BANCO DE INVESTIMENTO GLOBAL

Outlook

4º TRIMESTRE

EQUIPA RESEARCH:

JOÃO LAMPREIA (HEAD)

ANA MENDONÇA

DIANA OLIVEIRA

BERNARDO CÂNCIO

BANCO DE INVESTIMENTO GLOBAL

1. **ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO**
   1.1 Global

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

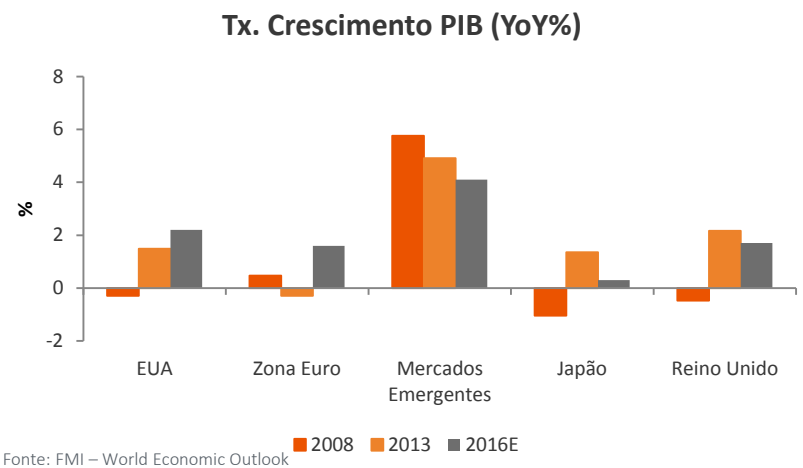
3. **EUROPA**
   3.1 Enquadramento Macroeconómico
   3.2. Política Monetária
   3.3. Banca Europeia
   3.4. Pós-Brexit
   3.5. Riscos Políticos

4. **Mercados Emergentes**
   4.1. China
   4.2. Brasil
   4.3. *Commodities*

5. **MERCADO DE DÍVIDA**
   5.1 Dívida Core
   5.2 Dívida Periferia
   5.3 Dívida Corporativa

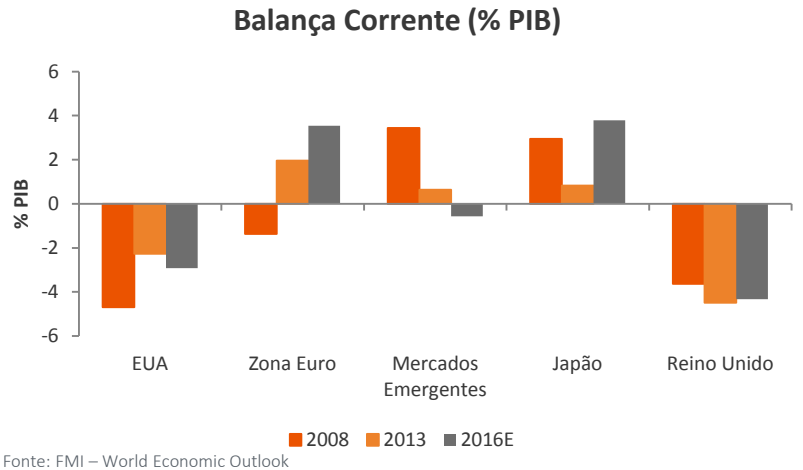
6. **MERCADO ACCIONISTA**
   6.1. EUA
   6.2. Projecções – EUA vs. Europa
   6.3. Avaliação Global
   6.4. Europa
   6.5. Picks do Trimestre
   6.6. PSI-20

7. **SÍNTESE POSICIONAMENTO**



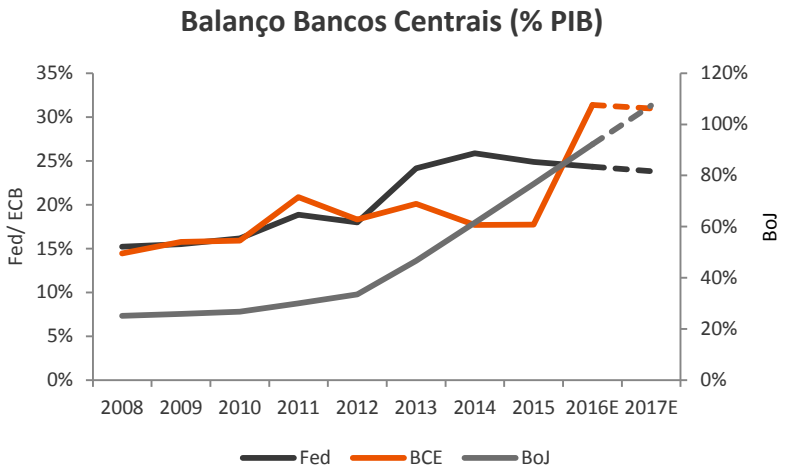
Fonte: FMI – World Economic Outlook

- O ciclo actual de expansão Mundial no pós crise-2008 reflecte uma recuperação lenta da actividade económica no bloco desenvolvido vs desaceleração gradual das economias emergentes.
- As taxas de crescimento do PIB do bloco desenvolvido mantêm-se a níveis historicamente reduzidos, não obstante a implementação de estímulos monetários sem precedentes.
- O final do superciclo das *commodities* é o principal motivo para a desaceleração do crescimento no bloco emergente.



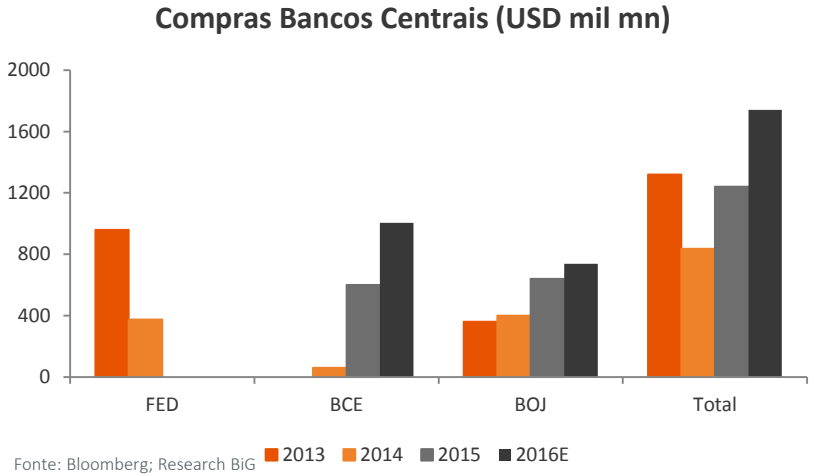
Fonte: FMI – World Economic Outlook

- A crise de 2008 determinou um forte abalo nas placas tectónicas sobre as quais assenta a dinâmica do comércio mundial.
- A crise soberana Europeia determinou uma revisão da arquitectura da Zona Euro que, associado, a reformas Governamentais e estímulos monetários traduziram ganhos relativos de competitividade da economia Europeia.
- Já o bloco emergente perdeu competitividade relativa, sendo que os massivos fluxos de capital direccionados para estes países agravaram riscos sobre eventuais bolhas especulativas.



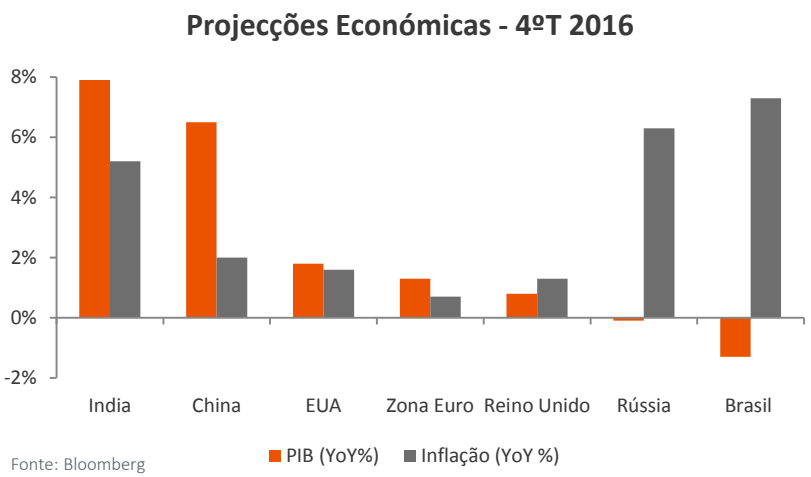
Fonte: Bloomberg; Research BiG

- O sentimento global deverá manter-se positivo em resultado da política monetária global fortemente expansionista, não obstante o decurso de normalização de taxas pelo FED.
- A previsível flexibilização dos programas de expansão monetária do BoJ e do BCE motivarão a expansão natural dos seus Balanços – no caso do BoJ o total dos activos detidos já irá ultrapassar o PIB nipónico.



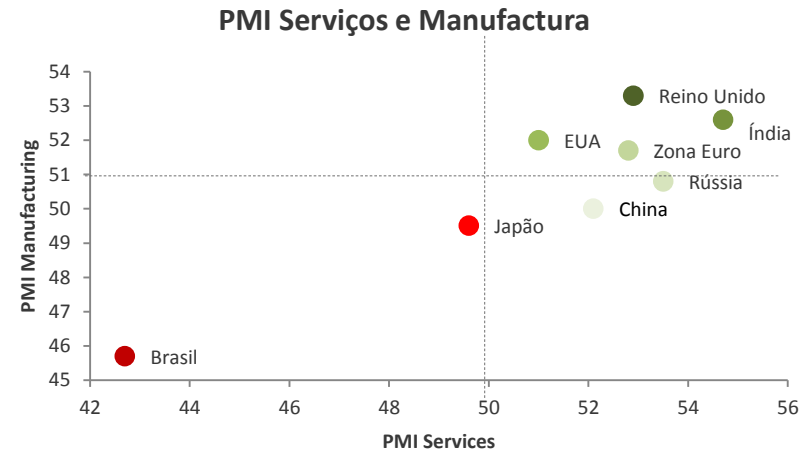
Fonte: Bloomberg; Research BiG

- O BCE e o BoJ são fortes prestadores de liquidez – compra de activos cumulativa dos bancos centrais deverá superar de forma significativa os valores no auge do QE do FED em 2013.
- O alcance da política monetária mostra-se limitado, sendo necessário a implementação de políticas estruturais e fiscais que favoreçam o crescimento do *output* potencial.



Fonte: Bloomberg

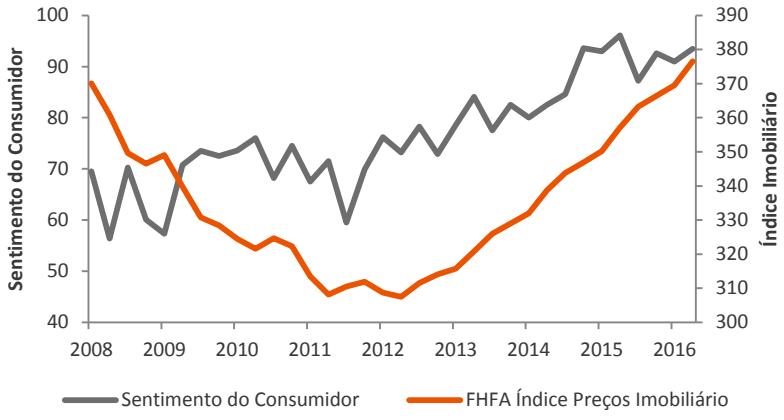
- O 4T16 deverá confirmar o *pick-up* da actividade económica no bloco desenvolvido, mantendo-se o perfil mais robusto em torno da recuperação da economia americana vs Zona Euro.
- Nos países em desenvolvimento, o crescimento da Índia projecta-se estelar e o arrefecimento da China pouco significativo.
- Na Rússia e no Brasil acentua-se a convicção de que as economias estarão a fazer *bottoming out* do actual período recessivo, beneficiando da recuperação do preço das *commodities* e dos fundamentais económicos subjacentes.



Nota: PMIs referentes a Agosto 2016
Fonte: Bloomberg

- Os índices de gestores de compras (PMI na sigla inglesa) mais recentes confirmam as expectativas para o 4º trimestre, destacando-se no sector de manufactura a contracção (valor inferior a 50) do Japão e Brasil.
- O rescaldo do Brexit ainda não se materializou nos principais agregados macroeconómicos, no seguimento de uma rápida resposta do BoE e do desempenho, surpreendentemente, de alguns segmentos da economia – vendas a retalho – que não foram afectados pela depreciação do GBP e pelo perfil deficitário da conta corrente britânica.

Índice Imobiliário vs. Sentimento do Consumidor

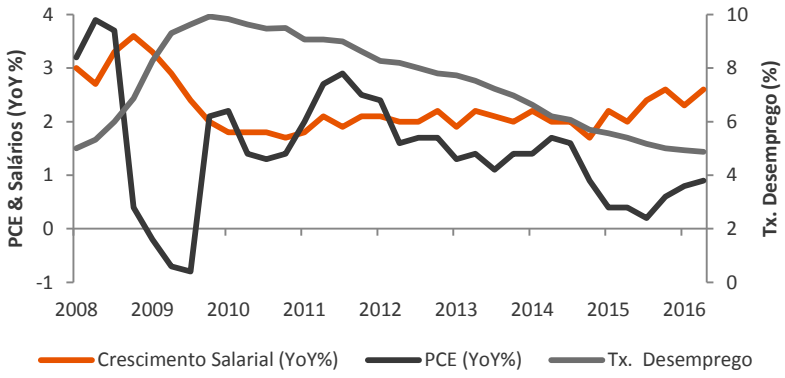


Fonte: Bloomberg

- A recuperação económica dos EUA reflecte-se em várias facções da economia, destacando-se o sector imobiliário, com preços que começam a atingir níveis praticamente idênticos ao observado na eclosão da bolha imobiliária.

- Os indicadores do mercado laboral apresentam uma evolução positiva - taxa de desemprego historicamente baixa - e, nos sectores de *slack* reduzida, observa-se já alguma pressão inflacionista em resultado do nível de crescimento salarial.

Taxa de Desemprego vs. Crescimento Salarial vs. Evolução Preços



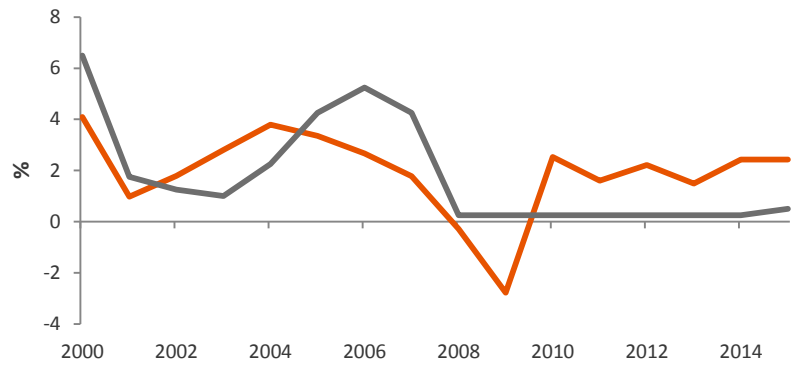
Fonte: Bloomberg

- Este enquadramento favorece a tendência positiva no índice de sentimento dos consumidores, uma métrica importante considerando a dependência da economia no consumo privado – circa 70% do PIB.

- As perspectivas de inflação no entanto demonstram-se ainda distantes do target de 2% (PCE) definido pela Reserva Federal, não obstante a pressão positiva decorrente dos aumentos salariais.

- A estabilização do preço do crude e da generalidade dos custos de energia deverão favorecer um *pick up* na evolução dos preços, sendo que os valores do CPI core – excluindo alimentação e energia - já se encontram mais próximos de 2%.

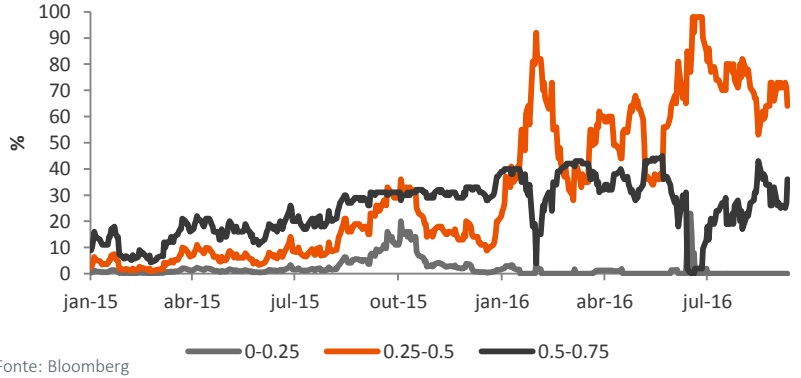
Crescimento PIB vs. Fed Funds Rate



Fonte: Bloomberg

- O consenso de mercado aponta para apenas uma subida de taxas na Reunião de Dezembro, conforme sinalizado por Janet Yellen, já depois do ruído/volatilidade em torno das eleições Presidenciais ter sido ultrapassado.
- O FED acabou por desiludir substancialmente as expectativas de *tightening* do mercado que se verificavam no final de 2015 (3 subidas), motivado essencialmente por factores exógenos: i) arrefecimento da China; ii) risco deflacionário das *commodities*; iii) Brexit.

Expectativas Mercado - Fed Funds Rate @ Nov. 2016



Fonte: Bloomberg

- A política monetária ultra expansionista seguida pelos Bancos Centrais no Mundo tem implicado uma restrição evidente no "necessário" ritmo de normalização de taxas nos EUA.
- A visão Research BiG é de apenas uma subida nas taxas de juro em 2016, a ocorrer em Dezembro, com o mercado a atribuir uma probabilidade de 60% para esta ocorrer.
- O gradual *tightenning* do FED deverá beneficiar os títulos do sector financeiro, bem como um conjunto de *players* de *low debt* e maior exposição doméstica.

Políticas Económicas/Corporativas:

- **Impostos:** Aumentar os impostos nos escalões mais elevados e criação de um novo escalão de 43,6% para rendimentos acima dos USD 5 mn. Propõe a distribuição de lucros corporativos através de um crédito de impostos de 2 anos;
- **Wall Street:** a favor do Dodd-Frank, intensificar algumas regulações e taxar o *high-frequency trading*;
- Demonstra-se contra as práticas de preços pelas farmacêuticas.
- Aumentar salário mínimo para USD 12/hora (USD 15 em alguns estados);
- Aumento do investimento em infra-estrutura em USD 275 mil mn nos próximos anos e criação de um banco de infra-estrutura
- Contra a Parceria Trans-pacífico ;

Outras Posições:

- Favor do aborto;
- A favor da legalização de imigrantes (DREAM Pact);
- Expandir Obamacare.

Hillary Clinton

Partido Democrata

Políticas Económicas/Corporativas:

- **Impostos**: Propõem um reformular dos escalões de impostos, a eliminação do AMT; redução da taxa de imposto para 15% - estimativas apontam que este modelo irá reduzir as receitas em USD 9,5 tri., eventualmente beneficiando os escalões com maiores rendimentos. Propõe uma repatriação única de *corporate cash* no estrangeiro a uma taxa de 10% e eliminação de impostos diferidos em lucros obtidos no estrangeiro;
- **Wall Street:** Propõe o desmantelar do Dodd-Frank;
- Salário mínimo estabelecido pelos Estados;
- Pretende aumentar o investimento em infra-estrutura, sem apresentar grandes detalhes;
- Contra a Parceria Trans-pacífico;

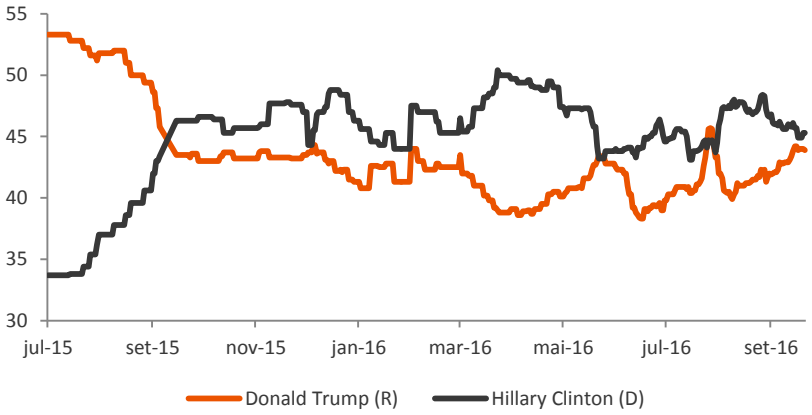
Outras Posições:

- Contra o aborto;
- Anti Imigração;
- Extinguir Obamacare.

Donald Trump

Partido Republicano

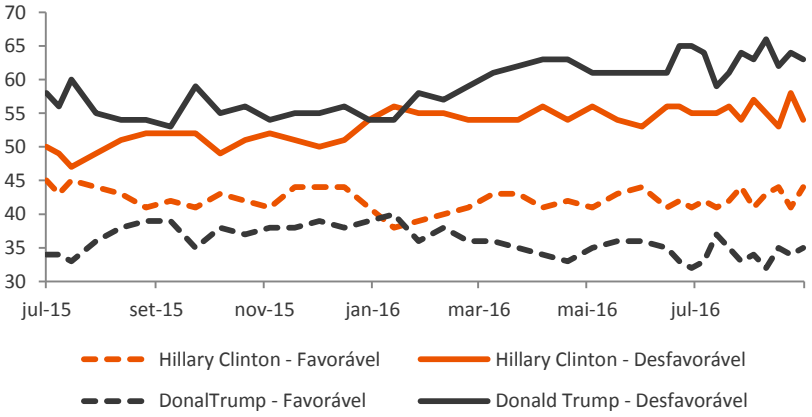
Sondagens - Eleições Presidenciais (% intenção)



Fonte: Real Clear Politics; Bloomberg

- As sondagens têm estreitado o diferencial entre a candidata democrata e o candidato republicano, este último beneficiando de algumas notícias específicas que penalizaram a credibilidade de Hillary.
- Os indicadores das casas de apostas atribuem uma maior probabilidade de vitória à candidata democrata, sendo este igualmente o cenário base antecipado pelo mercado.
- Os debates que se iniciaram a 26 de Setembro deverão contribuir para dissipar a indefinição vigente e/ou exacerbar tendências para determinada intenção de voto.

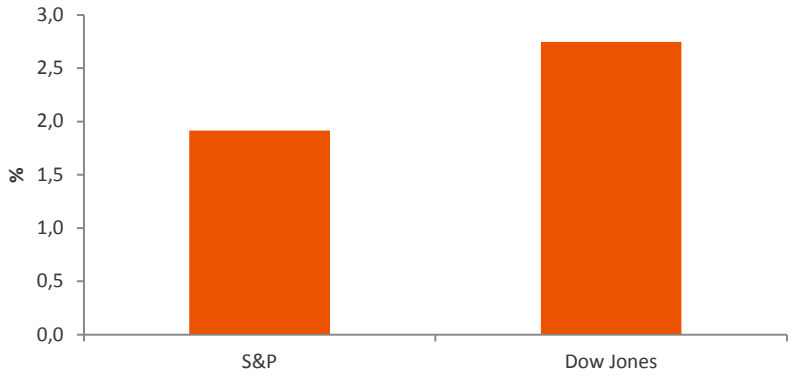
Opinião Relativa aos Candidatos (% inquiridos)



Fonte: YouGov

- Esta corrida presidencial é peculiar pela opinião do eleitorado relativamente aos candidatos a votos, a qual é proeminente desfavorável para qualquer um dos dois.
- O posicionamento totalmente extremado de Donald Trump poderá favorecê-lo nas intenções de voto, mediante um eleitorado insatisfeito com a classe política vs imagem relativamente desacreditada e politizada de Hillary Clinton.
- A interrogação de grande parte do eleitorado será: "Qual a escolha menos prejudicial para ser o Presidente dos EUA?". À luz da emergência do radicalismo político à escala global, a linear delimitação entre ficção e realidade parece deturpada.

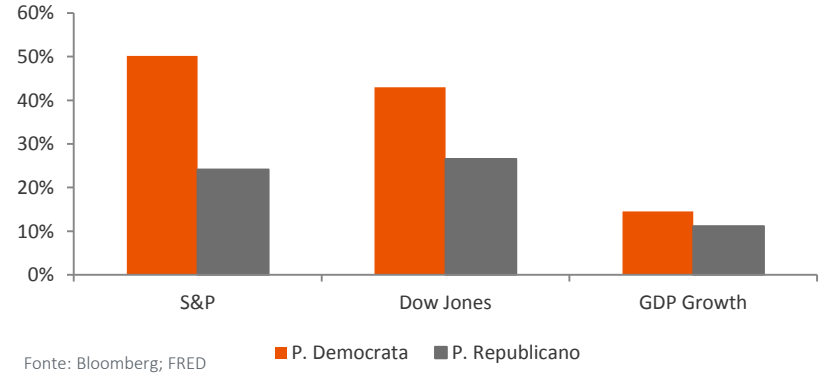
Desempenho Médio Mercado Accionista - 4ºT Ano Eleitoral



Fonte: Bloomberg

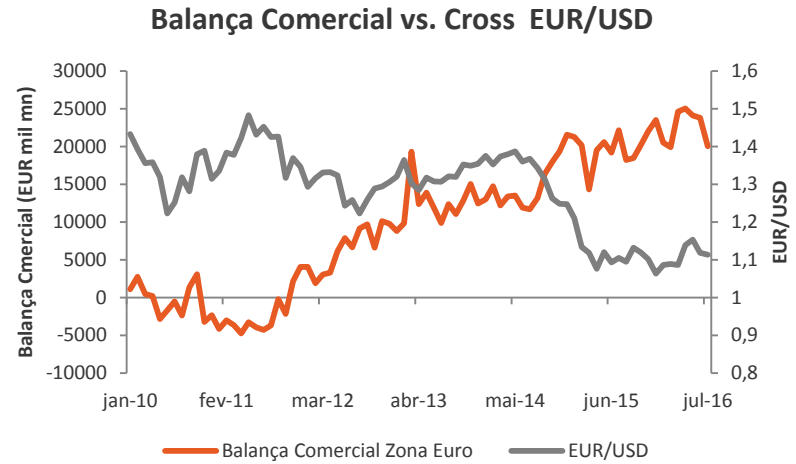
- A evolução dos mercados norte-americanos no 4º trimestre de anos eleitorais (em que o sufrágio decorre), apresenta-se em média positiva.
- Ainda assim, considerando que o mercado ainda não incorpora uma eventual vitória de Trump – evento tido como disruptivo – será expectável um incremento significativo da volatilidade do mercado accionista.

Evolução Cumulativa Média nos Anos em Exercício



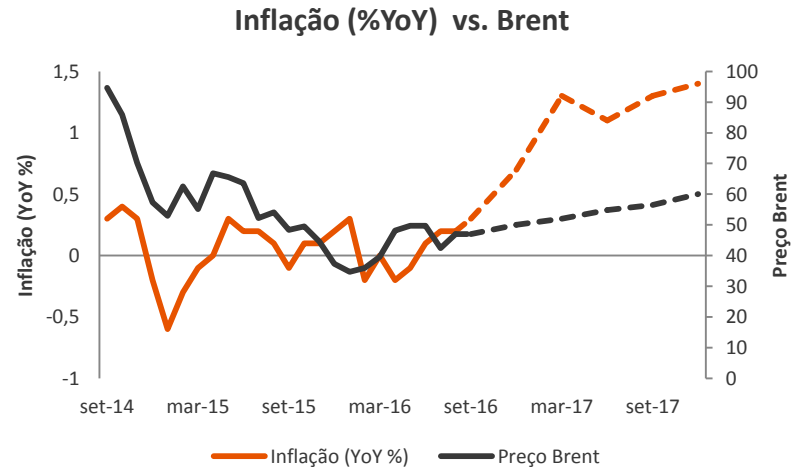
Fonte: Bloomberg; FRED

- Historicamente, contrariando a expectativa geral face às ideologias dos partidos, os mercados accionistas e a economia dos EUA apresentam, em média, uma evolução mais favorável em ciclos presidenciais democratas vs republicanos.
- É importante relevar que os dois últimos ciclos governativos ficaram marcados pela eclosão da crise financeira de 2008 (Grande Recessão) e, subsequentemente, a recuperação económica/*bull market* que vigora desde meados de 2009.



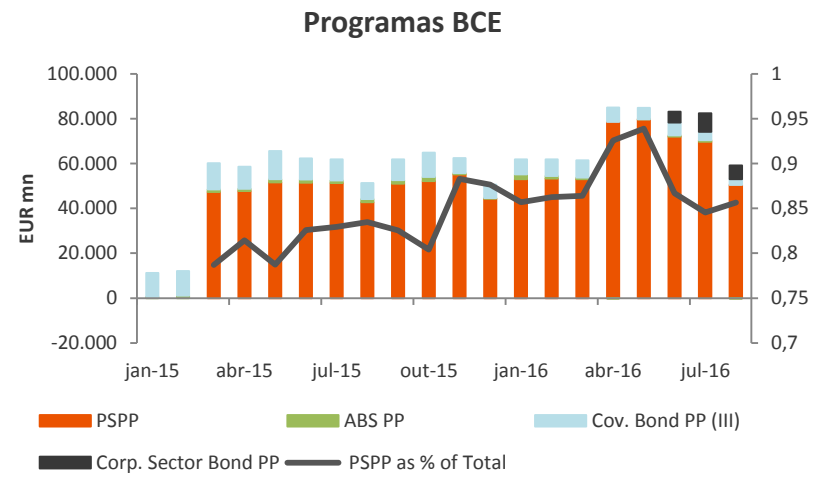
Fonte: Thomson Reuters Eikon

- A balança comercial da Zona Euro permanece a níveis historicamente elevados, não obstante o ligeiro *retracement* nos últimos meses e a estabilização do cross EUR/USD.
- A divergência da política monetária entre FED e BCE (diferencial de taxas de juro) deverá suportar o cenário de apreciação do dólar vs Euro, beneficiando o perfil exportador de grande parte dos países do bloco Europeu.



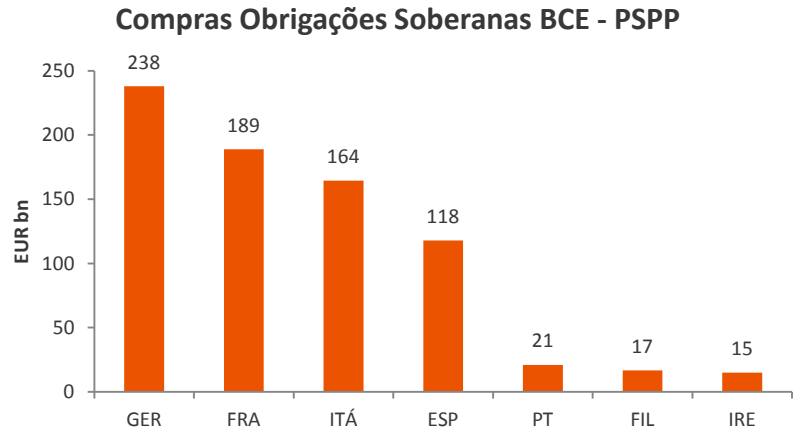
Fonte: Thomson Reuters Eikon

- A inflação na Zona Euro continua longe do *target* do BCE de 2%, sobretudo (mas não só) em função do efeito negativo que a queda do preço do crude entre 2014-16 acarretou no indicador de preços do consumidor.
- O cenário de estabilização/recuperação (em termos homólogos) do preço do crude nos mercados internacionais deverá colocar pressão ascendente sobre o nível de preços.



Fonte: Bloomberg

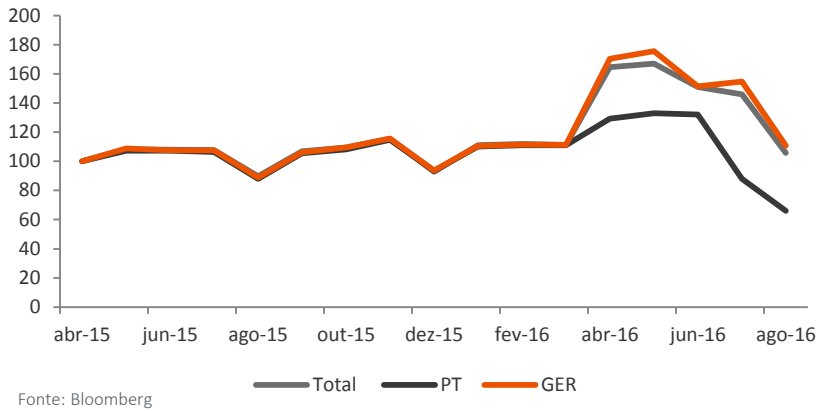
- O programa de QE do BCE vigente perdura há 18M, denotando-se um impacto limitado quanto ao alcance do seu objectivo principal (inflação de longo prazo em torno de 2%).
- O reforço do QE para EUR 80 mil mn motivou um incremento relativo do PSPP em relação às compras totais do BCE (85%).
- O mês de Agosto registou uma quebra relevante das compras totais de activos pelo BCE, fixando-se nos EUR 60 mil mn.



Fonte: Bloomberg

- Ainda que se verifique um arrefecimento das compras de activos no mês de Agosto, as holdings de dívida pública pelo BCE ascendem a EUR 1 tri (ex-SMP).
- O valor até Agosto de QE realizado pelo BCE situa-se nos EUR 1,2 tri, sendo que as compras nominais de Covered Bonds assumem um valor relativo assinalável (~13% do total).
- As compras no âmbito do PSPP são realizadas de acordo com o Capital Key, ainda que a detenção de Obrigações Soberanas por país em % da dívida total difira substancialmente.

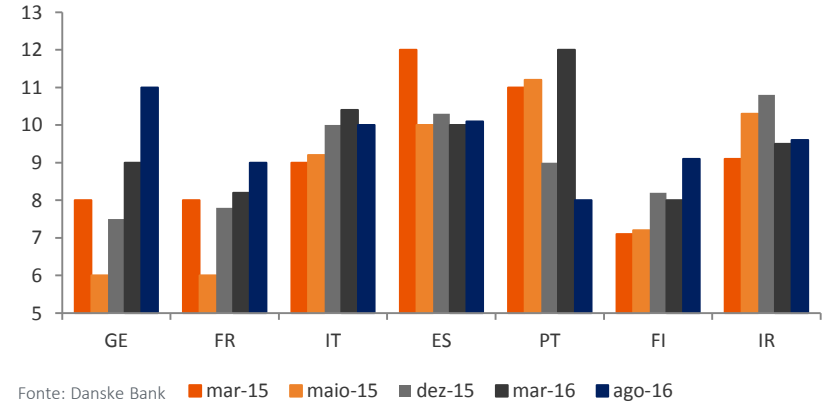
Variação Mensal Compras QE (base 100)



Fonte: Bloomberg

- O mês de Agosto coincidiu com uma forte quebra dos volumes do Programa.
- Os receios sobre a eventual indisponibilidade futura no que respeita à *pool* de activos elegíveis incidem, em particular, sobre os casos da dívida Pública Alemã e Portuguesa.
- O declínio das compras de activos pelo BCE foi bastante expressivo no caso da dívida Pública Portuguesa, quedando-se pelos EUR 720 mn em Agosto (-50% vs Junho).

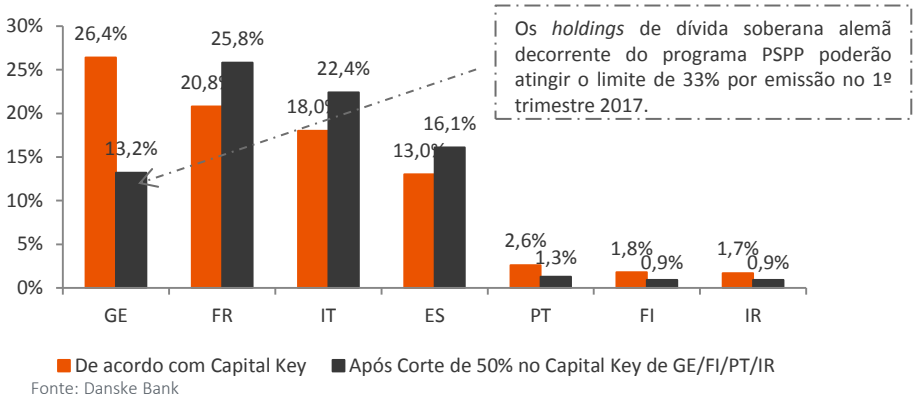
Balanço BCE - Maturidade Obrigações



Fonte: Danske Bank

- As restrições implícitas ao Programa de Compra de Activos têm forçado a extensão da maturidade das Obrigações detidas pelo BCE – sobretudo no caso da dívida Alemã.
- Este efeito é diametralmente oposto face ao verificado num conjunto de países da periferia, casos de Espanha e Portugal que espelham um encurtamento assinalável das maturidades associadas às Obrigações detidas pelo BCE.

Cenário I: BCE mantém política monetária inalterada



Fonte: Danske Bank

- O improvável cenário do BCE não flexibilizar o Programa até final do ano motivará um ritmo de compras distinto até Março (ou mesmo para lá deste mês), representa *per si um* desvio temporário face às regras imbuídas ao critério de Capital Key.
- Os países que, teoricamente, poderiam ser mais beneficiados com esta situação são aqueles que se encontram mais distantes dos limites subjacentes às restrições do Programa – França, Itália e Espanha.

Cenário II: Flexibilização PSPP

(1) Remover proibição de compra abaixo da taxa depósitos.

(2) Eliminar restrições de maturidade (<2 & > 31 anos).

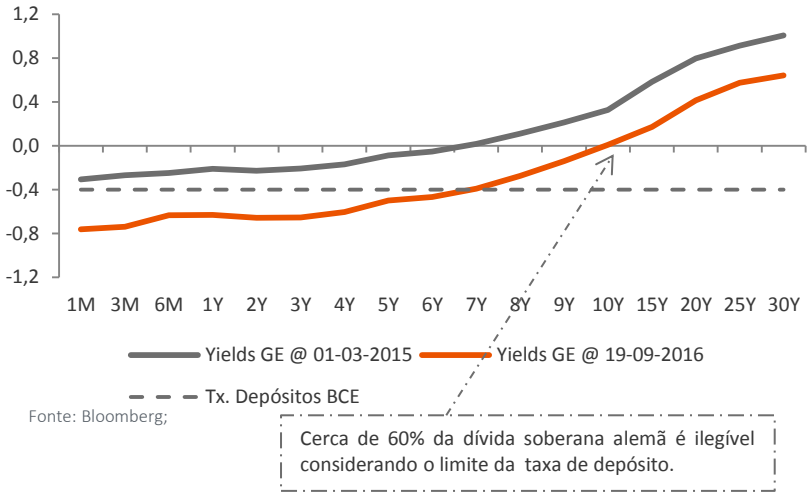
(3) Modificar limites de compra de 33% por emissão/emitente.

(4) Alterar regras de compra de *Capital Key* para dívida total.

(5) Incluir Outros Activos.

- A necessária flexibilização do Programa é uma condição *sine qua non* à extensão efectiva do Programa, tal como já foi sinalizado pelo BCE.
- A relativa ineficácia dos resultados da Política de QE quanto ao cumprimento do objectivo do mandato único do BCE (*target* de inflação de longo prazo), acentua a possibilidade da instituição enveredar por uma resposta ainda mais agressiva.

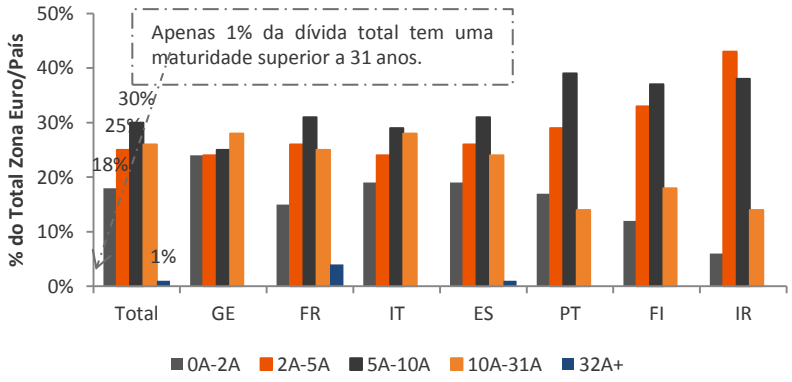
(1): Remoção do Limite da Taxa de Depósitos (%)



Fonte: Bloomberg;

- Não obstante o *yield pick-up* recente da curva de Rendimentos germânica, mantém-se a ineligibilidade da compra de dívida Alemã pelo BCE até aos 7 anos.
- A eventual compra de dívida Pública com *ytm* inferior à taxa de depósitos acarretaria perdas moderadas para o BCE. (ex.º # 5 mil mn @-0,6% ➡ *net loss* de EUR 10 mn/mês).

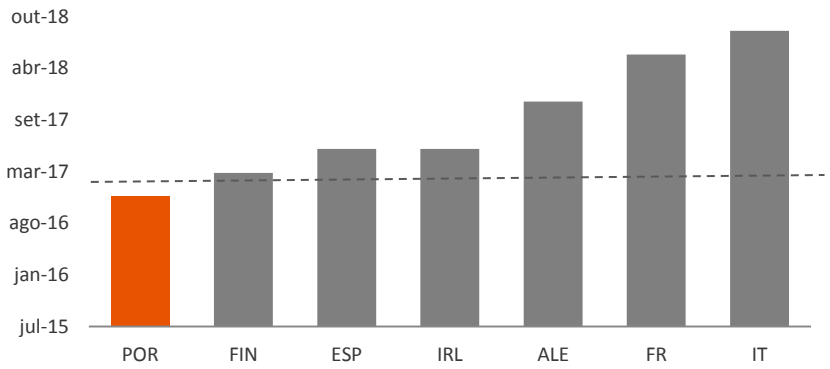
(2): Eliminar restrições de maturidade



Fonte: Capital Economics

- A eliminação das restrições de maturidade subjacentes ao programa de QE pressupõe a eliminação da proibição de compra de dívida Soberana < taxa de depósitos, pelo que o impacto nas classes de activos das duas medidas será idêntico.
- A liquidez gerada sobre a *pool* de activos elegíveis nos prazos mais curtos mostra-se relevante (18% do total ~ EUR 1,2 tri), ao passo que a parte "ultra-longa" das curvas Soberanas evidencia uma liquidez residual (~EUR 700 mn).

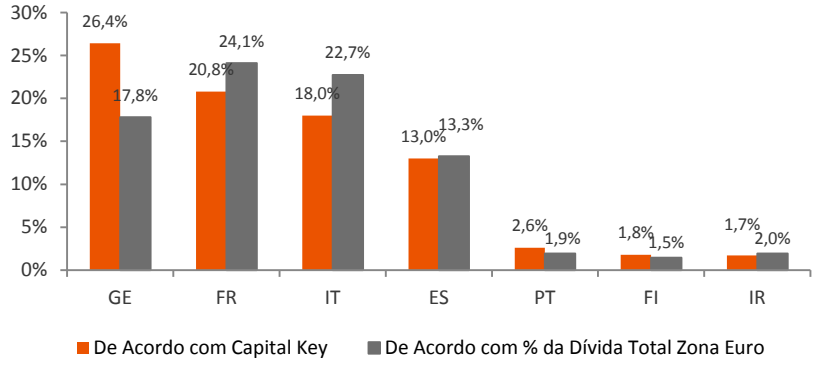
(3) Modificar limites de compra de 33% por emissão/emitente



Fonte: Danske Bank

- O limite de 33% por emissão estará próximo de ser atingido no 1T17 no que respeita à *pool* de activos elegíveis sobre a dívida Alemã.
- A restrição associada ao limite de 33% por emitente revela-se já bastante próximo no que concerne à dívida Portuguesa detida pelo BCE.
- O reembolso de uma linha de Obrigações Portuguesas (10 Yr) com maturidade em Outubro no valor de EUR 6 mil mn, deverá gerar uma almofada de flexibilidade adicional ao BCE para gerir o limite de 33% por emitente.

(4): Alterar Regras de Compra de *Capital Key* para Dívida Total



Fonte: Bloomberg;

- A alteração do critério de compras de dívida Pública pelo BCE de Capital Key para dívida total beneficiaria essencialmente os países mais endividados na periferia ou semi-core (FR, IT, ESP).
- Caso esta alteração não implicasse a alteração dos limites de 33% por emissão/emitente, o efeito será potencialmente negativo (em preço) para a dívida Alemã e Portuguesa.
- A eventual alteração do Programa de Compra de Activos do BCE baseada na dívida Total seria a medida mais significativa para o *repricing* das expectativas do mercado, eliminando o prémio de risco que subsiste nas classes de activos da periferia.

(1) Remover proibição de compra abaixo da taxa depósitos.

- Aumento da pool de activos elegíveis (~60% da dívida alemã não qualificada para o PSPP)
- Acarreta perdas para o BCE (compras < custo de funding)

(2) Eliminar restrições de maturidade (<2 & > 31 anos)

- Acrescenta liquidez nas maturidades curtas
- Liquidez residual na zona longa da curva

(3) Modificar limites de compra de 33% por emissão/emitente

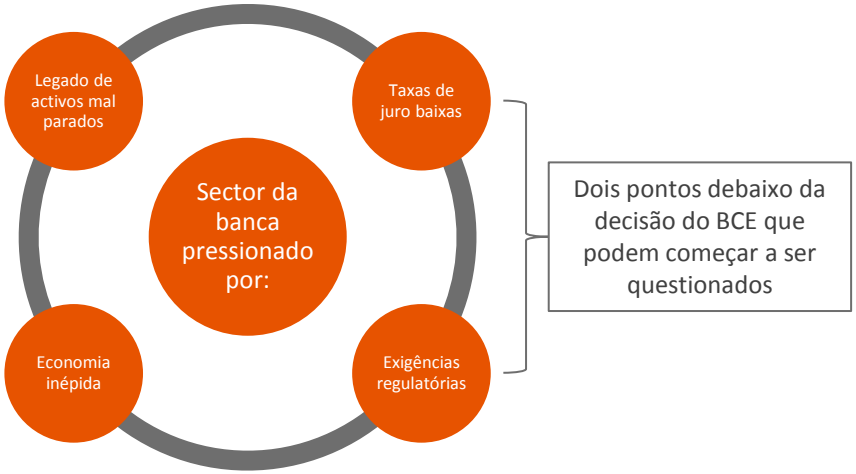
- Extensão automática do programa c/ limites homogéneos entre países
- Risco do BCE ser envolvido numa restruturação ordenada de dívida (CAC Bonds)

(4) Alterar regras de compra de Capital Key para dívida Total

- Extensão do PSPP, com *bias* favorável a países mais endividados
- Forte oposição por parte de membros do CG do BCE

Medidas de alteração ao PSPP	Dívida Alemã	Dívida Periférica	Equity
(1) Remover proibição de compra abaixo da taxa de depósitos	Positivo Bull Steepening	Neutral	Neutral
(2) Eliminar restrições de maturidade (<2 yr & >31 yr)	Positivo Bull Steepening	Neutral	Neutral
(3) Modificar limites de compra de 33% por emissão/emitente	Positivo Steepening Moderado	Positivo **PT, IR**	Positivo
(4) Alterar regras de compra de Capital Key para dívida total	Negativo Bear Steepening	Positivo **FR, IT, ESP**	**Muito Positivo**

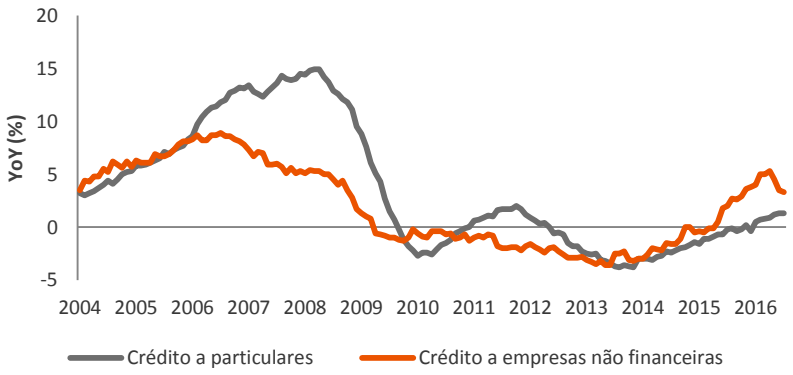
Fonte: Research BiG



Fonte: Research BiG

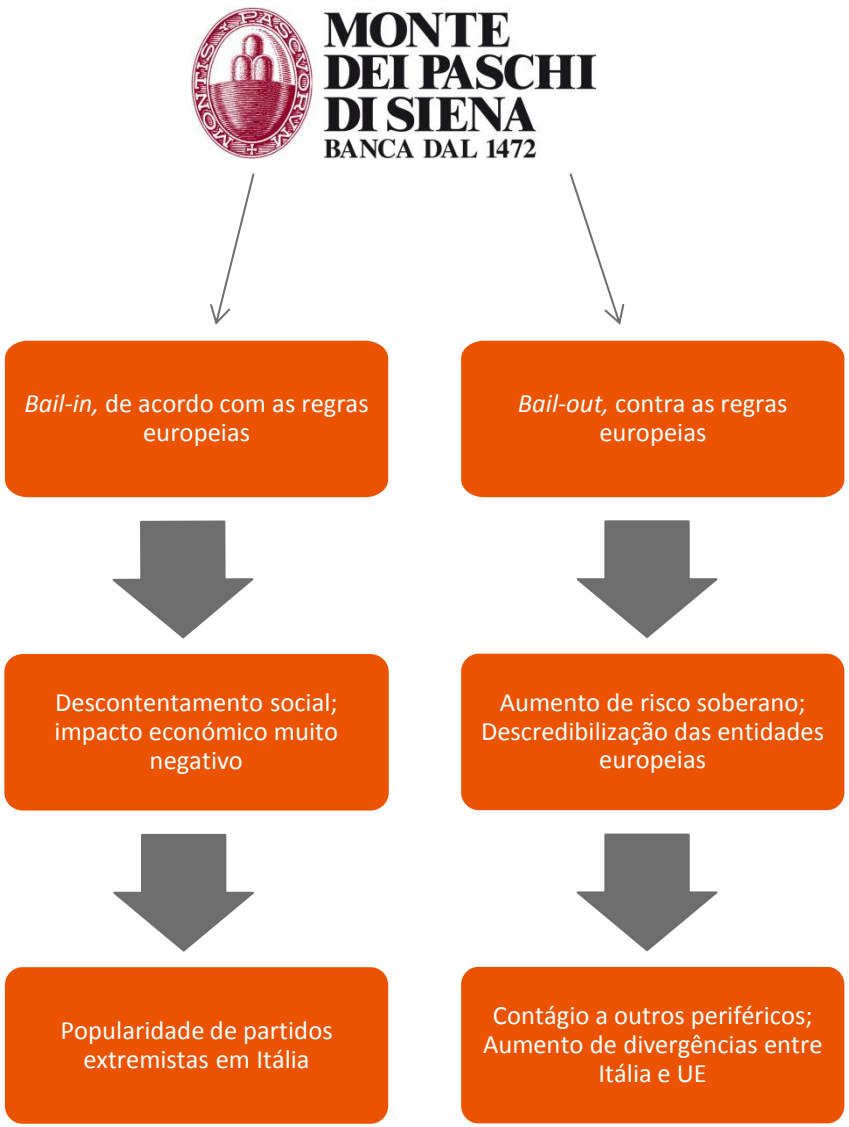
- Os bancos são o principal canal de transmissão da política monetária na Europa, e por isso é fulcral que estejam de boa saúde para que os efeitos desejados da política monetária cheguem à economia real.
- O sector bancário é responsável em grande parte pelos seus próprios problemas, mas é verdade que a política monetária e as exigências regulatórias estão a começar a penalizar demasiado o sector.
- Este tema continuará em foco no 4T16, pelo que os bancos centrais deverão ter em conta o estágio actual do sector bancário no que respeita à direcção da política monetária.

Crescimento do crédito na Zona Euro



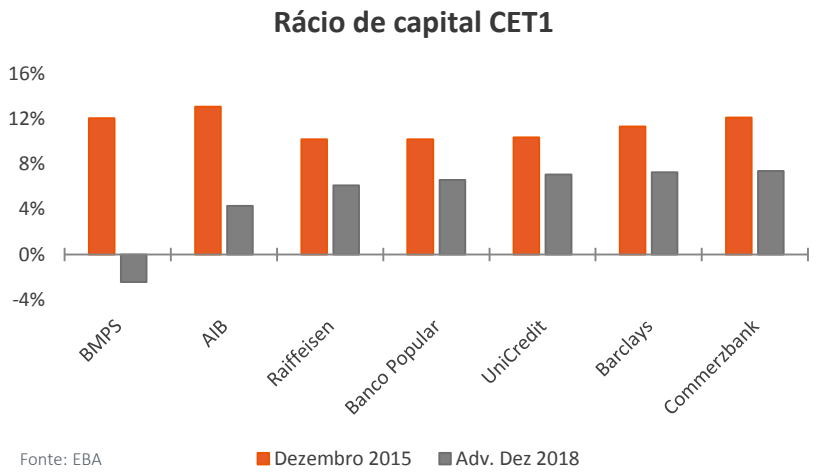
Fonte: Bloomberg

- O crédito na Zona Euro tem seguido a sua tendência de recuperação ao longo de 2016, sendo este um dos principais objectivos da política monetária acomodatícia do BCE.
- Ainda assim, a recuperação do crédito parece frágil e enfrenta uma barreira importante (nível de endividamento público e privado) que evita que esta recuperação seja mais robusta.



Fonte: Research BiG

- O banco mais antigo do mundo teve o pior resultado nos *stress tests* da EBA e encontra-se no meio de um processo de aumento de capital que ainda está na sua fase embrionária.
- Ainda que o risco sistémico via sector financeiro seja reduzido, a resolução das necessidade de capital do Banca Monte dei Paschi di Siena pode ter implicações a nível político – eventual precedente na forma de recapitalização da Banca Europeia, violando os critérios de *bail-in* implícitos à União Bancária.
- O mais provável nesta altura é que seja necessária a intervenção do Estado na resolução do banco problemático, o que deixaria Matteo Renzi perante um dilema complexo.
- As alternativas distinguem-se pela sua aproximação à Europa, num caminho que implicaria consequências negativas ao nível da condução da política interna.
- Matteo Renzi deve evitar tomar uma decisão definitiva em relação ao BMPS até ao referendo à constituição italiana, porque qualquer decisão pode impactar seriamente as intenções de voto do eleitorado.



Fonte: EBA

- Os *stress tests* divulgados pela EBA (Autoridade Bancária Europeia) no final de Julho vieram clarificar uma situação que gerava algum receio aos investidores.
- De um modo geral, os *stress tests* não trouxeram grandes surpresas mas tiveram um papel importante em mostrar qual seria a potencial magnitude das necessidades de capital dos bancos mais problemáticos.
- Salientamos que apesar dos receios em torno da debilidade do sector em Itália, só dois dos piores testados é que são transalpinos, estando os riscos razoavelmente distribuídos pelo Continente Europeu.

Polish insurer in talks to buy UniCredit's Bank Pekao

PZU looks to build a lending business by acquiring Poland's second-largest bank

Barclays Must Shut Non-Core Units 'as Fast as Possible': CEO

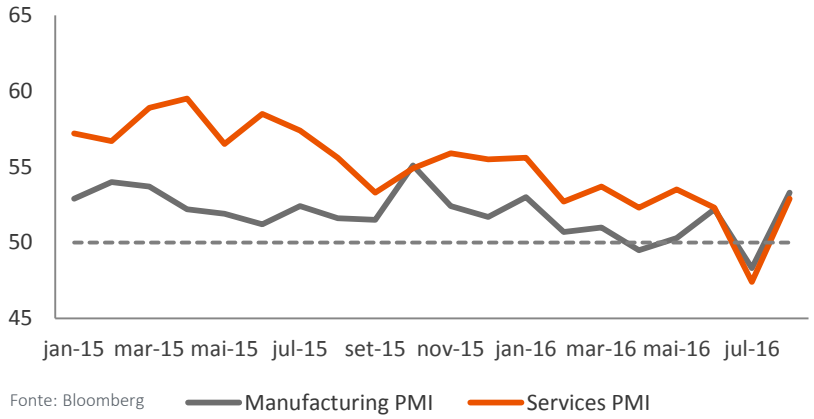
Banco Popular's €2.5bn rights issue plan jolts investors

Shares in Spanish lender fall more than 2% as it unveils move to raise fresh capital

Fonte: Bloomberg; Financial Times

- Identificados os focos de risco, é importante monitorizar os esforços destes bancos para a resolução dos seus problemas.
- O último trimestre foi animador em relação a este tema, com os vários bancos já a adoptarem medidas de resolução para dirimir os seus problemas de capital.
- Assistir à resolução destes problemas é tranquilizador, mas não significa que o sector represente já uma opção de investimento atractiva face ao binómio risco-retorno.

Evolução PMI Serviços e Manufactura



Fonte: Bloomberg

- Os indicadores económicos referentes ao pós-Brexit têm sido bastante animadores, envergonhando os economistas que haviam previsto uma catástrofe para a economia britânica no caso do Sim.
- Não menosprezando esta surpresa positiva e o impacto que esta pode ter na confiança dos agentes económicos, pensamos que ainda é cedo para tirar conclusões definitivas e que será mais importante prestar atenção aos indicadores de investimento e contratações para avaliar o impacto que o voto a favor do Brexit teve na economia no curto prazo.

O voto a favor do Brexit afectou os planos de investimento?

Não	Sim
GlaxoSmithKline	JCDecaux
Boeing	Virgin money
EDF	UOB
Siemens	

Fonte: Financial Times

- Sendo que os primeiros indicadores de investimento relativos ao pós-Brexit só vão ser divulgados no final de Novembro, limitamo-nos a seguir com atenção quais é que têm sido as reacções das várias empresas com planos de investimento no Reino Unido.
- O balanço até ao momento não é negativo, com a maior parte das empresas a afirmar que o voto favorável à saída da União Europeia não terá impacto nos seus planos de investimento.
- Este acaba por ser um reforço positivo aos indicadores de actividade económica que nos deixam mais confiantes no curto prazo da economia britânica.

Portugal

- O Orçamento de Estado para 2017 terá que ser entregue em Assembleia no dia 17 de Outubro.
- A próxima revisão de rating da DBRS terá lugar no dia 21 de Outubro.

Espanha

- Depois de Mariano Rajoy voltar a fracassar na segunda votação de investidura no Parlamento espanhol, os partidos com assento parlamentar têm até 31 de Outubro para formar governo. Se não for encontrada uma solução governativa, haverá uma nova dissolução no Parlamento e convocação de novas eleições (as terceiras desde Dezembro de 2015) pelo Natal.

Grécia

- Encontram-se a decorrer as negociações do segundo programa de *bailout,* que vai incidir, numa fase inicial, sobre o fundo de privatizações e combate à corrupção. A próxima tranche é no valor de EUR 2,8 mil mn e o país tem até ao final de Outubro para completar a implementação dos pré-requisitos.

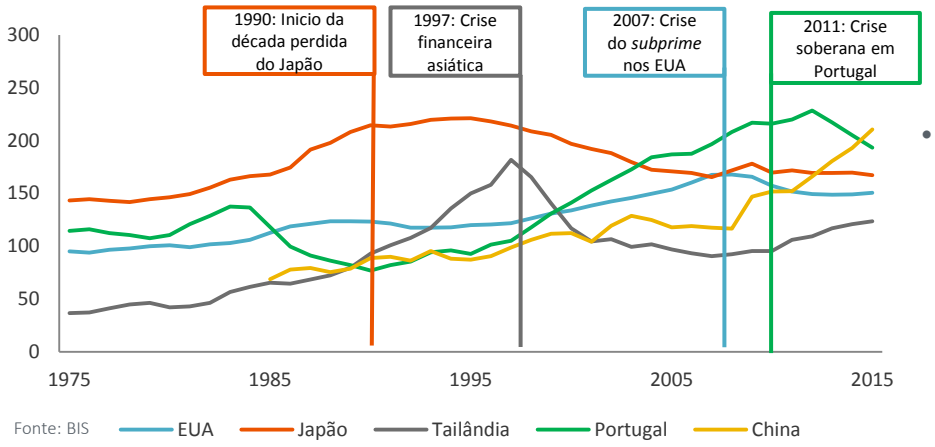
Itália

- No dia 4 de Dezembro será realizado um Referendo no país relativamente às reformas constitucionais de Matteo Renzi. O primeiro-ministro pede assim aos italianos que votem um conjunto de reformas para dinamizar o sistema político do país. Renzi veio ainda referir que renunciaria se perdesse a votação (as ultimas *polls* revelam que 51% pretendem votar 'não').

Alemanha e França

- Na Alemanha, Merkel ainda não anunciou a sua recandidatura às eleições de 2017, no entanto, o seu partido sofreu um duro golpe nas últimas eleições regionais. Nestas eleições , os Socias Democratas ficaram em primeiro lugar (30%), o partido da extrema-direita Alternativa para a Alemanha em segundo (21%) e o CDU em terceiro (19%).
- Em França, as eleições presidenciais realizam-se em Abril de 2017, sendo que as últimas sondagens apontam para o favoritismo dos partidos da direita e extrema-direita.

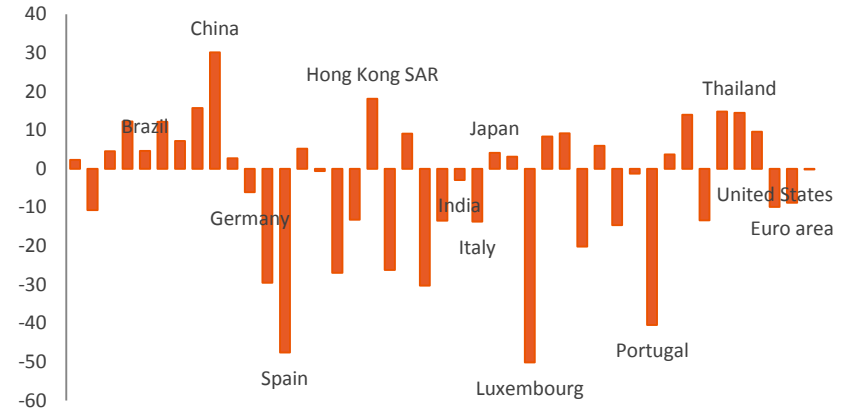
Dívida privada do sector não-financeiro (% do PIB)



Fonte: BIS

- O nível de endividamento da economia chinesa encontra-se a níveis preocupantes, nos quais outras economias acabaram por resvalar em crises económicas ou financeiras.
- O Bank of International Settlements enfatizou o risco em torno deste nível de endividamento, divulgando um novo indicador (Credit-to-GDP gap) – sinalizando que o nível de endividamento da economia chinesa é o que mais se desvia da sua tendência de longo-prazo.

Credit-to-GDP gap (% do PIB)



Fonte: BIS

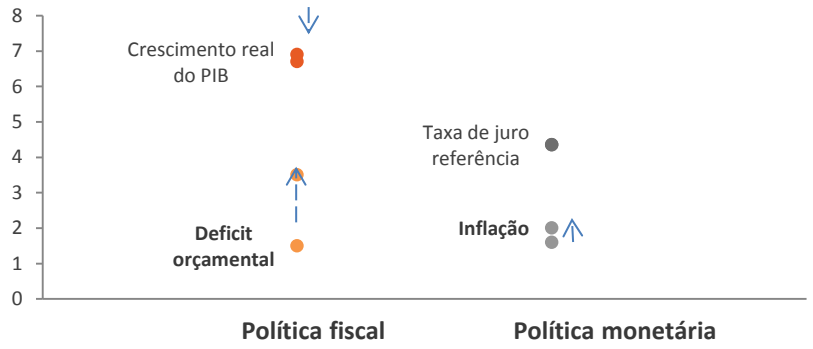
- Apesar dos alarmes, existem três factores que nos fazem estar mais tranquilos em relação à economia chinesa:

  1. As características da economia chinesa em termos de crescimento do PIB e demografia são mais saudáveis do que as das economias com que está a ser comparada;

  2. O Governo chinês tem várias ferramentas, fiscais e monetárias, à sua disposição que lhe dão margem para combater potenciais crises;

  3. O sector financeiro chinês tem uma rentabilidade alta e níveis de capital normais, algo que por enquanto não sugere dificuldades iminentes.

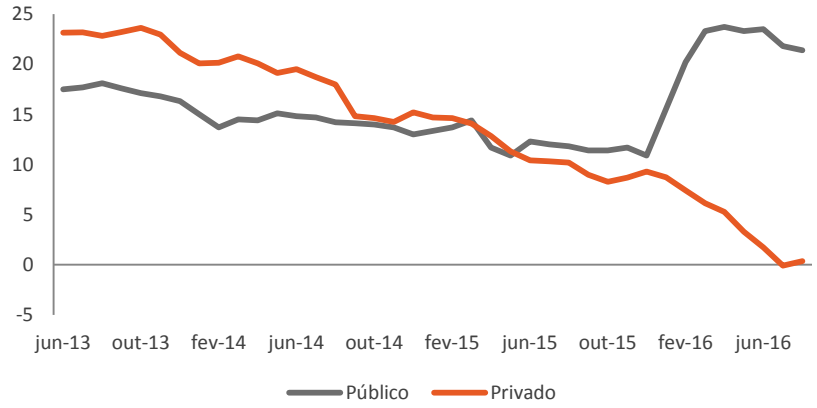
Margem para actuar em matéria fiscal e monetária (em %)



Fonte: Bloomberg

- Começando pelas ferramentas que o Governo tem ao seu dispor, o diferencial entre o crescimento real do PIB e o deficit orçamental (cerca de 3%) significa que o Governo chinês tem margem para aumentar os gastos públicos sem que a Dívida em % do PIB aumente no curto-prazo.
- No que toca a política monetária, o facto da taxa de juro estar bem acima da barreira inferior dos 0%, com uma inflação perto dos 2%, também confere margem para que haja uma expansão da política monetária.

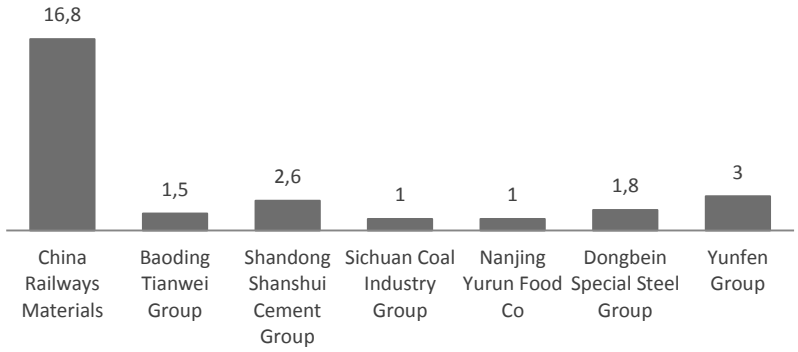
Investimento na China (variação anual em %)



Fonte: Bloomberg

- O aproveitamento da margem existente no campo da política fiscal já é evidente nos indicadores de 2016, traduzindo um *pick-up* expressivo no investimento público quando comparado com um abrandamento do investimento privado.
- O abrandamento do investimento privado é algo que sugere que a economia chinesa irá de facto continuar a abrandar nos próximos anos.

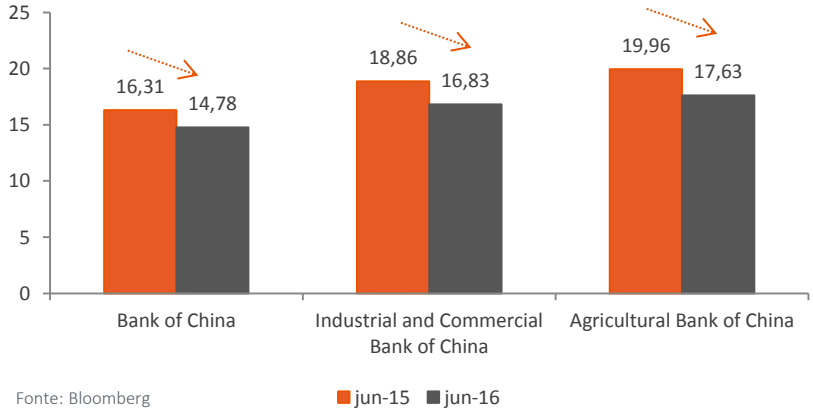
Principais incumprimentos no mercado de obrigações chinês (CNY bn)



Fonte: Reuters

- Outra das preocupações que se tem intensificado ao longo de 2016 é o aumento de incumprimentos no mercado de obrigações chinês.
- Só na primeira metade de 2016 ocorreram 34 incumprimentos (vs 20 observados em todo o ano de 2015).
- Cerca de 50% dos incumprimentos no mercado de obrigações chinês são de empresas públicas, o que tem gerado rumores de que o Governo está a "gerir" o ciclo natural de incumprimentos da economia chinesa, permitindo uma limpeza gradual do risco de crédito da economia.

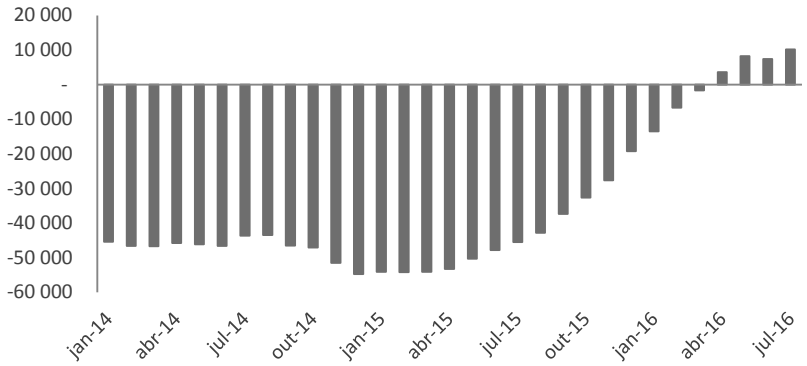
RoE (%) dos principais bancos chineses



Fonte: Bloomberg

- Os bancos são os principais detentores de crédito e obrigações chinesas, sendo por isso importante monitorizar os seus resultados no futuro e perceber o impacto que este novo ciclo de incumprimentos poderá ter nos seus balanços.
- Os sinais não são alarmantes, sendo a deterioração da rendibilidade dos Bancos natural face ao ciclo da economia Chinesa, pelo que o nosso cenário base não aponta para um risco premente de uma crise no sector financeiro local.

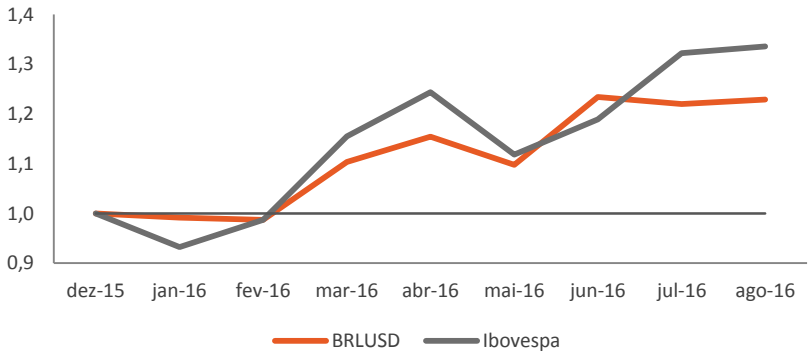
Balança comercial do Brasil (12M, USD milhões)



Fonte: Banco Central do Brasil

- A novela política do Brasil continua a atrair toda a atenção da imprensa internacional, mas no auge de todo este ruído político, o ajustamento da economia tem sido notável.
- O *deficit* da balança comercial, apontado como um dos maiores problemas da economia, foi resolvido em pouco mais de um ano, sendo que nesta altura o Brasil já apresenta um *superavit* comercial.
- Este rápido ajustamento foi realizado num período em que o país atravessa uma das maiores crises políticas da história recente, pelo que acreditamos que a evolução favorável da balança comercial tem margem para se acentuar.

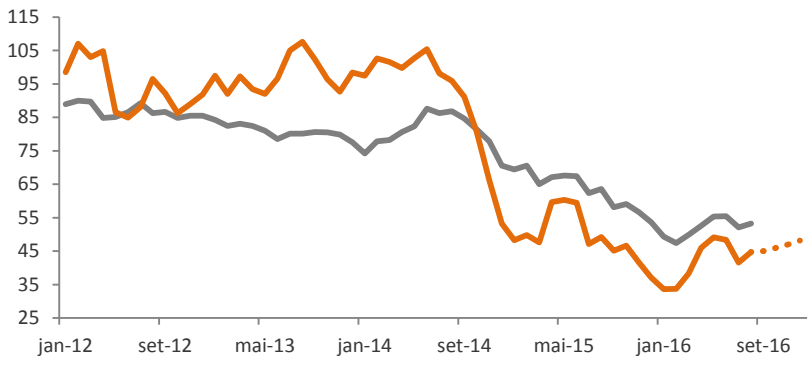
Ibovespa e BRL/USD (Dezembro 2015=1)



Fonte: Bloomberg

- Apesar disso, o maior risco da economia brasileira, o *deficit* fiscal, continua a registar valores que são preocupantes (cerca de 10% do PIB). Vai ser crucial que durante o próximo trimestre surjam medidas concretas que reduzam o *deficit* fiscal de forma recorrente.
- Os activos financeiros brasileiros parecem já reflectir parte deste potencial, visto que o Ibovespa sobe mais de 30% YTD e o Real Brasileiro valoriza mais de 20% face ao dólar norte-americano.

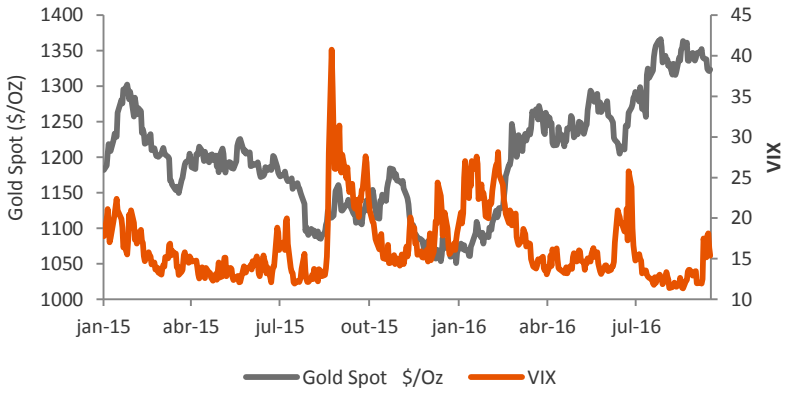
Crude: Contrato à vista vs Futuro 5Yr (USD/bb)



Fonte: Bloomberg

- Dois anos após o inicio do *crash* nos preços do petróleo, o 'ouro negro' continua a 'reluzir' pouco, negociando em níveis que representam cerca de metade dos máximos de 2014.
- As expectativas de um acordo para o congelamento da produção entre a Arábia Saudita e a Rússia tem levado a movimentos voláteis no preço da *commodity*.
- Continuamos a acreditar numa eventual lateralização do preço do crude – não se perspectivando uma quebra em alta muito significativa acima da resistência dos USD 50 por barril. A manutenção do excesso de oferta vigente e o quadro macroeconómico mais débil favorecem este racional.

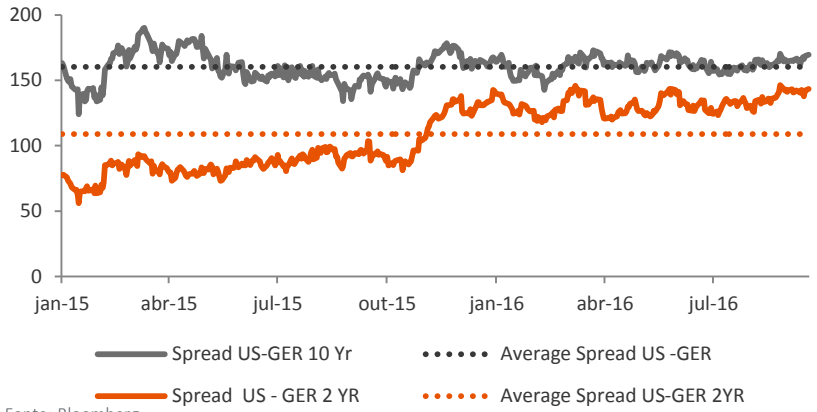
Ouro vs. VIX



Fonte: Bloomberg

- Os *drivers* tradicionais de valorização do Ouro assentam na sua principal característica de activo de refúgio e como *hedge* de inflação, pelo que o preço da *commodity* tende a beneficiar de períodos de maior incerteza.
- O metal tem registado um aumento de procura, não obstante a menor volatilidade e a gradual diminuição do peso do Ouro no balanço dos Bancos Centrais.
- Este comportamento poderá resultar de expectativas de um enquadramento geopolítico e macroeconómico mais desafiante, reflectindo o crescente apoio a partidos/candidatos mais radicais no bloco desenvolvido.

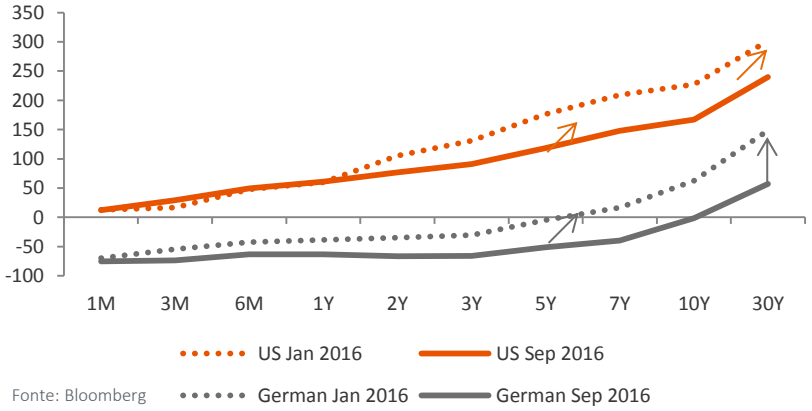
Evolução Spread Dívida US-GER (2Yr / 10Yr)



Fonte: Bloomberg

- A crescente incerteza sobre o potencial de crescimento de longo prazo dos EUA e Europa, manteve contido a evolução do *spread* de dívida Core no prazo de 10 anos, ainda que este persista a níveis historicamente elevados.
- O alargamento do *spread* da dívida core (EUA-Alemanha) no prazo de 2 anos resulta da expectativa de um aumento das taxas de juro pela Reserva Federal.

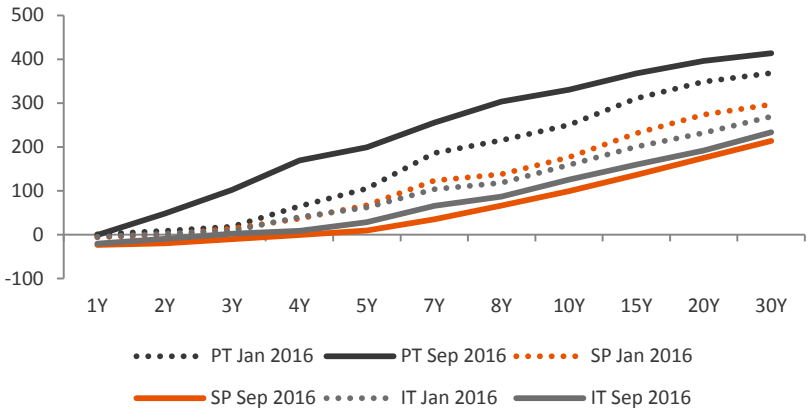
Yield Curve US vs GER (year-to-date)



Fonte: Bloomberg

- Ainda que as curvas de dívida Core tenham acentuado o respectivo "aplanamento" histórico no período *year-to-date*, acreditamos numa inversão desta tendência no médio prazo.
- O movimento de inclinação deverá ser mais acentuado na Alemanha, traduzindo a eventual flexibilização do QE pelo BCE e pela reversão das expectativas de inflação no longo prazo.

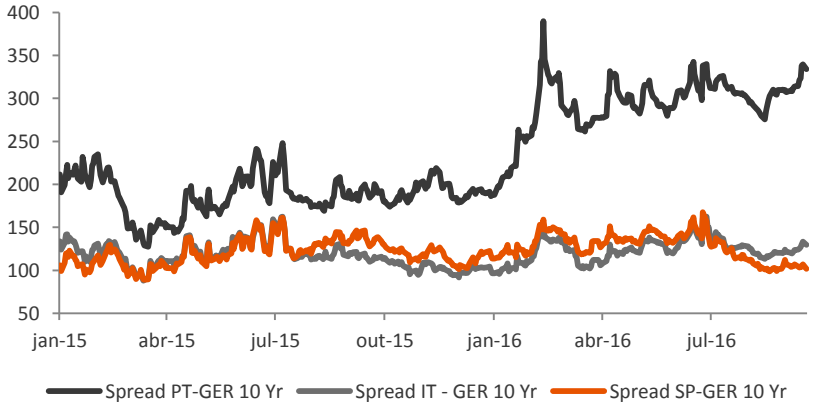
Yield Curve na Periferia



Fonte: Bloomberg

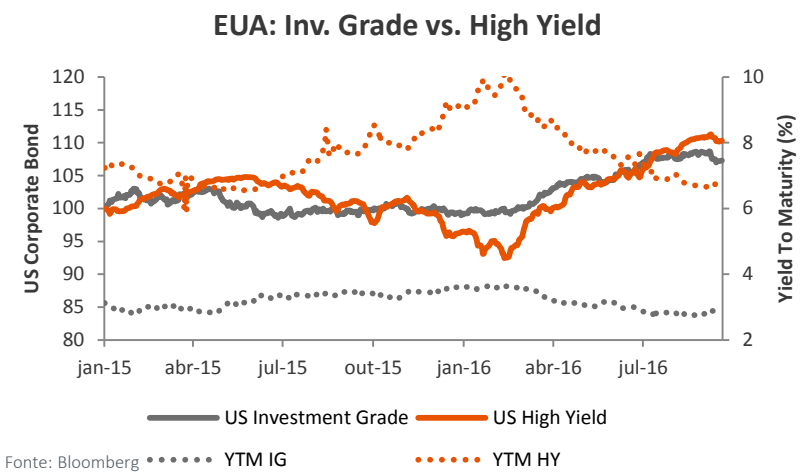
- Os custos de financiamento associados às curvas de rendimento soberanas na Periferia registaram quedas significativas, com excepção do caso de Portugal por motivos de índole essencialmente políticos.
- As quedas relevantes das *yields* em Itália e Espanha coincidem com momentos conturbados nos dois países. O sector financeiro em Itália vive um momento de decisão e Espanha permanece sem governo desde Dez./15, mas ostenta uma das mais elevadas taxas de crescimento do PIB na Zona Euro.

Evolução Spread Periferia



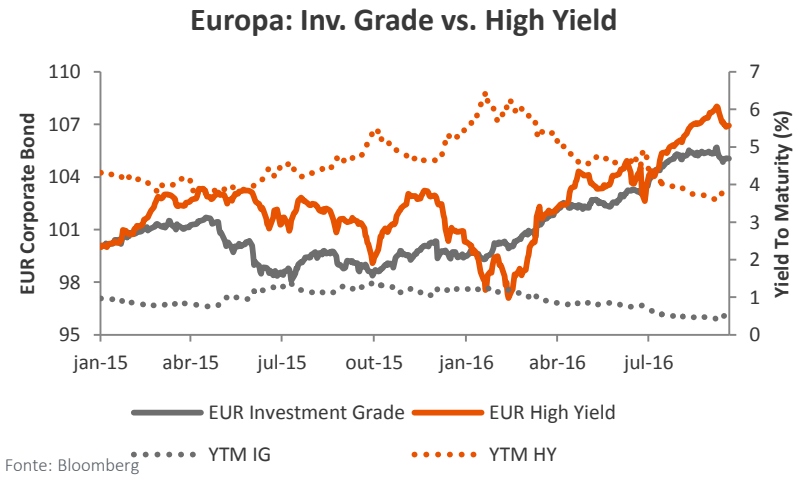
Fonte: Bloomberg

- Em Portugal, o nível de *spreads* face às Bunds Alemãs (10 yr) atingiu máximos de 21 meses em Março, observando-se um *pick-up* assinalável no período recente.
- A deterioração da imagem de Portugal nos mercados internacionais resulta do contexto de relativa fragilidade Governamental, bem como do agravamento dos riscos em torno da execução orçamental e da divergência face a um caminho de maior competividade estrutural no longo prazo.



Fonte: Bloomberg

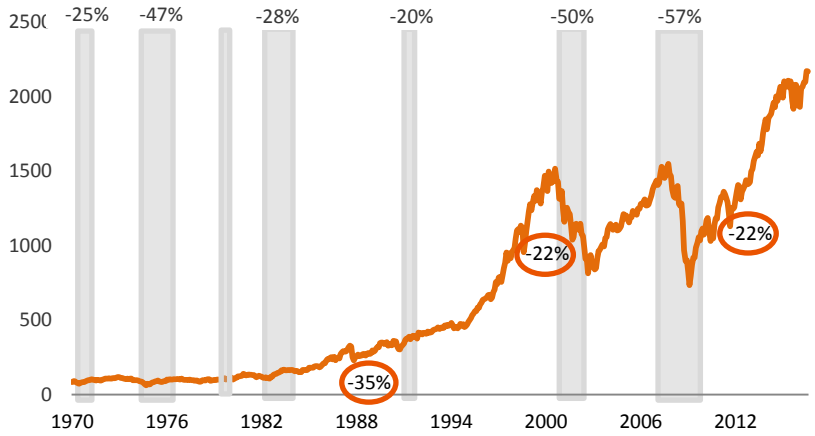
- O diferencial de taxas de juro favorável aos EUA e a expectável apreciação do USD em termos relativos deverá suportar o segmento de dívida corporativa.
- A perspectiva de subida de taxas de juro pelo FED deverá ter um efeito mais penalizador sobre o segmento de Investment Grade, pelo que temos preferência por uma alocação selectiva nos activos *High Yield* norte-americanos.



Fonte: Bloomberg

- Na Zona Euro, o programa de compra de obrigações corporativas pelo BCE (Março) despoletou um *rally* nesta classe de activos e propulsionou igualmente o desempenho das obrigações especulativas.
- Mantemos igualmente preferência pelo segmento *high yield* na Europa, tendo em conta o *upside* muito esgotado na classe Inv. Grade e pelo espaço de recuperação dos fundamentais macroeconómicos da economia Europeia.

Recessões US vs Bear Market S&P 500

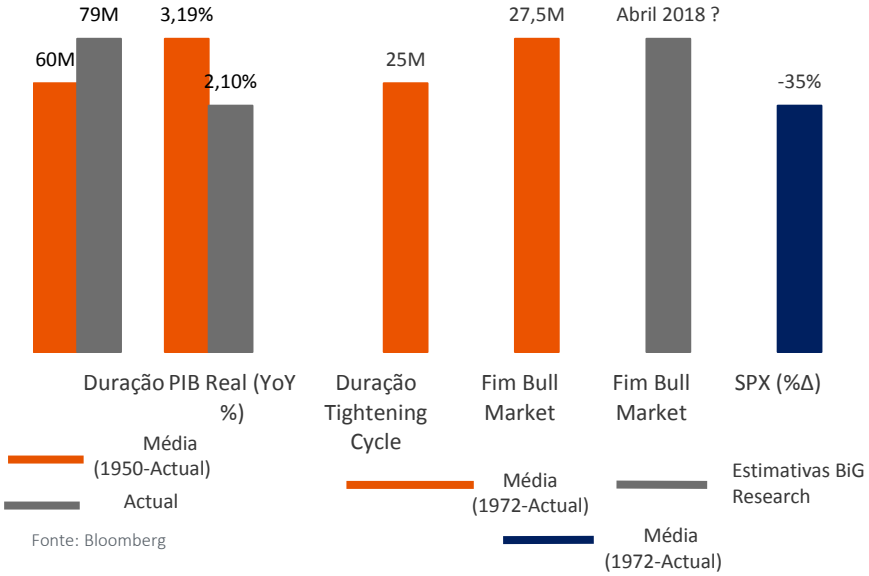


Fonte: Bloomberg

- Os Bear Market históricos do S&P 500 observados nos últimos 50 anos coincidem, na generalidade (6 em 9 ocasiões), com períodos recessivos da economia norte-americana.
- A magnitude dos Bear Market históricos evidenciam uma correlação evidente com a severidade e duração dos períodos de recessão da economia dos EUA.
- A ocorrência de *bear markets* ex-Recessão mostram-se amplamente espaçados no tempo e a sua duração/severidade afigura-se claramente mais suave/benigna.

EUA Ciclos de Expansão

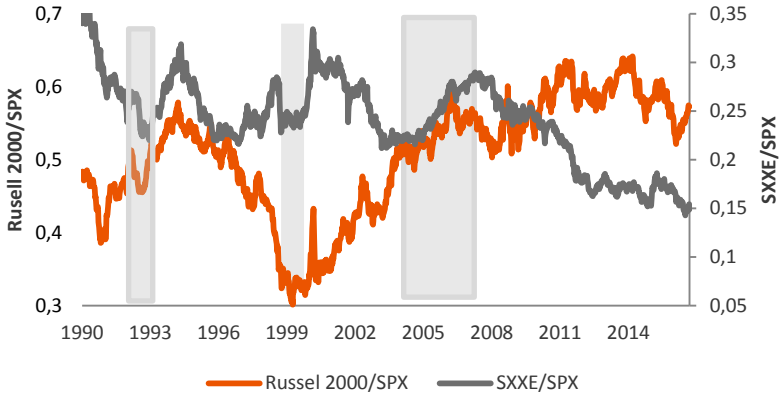
Tightening cycle



Fonte: Bloomberg

- O actual ciclo de expansão já ultrapassa a média histórica, embora a um ritmo de crescimento do PIB mais moderado.
- O declínio acumulado histórico do PIB associado à última recessão (-5,1%) sugere espaço para estender o actual ciclo de expansão económico.
- O final do ciclo monetário restritivo mantém uma estreita correlação histórica com o epílogo do *bull market* accionista – o qual precede o pico do ciclo económico em aproximadamente 9 meses.

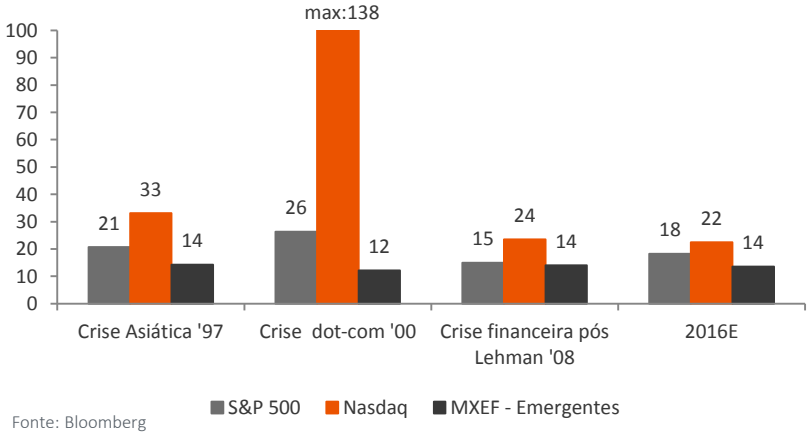
Índices Accionistas vs FED Tightening



Fonte: Bloomberg

- Os índices accionistas europeus, tendencialmente, registam um desempenho superior, no contexto de agravamento das condições monetárias pelo FED.
- Contrariamente à percepção geral, o período de agravamento monetário do FED espelha alguma resiliência do desempenho do índice de small caps vs large caps, com o final do ciclo de *tightening* a coincidir com a inversão desta tendência.

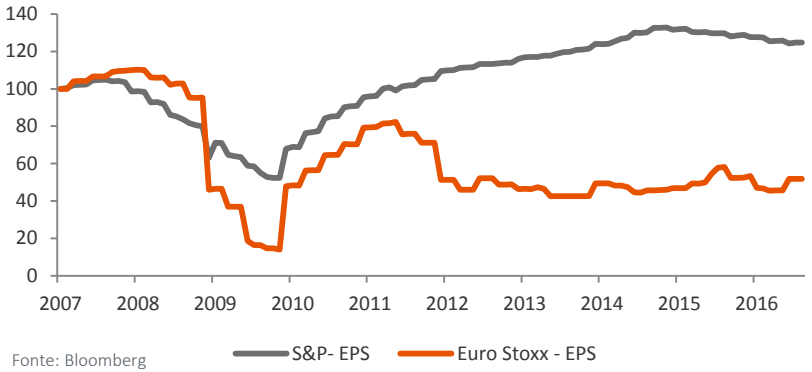
Avaliação Fundamental em Períodos de Crise



Fonte: Bloomberg

- Não obstante a significativa duração do ciclo de expansão vigente, o nível de avaliação do mercado accionista mostra-se relativamente confortável face ao observado nos "picos do ciclo" que precederam as crises dos últimos 20 anos.
- Ainda que progressivamente mais limitada, a valorização do S&P 500 mostra-se ainda suportada pelo efeito concomitante de crescimento dos lucros e da expansão de múltiplos.

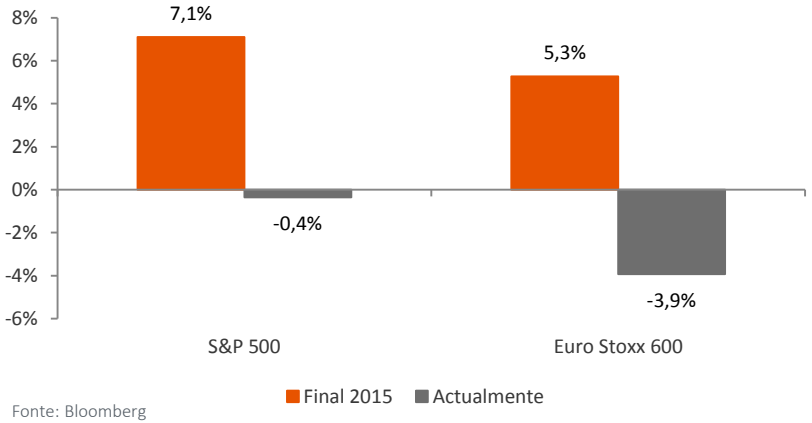
Evolução Lucros - S&P 500 vs. Euro Stoxx (base 100)



Fonte: Bloomberg

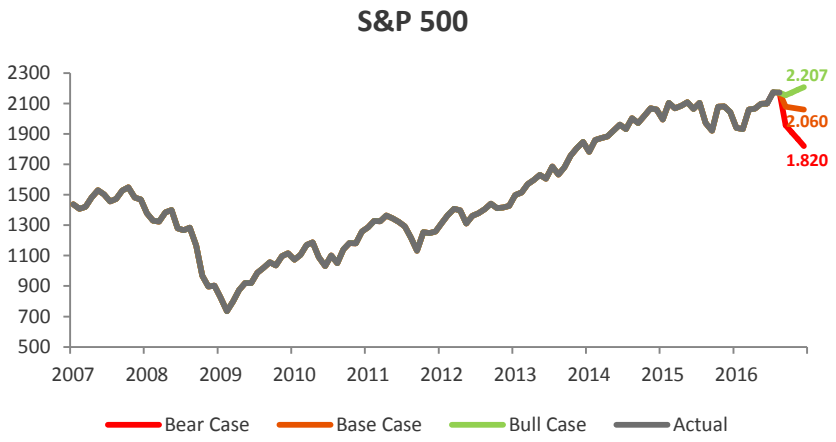
- O crescimento dos lucros das empresas norte-americanas mostra-se praticamente estagnado em 2016, espelhando inclusive uma ligeira desaceleração desde 2015.
- Os lucros das empresas no espaço Europeu espelham uma recuperação pouco significativa nos últimos anos, ficando bastante aquém do nível de lucros atingido no pré-crise 2008.

Lucros - Revisão de Estimativas



Fonte: Bloomberg

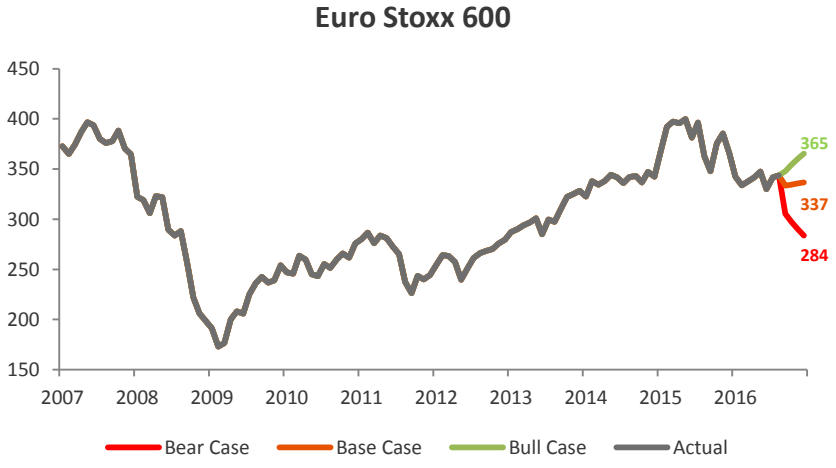
- Os lucros das empresas Europeias oferecem mais potencial de recuperação (vs EUA), beneficiando da conjugação mista de efeitos favoráveis: i) política de QE; ii) baixas taxas de juro; iii) reduzidos preços de energia/petróleo; iv) eventual depreciação relativa do Euro.
- A expectativa do mercado revela-se claramente mais negativa para o crescimento dos lucros na Europa 16YE, pelo que os riscos no *downside* estarão globalmente incorporados ao nível de preços actual.



Fonte: Bloomberg; Research BiG

- As nossas projecções para 2016YE foram revistas em baixo aquando o Brexit, de forma a acomodar a emergência de riscos políticos imprevisíveis que continuarão a assolar o Velho Continente.

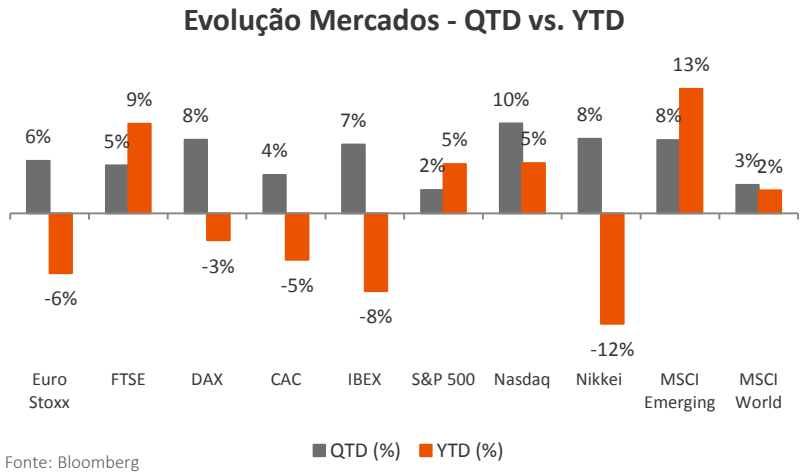
- Assim, os nossos pressupostos de avaliação para o cenário Base para o índice norte-americano indicam um crescimento de EPS de 2% e uma compressão de múltiplos de magnitude semelhante. O 'novo' cenário para o S&P 500 é que atinja os 2.060,17 pontos (3,8% de *downside*).



Fonte: Bloomberg; Research BiG

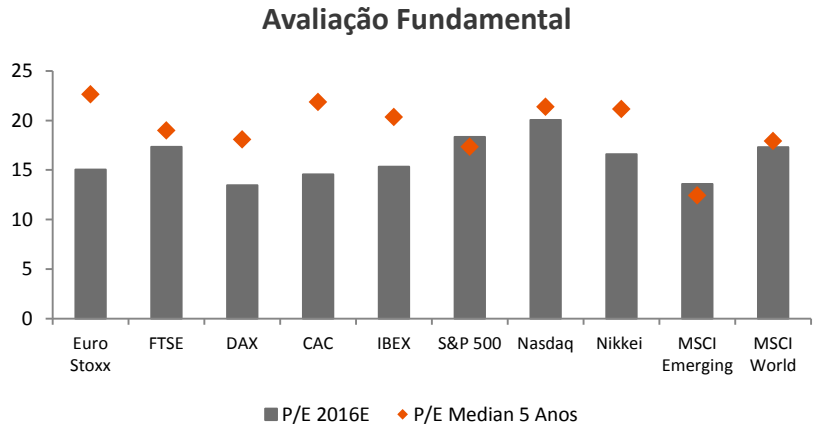
- Para o índice europeu, o cenário Base passou a incorporar um incremento do EPS de apenas 4% e uma compressão do múltiplo P/E em 6% (menos de metade do movimento registado nas 3 crises anteriores desde 2007. Estimamos que o SXXP atinja os 336,84 pontos (1,5% de *downside*).

- O nível de avaliação atractivo dos índices Europeus e a nossa expectativa quanto à necessidade de flexibilização monetária do BCE até final do ano, deverá levar a que o Euro Stoxx encerre 2016 dentro do intervalo entre as nossas projecções dos cenários base e b*ullish* (337-365).



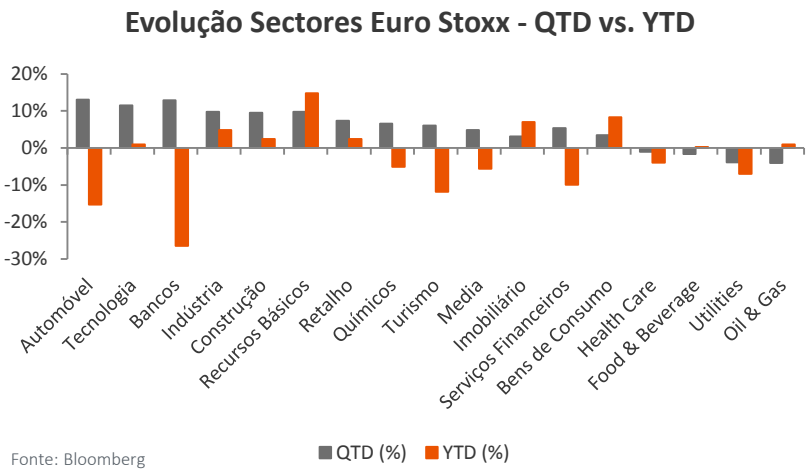
Fonte: Bloomberg

- O trimestre revelou-se positivo para todos os blocos geográficos, o que permitiu a alguns mercados recuperarem (ou aliviarem) da tendência de queda *year-to-date*.
- O mercado emergente surge como um dos melhores do ano, beneficiando da recuperação de mercados como o Brasileiro e a generalidade dos índices Asiáticos.
- O mercado britânico regista o 2º melhor desempenho ytd, embora não ajustado ao câmbio, subsistindo praticamente incólume aos potenciais efeitos negativos do Brexit.



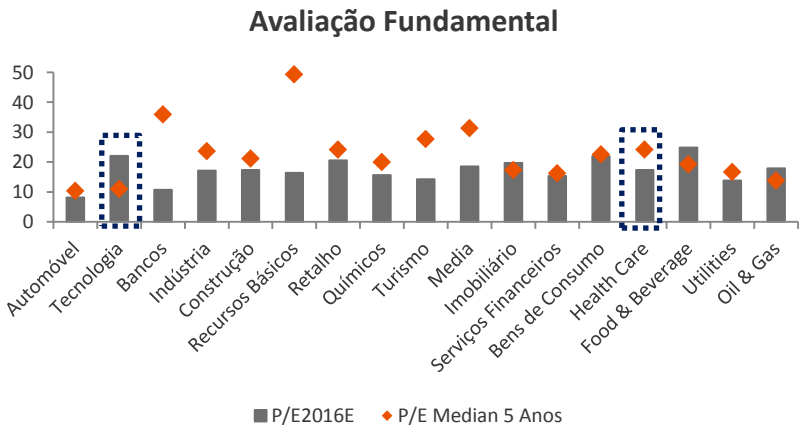
Fonte: Bloomberg

- A avaliação dos principais mercados globais cristaliza os descontos fundamentais do mercado europeu (excluindo Reino Unido) e nipónico.
- O bloco Europeu transacciona com um desconto ao nível do P/E de quase 20% face ao índice S&P 500 e ostenta um prémio de circa 10% em relação ao bloco emergente.
- Os sucessivos máximos do S&P 500 revelam-se sustentáveis numa base fundamental, com o índice a transaccionar alinhado com a mediana histórica.



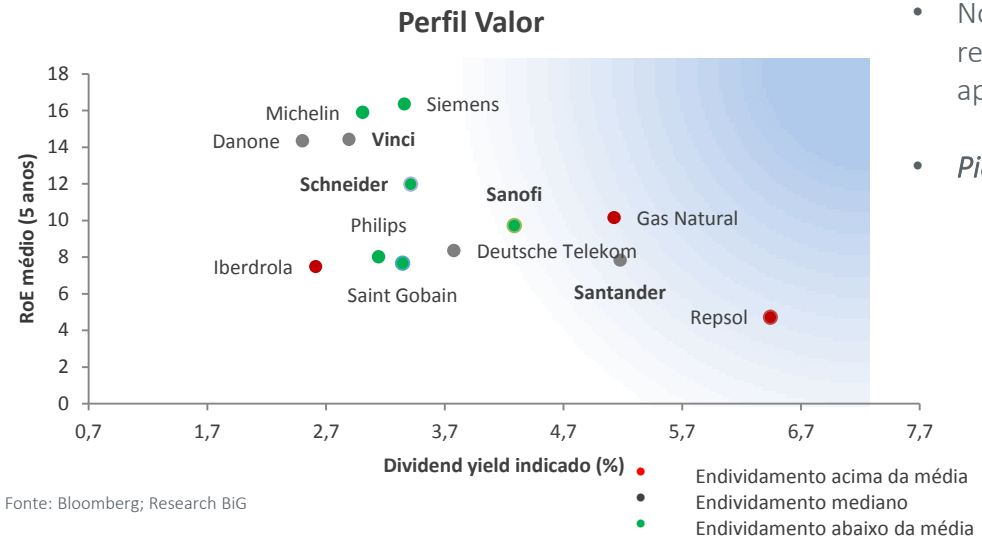
Fonte: Bloomberg

- O sector bancário continua a liderar as perdas no bloco europeu, em conjunto com o automóvel. Estes dois sectores registaram um *pull-back* expressivo no último trimestre, beneficiando da suavização dos riscos globais.
- O sector de recursos básicos apresenta o melhor desempenho YTD, beneficiando do efeito duplo de uma recuperação técnica face a níveis homólogos substancialmente deprimidos e da recuperação do preço de algumas das principais *commodities* ao longo de 2016.



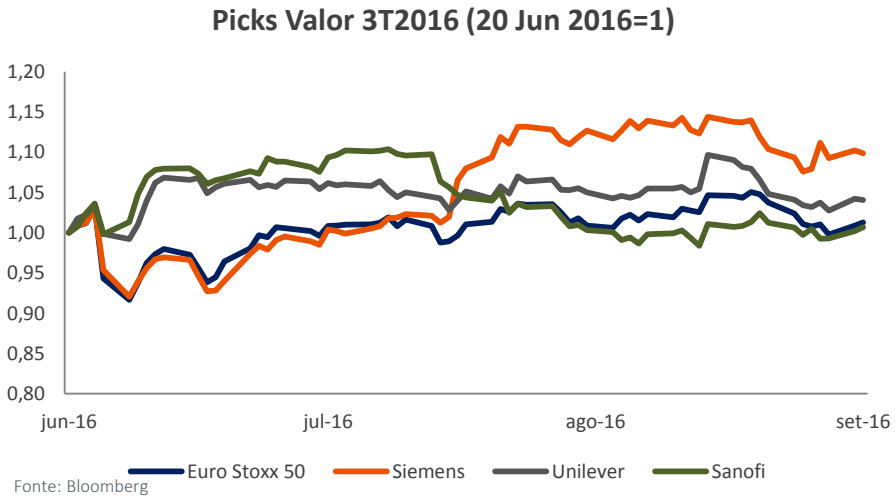
Fonte: Bloomberg

- Não obstante este desempenho pelo sector de recursos básicos, este ainda negoceia com o maior desconto face à mediana no *pool* dos sectores europeus.
- O sector bancário mostra-se bastante deprimido em termos fundamentais, reflectindo o efeito nefasto de algumas histórias específicas/regionais no sector, bem como o efeito negativo em torno do legado de NPLs e quebras de rendibilidade que se acentuaram com o impacto da política monetária (taxas de juro negativas) do BCE.



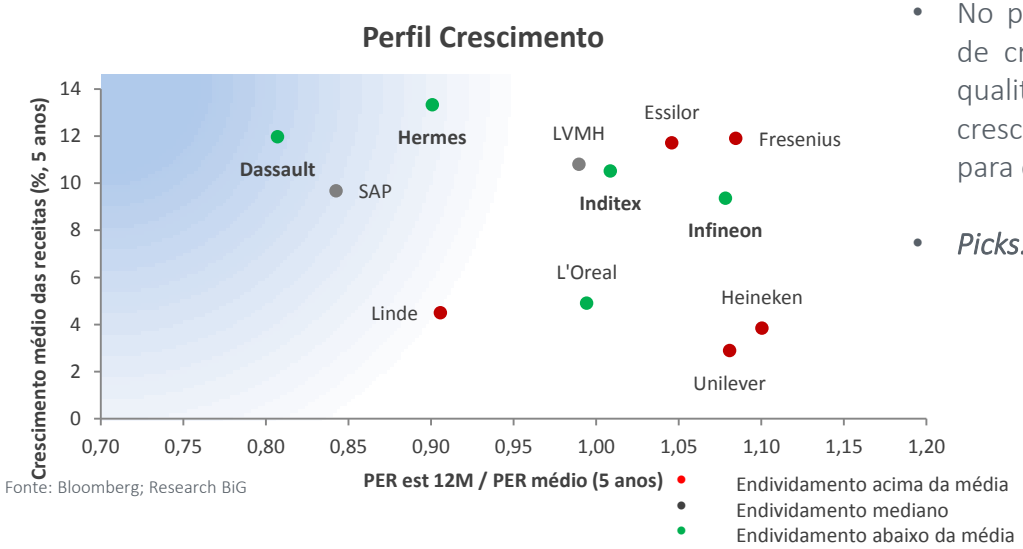
Fonte: Bloomberg; Research BiG

- No perfil de Valor, procuramos títulos que ofereçam uma boa remuneração ao accionista, coberta pelo *Free Cash Flow* e que apresentem métricas operacionais sólidas.
- *Picks:* Vinci; Schneider; Banco Santander; Sanofi



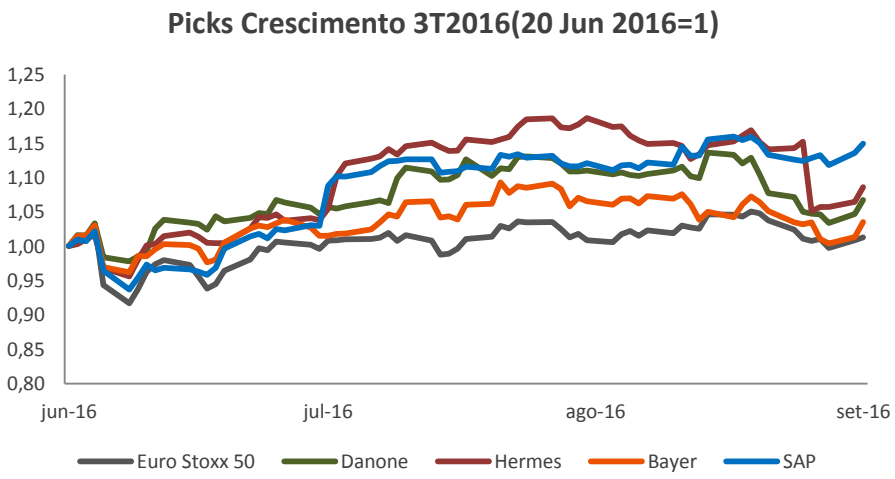
Fonte: Bloomberg

- Nos últimos três meses, dos *picks* de Valor do trimestre passado, a Siemens foi o que registou uma melhor *performance*, estando a subir quase 10% face à valorização de 1,2% do Euro Stoxx 50.



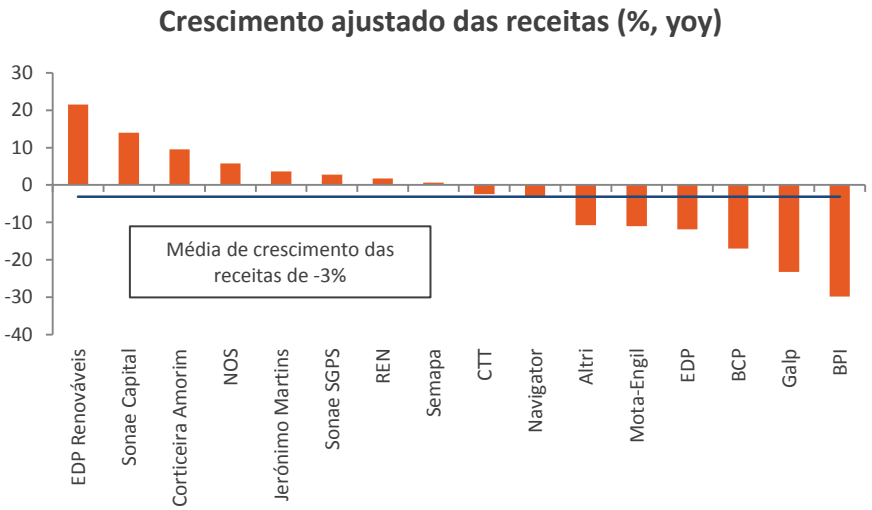
Fonte: Bloomberg; Research BiG

- No perfil de Crescimento, damos prioridade às perspectivas de crescimento das empresas, de um ponto de vista mais qualitativo. Não obstante, temos em conta o histórico de crescimento destas e a actual diferença entre o PER estimado para os próximos 12 meses e o PER histórico.
- *Picks:* Dassault Systemes; Infineon; Hermes; Inditex



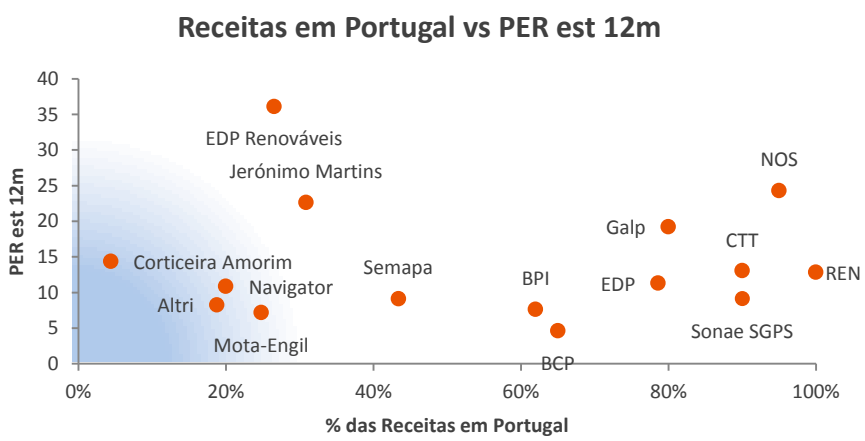
Fonte: Bloomberg

- Todos os picks de Crescimento do trimestre passado tiveram uma melhor *performance* que o Euro Stoxx 50, com a SAP a registar os maior ganhos, estando a subir quase 15% nos últimos três meses.



Fonte: Research BiG; Bloomberg

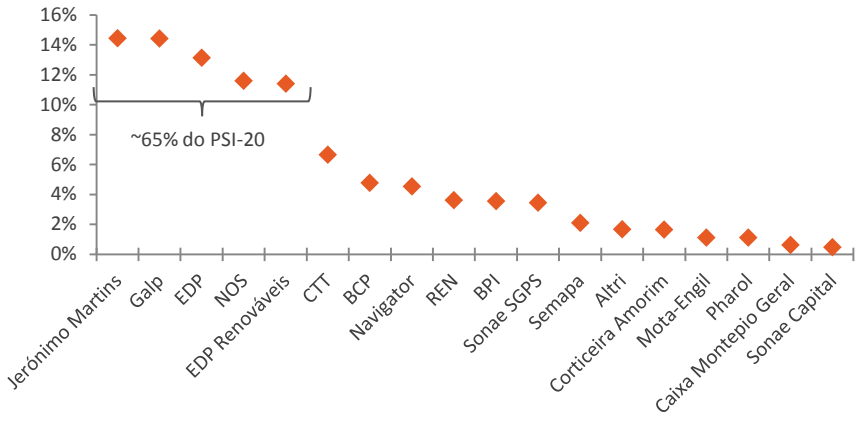
- As receitas das empresas do PSI-20 decresceram no 3T16 a uma taxa média de 3%. Este declínio deve-se a situações específicas como a da banca ou do sector petrolífero, que não antecipamos que persistam no longo prazo.
- Nota negativa também para o sector papeleiro, que deixou de beneficiar da valorização do dólar face ao euro, e começa a ser penalizado por uma queda do preço da pasta de papel – tendência que deverá subsistir ao longo de 2017.
- Nota positiva para a EDP Renováveis, que continua em expansão, com especial foco nos EUA.



Fonte: Research BiG; Bloomberg

- Em termos de *stock screening* relativo, salientamos empresas que tenham uma baixa exposição à economia nacional e que negoceiem com um PER Est. reduzido. Nomes como a Corticeira Amorim, Altri e Navigator são títulos que estarão mais imunes ao risco doméstico.

Ponderação dos constituintes do PSI-20



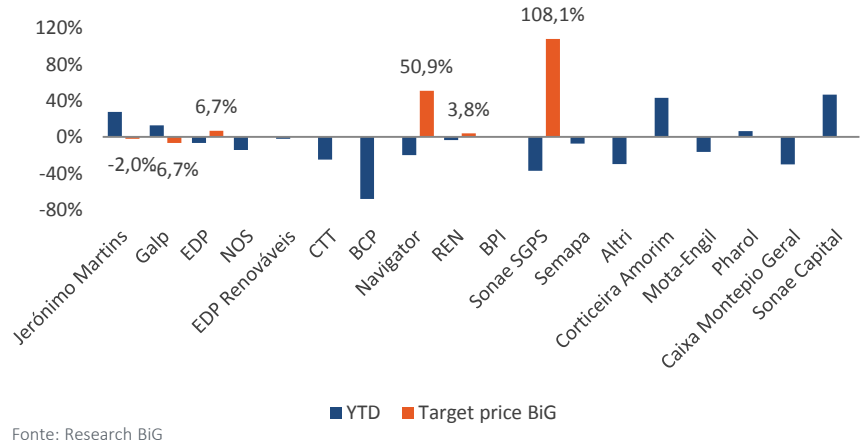
Fonte: Research BiG

- Um dos problemas do PSI-20 é que, devido às suas regras de constituição, a ponderação de cada título está limitada a um *cap* de 12%, pelo que a cada revisão o índice aumenta a ponderação a títulos que perderam peso durante o período passado (porque desvalorizam) e reduz o peso de títulos que ganharam peso (porque valorizaram).

- Esta mecânica pode dar bons resultados caso os títulos que ganham peso no índice acabem por subir, mas é muito penalizadora caso estes continuem a cair (reforço nos laggers).

- A evolução do índice depende, em grande parte, da evolução dos seus principais constituintes - Jerónimo Martins, Galp, EDP, NOS e EDP Renováveis - representam ~65% do PSI-20.

Variações YTD e potencial do constituintes do PSI-20



Fonte: Research BiG

- A maior parte dos títulos cobertos pelo Research BiG encontram-se relativamente perto dos seus preços-alvo, com excepção da Sonae SGPS e da Navigator, aos quais atribuímos um potencial de valorização muito significativo.

- Apesar disso, devido ao baixo peso que a Sonae SGPS e a Navigator têm no PSI-20, mesmo que os títulos cumprissem o seu potencial de valorização, isso representaria apenas uma valorização de menos de 5% para o PSI-20.

Equity		
GEOGRAFIAS	EUA	→ **
	Europa	↑ *
	Portugal	↗ *
	Emergentes	→

** Downgrade; * Upgrade

Dívida		
SOBERANA	Treasuries (10 Yr)	↘
	Bunds (10 Yr)	↓
	Spread Periferia Europa	↗ *
CORPORATE	Investment Grade Europa	↘ **
	Investment Grade EUA	→
	High Yield Europa	↗ **
	High Yield EUA	↗

** Downgrade; * Upgrade

Outros		
FX	EUR-USD	↓
	USD-JPY	↗
	EUR-GBP	↘ **
ESTILO	Defensivas	→ **
	Cíclicas	↗ *
	Large Caps (US)	→
	Small Caps (US)	↗ *

** Downgrade; * Upgrade

Sectorial Europa	
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 Picks		
Health Care	Sanofi	↑
Tecnologia	Infineon	↑

Top Picks - Portugal		
Pasta e Papel	The Navigator Company	↑
Retalho	Sonae	↑

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

DISCLAIMER

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

BiG BANCO DE INVESTIMENTO GLOBAL