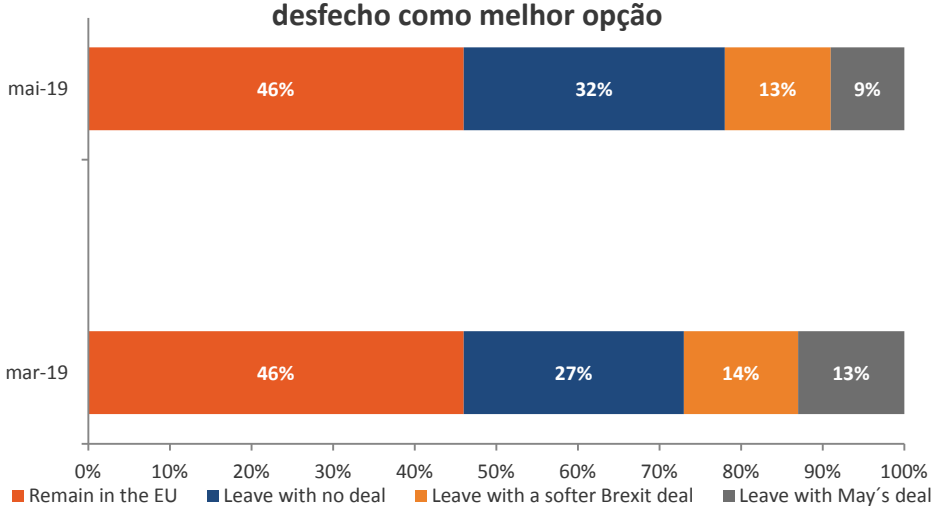
- Acreditamos que com um terceiro trimestre repleto de incerteza política, em função da provável escolha de um controverso novo primeiro-ministro e da sua abordagem radical ao Brexit, o sentimento retomará transversalmente a sua tendência baixista.

Vagas por preencher e subsídios de desemprego



Fonte: OECD; UK ONS; Bloomberg; BiG Research

Percentagem de inquiridos que escolhe determinado desfecho como melhor opção



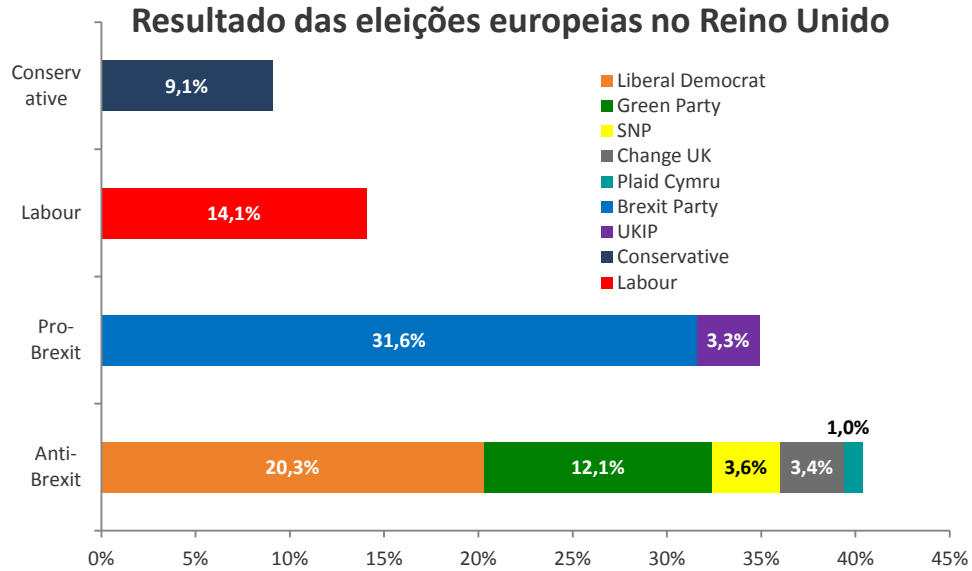
Fonte: UK YouGov; BiG Research
Inquérito realizado para uma amostra heterogénea de 1763 pessoas

- Muito provavelmente desencadeado por um crescente receio em relação ao incerto enquadramento económico do Reino Unido no mundo após o Brexit, um raro fenómeno de crescimento de posições vagas concomitante com o aumento de pedidos de subsídio de desemprego sugere que o Brexit estará a originar uma fuga e consequente escassez de força de trabalho altamente qualificada no Reino Unido.

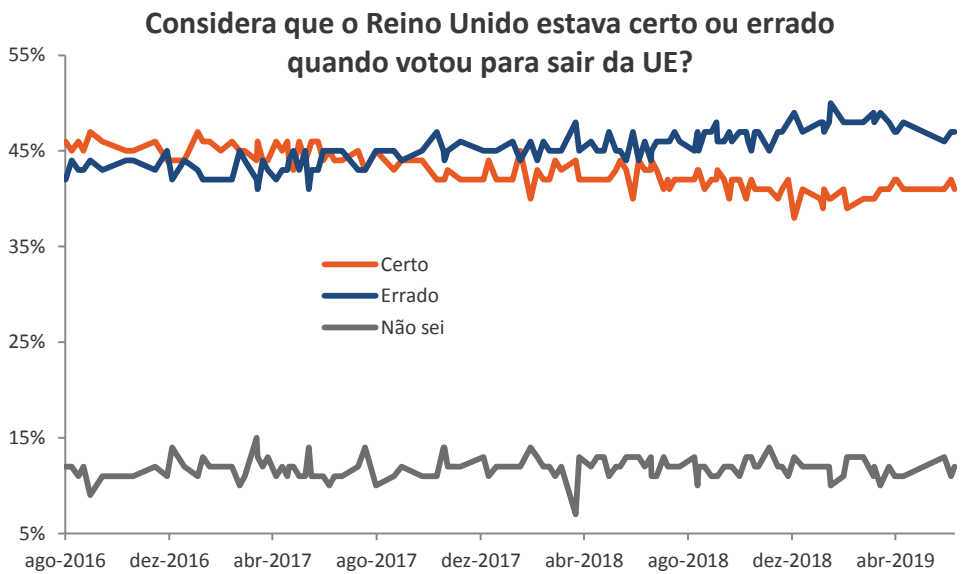
- Se um *hard* Brexit se concretizar, o desinvestimento das empresas poderá levar a um corte de postos de trabalho superior à oferta, podendo inverter a actual tendência benigna do mercado laboral (taxa de desemprego em mínimos de mais de 40 anos [3,8%] e participação em máximos históricos). Por outro lado, um *soft* Brexit ou a permanência na UE poderão motivar uma recuperação económica que acrescente pressão a um mercado já perto do pleno emprego.

- A renovada incerteza após a demissão de Theresa May, uma primeira-ministra com uma posição moderada por comparação a Boris Johnson, candidato mais provável para a sua sucessão na liderança do Partido Conservador e governo britânico, levou a população a assumir uma visão mais extremista em relação à UE.

- Ainda que a permanência prevaleça a opção mais votada, com a mesma percentagem nas duas últimas sondagens, a saída abrupta, segunda alternativa mais escolhida, registou um significativo aumento de popularidade. O conjunto de desfechos intermédios – saída suave com um acordo que permita ao Reino Unido usufruir de um período de transição – é agora menos pretendido pelos sondados, sugerindo alguma exasperação com o impasse causado pelo Brexit.



Fonte: The Guardian; BiG Research
Apenas os principais partidos foram contemplados no gráfico supra.

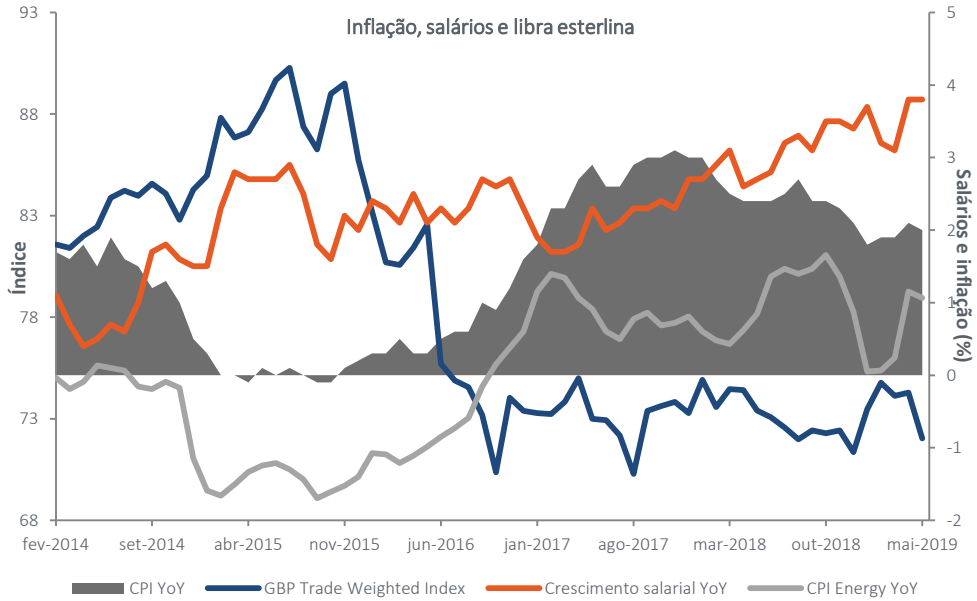


Fonte: What The UK Thinks; BiG Research

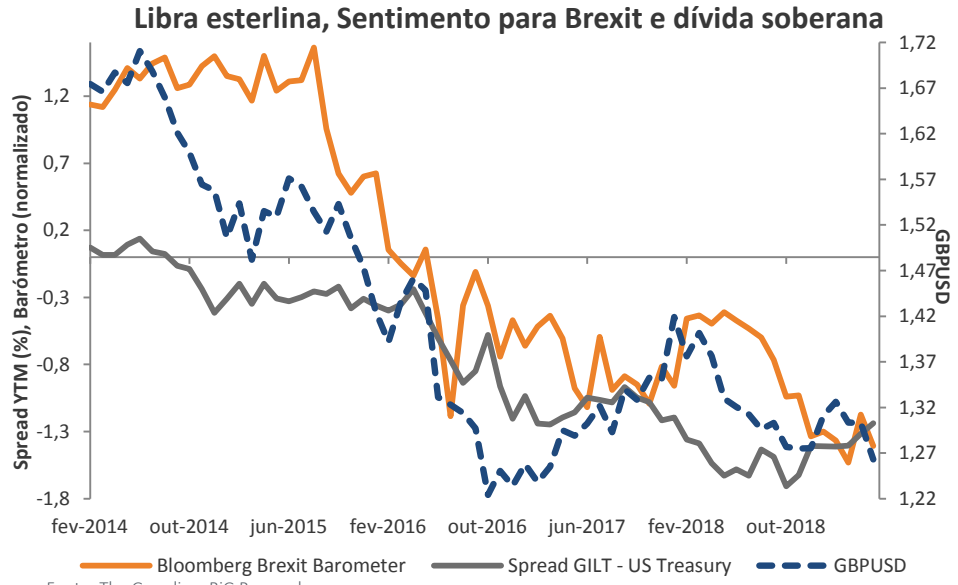
- A compreensível frustração com o Brexit evidenciou-se no resultado das eleições europeias no Reino Unido. Perante uma taxa de participação inferior ao que esperávamos (37%, apenas um ponto percentual acima da verificada em 2014); partidos que partilham visões semelhantes quanto a Brexit não formando coligações; e Conservadores e Trabalhistas a não apresentarem um posicionamento inequívoco em relação ao Brexit, o resultado das eleições acaba por não ser uma aproximação realmente fiável a um potencial segundo referendo, onde a formulação da questão e respectivas hipóteses poderão ser determinante.

- De qualquer modo e não obstante a avassaladora vitória do Brexit Party, a agregação de resultados revela o favoritismo da permanência ou, pelo menos, de um referendo de confirmação.

- O nosso cenário-base de segundo referendo e vitória da permanência, consistentemente mantido durante o último ano, é reiterado mais uma vez pelas sondagens de arrependimento em relação ao resultado do primeiro referendo. 46% dos inquiridos actualmente consideram que a decisão de sair foi errada e 12% ainda não tem opinião construída.



Fonte: UK ONS; Bloomberg; BiG Research



Fonte: The Guardian; BiG Research

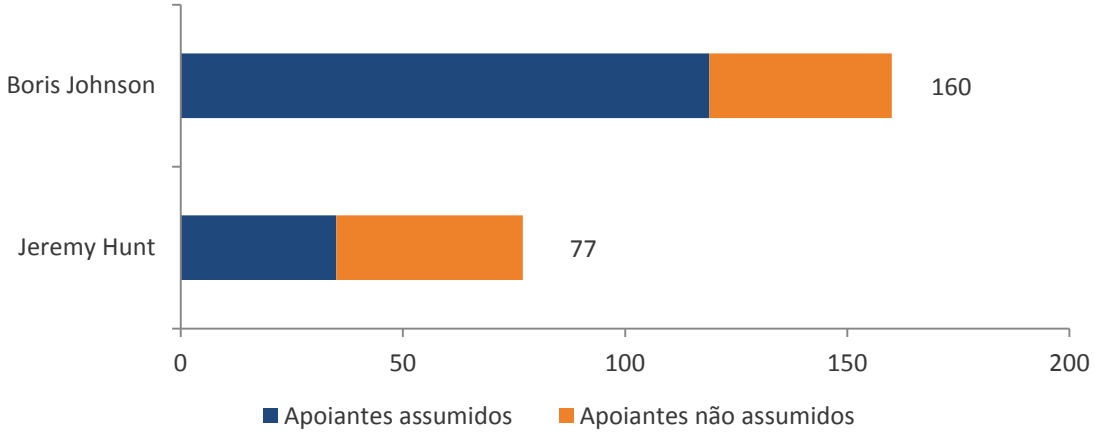
- As principais condições para níveis de inflação total em torno do objectivo de 2% estabelecido pelo Banco de Inglaterra (BoE), acima do qual esta persistentemente se manteve durante aproximadamente dois anos, aparentam estar reunidas de novo.

- Com maior preponderância, a libra esterlina face às principais divisas de comércio internacional voltou a enfraquecer, para níveis não longínquos de mínimos históricos. Simultaneamente, os salários mantêm um robusto crescimento, actualmente quase dois pontos percentuais acima da inflação. A componente energética, principal causa da recente desaceleração de preços, deverá assistir a uma relativa estabilização no próximo trimestre.

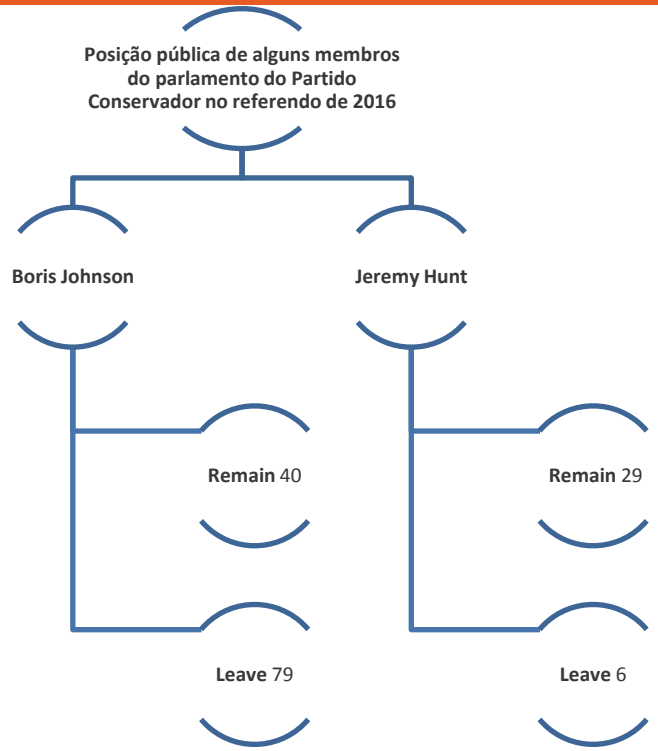
- Apesar de, segundo um prisma estritamente económico, existir um ambiente favorável a uma ligeira alteração de política monetária, os nove membros do comité responsável dentro do BoE têm votado unanimemente para manter o programa de *quantitaive easing* até um montante de GBP 435 mil milhões de obrigações soberanas e GBP 10 mil milhões de dívida corporativa, desde a sua criação em Agosto de 2016. Igualmente desde a subida para 75 pontos base (Agosto de 2018), a manutenção da taxa de juro neste nível tem sido unânime. Como razão para a manutenção da política monetária o BoE tem recorrentemente apresentado a incerteza gerada pelo Brexit.

- Perante um banco central, para já, forçado a não agir, as *yields* de dívida soberana britânica e a libra deverão continuar a variar em consonância com o sentimento em relação a Brexit, que entretanto já está em valores inferiores aos pós-referendo, reflectindo um inquestionável incremento de incerteza e maior probabilidade de uma saída abrupta.

Apoio declarado aos dois candidatos finais à liderança do Partido Conservador

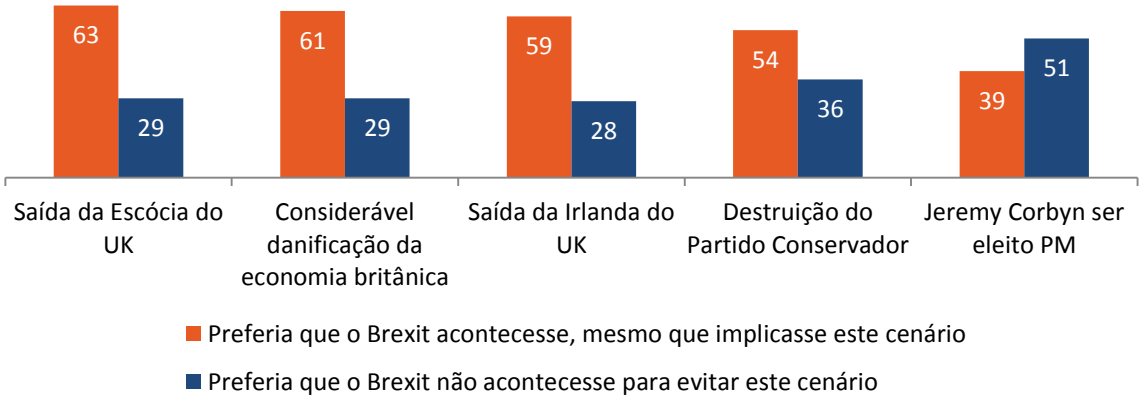


Fonte: Financial Times; BiG Research



Fonte: Financial Times; BiG Research

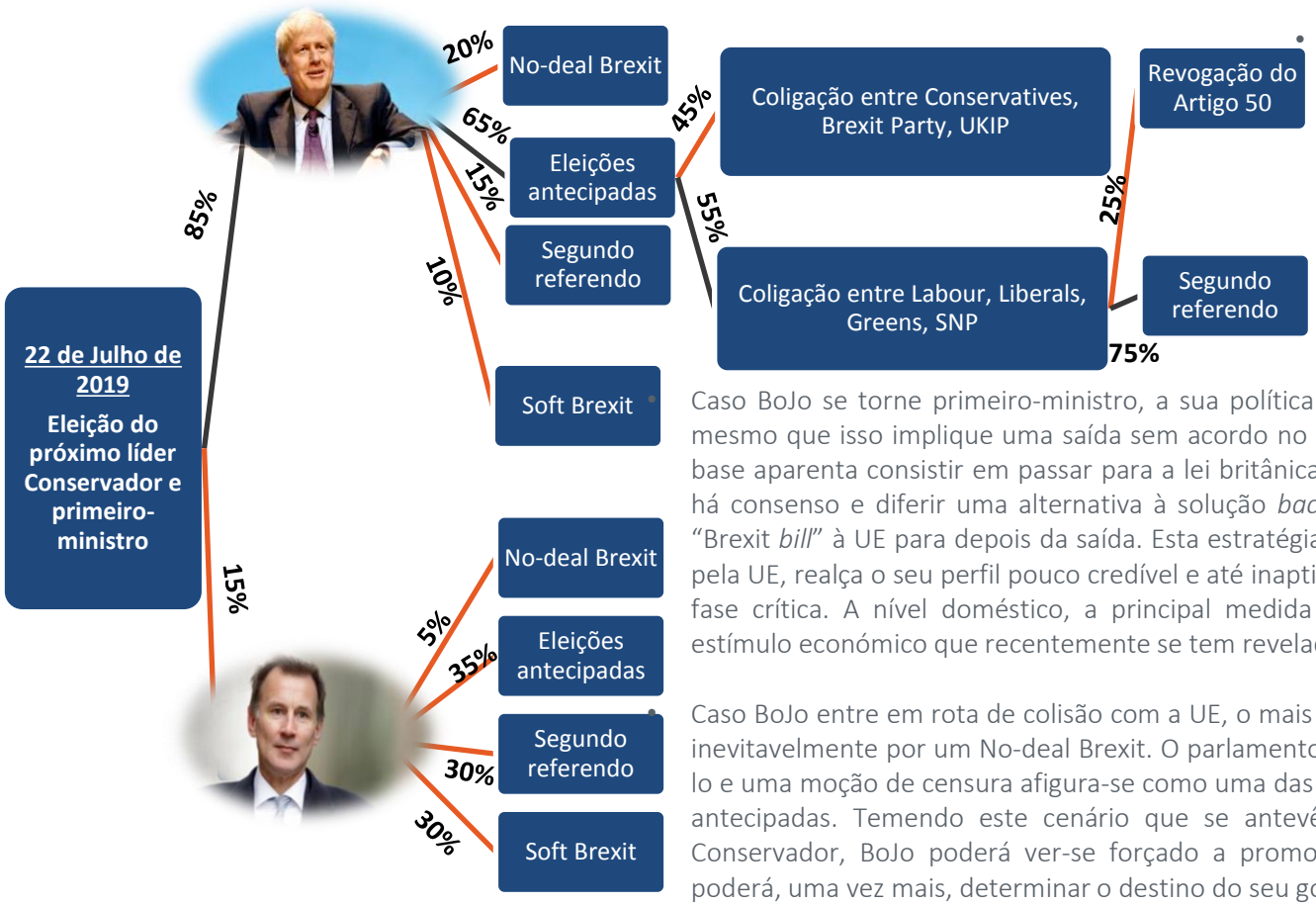
Membros do Partido Conservador sacrificariam a integridade do Reino Unido pelo sucesso do Brexit



Fonte: YouGov UK; BiG Research
Amostra composta por 892 membros do Partido Conservador

Fonte: The Guardian

- No contexto de um Partido Conservador cada vez mais radical e marcado pelo nacionalismo inglês, com uma visão genética favorável ao abandono da União Europeia, Boris Johnson, conhecido como a cara deste fenómeno e um dos mais proeminentes elementos do grupo de acérrimos *Brexiteers,* é um incontornável favorito à liderança *Tory* e, consequentemente, a tornar-se primeiro-ministro.



- Do outro lado, os cerca de 160 mil activistas eleitores do Partido Conservador têm como alternativa Jeremy Hunt, um candidato mais moderado, que se autodescreve como capaz de negociar, de unir o Partido Conservador e de concretizar o Brexit, declarando que tudo fará para evitar uma saída abrupta.

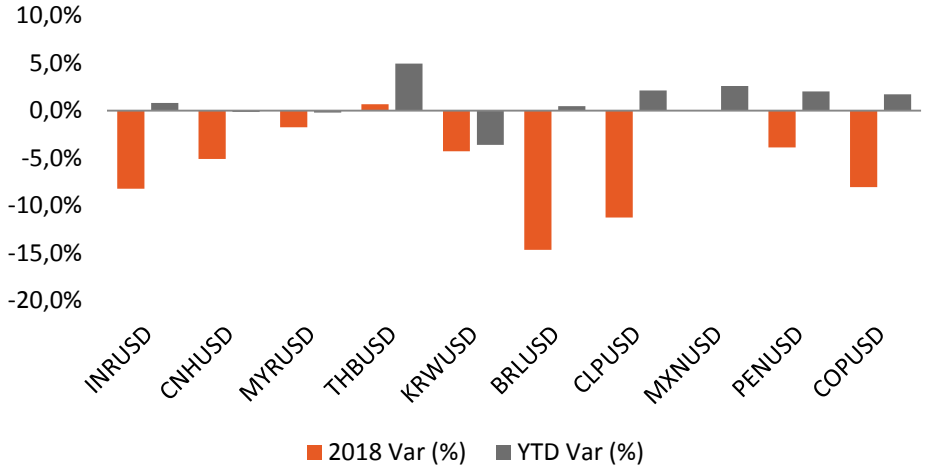
- Caso BoJo se torne primeiro-ministro, a sua política será de consumar o Brexit a todo o custo, mesmo que isso implique uma saída sem acordo no dia 31 de Outubro. À data, a sua estratégia-base aparenta consistir em passar para a lei britânica os termos do acordo de May para os quais há consenso e diferir uma alternativa à solução *backstop*, bem como a data de pagamento da "Brexit *bill*" à UE para depois da saída. Esta estratégia, que naturalmente não deverá ser acolhida pela UE, realça o seu perfil pouco credível e até inaptidão para o cargo que pretende ocupar nesta fase crítica. A nível doméstico, a principal medida política consiste numa reforma fiscal, um estímulo económico que recentemente se tem revelado predilecto dos líderes populistas.

- Caso BoJo entre em rota de colisão com a UE, o mais provável será assumir que a solução passará inevitavelmente por um No-deal Brexit. O parlamento britânico deverá empenhar-se em bloqueá-lo e uma moção de censura afigura-se como uma das opções mais eficazes, despoletando eleições antecipadas. Temendo este cenário que se antevê severamente penalizador para o Partido Conservador, BoJo poderá ver-se forçado a promover um segundo referendo, cuja pergunta poderá, uma vez mais, determinar o destino do seu governo.

- Ainda que agora mais provável, um No-deal Brexit continua a parecer-nos um desfecho remoto, que a UE não pretende e não deverá forçar. Um segundo referendo e a vitória da permanência prevalecem como o nosso cenário-base, porém, provavelmente só após um penoso período de elevada instabilidade política no Reino Unido, acompanhado por assinalável incerteza económica.

Fonte: BiG Research

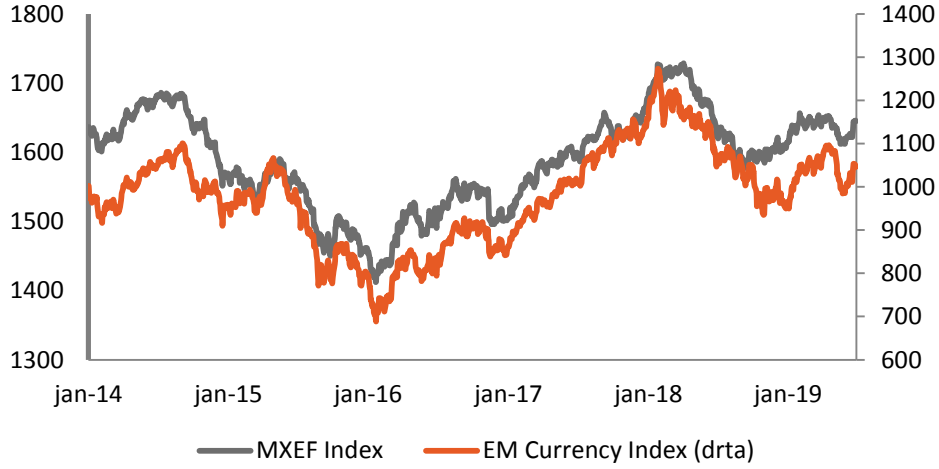
Evolução Divisas Emergentes (2018/YTD em %)



Fonte: Bloomberg; BiG Research

- O *repricing* das expectativas de actuação do FED motivou uma recuperação da generalidade das divisas emergentes, revertendo parcialmente as perdas registadas no ano transacto.
- Acreditamos que subsiste espaço de valorização adicional destas divisas face à actual dinâmica macroeconómica e à perspectiva de evolução da política monetária entre os EUA e diversos países emergentes.

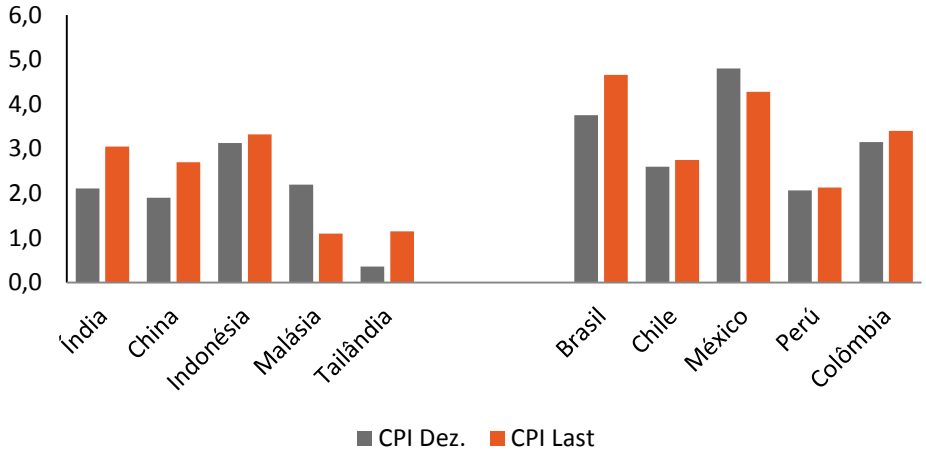
Índices Emergentes Vs Câmbios Emergentes



Fonte: Bloomberg; BiG Research

- Tendo em conta a estreita correlação entre Equity e câmbios Emergentes, esta situação continua a fomentar a nossa perspectiva favorável para a generalidade dos activos das economias emergentes.
- No que respeita ao *breakdown* dos câmbios emergentes, pensamos que as divisas da região da América Latina poderão ostentar maior volatilidade em relação às Asiáticas.

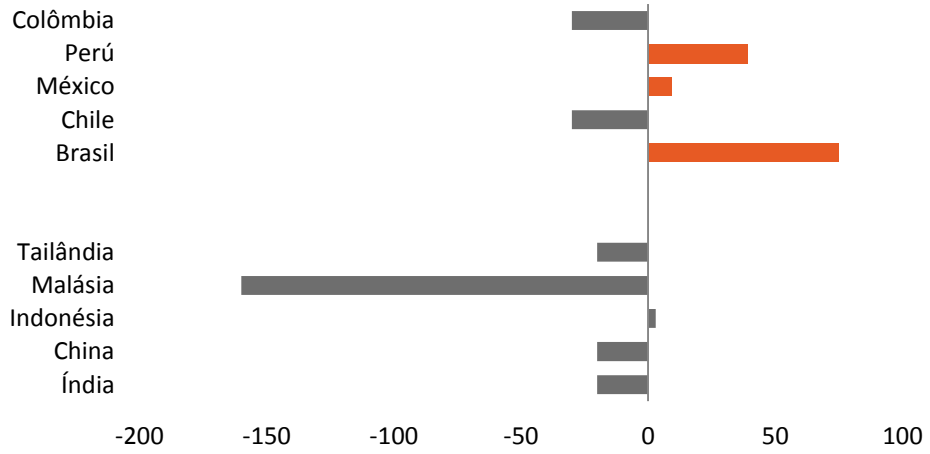
Evolução CPI - Dez



Fonte: Bloomberg; BiG Research

- Ao longo de 2019, a inflação tem vindo a registar um moderado *pick-up* transversal a todas as economias emergentes, uma situação que resulta dos efeitos das tensões comerciais e da subida do preço de algumas commodities.
- Com a China a ser o principal alvo das políticas comerciais restritivas da administração Trump, a inflação na região asiática registou um *pick-up* mais acentuado em relação à América Latina, ainda que o nível de inflação nestes países seja globalmente mais contido.

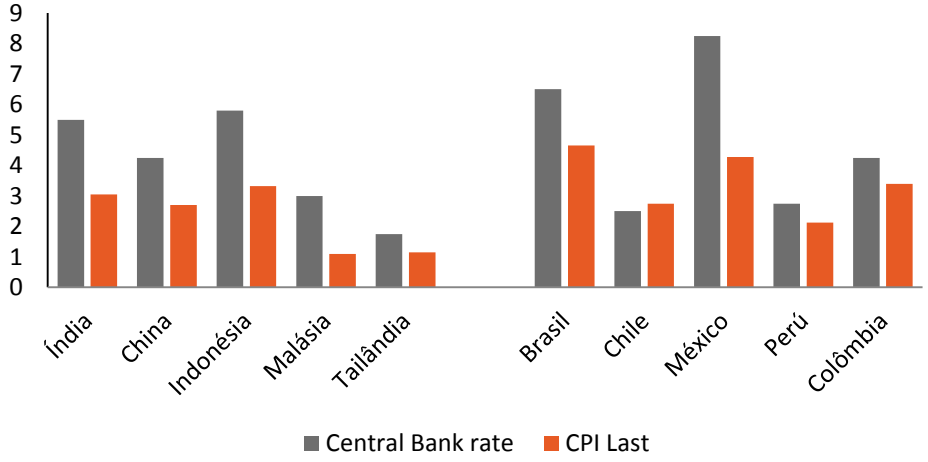
Evolução Core CPI YTD (p.b.)



Fonte: Bloomberg; BiG Research

- Curiosamente a evolução do indicador que mede a inflação core regista uma situação oposta à descrita anteriormente...
- ...na realidade o Core CPI acabou por caír na generalidade dos países emergentes (a excepção maior foi o Brasil), uma situação que é explicada pelo esvaziamento do efeito energético e pela mitigação do impacto adverso que recaíu sobre as economias asiáticas na sequência do aumento das tarifas comerciais pela administração Trump.

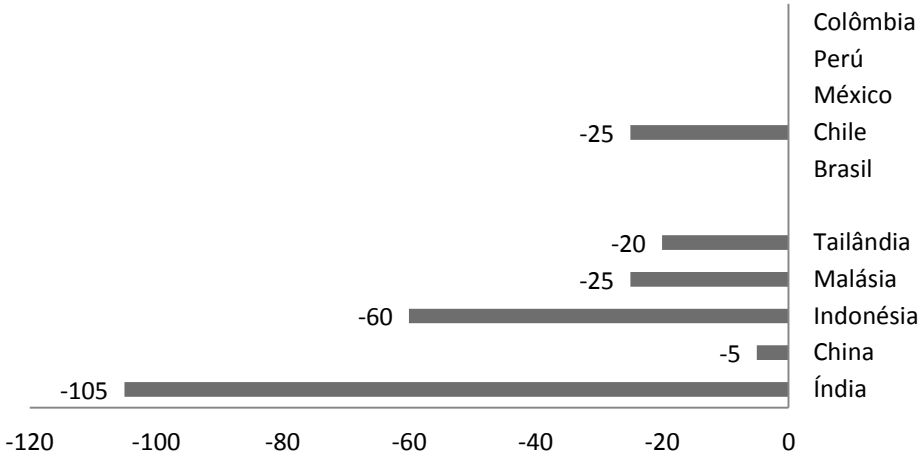
Taxas directoras vs Inflação



Fonte: Bloomberg; BiG Research

- Tal como temos defendido ao longo do ano, os países da região Asiática continuam a ostentar algum espaço de flexibilização monetária adicional em relação aos países da LatAm.
- O México acaba por ser uma excepção a esta tendência e o respectivo Banco Central poderá adoptar uma política monetária expansionista mais agressiva em relação aos pares, tendo em conta o elevado diferencial entre a actual taxa directora e o nível de inflação implícito.

Variação Taxas directoras YTD (p.b.)



Fonte: Bloomberg; BiG Research

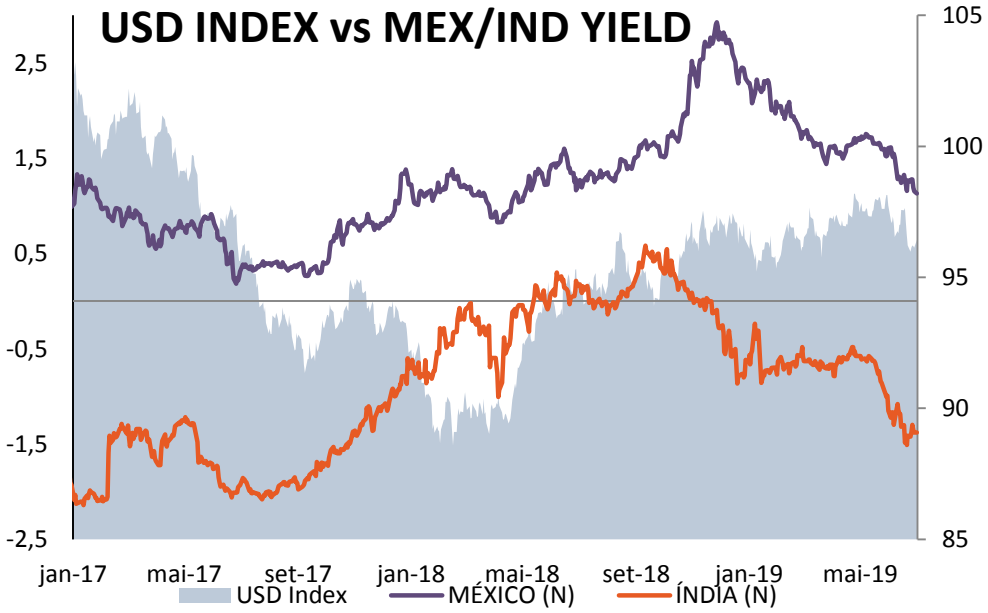
- De forma não surpreendente em função do diferencial de taxas (refi vs inflação) medido acima, a generalidade dos Bancos Centrais das economias emergentes já adoptou medidas de expansão monetária amplamente expansionistas desde o início do ano.
- O Banco Central da Índia acaba por ser aquele que protagonizou o *easing* monetário mais agressivo, uma situação que em parte também ajuda a explicar a *outperformance* do Equity *benchmark* do respectivo país em relação aos *peers* emergentes.

Actividade económica manufactureira (PMI) nas Economias emergentes

País/Data	jan-17	jul-17	jan-18	jul-18	jan-19	jun-19
Turquia	48,7	53,6	55,7	49	44,2	47,9
México	50,8	51,2	52,6	52,1	50,9	50
Brasil	44	50	51,2	50,5	52,7	50,2
Colômbia	50,5	46,2	47	53,5	48,5	50,8
Rússia	54,7	52,7	52,1	48,1	50,9	48,6
Índia	50,4	47,9	52,4	52,3	53,9	52,1
China	51,3	51,4	51,3	51,2	49,5	49,4
Malásia	48,6	48,3	50,5	49,7	47,9	47,8
Indonésia	50,4	48,6	49,9	50,5	49,9	50,6
Tailândia	50,6	49,6	50,6	50,1	50,2	50,6
África do Sul	50,1	42,1	49,2	49,9	49,9	46,2

Fonte: Bloomberg; BiG Research

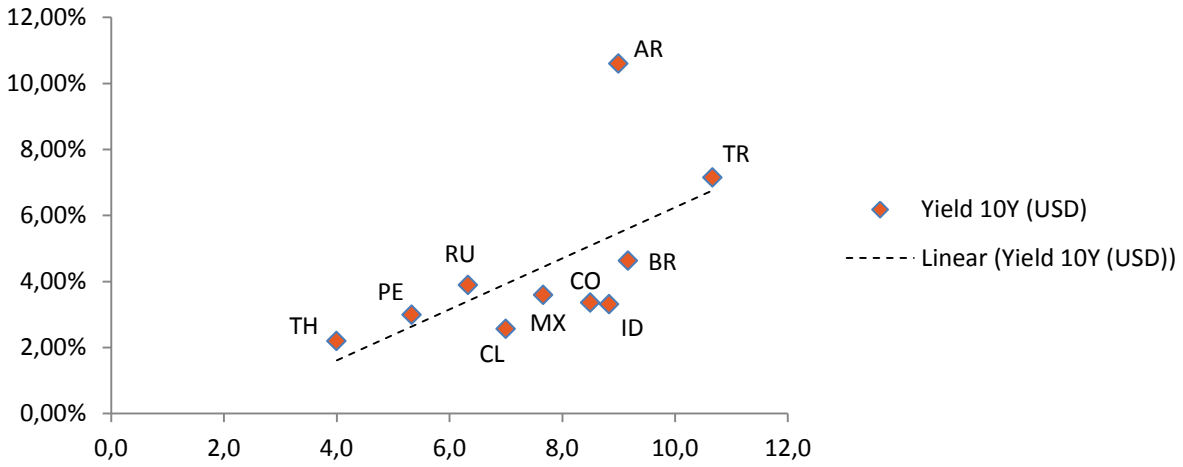
- No *heatmap* de actividade relativo ao indicador PMI industrial destaca-se a evolução favorável do México e da Índia.
- O Brasil e a China encontram-se num momentum de alguma estagnação do ponto de vista da actividade industrial, ao passo que a Turquia e a África do Sul ainda se encontram a atravessar a fase turbulenta do ciclo de recessão económica.



Fonte: Bloomberg; BiG Research

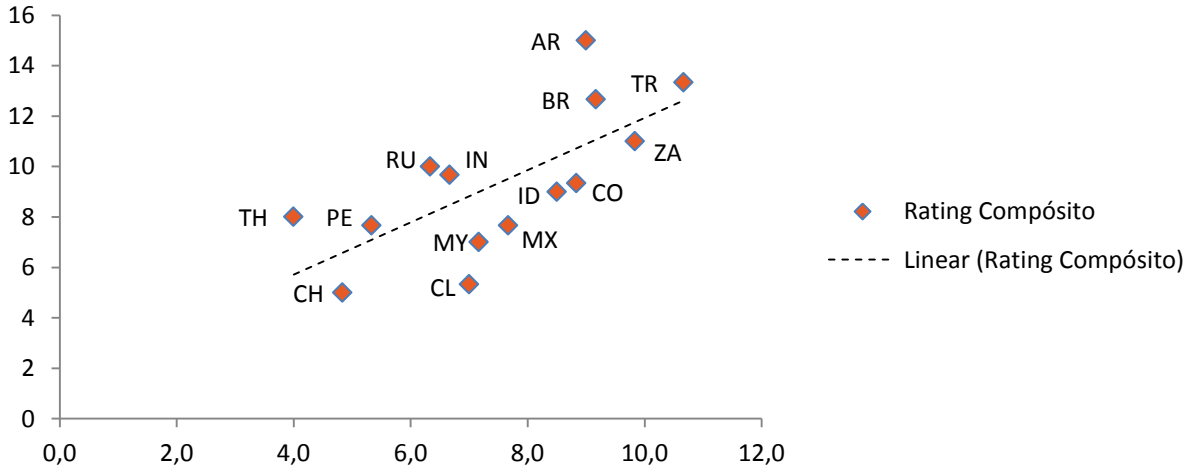
- Os movimentos mais expressivos do USD Index tendem a ser deveras impactantes ao nível dos flows de capital nas economias emergentes e/ou nos custos de financiamento desses países – sobretudo os que ostentam maior peso da dívida em dólares norte-americanos.
- Procurámos destacar esse movimento e replicando com os dois países que se destacam de forma mais favorável no heatmap de actividade industrial – casos da yield do México e da Índia.
- A correlação USD Index/Yield mostra-se acertada, sobretudo no caso da divisa mexicana, fruto da interligação mais significativa entre as duas economias da América do Norte.

Yield 10Y (USD) vs. Rating Proprietário



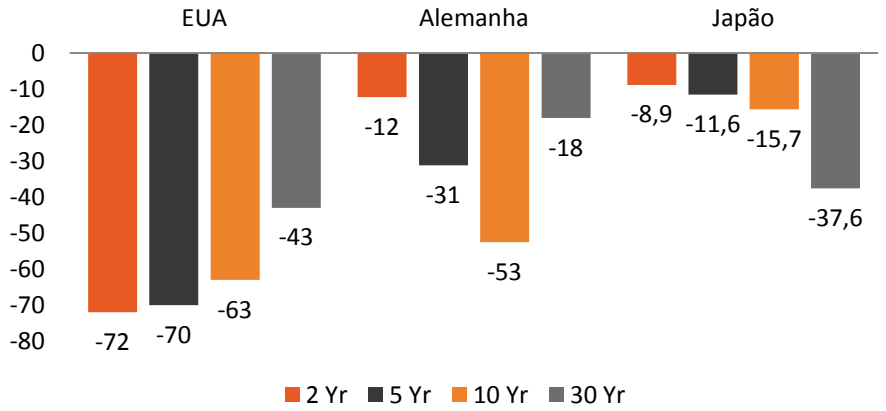
Fonte: Bloomberg; BiG Research

Rating Compósito (Ag.R.) vs. Rating Proprietário



Fonte: Bloomberg; BiG Research;

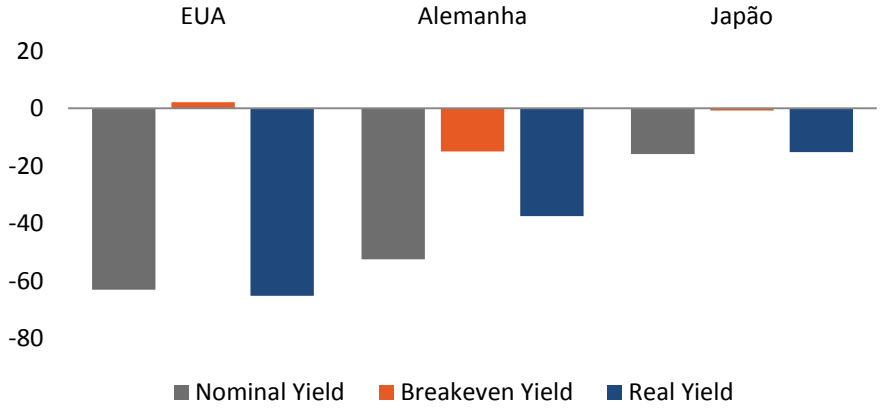
Evolução Yield Curve 2019 (ytd)



Fonte: Bloomberg; BiG Research

- O *repricing* das expectativas do mercado em torno de uma política do FED menos restritiva motivou uma quebra substancial das taxas de juro de curto prazo nos EUA.
- O movimento das taxas de juro a curto prazo nos EUA foi ímpar, ao passo que as taxas de juro no longo prazo revelaram uma quebra razoavelmente homogénea nos 3 blocos sem risco, em função do contexto macro menos favorável.

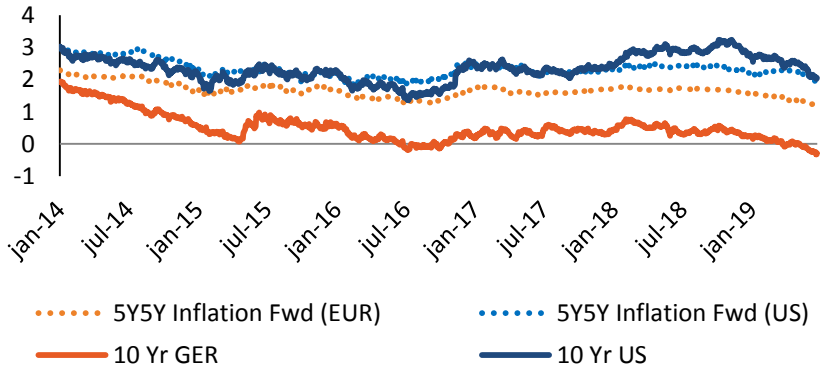
Breakdown Yields Nominais 2019 (ytd)



Fonte: Bloomberg; BiG Research

- Este movimento de retracção das taxas de juro nominais deveu-se única e exclusivamente a uma quebra das taxas de juro reais...
- ...não deixa de ser curioso notar que as expectativas de inflação não apresentam alterações significativas desde o início do ano, pelo que o efeito de antecipação do mercado em torno de uma desaceleração económica global ainda estará por se fazer sentir.
- Ainda assim, não é de descartar totalmente um eventual risco de *overshoot* da inflação nos EUA, o que é (regra geral) típico de um final de ciclo de expansão.

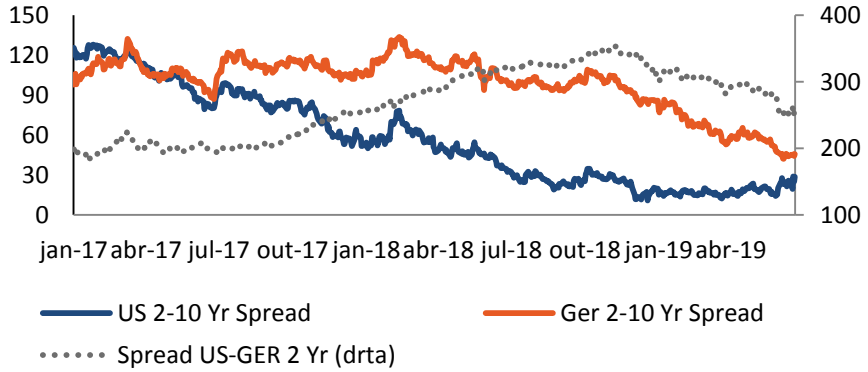
5Y5Y Inflation Forward vs Taxas Juro sem risco



Fonte: Bloomberg; BiG Research

- Após um longo período em que a taxa a 2 anos nos EUA exibiu um prémio significativo em relação à expectativa de inflação a 5 anos, a recente quebra das taxas de juro nos EUA acabou por desvanecer totalmente este prémio relativo.
- Esta situação acaba por reforçar a nossa convicção em torno de um *floor* para o nível das taxas de curto prazo nos EUA, a qual nos parece não deverá caír muito além dos 2%, a não ser que se materialize uma deterioração significativa do *outlook* macro e de inflação.

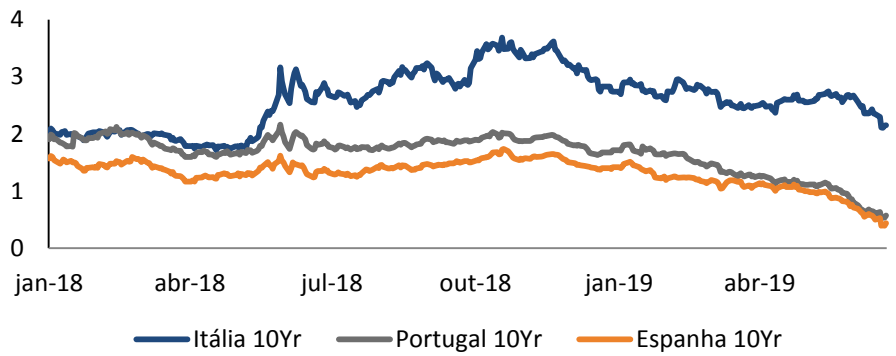
Inclinação Curvas US/GER vs US-GER 2 Yr Spread



Fonte: Bloomberg; BiG Research

- Tendo em conta o que já referimos sobre a perspectiva de actuação do FED no médio-prazo, pensamos que subsiste algum espaço para uma moderada inclinação da curva norte-americana.
- O estreitamento significativo entre o spread 2 anos da dívida norte americana vs alemã, acabou por suportar uma recuperação assinalável do par Eur-Usd – um movimento que acreditamos poderá estar perto do seu limite no curto prazo.

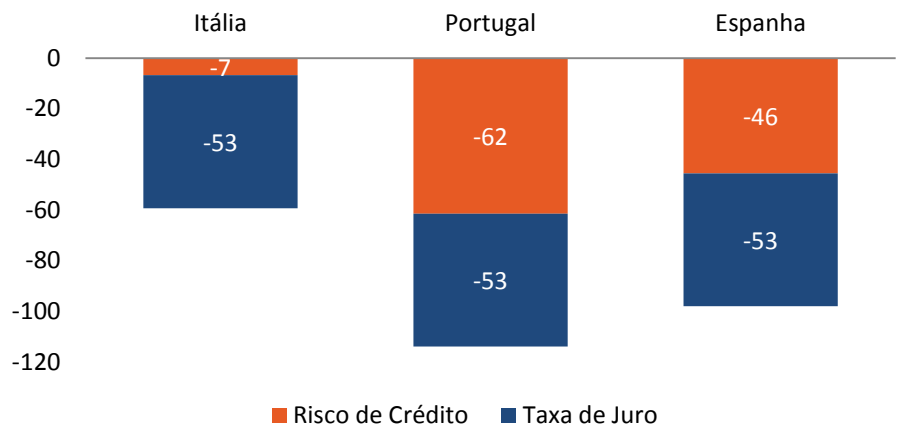
Evolução Taxas Juro 10 Yr - IT/PT/ESP



Fonte: Bloomberg; BiG Research

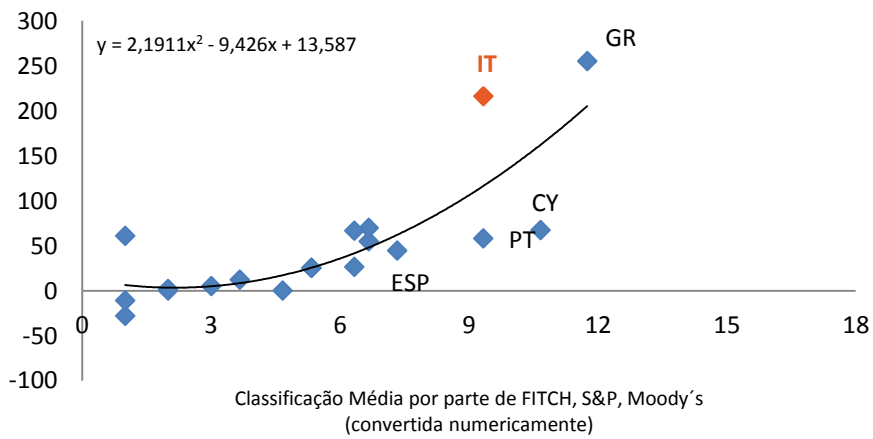
- As taxas de juro a 10 anos na Periferia da Europa continuam a fixar mínimos, com destaque para a redução dos custos de financiamento (maturidade a 10 anos) mais expressivos de Portugal.
- A manutenção de um cenário difícil em Itália do ponto de vista político-económico e a instabilidade provocada pelas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

Breakdown Tx. Nominais ytd em p.b. (tx. juro vs risco crédito)



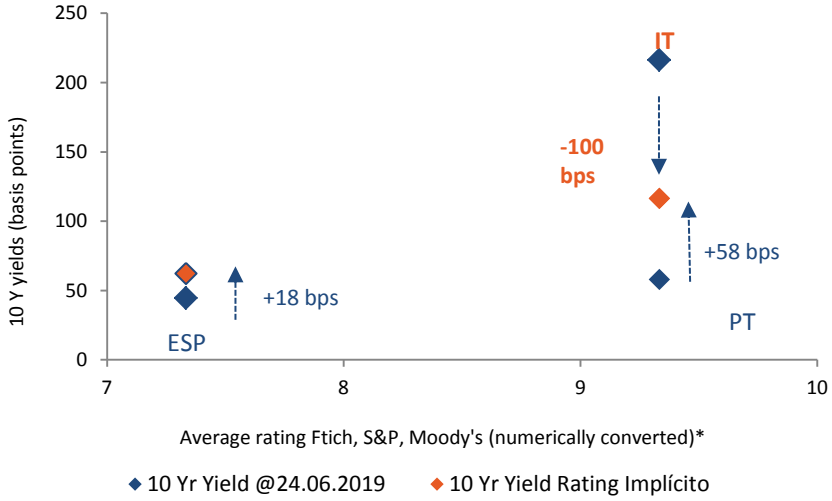
Fonte: Bloomberg; BiG Research

- Ainda que as taxas de juro exigidas ao Governo transalpino tenham sido reduzidas, esta situação deveu-se essencialmente à queda das taxas de juro sem risco. O spread de dívida Italiana face à alemã acabou por registar um movimento de compressão pouco significativo desde o início do ano.
- Já no caso Português, a diminuição da percepção de risco sobre a dívida Portuguesa acabou por explicar mais de metade do movimento (62 p.b.) da descida dos custos de financiamento do país – uma situação inédita face ao observado por Itália e Espanha.

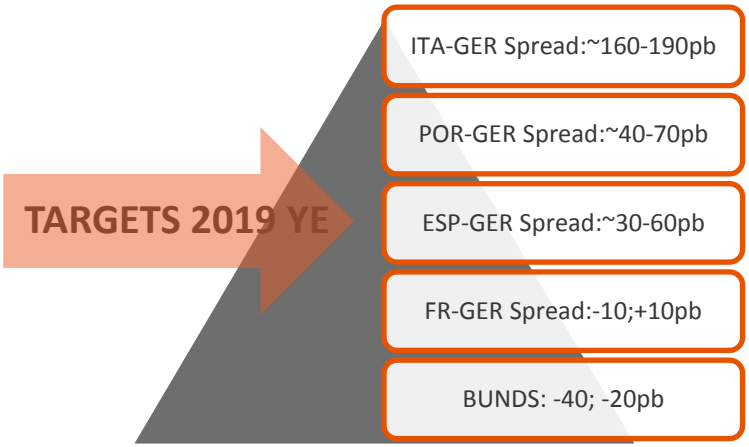


Fonte: Bloomberg; BiG Research

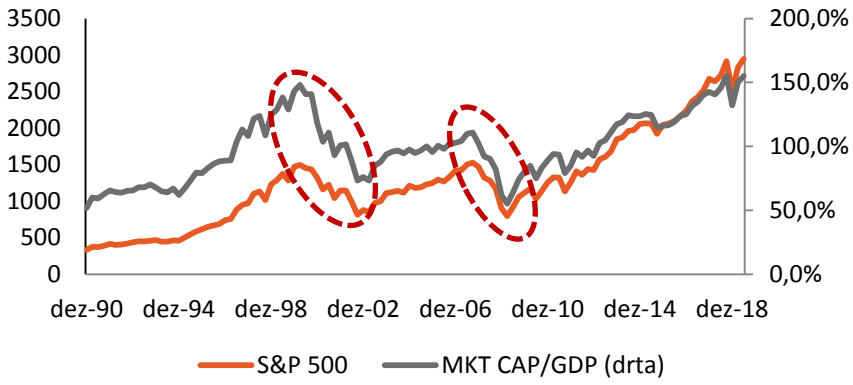
- O nosso modelo proprietário que relaciona o rating alfanumérico dos países Europeus face aos respectivos custos de financiamento, acaba por destacar o valor relativo de Itália em relação aos demais peers.
- Efectivamente a yield (10 anos) exigida ao país encontra-se amplamente mais próxima daquela que é a taxa de juro suportada pela Grécia vs actuais custos de financiamento incorridos por Espanha e Portugal...
- ...o que se apresenta como uma distorção dos preços de mercado que se irá ajustar mediante uma e/ou combinação de duas situações distintas: i) deterioração do rating da dívida Italiana; ii) quebra das yields da dívida Italiana para níveis mais alinhados com o rating vigente;



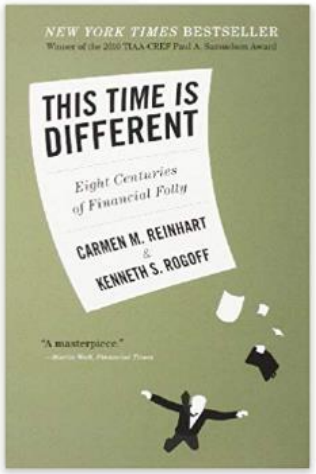
Fonte: Bloomberg; BiG Research



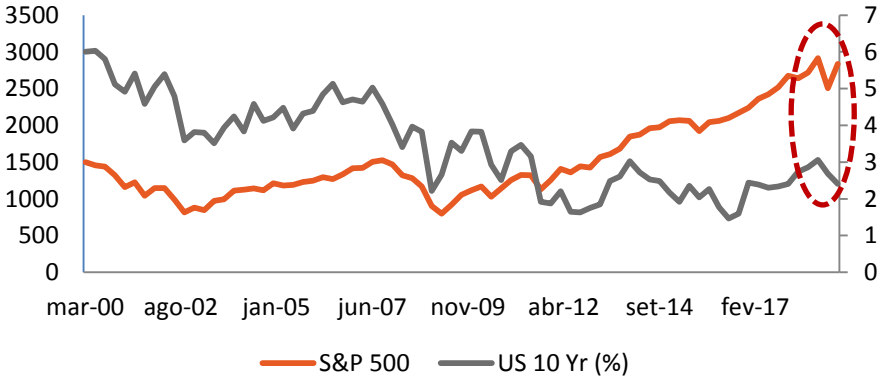
S&P 500 vs US MKT CAP / GDP



Fonte: Bloomberg; BiG Research

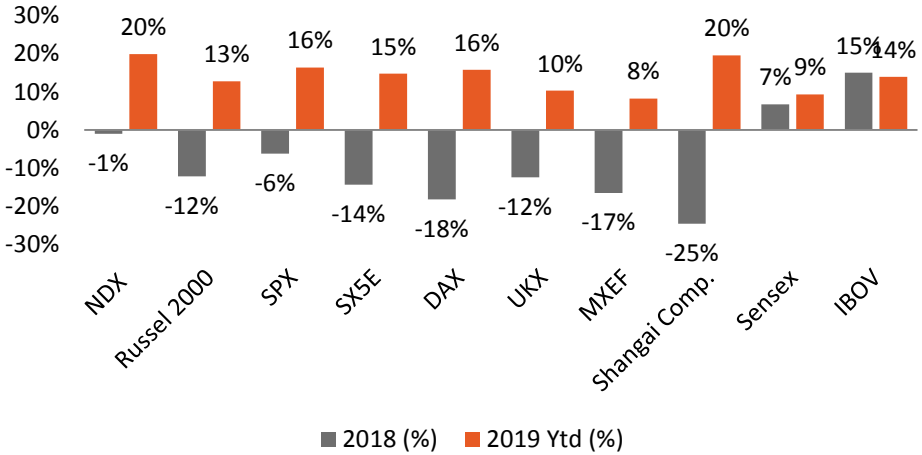


S&P 500 vs US 10 Yr



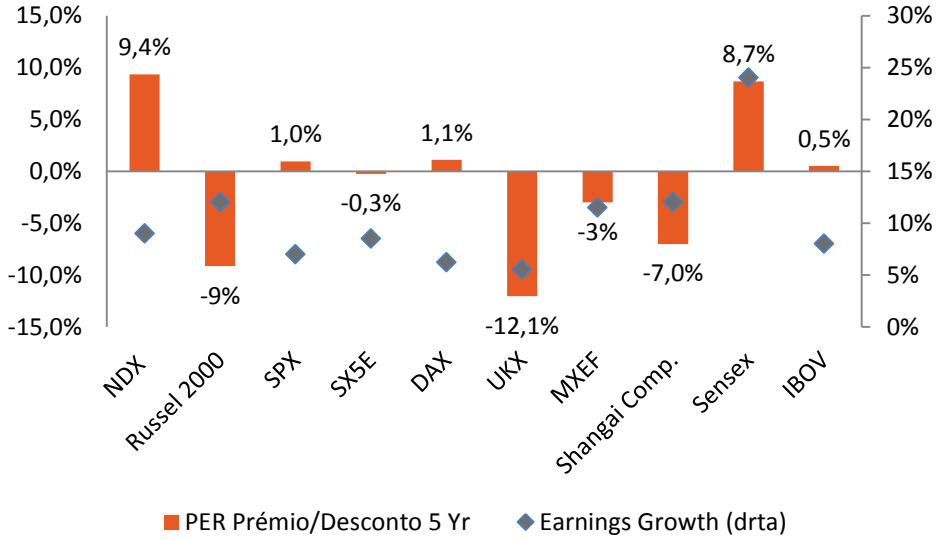
Fonte: Bloomberg; BiG Research

Performance Índices Accionistas



Fonte: Bloomberg; BiG Research

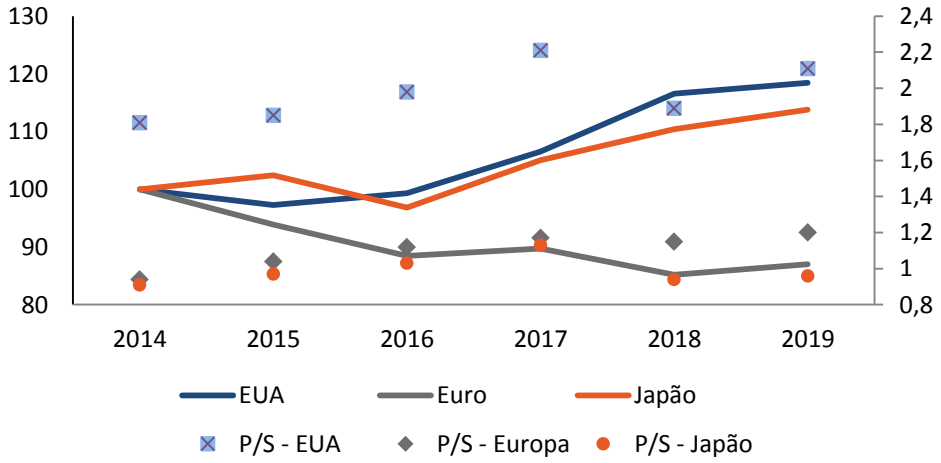
- A intensificação da retórica de Trump no segundo trimestre do ano não inviabilizou a recuperação categórica dos índices accionistas a nível global.
- A recuperação no curto prazo foi essencialmente suportada pela alteração significativa da direccção da política monetária do FED.
- Não acreditamos que esta situação poderá suster o rally do mercado accionista na segunda metade do ano.



Fonte: Bloomberg; BiG Research

- Com a generalidade dos índices accionistas a transaccionar a níveis claramente dispendiosos, destacamos o desconto histórico (5 anos) exibido pelos índices Russel 2000, britânico e Shangai Compósito.
- Refira-se que a perspectiva de crescimento dos lucros das empresas que integram o índice Russel 2000 e SH Composite é também das mais elevadas entre os peers.

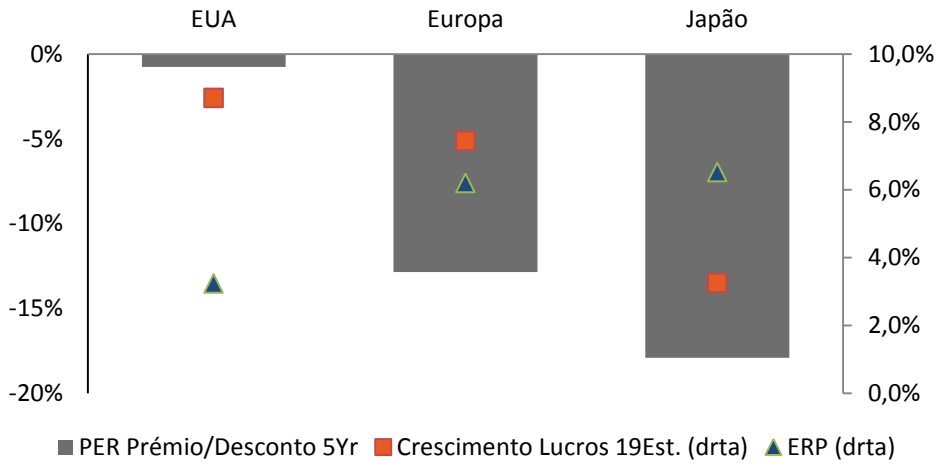
Crescimento Vendas vs rácio P/Sales



Fonte: Bloomberg; BiG Research

- A evolução do topline das empresas norte-americanas tem aumentado de forma consistente nos últimos 5 anos, de forma contrária ao observado pelos peers Europeus.
- Esta situação acaba por justificar um múltiplo P/Sales das empresas norte-americanas claramente superior ao Europeu.
- Já as empresas nipónicas oferecem um paradigma distinto, uma vez que o múltiplo apresenta-se bastante deprimido e as respectivas vendas evoluiram de forma globalmente favorável.

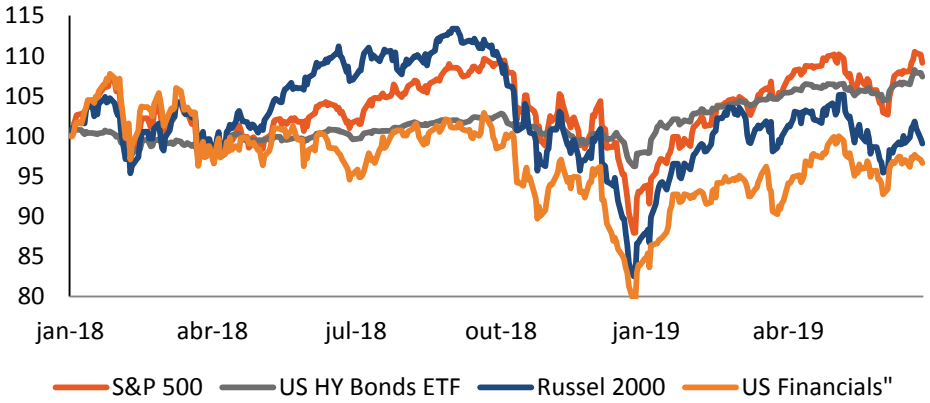
Níveis de Avaliação vs Fundamentais (DM)



Fonte: Bloomberg; BiG Research

- O nível de avaliação medido pelo P/E histórico também evidencia a atractividade do investimento no Japão, apesar da perspectiva de crescimento para os lucros das empresas nipónicas ser a mais baixa entre os 3 blocos analisados.
- No que respeita à métrica do ERP, as regiões do Japão e Europa denotam uma atractividade superior vs EUA, o que é naturalmente explicado por níveis de avaliação do Equity mais adequadas e pelo nível de taxas de juro sem risco próximas de zero e/ou negativas (Alemanha e Japão).

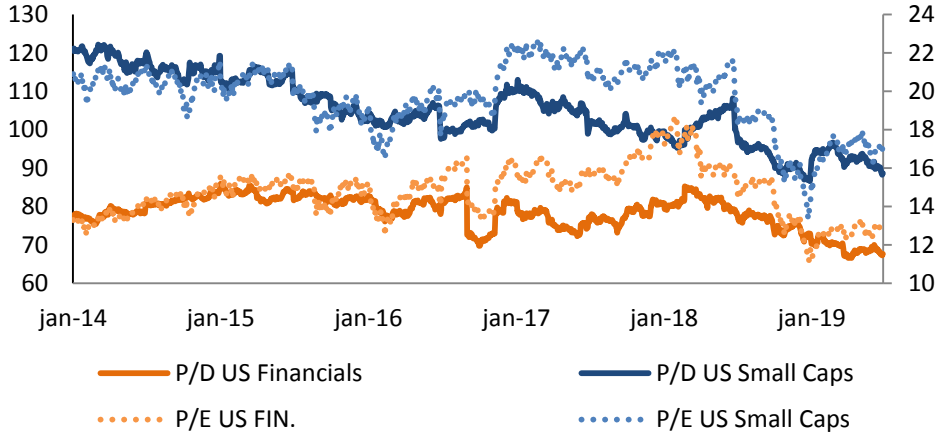
Evolução Índices EUA (SPX/Russel2000/Financials/HY Bonds)



Fonte: Bloomberg; BiG Research

- O *rebound* de curto prazo que foi encetado pelo S&P 500 e pelo índice de obrigações HY nos EUA não foi acompanhado de forma proporcional pelos índices Financeiro e de Small Caps da região.
- Esta situação leva-nos a detectar uma eventual oportunidade no segmento financeiro, sendo que uma parte relevante do peso no índice de small caps nos EUA advém dos sectores financeiro e de Healthcare.

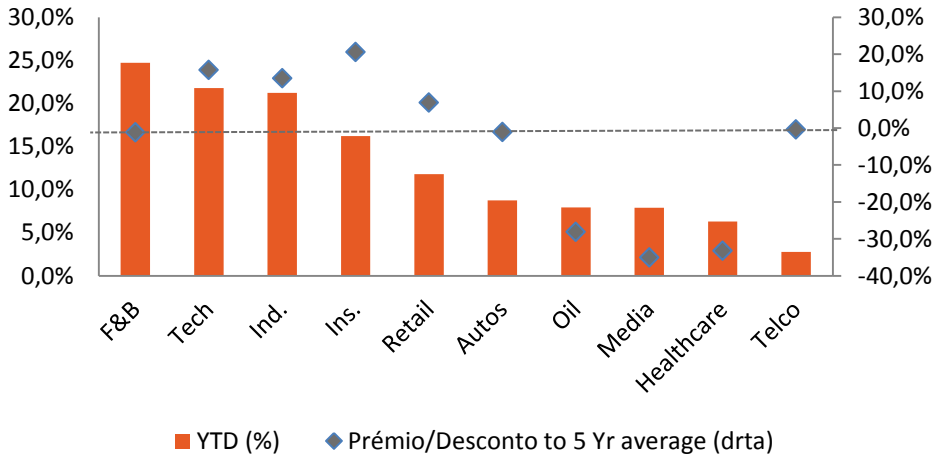
US Valuation & Prémio/Desconto Financials e Small Caps (2014=base 100)



Fonte: Bloomberg; BiG Research

- A compressão dos níveis de avaliação das Small Caps e Financeiro nos EUA exacerbou o desconto destes índices em relação ao S&P 500.
- Com o respectivo rácio P/E mais baixo dos últimos 5 anos e o desconto relativo ao S&P 500 mais exacerbado no mesmo horizonte temporal, detectamos valor no investimento nestes dois segmentos de Equity no bloco norte-americano.
- A eventual inclinação da curva norte-americana (via menores taxas de curto prazo ou taxas de longo prazo mais elevadas) deverá suportar o sector financeiro ao longo de 2019.

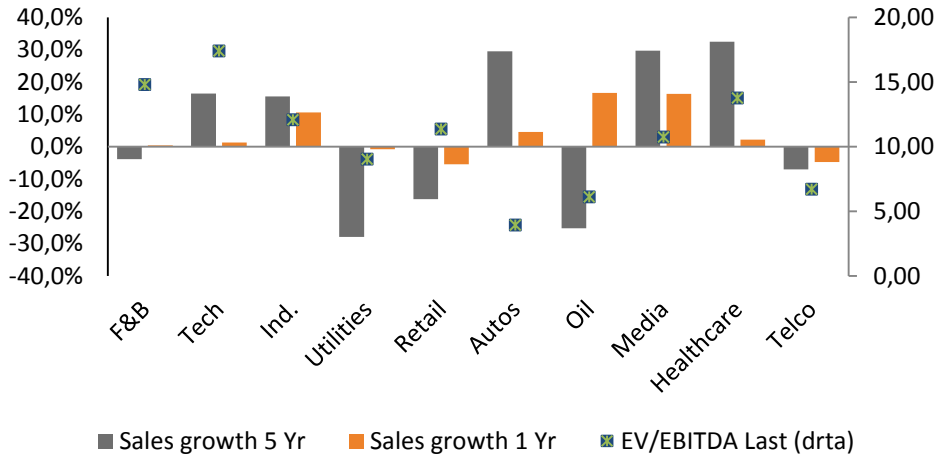
Sectores Europa - YTD vs Valuation



Fonte: Bloomberg; BiG Research

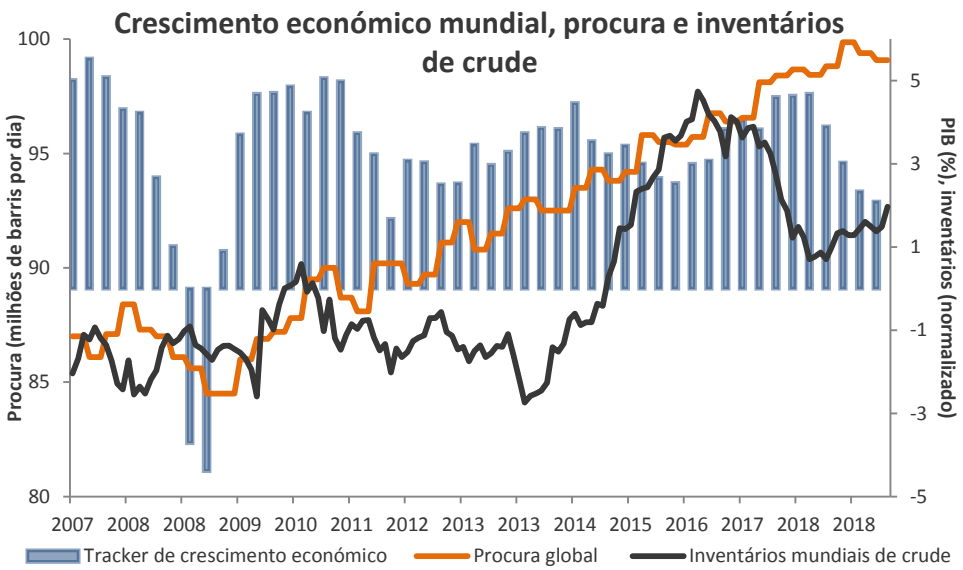
- Com a generalidade dos sectores na Europa em terreno amplamente positivo desde o início do ano, destaque para o desempenho superlativo do segmento tecnológico e industrial – sectores que estiveram sob pressão muito relevante no contexto das tensões comerciais.
- O sector de Food&Beverage lidera os ganhos na Europa, situação que acaba por exacerbar o respectivo prémio de avaliação fundamental.

Crescimento Vendas vs EV/EBITDA

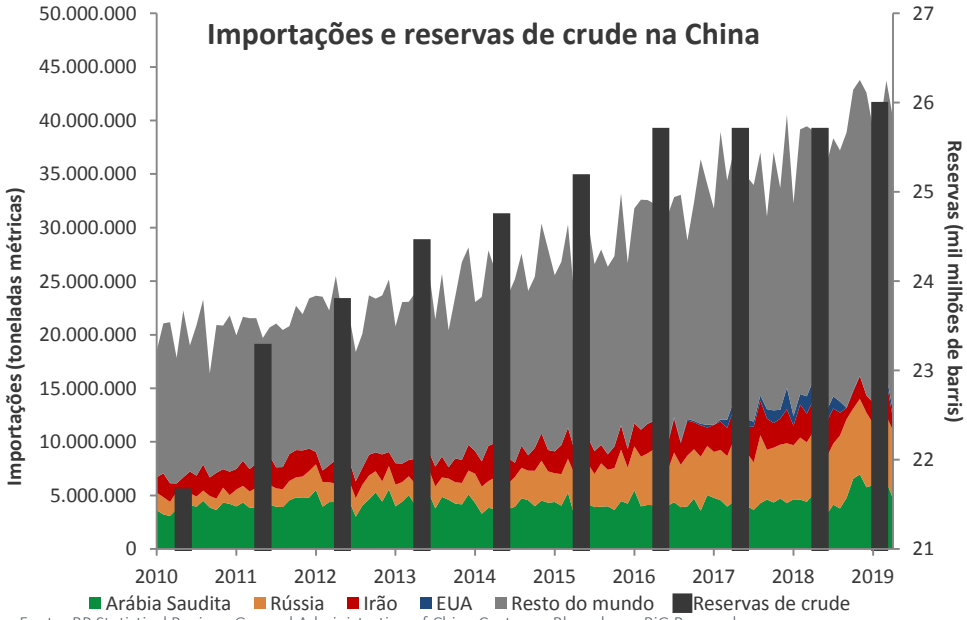


Fonte: Bloomberg; BiG Research

- Numa observação às vendas (5 Yr e 1 Yr) dos vários sectores na Europa, concluímos que as empresas Industriais, automóvel e de Healthcare evoluíram de forma globalmente positiva.
- No caso do sector automóvel, o crescimento do topline não esconde o problema de geração de cash flow das empresas, ainda para mais no momento de disrupção tecnológica que o mesmo enfrenta no curto-médio prazo.
- Já o sector de Healthcare parece revelar-se interessante, ao passo que o sector petrolífero pode continuar a beneficiar de uma recuperação dos fundamentais e da subida do preço do crude nos mercados internacionais.



Fonte: International Energy Agency, US Department of Energy; Bloomberg Economics; BiG Research



Fonte: BP Statistical Review; General Administration of China Customs; Bloomberg; BiG Research

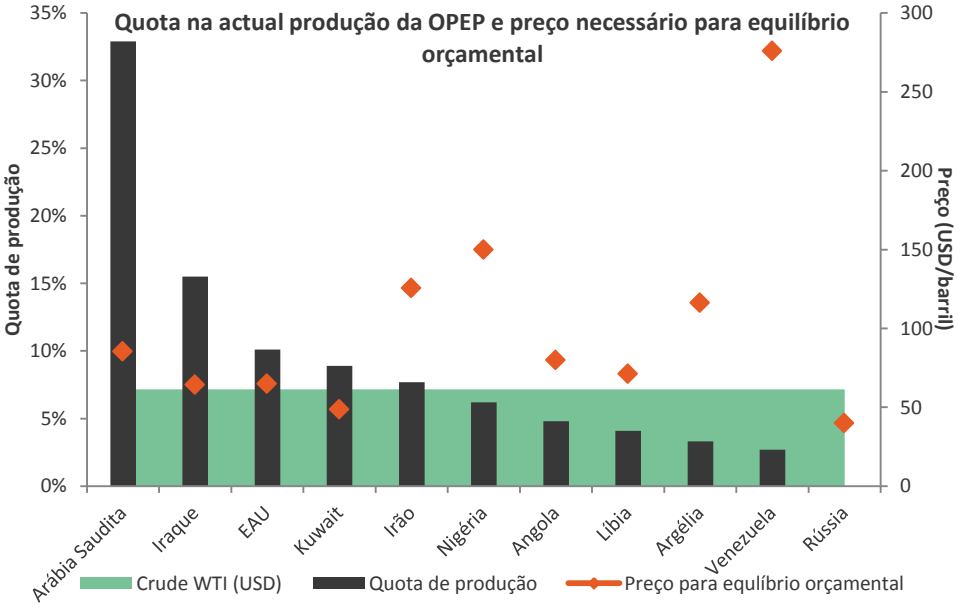
- Para além da real ameaça que as energias renováveis ou, pelo menos, as mais limpas representam, a longo prazo, para o petróleo, a actual desaceleração económica global deverá reflectir-se num abrandamento da procura pela matéria-prima, conforme concretiza a recente revisão em baixa da projecção emitida pela International Energy Agency para 2019.

- Nestas circunstâncias, os inventários de crude, com uma correlação negativa relevante com o ciclo económico deverão continuar em acumulação, pressionando o preço do crude.

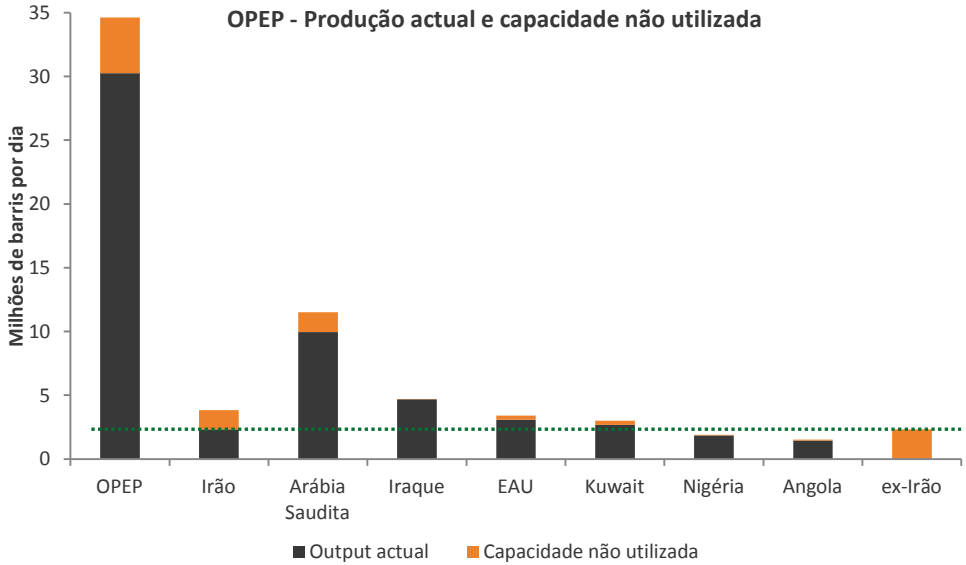
- Esta nossa visão estrutural negativa pode ser temporariamente interrompida por uma escalada nas tensões entre EUA e Irão, com potencial efeito disruptivo na oferta global. Acreditamos que o crude acabará o trimestre entre USD 54 e 60 por barril.

- Para além do conflito comercial entre EUA e China originar menor consumo energético global, em virtude de uma quebra nas actividades económica e industrial, as importações chinesas de crude também têm sido estrategicamente alteradas. Em conformidade com a evolução das negociações para um acordo comercial, a China tem importado maior quantidade dos EUA, em detrimento do Irão (sancionado pelos EUA) e Arábia Saudita e vice-versa. Num momento histórico de boas relações diplomáticas com a Rússia, as importações chinesas deste país têm mantido uma quota relativamente estável.

- Possivelmente para evitar que Trump utilize eventuais bloqueios às importações energéticas chinesas como ferramenta de negociação, a China dispõe agora de reservas de crude em máximos históricos. Esta acumulação por parte do segundo maior consumidor de crude representa mais um perigo para a procura futura desta matéria-prima.



Fonte: Bloomberg; RBC; Russia Energy Ministry; BiG Research



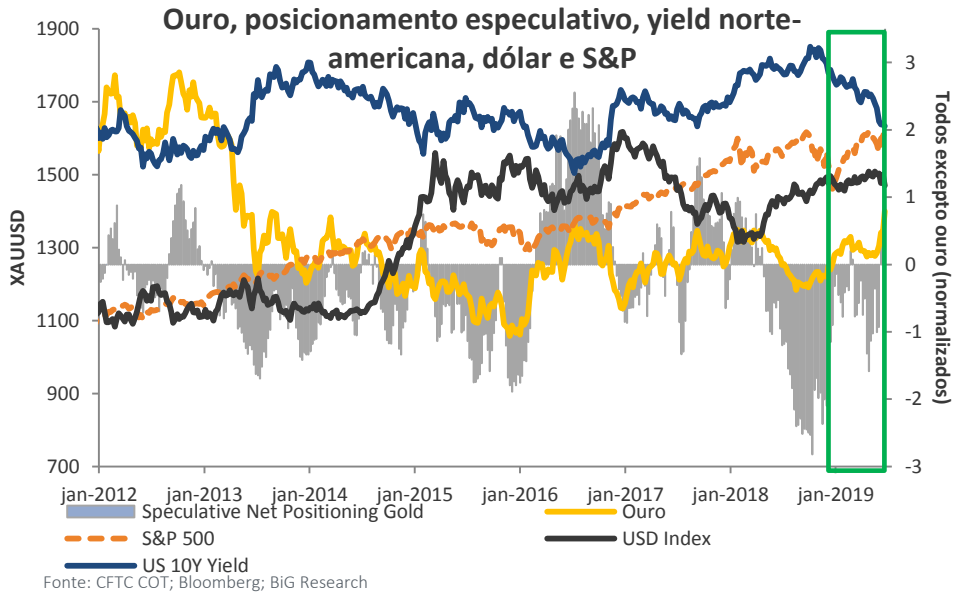
Fonte: Bloomberg; BiG Research

- Após três anos decorridos desde o início da cooperação entre membros da OPEP e outros produtores mundiais (OPEP+), dos quais se destaca a Rússia, para a reunião de Julho não existe, para já, um aparente acordo quanto à questão-chave de prolongamento do corte de produção de 1,2 milhões de barris por dia durante o segundo semestre de 2019.

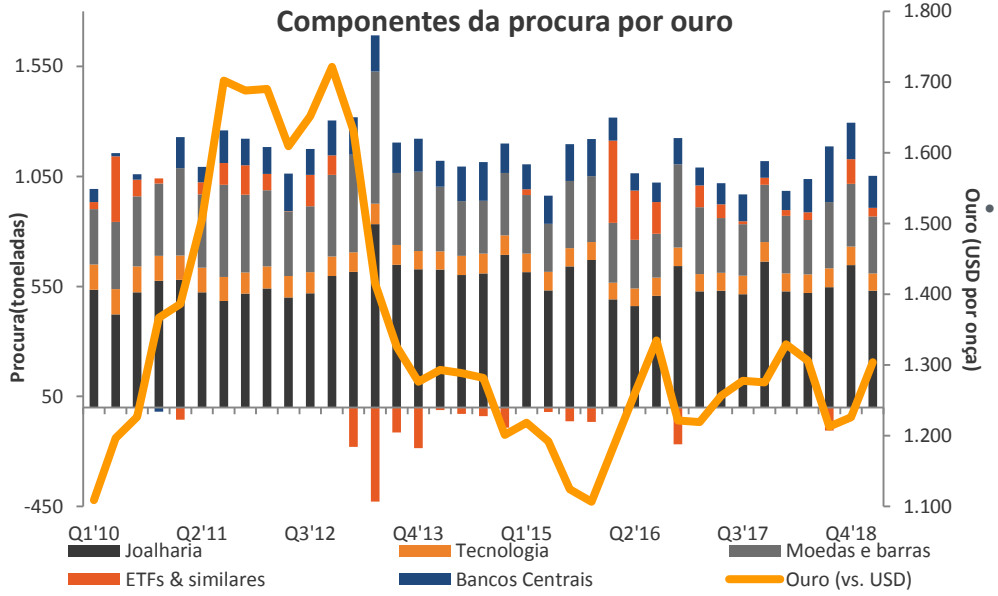
- Enquanto os três maiores produtores da OPEP – Arábia Saudita, Iraque e EAU – estão dispostos a manter a redução, a Rússia não está certa quanto a essa decisão, despoletando receios sobre a coesão do grupo que historicamente pressionam negativamente o preço do crude. Apesar da falta de consenso preliminar, considerando que quase só a Rússia beneficia de um preço ainda confortável para as suas finanças públicas, antecipamos a manutenção do corte global, com uma eventual redistribuição de quotas, também motivada pelas sanções ao Irão.

- Mesmo que os EUA conseguissem uma improvável redução das exportações iranianas para zero, só os seis maiores membros da OPEP teriam capacidade não utilizada suficiente para manter a oferta total da OPEP. Em acréscimo, a concessão de uma maior quota de produção à Rússia, com prejuízo do Irão, também poderá ser uma estratégia para conseguir um acordo da OPEP+ para os actuais níveis de produção permanecerem vigentes.

- Assim sendo, o real perigo da elevada tensão geopolítica entre EUA e Irão para a procura de crude está relacionado com o estreito de Hormuz, a mais importante rota marítima para o petróleo, que conecta o Golfo Pérsico ao Oceano Indico e é dominada pelo Irão. Estima-se que cerca de 40% do petróleo transacionado seja transportado por esta via, pelo que, num caso de severa escalada entre EUA e Irão, o seu fecho seria verdadeiramente disruptivo para a oferta de crude.



Fonte: CFTC COT; Bloomberg; BiG Research



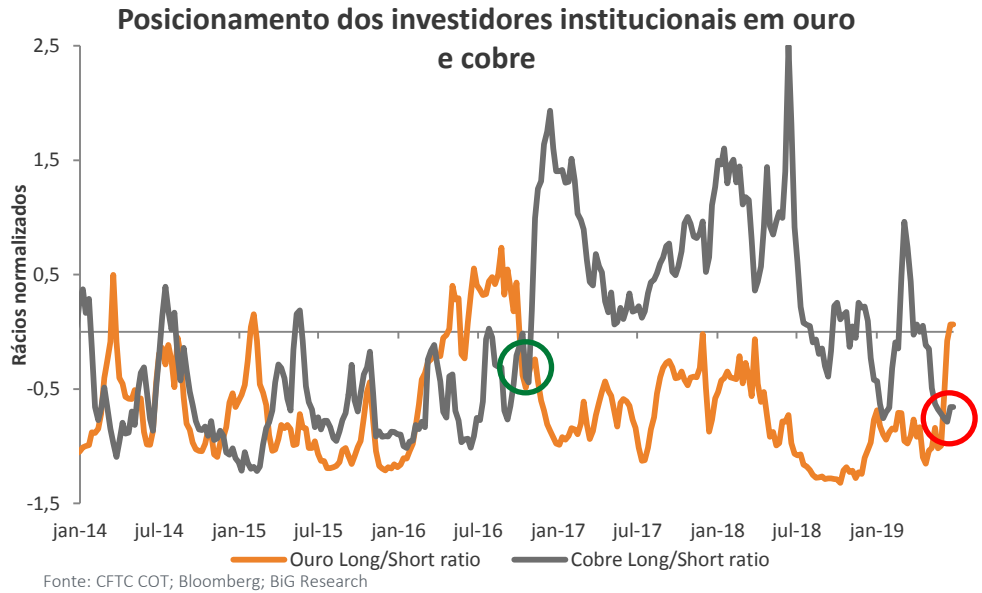
Fonte: World Gold Council; BiG Research

- Durante o segundo trimestre de 2019, uma reiterada mudança para um tom *dovish*, por parte da Fed, criando moderada pressão inflacionista e sobretudo reforçando uma pronunciada queda das *yields* soberanas a 10 anos – mesmo com o mercado acionista norte-americano a atingir um novo recorde e o dólar a testar máximos dos últimos dois anos – motivou uma expressiva apreciação do ouro. O metal precioso superou a fasquia dos USD 1.400 por onça e alcançou valores não visitados desde 2013.

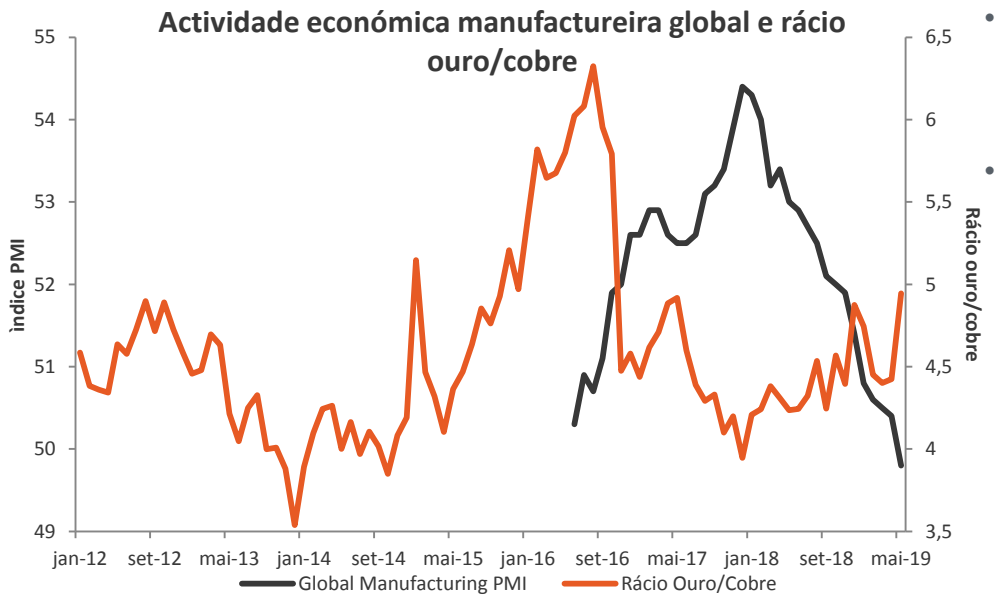
- Corroborando a nossa visão positiva para o ouro numa conjuntura de abrandamento económico e crescentes riscos geopolíticos globais, o posicionamento especulativo longo dos investidores institucionais no activo de refúgio registou uma célere subida, de aproximadamente 63% desde o início do ano.

- No primeiro trimestre de 2019, a procura global por ouro expandiu a uma taxa homóloga de 7%, com crescimento nas suas principais componentes – joalharia, compras de bancos centrais e investimento. Apenas a procura para fins tecnológicos (7,5% da procura total) registou uma ligeira queda.

- Conforme antecipámos, as duas componentes relacionadas com o panorama macroeconómico – investimento em ETFs e compras de bancos centrais – tiveram uma variação positiva. Para a primeira, destacamos os influxos verificados na Europa e EUA, sinalizando acrescidas preocupações dos investidores das duas principais economias do bloco desenvolvido. Por seu turno, a procura de bancos centrais por ouro teve o maior aumento no primeiro trimestre desde 2013, com as compras acumuladas dos últimos quatro trimestres a atingirem um máximo histórico de 715,7 toneladas. Esta actividade compradora dos bancos centrais revela também a sua procura por activos seguros, líquidos e diversificação face às principais divisas mundiais.



Fonte: CFTC COT; Bloomberg; BiG Research



Fonte: IHS Markit; Bloomberg; BiG Research

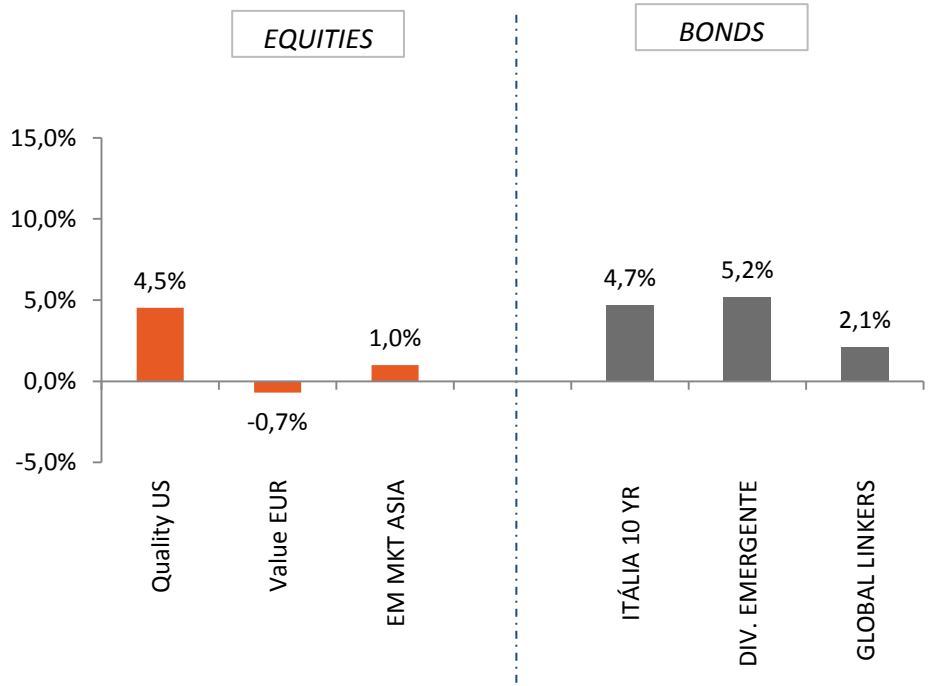
- Na nossa opinião, o posicionamento especulativo agregado dos investidores institucionais em ouro e cobre exterioriza com assertividade a sua visão macroeconómica.

- No segundo trimestre de 2019, observámos uma alteração de posicionamento que não víamos desde o fim de 2016, momento que antecedeu o ano de crescimento global sincronizado, que ficou conhecido como *Goldilocks*. O rácio que compara as posições longas com as posições curtas (*long/short*) do activo de refúgio por excelência voltou a ser proporcionalmente superior ao do principal barómetro de crescimento económico. Tal movimento deixa antever que os investidores acreditam que, apesar dos prováveis novos estímulos monetários, a economia global já não deverá recuperar sustentadamente e o continuado abrandamento motiva a construcção de posições defensivas.

- Uma hipótese macro semelhante é exibida pela indiscutível correlação negativa entre o rácio de preços entre ouro e cobre e o índice PMI referente ao sector manufactureiro a nível global.

- O rácio ouro/cobre aparenta ter feito um fundo, que corresponde a uma conhecida figura técnica de inversão de tendência – *head & shoulders bottom* – que se estendeu durante mais de dois anos. Não por coincidência, este fundo coincidiu com o pico mundial da actividade manufactureira. Perante uma provável continuação de tendência para a manufactura, não obstante melhorias esporádicas de sentimento, consoante a evolução do potencial acordo entre EUA e China, acreditamos que, a médio prazo, o ouro tem ainda espaço para alargar o diferencial face ao cobre. Antevemos que o metal precioso termine o trimestre entre os USD 1.400 e os 1.450 por onça. *In gold, we trust*...

TOP CALLS & PERFORMANCE - BiG RESEARCH 2Q2019



Fonte: Bloomberg; BiG Research;

REVIEW TOP CALLS 2019 YE

Upside Risk @ 20% Probabilidade

Equities

US Financials
Europe Value
Índ. Accionista Emergente

Bonds

US Floaters
Dív. Itália
Dív. Emergente

Downside Risk @ 80% Probabilidade

Equities

Global Value
Real Estate Europa

Bonds

Itália (valor relativo)
Euro Senior Bank Debt

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	→	
Real Estate	↑	*
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