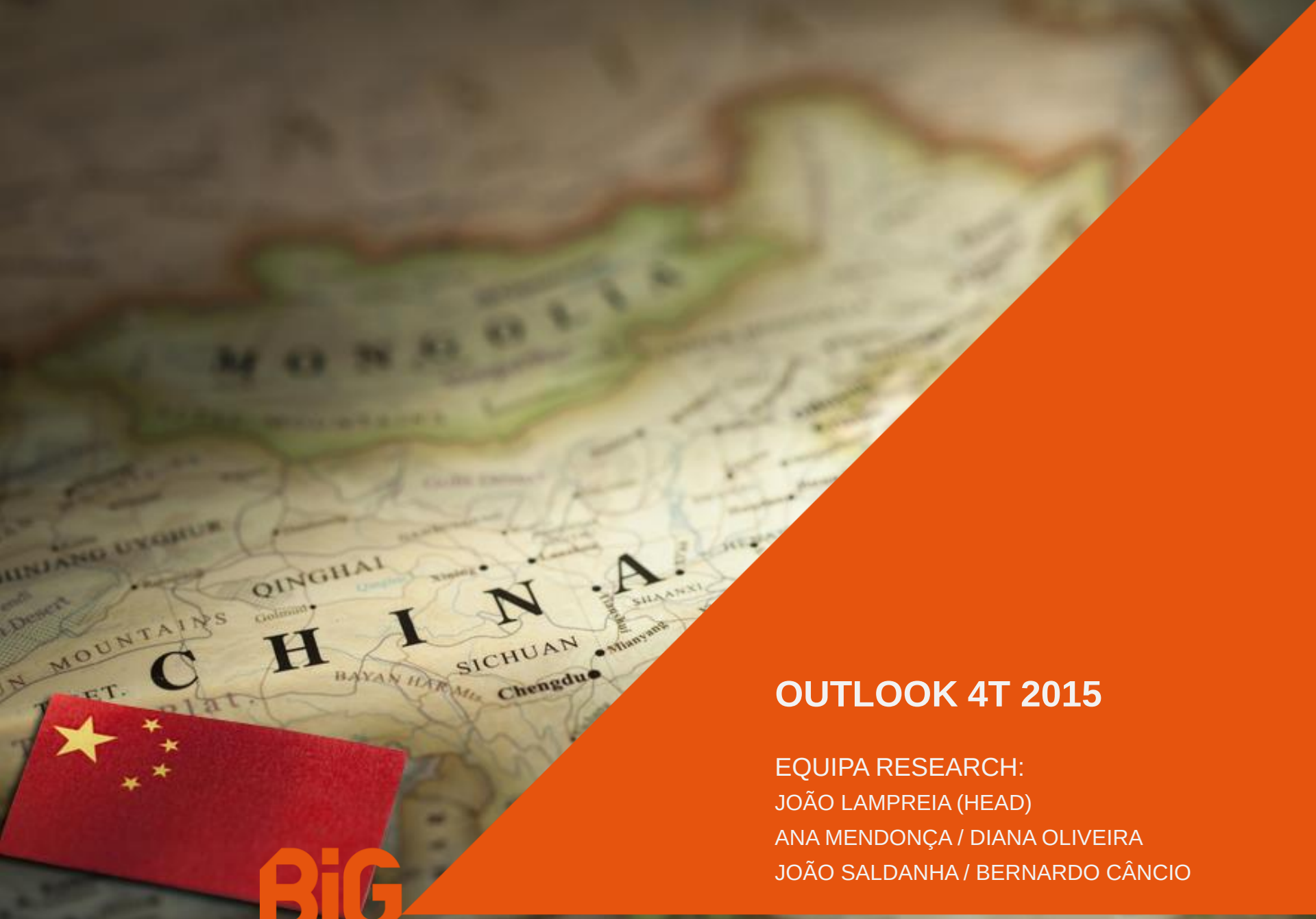


OUTLOOK 4T 2015

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

BiG BANCO DE INVESTIMENTO GLOBAL

1. **ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO**
   1.1 Global

2. **EUA**
   2.1 Enquadramento Macroeconómico
   2.2. Política Monetária

3. **EUROPA**
   3.1 Enquadramento Macroeconómico
   3.2. Política Monetária

4. **PORTUGAL**

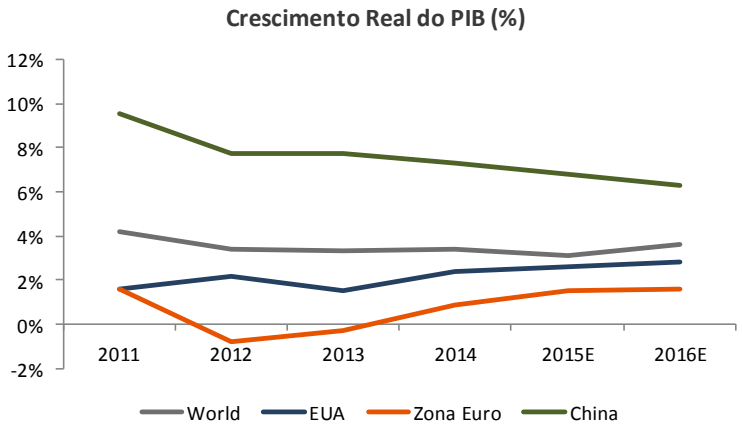
5. **MERCADOS EMERGENTES**
   5.1 GLOBAL
   5.2 CHINA
   5.3 *COMMODITIES*

6. **MERCADO CAMBIAL**

7. **MERCADO DE DÍVIDA**

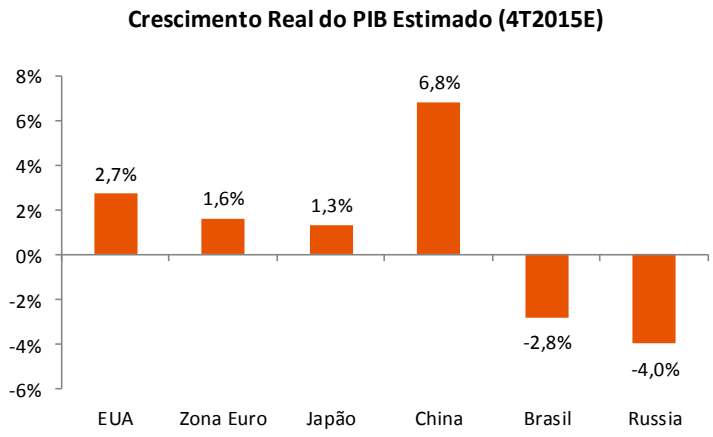
8. **MERCADO ACCIONISTA**

9. **SÍNTESE POSICIONAMENTO**



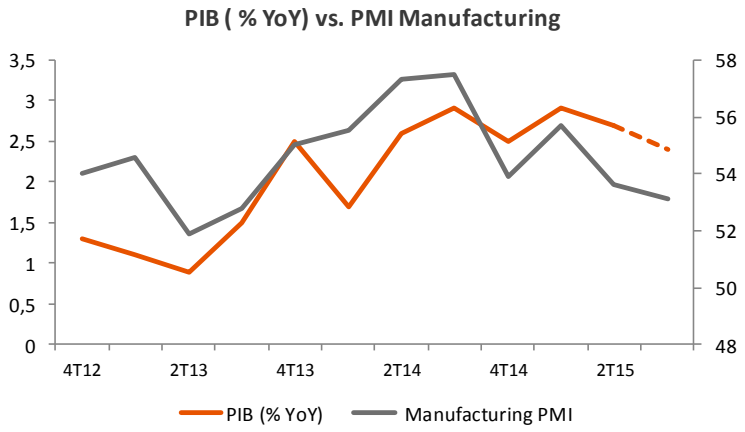
Fonte: FMI; Research BiG

- O crescimento mundial do PIB prossegue aquém da sua média histórica, não obstante a adopção de políticas monetárias expansionistas à escala global.
- O bloco desenvolvido mantém uma tendência de recuperação globalmente tépida.
- A fragilidade do mercado de *commodities* tem exacerbado o momento mais débil associado às economias emergentes.



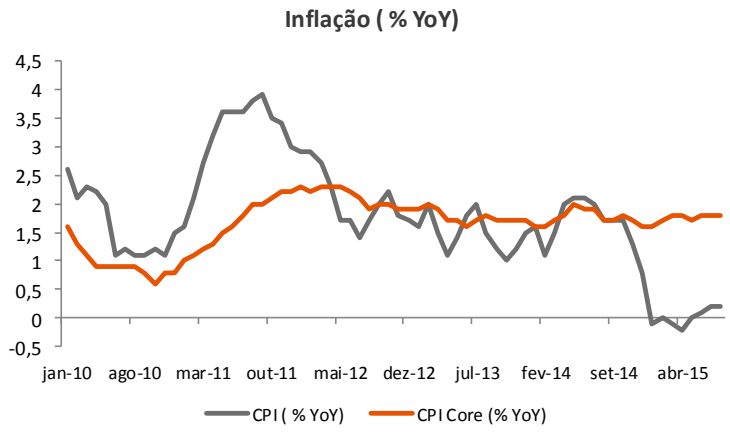
Fonte: FMI Research BiG

- As perspectivas para a evolução do PIB no último trimestre do ano oscilam entre os -4% da Rússia e os +6,8% da China.
- As tensões inflacionistas globais persistem diminutas, com excepção para os países cuja qualidade de crédito se deteriorou substancialmente no período recente – Brasil e Rússia.



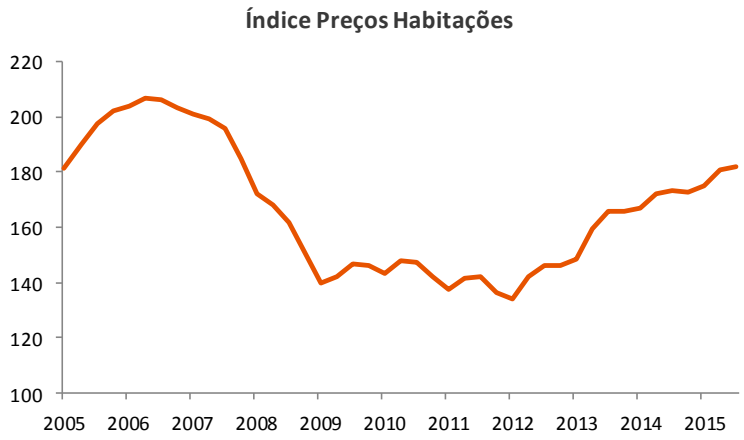
Fonte: Bloomberg

- A economia norte-americana persiste com um desempenho relativamente mais sólido entre o bloco desenvolvido.
- O contexto externo mais desfavorável e a robustez do dólar (quebra das exportações) tem sido mitigado pelo fortalecimento do mercado interno – alargamento do défice comercial.



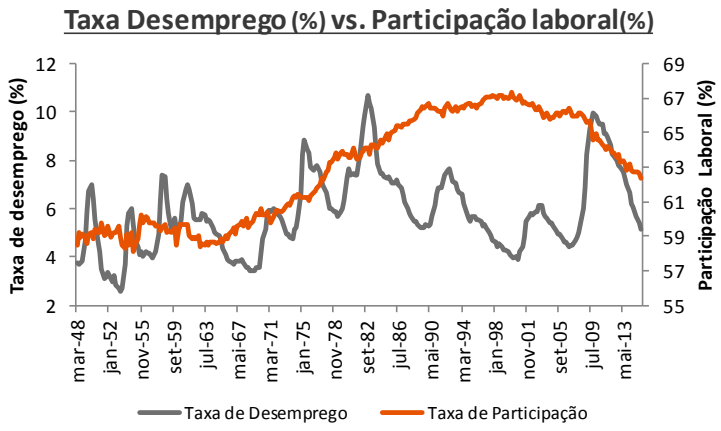
Fonte: Bloomberg

- A ausência de pressões inflacionistas retira pressão à acção imediata do FED, ainda que a componente do CPI Core (Ex Food & Energy) mostre-se a níveis relativamente condizentes com o estágio do ciclo económico.
- A recuperação consistente no período recente do mercado de commodities/crude poderá gerar um acréscimo das tensões inflacionistas no médio-longo prazo.



Fonte: Bloomberg

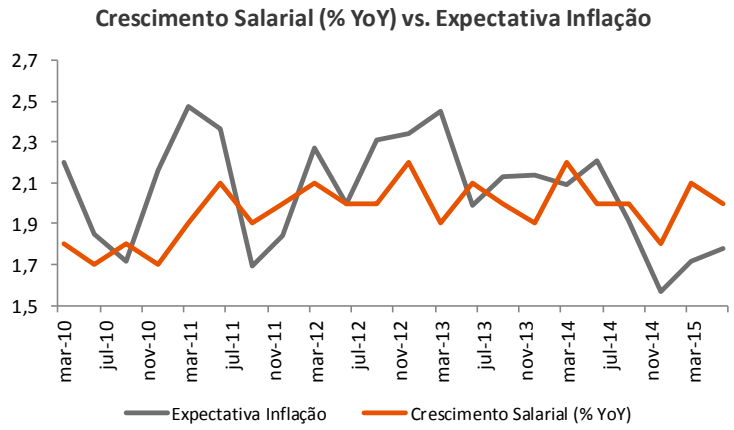
- A recuperação do sector imobiliário revela-se já bastante significativa, aproximando-se "perigosamente" dos níveis observados no anos pré-crise 2008.
- O relativo dinamismo da economia, a melhoria do sentimento económico e o contexto de taxas de juro historicamente baixos explicam este fenómeno.



Fonte: Bloomberg;

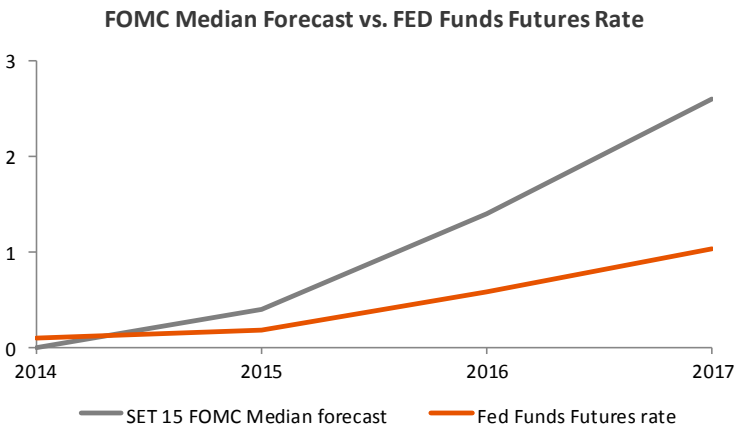
- A taxa de desemprego tem registado um declínio acentuado, ainda que a análise de outros indicadores do mercado laboral ofereça uma leitura essencialmente mista.
- A taxa de participação laboral mantém-se a níveis mínimos históricos verificados nos últimos 40 anos, ainda para mais num contexto de crescente abandono da procura de emprego.

2.2 EUA - POLÍTICA MONETÁRIA



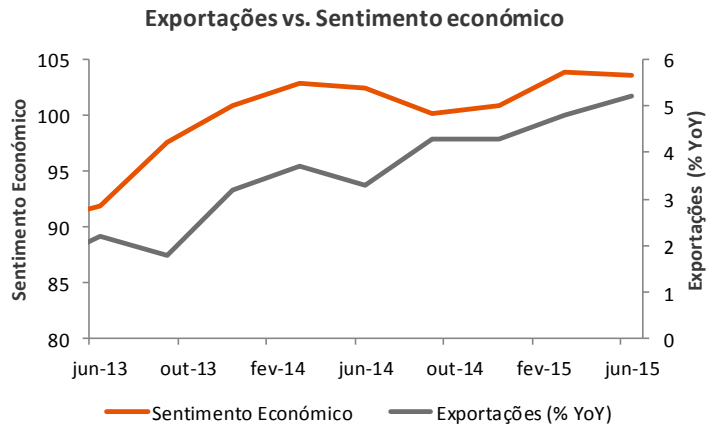
Fonte: Bloomberg

- O crescimento salarial tem-se mantido globalmente estagnado, revelando-se até, a largos períodos, abaixo da expectativa de inflação.
- A expectativa de um eventual *pick-up* de inflação de longo prazo e o incremento substancial da população activa poderá fomentar algum tipo de recuperação dos níveis salariais.



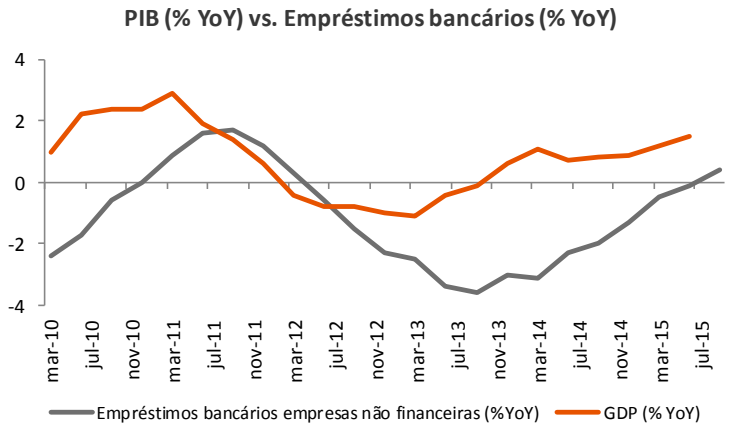
Fonte: Bloomberg;

- O consenso de mercado continua a apontar para uma postura amplamente *dovish* do Fed (probabilidade de subida da taxa Refi até final do ano não excede os 30%).
- A média das estimativas para a Fed Funds Future rate no final de 2016 situa-se nos 0,5%, o que pressupõe um esforço de normalização monetária ainda incipiente face à complexidade dos desequilíbrios globais.



Fonte: Bloomberg

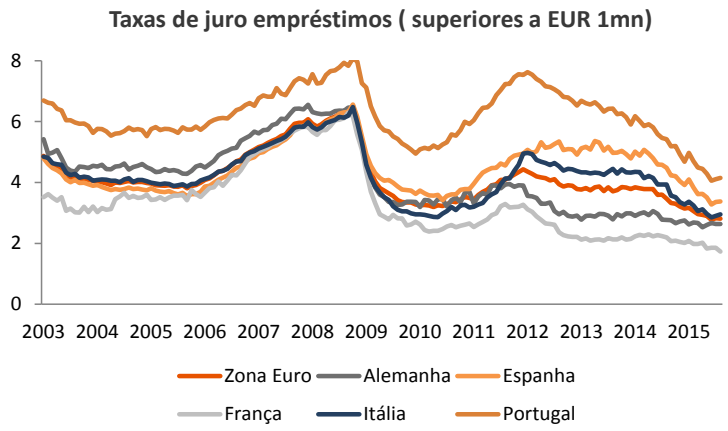
- A evolução favorável das exportações na Zona Euro é maioritariamente explicada pela depreciação do euro, em consequência da aplicação do plano de QE pelo BCE.
- Antecipa-se um crescimento mais moderado das exportações, em sequência da previsível estabilização do Euro aos níveis actuais, bem como pelo arrefecimento económico vigente observado em alguns dos seus principais parceiros comerciais.
- Os indicadores de sentimento cristalizam igualmente o *momentum* mais favorável da actividade europeia.



Fonte: BCE; Bloomberg; Equipa Research

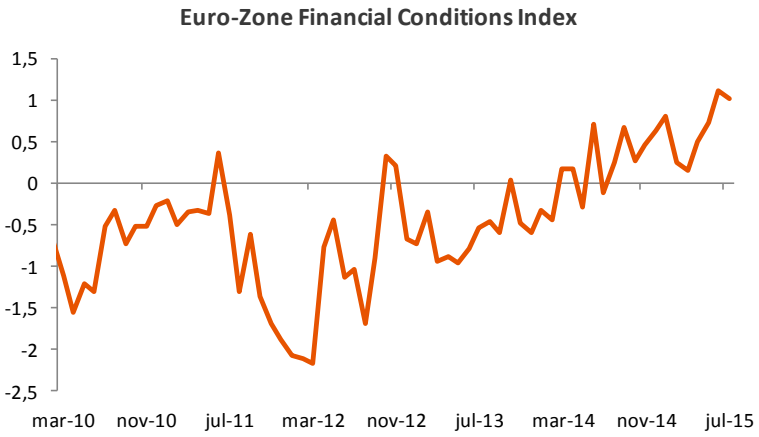
- A evolução do PIB nos últimos meses confirma os sinais de moderada aceleração económica, que beneficia do actual programa de *quantitative easing* (QE) do BCE.
- Os empréstimos bancários têm sido impulsionados não só pela melhoria das condições de financiamento bem como pelo ressurgimento da procura de crédito para investimento.
- No curto-prazo, espera-se que o movimento já verificado no crédito se traduza numa contínua melhoria das condições do crescimento económico.

3.2 EUROPA - POLÍTICA MONETÁRIA



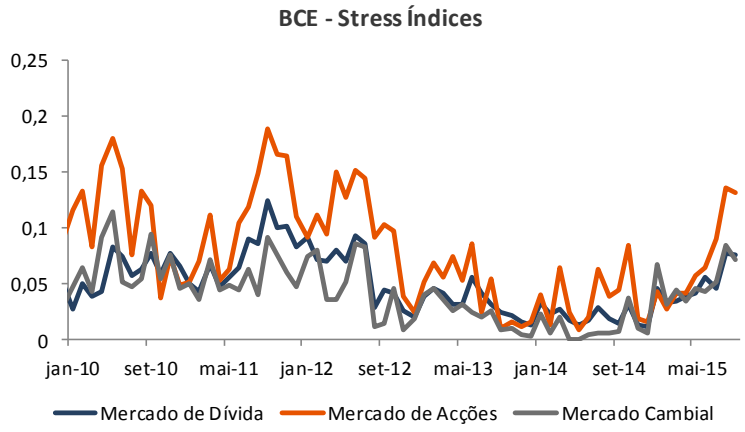
Fonte: BCE

- A descida dos custos de financiamento é transversal a todos os países, com as economias *core* a apresentarem valores mais reduzidos face às economias periféricas.
- Ainda que o *downside* para as taxas de juro nos pareça limitado aos níveis actuais, subsiste espaço para a compressão de *spreads* e dos custos de financiamento à economia em função da política de QE pelo Banco Central Europeu.



Fonte: Bloomberg;

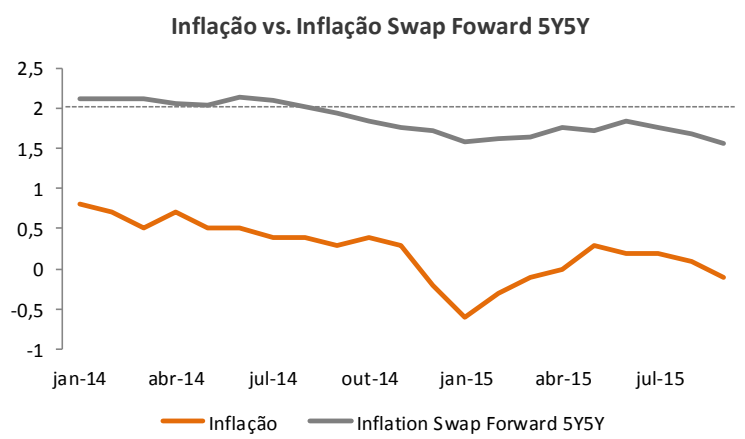
- Esta métrica que sumariza um conjunto de indicadores financeiros da zona euro apresenta já uma evolução positiva face aos valores amplamente deprimidos observados no auge da crise de dívida Soberana na Europa.
- As melhorias observadas na economia europeia deverão prevalecer, ainda que contingentes, a nível global, ao possível abrandamento económico, e a nível europeu, aos riscos políticos da periferia.



Fonte: BCE

- Os indicadores de *stress*, após mínimos observados no início do ano com a divulgação e início do programa de compra de activos pelo BCE, registaram um período mais critico, tanto ao nível do mercado accionista como cambial e de dívida – ainda que distantes dos valores observados em 2008.

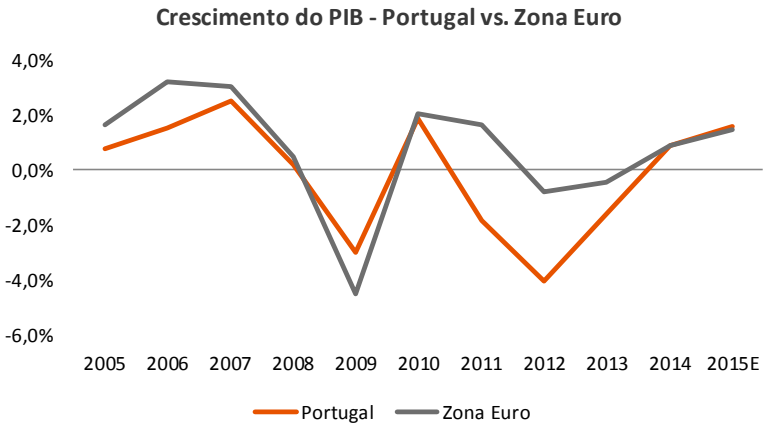
- Em função do "pico" dos índices de *stress* a que assistimos no final deste trimestre, acreditamos que poderá materializar-se uma reversão do sentimento negativo, o que contribuirá para a melhoria dos indicadores de confiança e para a revalorização da generalidade do preços dos activos.



Fonte: Bloomberg;

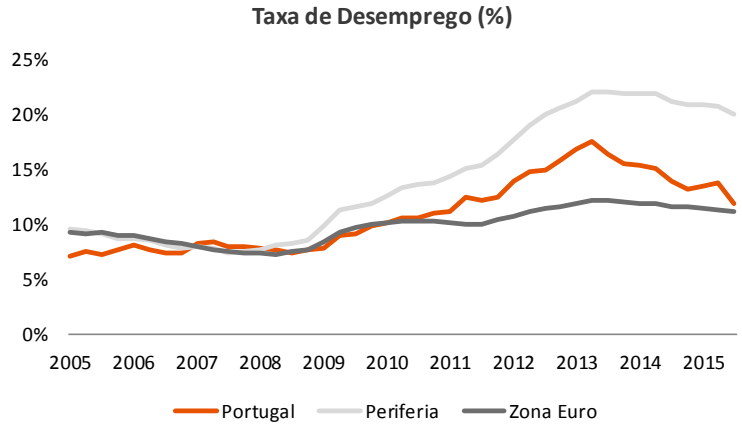
- Após os primeiros meses de 2015 terem sido promissores no que concerne a evolução da inflação no bloco europeu, esta tendência foi arrefecida nos últimos meses, com os baixos preços de energia ainda a penalizarem esta rúbrica.

- O índice de preços na Zona Euro (-0,1% em Setembro), ainda se encontra longe do *target* de inflação de longo prazo do BCE (2%) – o que assegura a continuidade das políticas de QE.



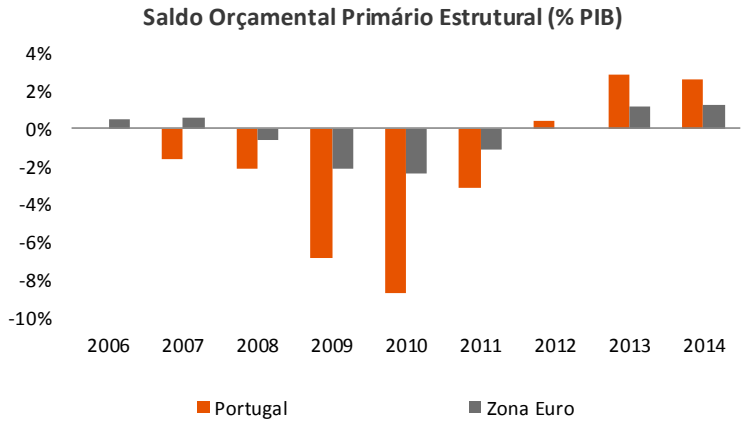
Fonte: FMI

- Durante o programa de intervenção financeira, o PIB português registou uma perda acumulada em torno de 6% - um registo inferior ao observado pelos peers mediterrânicos.
- Estima-se que, em 2015, o crescimento económico português já ultrapasse o crescimento da região que partilha o Euro.



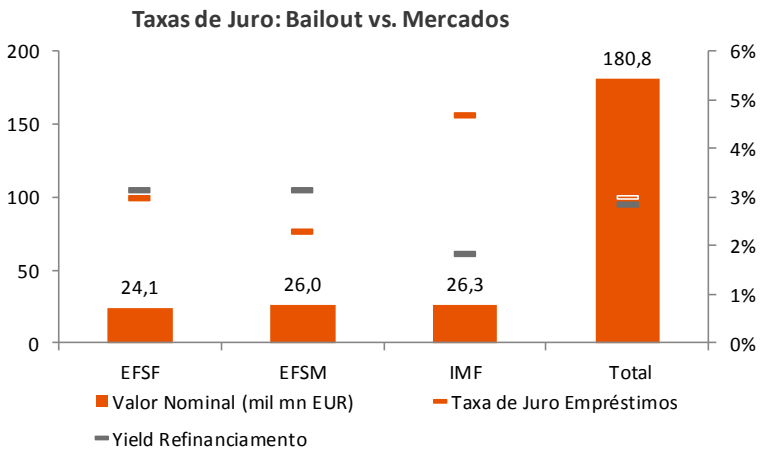
Fonte: Bloomberg; Eurostat; INE; NSSG; ISTAT

- Até 2013, o desemprego em Portugal seguiu a tendência dos países periféricos, chegando a atingir os 17,5% em Março desse ano.
- No seguimento dos progressos alcançados com o plano de Ajustamento macroeconómico, o desemprego retrocedeu para níveis idênticos ao verificado nos anos pré-crise, aproximando-se inclusive do valor da média da Zona Euro.



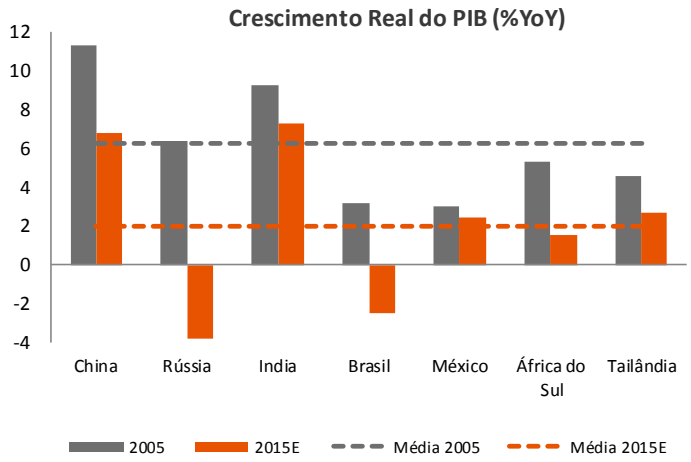
Fonte: FMI

- O saldo orçamental português excluindo os juros da dívida suportados e ajustados ao ciclo económico já é positivo e superior à média europeia.
- Parte do presente défice orçamental superior a 3% acaba por dever-se ao elevado peso dos juros da dívida pública.
- Uma vez que o crescimento do PIB não é ainda suficiente para suavizar os rácios de dívida pública (%PIB), revela-se crucial que o Estado Português mantenha a política de contenção orçamental vigente.



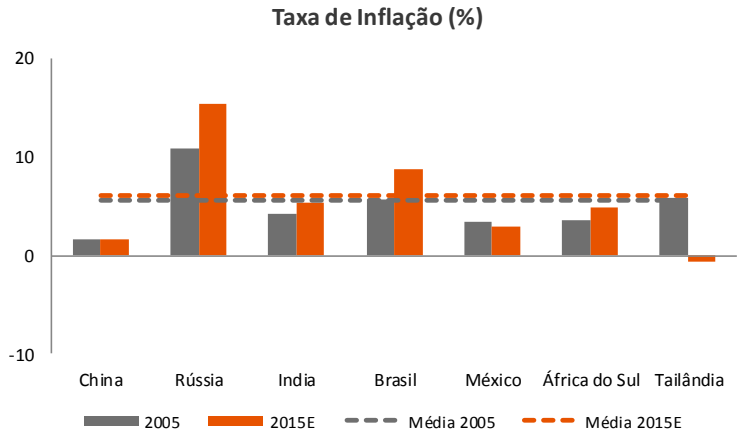
Fonte: Bloomberg; IGCP

- Parte da estratégia do anterior Governo passava por beneficiar do contexto global de baixas taxas de juro, procurando gerir de forma mais eficaz o custo do stock de dívida - Planos de Troca e/ou recompra de dívida.
- O caso mais paradigmático acaba por ser o esforço vigente do Governo em procurar reembolsar, de forma célere, o empréstimo concedido pelo FMI que apresenta uma taxa de juro bastante superior à maturidade equivalente exigida pelos mercados.



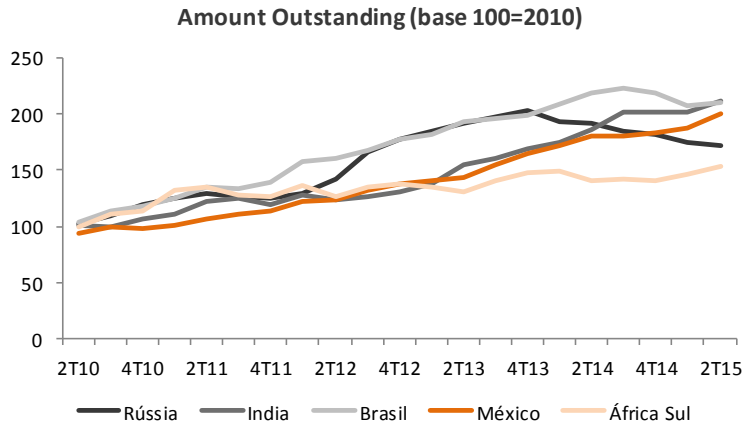
Fonte: Bloomberg

- Os desequilíbrios estruturais vigentes em algumas das economias emergentes acentuaram a trajectória de abrandamento nos últimos anos
- A dependência do sector de *commodities*, a queda de investimento, perda de competitividade, riscos geopolíticos e a materialização de *outflows* de capital são alguns factores que justificam a desaceleração económica neste bloco.
- Acreditamos que no próximo trimestre deverá observar-se uma suavização da volatilidade neste bloco, à medida que os países emergentes continuam a implementar medidas políticas que visam refrear a debilidade do actual contexto.



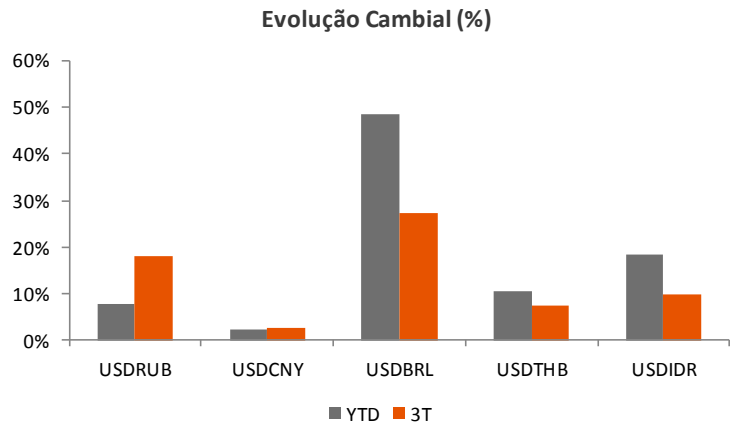
Fonte: Bloomberg;

- Ao contrário do que se tem observado nos países desenvolvidos, alguns países emergentes deverão continuar a enfrentar elevados níveis de inflação, reflectindo essencialmente a violenta depreciação da respectiva moeda.
- O espaço para a adopção de politicas monetárias pelos respectivos Bancos Centrais mostra-se razoável, mas ainda assim limitado, pelo que o “lado” fiscal – políticas de estímulo – serão importantes para retemperar a confiança perdida nestes países.



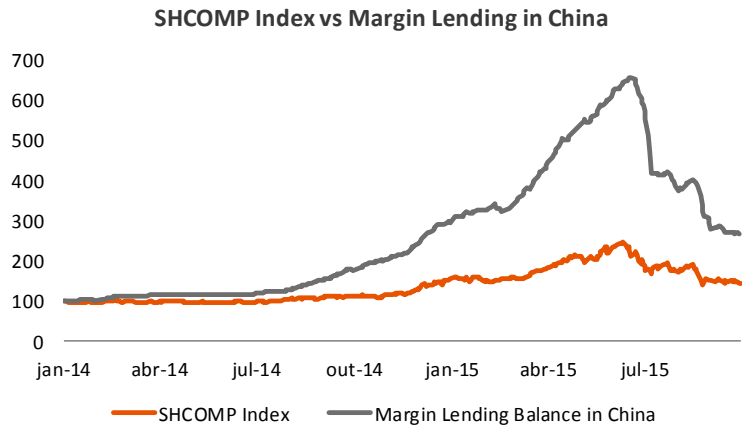
Fonte: Bloomberg: Equipa Research

- A política monetária agressiva da Reserva Federal nos últimos anos transbordou liquidez em USD para o resto do mundo, aumentando o balanço de dívida agregada em USD para os países emergentes para o dobro.
- Esta situação coloca riscos evidentes essencialmente sobre a sustentabilidade de alguns corporates emergentes – assistindo-se a uma deterioração expressiva do valor dos activos e um incremento relevante das *liabilities* em consequência de flutuações cambiais desfavoráveis.



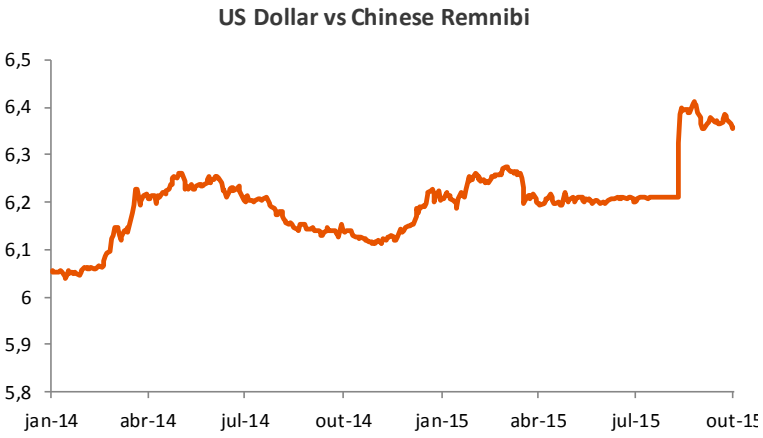
Fonte: Bloomberg;

- A perspectiva de normalização monetária pelo FED – mesmo progressivamente adiada – tem contribuído para a saída de fluxos de capital provenientes das economias emergentes e que coincide com um forte movimento de apreciação do USD face à generalidade das divisas emergentes.
- A concomitância de factores em torno de desvalorizações cambiais agressivas (de países emergentes) e o clima actual de instabilidade política e económica nalguns destes países poderá resultar num aumento de *defaults* de empresas com dividas denominadas em USD já no 4Q15.



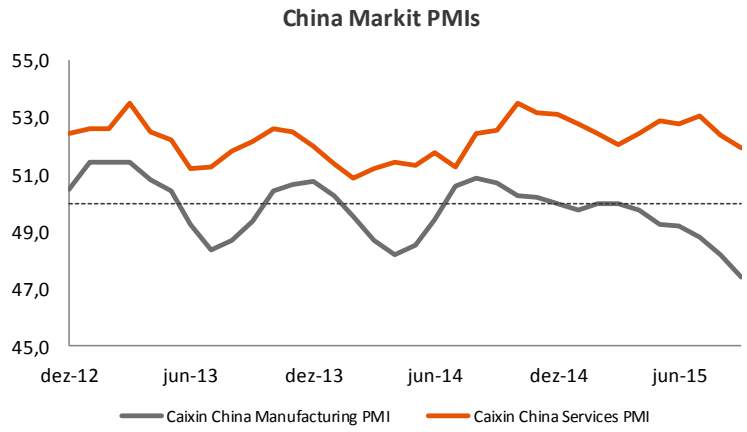
Fonte: Bloomberg:

- Ao contrário do que é geralmente assumido, o *crash* da bolsa chinesa não foi desencadeado por receios da desacelaração económica do país (apesar destes se encontrarem presentes).
- O crescimento absolutamente insustentável dos níveis de alavancagem dos investidores chineses, medido pelo montante em *margin lending* na bolsa do país acabaram por cair abruptamente em Junho deste ano.



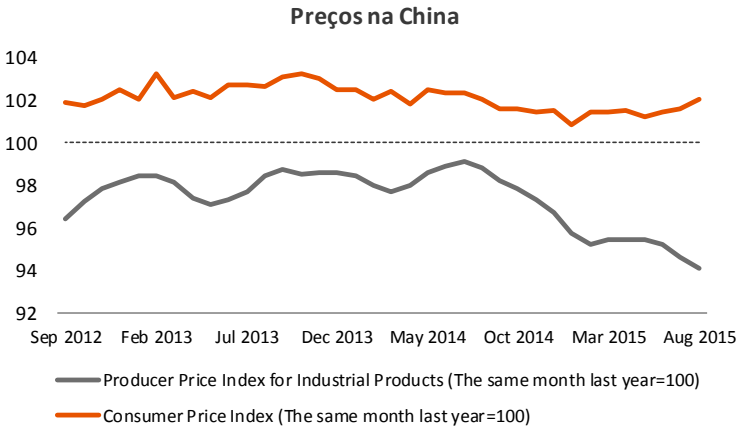
Fonte: Bloomberg

- A repentina desvalorização, ainda que controlada, da moeda chinesa provocou a queda e a preocupação no mercado ocidental. A desvalorização traduz o esforço do Banco Central da China para que a sua moeda satisfaça os requisitos do FMI de modo a ser considerada moeda de reserva internacional.
- A situação motivou temporariamente réplicas de depreciação por outros peers emergentes, penalizando o sentimento global – ainda que a relação destes eventos com a desaceleração na Economia Chinesa não se afigura directa.



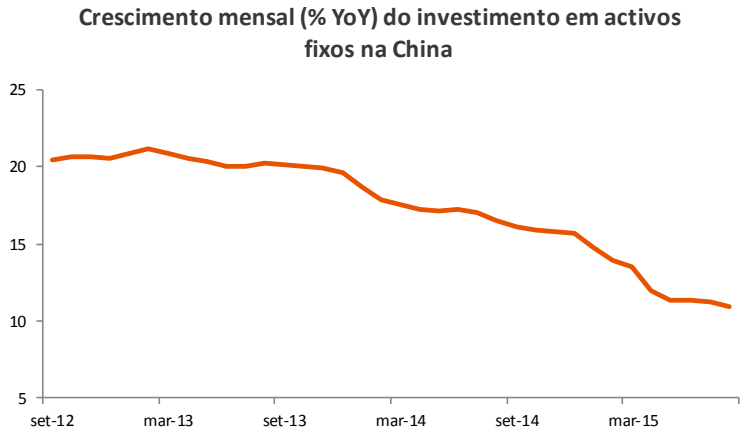
Fonte: National Bureau of Statistics of China

- Os indicadores da economia chinesa revelam a dificuldade na transição de uma economia de exportações de mão de obra barata para uma economia mais desenvolvida, suportada pelo consumo interno e aumento da produtividade.
- Notamos que apesar do evidente abrandamento na vertente industrial, no que se refere ao consumo e serviços a economia tem-se mantido estável, mostrando inclusivé níveis de preços que aumentaram durante 2015.



Fonte: National Bureau of Statistics of China

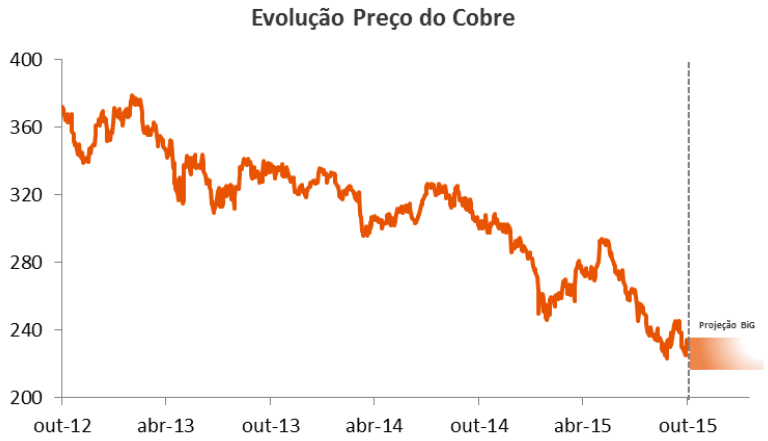
- A nossa visão no médio prazo aponta para que esta transição do modelo Chinês continue a ocorrer, impondo realmente algum abrandamento ao ritmo de crescimento, mas que este risco terá sido globalmente extremado pelo mercado.
- Esta nova realidade económica cria de facto dificuldades aos sectores que se habituaram a exportar bens intermédios/industriais ou matérias-primas para a economia chinesa, mas provavelmente criarão oportunidades aos sectores que estiverem preparados para lucrar com esta transição, como por exemplos os bens de consumo.



Fonte: Bloomberg

- O investimento em activos fixos na China é outro indicador que mostra a raiz do possível abrandamento desta economia. Como podemos ver, ainda que se mantenha a crescer em torno dos 10% anuais, o investimento em activos fixos tem vindo a desacelerar significativamente nos últimos anos.

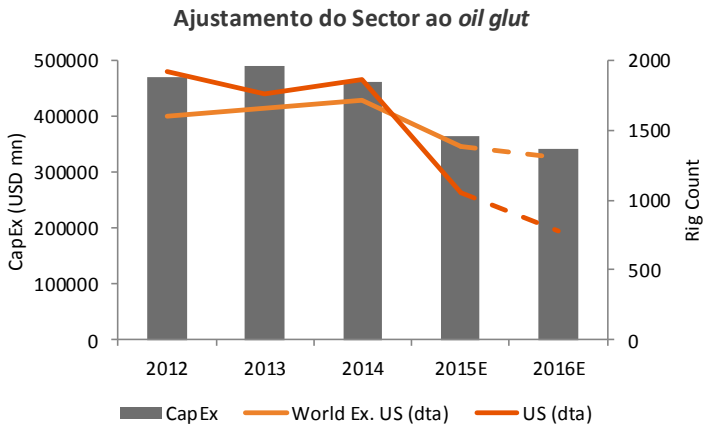
- O *outlook* para o próximo trimestre é de que esta desaceleração continue a materializar-se, na medida em que não se vislumbram crescimentos na procura agregada que poderão justificar uma inversão desta tendência.



Fonte: Bloomberg; Research BiG

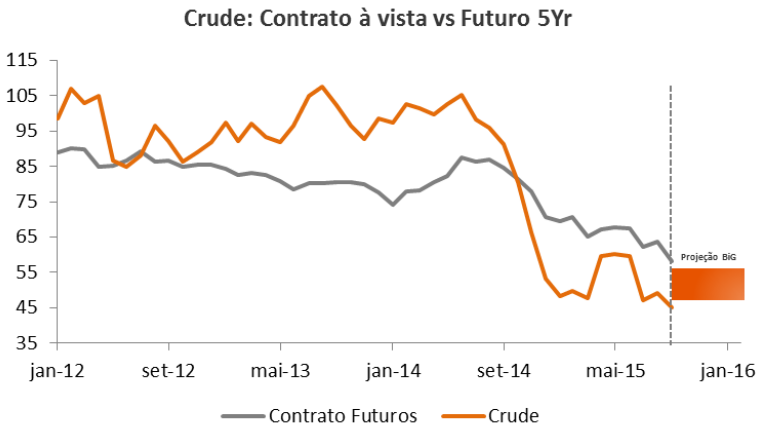
- O cobre, em função das suas características como condutor eléctrico e consequente utilização na construção, é uma das matérias-primas que mais directamente tem sofrido com o abrandamento do investimento em activos fixos na China.

- Apesar de já se sentir um esforço do lado da oferta para se ajustar a esta nova realidade, acreditamos que este ajuste irá ser demorado e, como tal, poderemos continuar a assistir a uma queda dos preços do cobre durante o 4Q15.



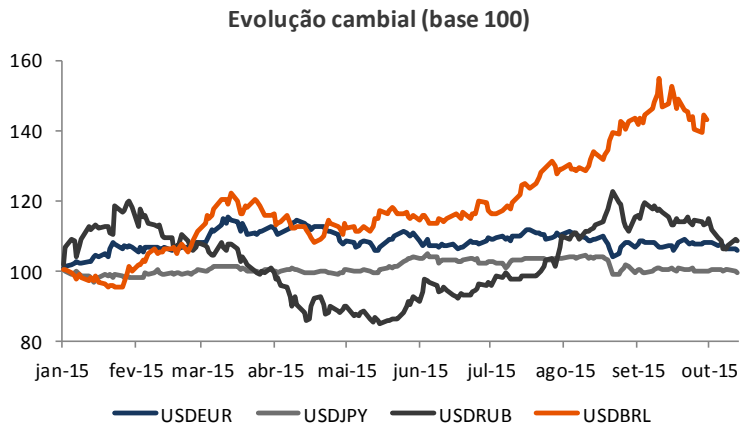
Fonte: Bloomberg.
Capex 2014 -2016: Estimativa/Consenso
Rig Count : média valores mensais. Em 2015 considera valores de até Setembro (inclusive). Valores de 2016 representam estimativas BiG.

- Em relação ao mercado de petróleo, este ajustamento do lado da oferta começou mais cedo devido à grande queda do preço no final de 2014.
- Durante 2015 já foi registado um significativo declínio no indicador de *Rig Count* nos EUA e das rúbricas de *Capex* da indústria petrolífera a nível global.
- A diferença entre a oferta e a procura tem sido exacerbada pelo facto da OPEP não ter demonstrado a coordenação que lhe é historicamente característica para ajustar a sua oferta. Ao longo do último trimestre já existiram pequenas manifestações de que esta coordenação poderá ser reatada, conferindo suporte aos preços do crude.



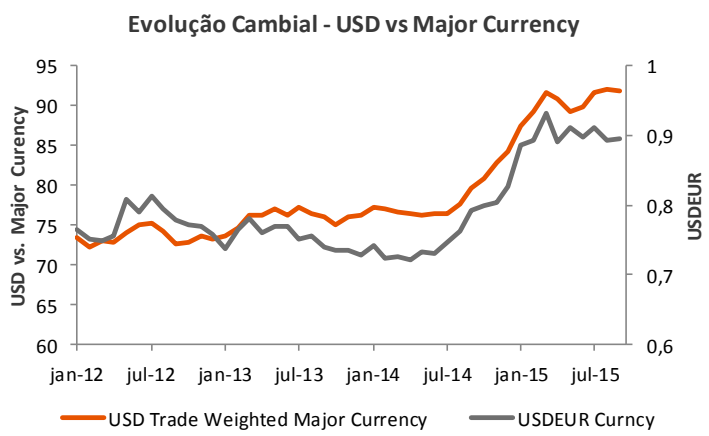
Fonte: Bloomberg; Research BiG

- Devido ao principio de ajustamento já demonstrado pelo sector petrolífero e pela nova possibilidade de coordenação da OPEP visando a diminuição do seu *output*, acreditamos que os preços do crude poderão manter a tendência positiva observada no período recente.
- Não obstante a nossa visão mais positiva, a recuperação do preço do crude poderá estar confinada à barreira dos $60 por barril – nível a partir da qual os flexíveis produtores de *shale oil* rapidamente podem incrementar o seu *output* potencial.



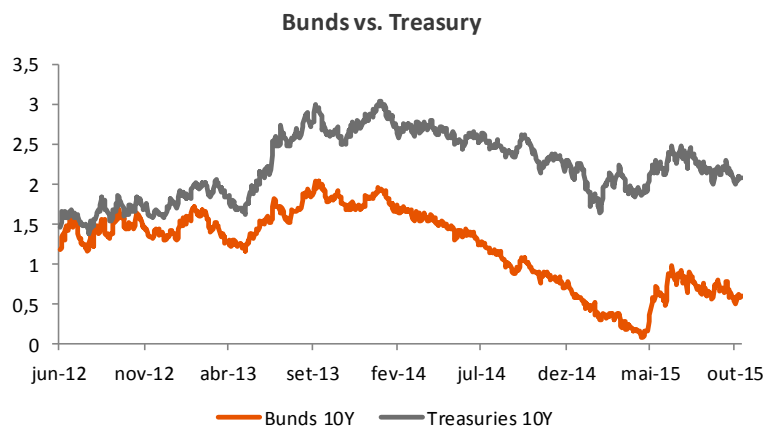
Fonte: Bloomberg

- A divergência do ciclo macro e monetário nos EUA deverá continuar a suportar o interesse na divisa norte-americana.
- O diferencial de taxas de juro e a perspectiva de *safe-haven*, no actual contexto de crise nos emergentes, tem contribuído para a significativa apreciação global do USD.



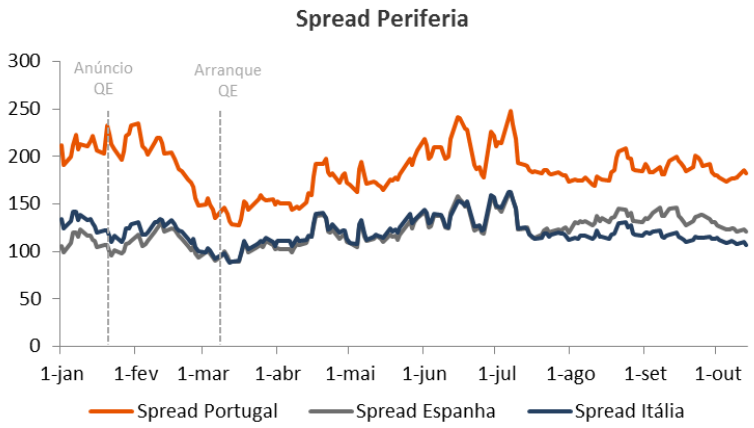
Fonte: Bloomberg

- A lateralização recente do cross EURUSD e a robustez superior da economia americana (vs QE na Europa) poderá conferir oportunidades de short no EUR-USD, em particular após movimentos de *rally* justificados por factores de índole técnica, *short covering* e por um *dovish bias* excessivo do FED.
- A própria desaceleração do bloco Emergente deverá penalizar essencialmente as perspectivas de crescimento da economia Europeia (vs peso relativo do mercado interno nos EUA).



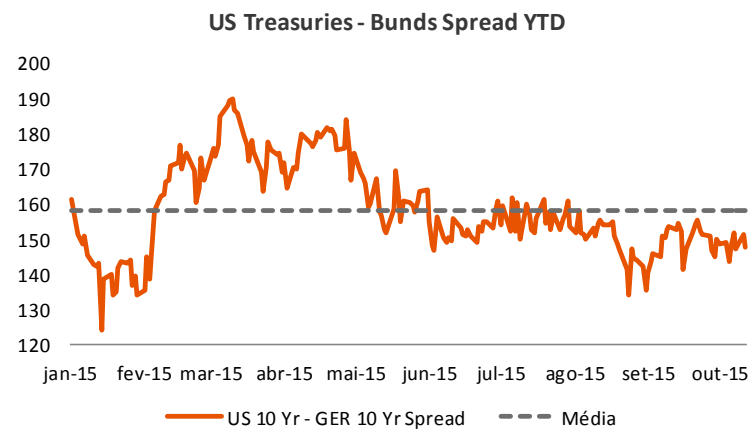
Fonte: Bloomberg

- A profunda assimetria na evolução das políticas monetárias pelo FED e BCE fomentaram o decoupling entre a evolução das yields dos activos sem risco mais representativos.
- O histórico *pick-up* das yields de dívida alemã foi mitigado pela emergência da crise Grega e pela instabilidade observada no bloco emergente.



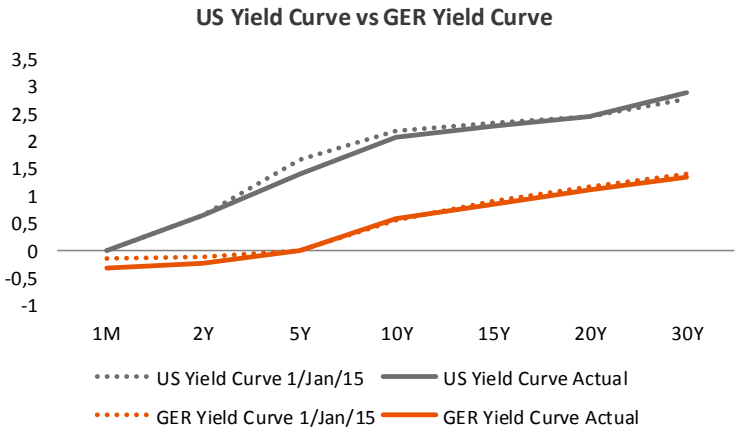
Fonte: Bloomberg

- O incremento da volatilidade por motivos intra-EU e extra-EU penalizou a evolução dos *spreads* na periferia – os quais transaccionam próximo da média (bp) do valor observado em 2015.
- A incerteza em torno do quadro Governativo Português já motivou o alargamento de spreads da dívida Portuguesa



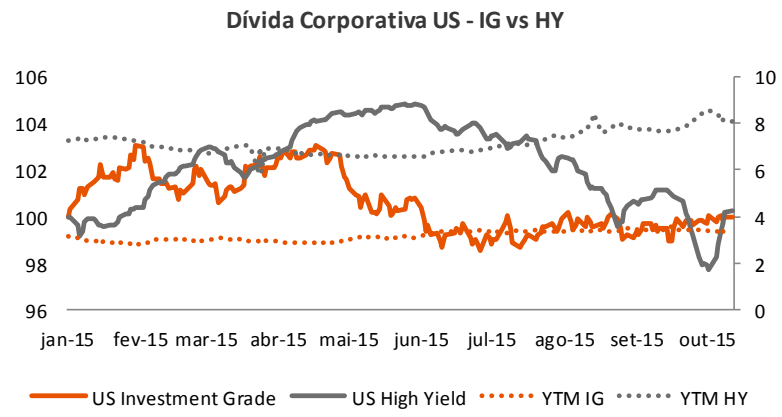
Fonte: Bloomberg

- O diferencial de taxas (10 yr) entre EUA e Alemanha situa-se junto da média de 2015, ainda que subsista um amplo espaço de yield pick-up ao nível das Bunds – média 5Y atinge 68bp.
- A credibilidade do FED vs eficácia do QE são *drivers* que poderão alargar/mitigar o actual nível de *spreads* entre o referencial da dívida norte-americana e Alemã.



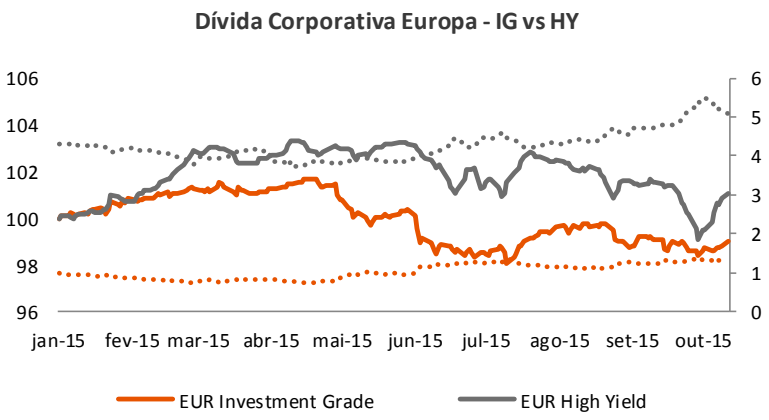
Fonte: Bloomberg

- A inclinação das curvas de rendimento nos EUA e Alemanha mantêm-se relativamente estáveis numa base YTD, não obstante a volatilidade alcançada com *newsflow* distinto ao longo do ano.
- A perspectiva de normalização monetária no longo prazo e os riscos quanto a um eventual *pick-up* de inflação sustenta a nossa visão para um moderado *steepening* das Yield Curves nos EUA e na Alemanha (maioritariamente).



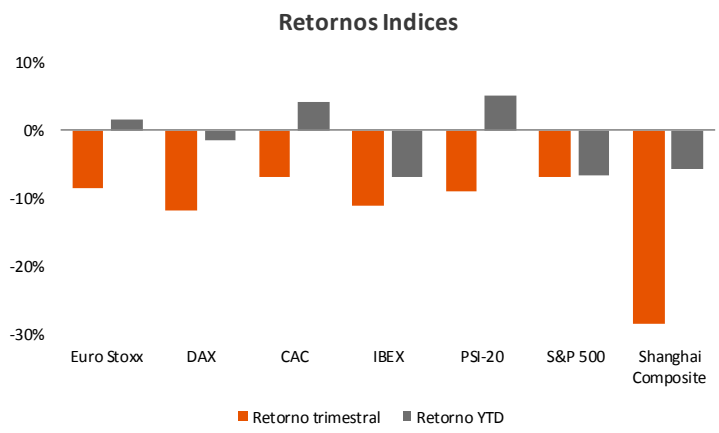
Fonte: Bloomberg

- A forte valorização do preço do crude beneficiou o rebound do segmento high yield nos EUA.
- A componente bastante significativa de players de energia (HY) e o risco de taxa de juro sobre nomes Inv. Grade leva-nos a adoptar uma visão conservadora para a evolução dos preços da dívida empresarial norte-americana.



Fonte: Bloomberg

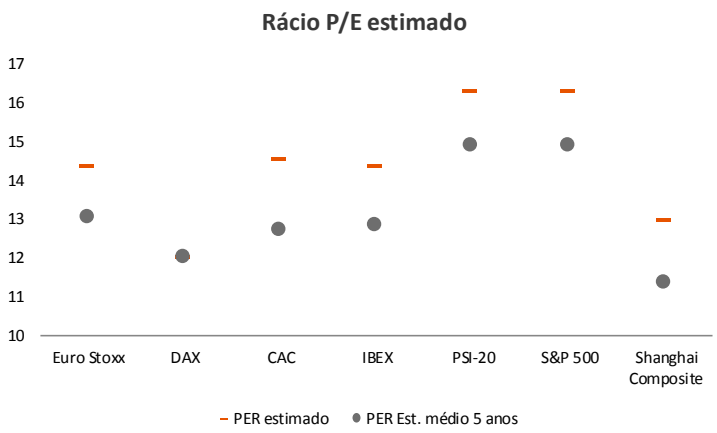
- A mitigação/suavização do pessimismo em redor do momento do bloco emergente determinou um moderado *rebound* do segmento de dívida *high yield* na Europa.
- A perspectiva reflacionária da economia Europeia associada ao racional do QE e o momento empresarial globalmente mais favorável para corporates Europeias justifica o nosso racional de *Overweight* no segmento *High Yield* Europeu.



Fonte: Bloomberg

- A fraca performance no trimestre resultou da concretização dos receios em torno do abrandamento da economia chinesa. Para além disso, a penalizar o comportamento de alguns índices estiveram histórias especificas de alguns sectores.

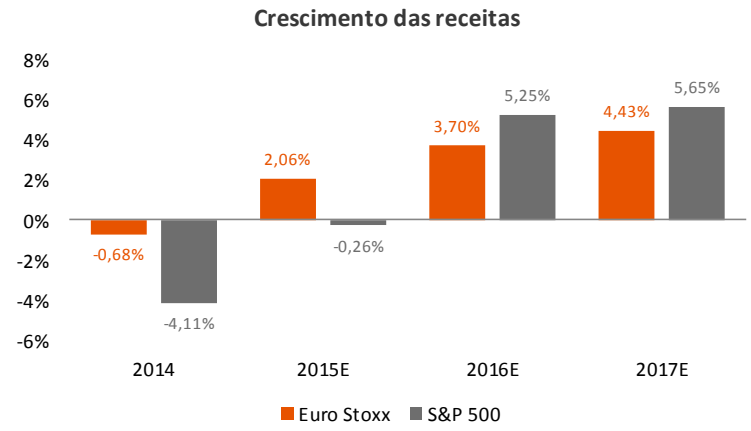
- Destacamos o índice alemão DAX que foi afectado pelo sector automóvel e o espanhol IBEX penalizado pela queda do Santander (elevado peso no índice) motivada pela exposição ao Brasil. Este comportamento relativo bastante negativo poderá despoletar oportunidades de entrada já no 4Q15.



Fonte: Bloomberg

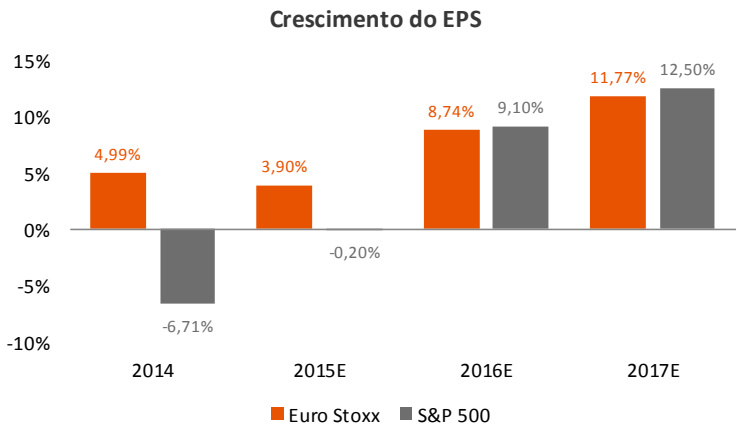
- O índice Shanghai, que tendo agora perspectivas de crescimento mais reduzidas do que ostentou nos últimos cinco anos, apresenta um PER mais elevado face à média, pelo que subsiste algum espaço para *downside* adicional.

- Destaque para o índice DAX que é o único que negoceia em linha com o PER médio dos últimos cinco anos, podendo revelar algum suporte para o próximo trimestre.



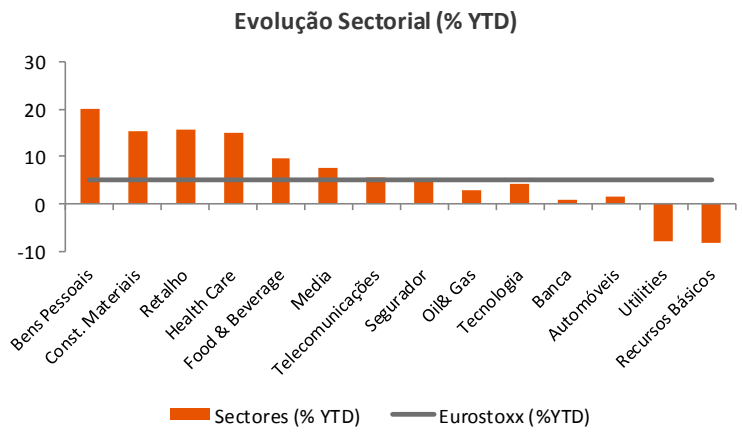
Fonte: Bloomberg

- O diferencial de crescimento das vendas para 2015 mostra-se mais favorável para a Europa face aos EUA, tal como já se tinha observado em 2014.
- No próximo trimestre, para o índice S&P, estima-se um crescimento das receitas negativo em 3,65% , face ao período homólogo.



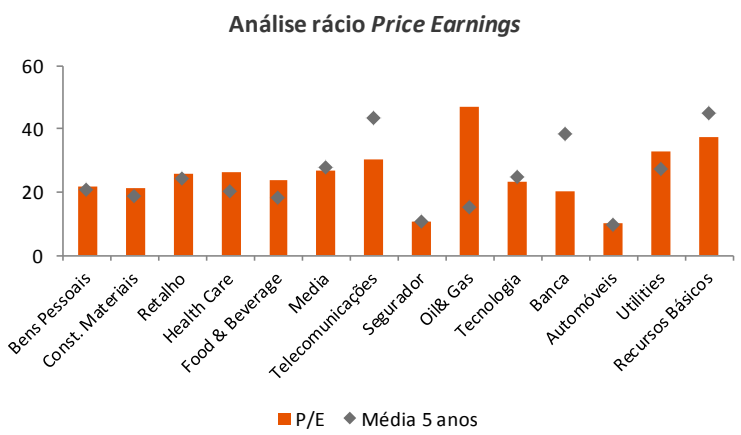
Fonte: Bloomberg

- Tal como observado no crescimento das receitas, também no lucro por acção o diferencial entre os dois países é bastante evidente para o ano de 2015.
- Para o terceiro trimestre e no caso particular dos EUA, espera-se uma quebra homóloga de 6,9% nos lucros por acção das empresas integrantes do índice.



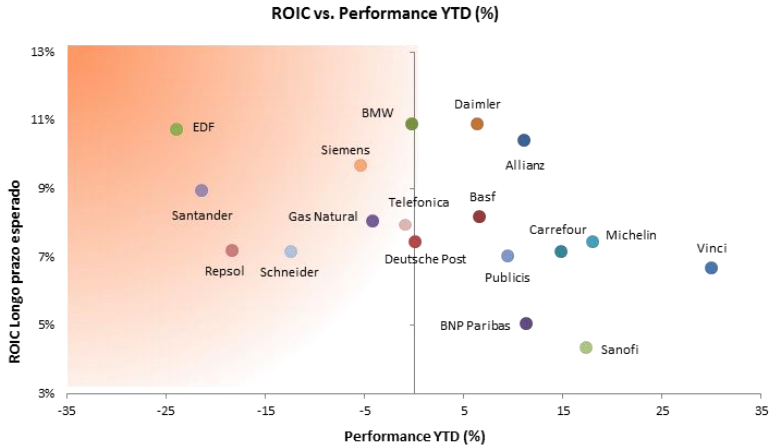
Fonte: Bloomberg

- O sector de recursos básicos mantém a *underperformance* observada no ano anterior penalizado pelo baixo preço das *commodities*.
- O sector automóvel inverteu os ganhos registados no primeiro semestre, tendo terminado o 3Q15 *flat*. Alguns nomes deste sector poderão conferir oportunidades de médio prazo.



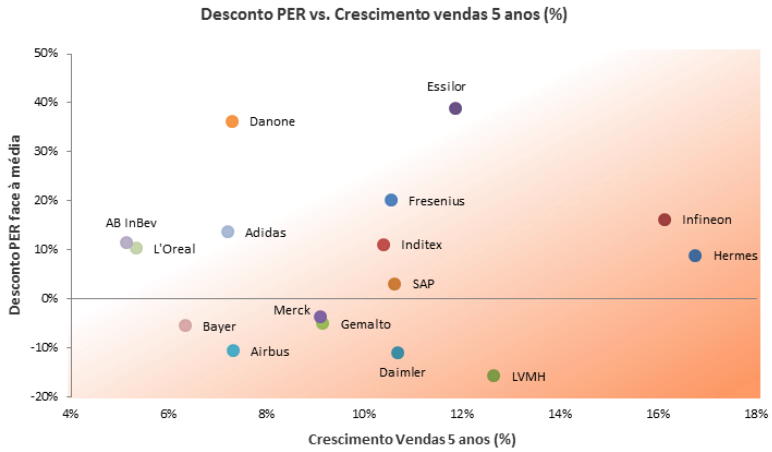
Fonte: Bloomberg

- Salientamos o desconto fundamental, face à média dos últimos cinco anos, dos sectores de banca e telecomunicações.
- Não obstante as fortes valorizações, desde o início do ano, os sectores de bens pessoais e retalho transaccionam alinhados com a sua média histórica.
- Destacamos o sector de *health care* que, apesar do ligeiro prémio face à média dos últimos 5 anos, continua a revelar perspectivas de crescimento globalmente favoráveis.



Fonte: Equipa Research; Bloomberg

- Recorrendo a métricas mais indicadas para títulos com um perfil de valor – *return on equity*, *price to book value* – obtivemos um conjunto de nomes europeus que vão de encontro aos critérios definidos ainda que não se tenha tido em consideração algumas das suas particulares histórias.
- Considerando os resultados obtidos, destacamos nomes como a EDF, Schneider, Siemens, Telefonica e BMW.



Fonte: Equipa Research; Bloomberg

- Numa óptica de crescimento, para além de indicadores fundamentais e operacionais – PER e crescimento médio das vendas – temos em atenção uma análise mais qualitativa das perspectivas de crescimento e operacionais da empresa.
- Neste caso, destacamos títulos como a Louis Vuitton, Infineon, SAP, Airbus e Merck KgaA.

EQUITY					
GEOGRAFIAS	EUA				
	Europa				
	Portugal				**
	Emergentes				

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

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

** Downgrade; * Upgrade;

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

** Downgrade; * Upgrade;

Top Pick 4T PSI-20			
BCP			
PHarol			
Portucel			
REN			
Teixeira Duarte			
Impresa			

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