BiG BANCO DE INVESTIMENTO GLOBAL

Outlook

4º TRIMESTRE

RESEARCH BiG:

JOÃO LAMPREIA (HEAD)

ANNIKA HOFMANN

DIANA OLIVEIRA

BERNARDO CÂNCIO

JOÃO SÀÁGUA

BiG BANCO DE INVESTIMENTO GLOBAL

1. **ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO**
1.1 Global

2. **EUA**
2.1 Enquadramento Macro
2.2 Política Monetária
2.3 Plano Fiscal Trump
2.4 EUA vs. Coreia do Norte

3. **EUROPA**
3.1 Enquadramento Macro
3.2 Política Monetária
3.3 Análise Eleições Alemãs

4. **PORTUGAL**
4.1 Perspectiva BiG Research - Fitch Rating

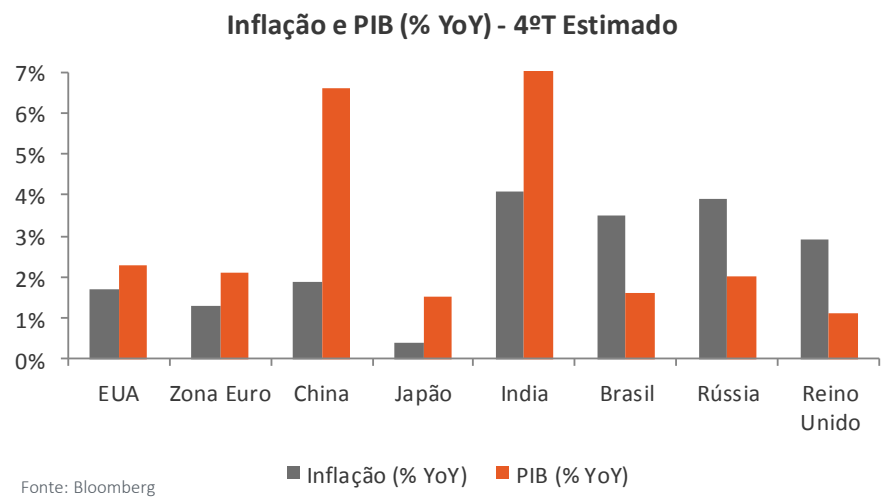
5. **EMERGENTES**
5.1 Brasil
5.2 China

6. **MERCADO DE DÍVIDA**

7. **MERCADO ACCIONISTA**
7.1 Avaliação e Performance
7.2 EUA
7.3 Europa
7.4 Índices – Projecções

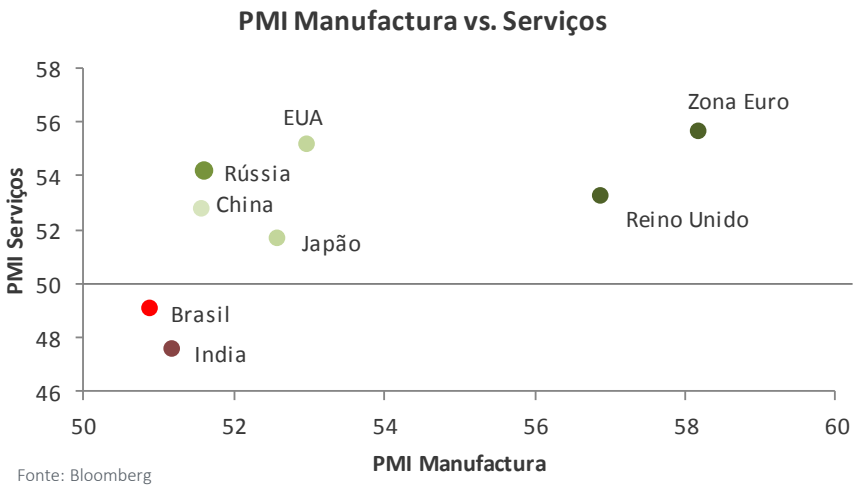
8. **OUTRAS CLASSES DE ACTIVOS**
8.1 Commodities
8.2 Taxas de câmbio

9. **SÍNTESE POSICIONAMENTO**



Fonte: Bloomberg

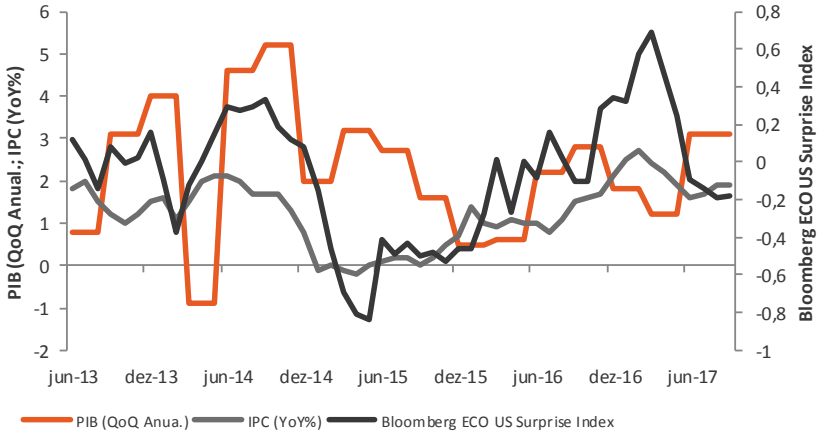
- O crescimento global continua suportado pelos dois grandes motores das economias emergentes – a China e Índia. O superior crescimento populacional da Índia, e o estágio menos desenvolvido da sua economia, sustentam as superiores projecções de crescimento vis-à-vis China.
- No bloco desenvolvido, os Estados Unidos apresentam projecções de crescimento e inflação superior aos congéneres (com a excepção do Reino Unido na inflação).
- O efeito do Brexit já se reflecte na evolução do Reino Unido, sendo projectado um crescimento amplamente inferior à Zona Euro e até menor que o esperado para o Japão.



Fonte: Bloomberg

- A Zona Euro apresenta os melhores indicadores de expansão económica (PMI acima dos 50 pontos) no sector de manufactura, com o Reino Unido em 2º lugar.
- No sector de serviços, as economias russa e norte-americana apresentam as leituras mais elevadas.
- Por outro lado, as leituras de PMI do Brasil e Índia no sector de serviços reflectem uma tendência de contracção.

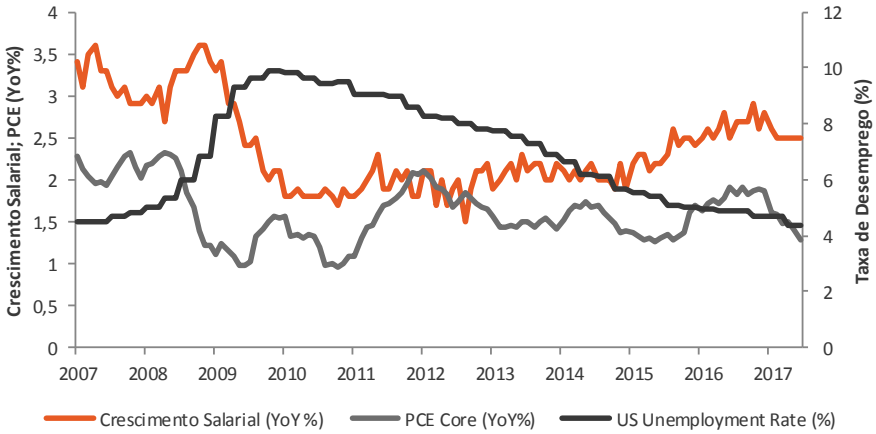
PIB vs. IPC. Vs. Expectativas de Mercado



Fonte: Bloomberg

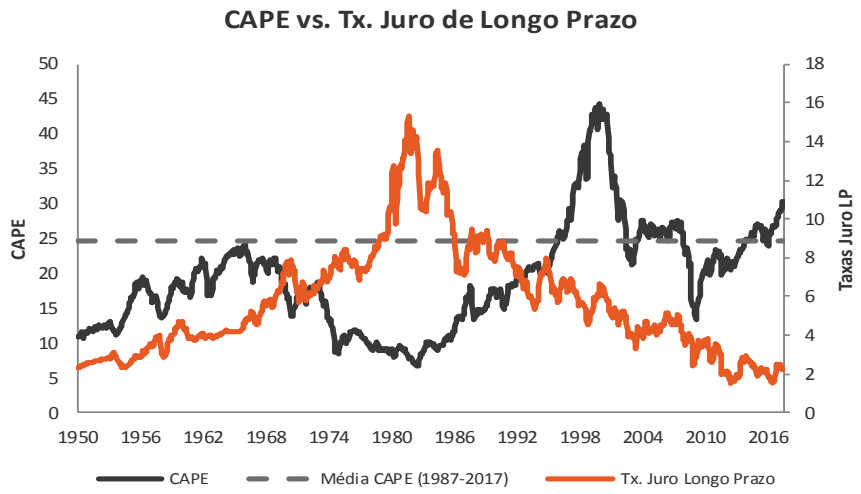
- Os EUA apresentaram valores de crescimento de PIB e evolução de preços recentes com uma tendência não só crescente mas também surpreendendo pela positiva face às expectativas.
- Os restantes indicadores macroeconómicos têm, globalmente, desapontado as expectativas. Esta sitação não se reflecte nos mercados accionistas que encontram-se amplamente complacentes.
- As tensões geopolíticas entre a Coreia do Norte e EUA revela-se um dos principais factores de risco, independentemente do estágio macro-cíclico da economia americana.

Crescimento Salarial vs. PCE Core vs. Taxa de Desemprego

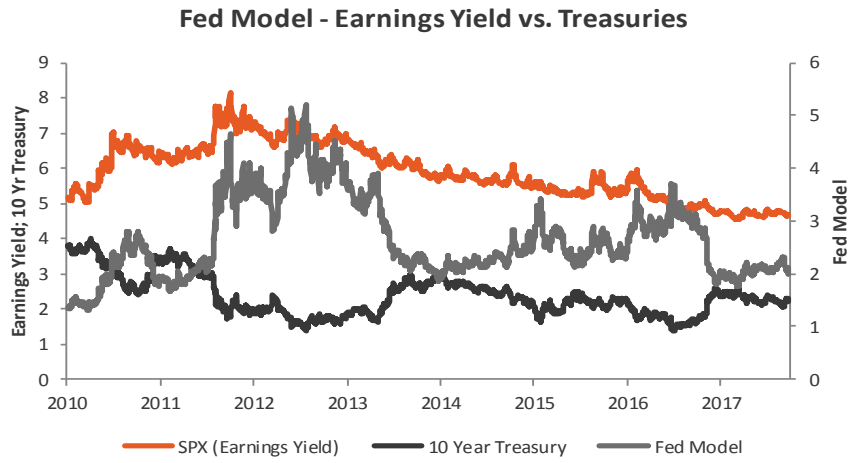


Fonte: Bloomberg

- O ritmo de crescimento salarial relativamente brando traduz um dos maiores enigmas na recuperação económica dos EUA, tendo em conta a reduzida taxa de desemprego, que coloca a economia em 'emprego-pleno'.
- Uma das justificações apontadas para esta charada é a produtividade. A relativa estabilização do nível de produtividade tem inibido uma dinâmica inflacionista mais relevante sobre a evolução salarial.



Fonte: Online Data Robert Shiller

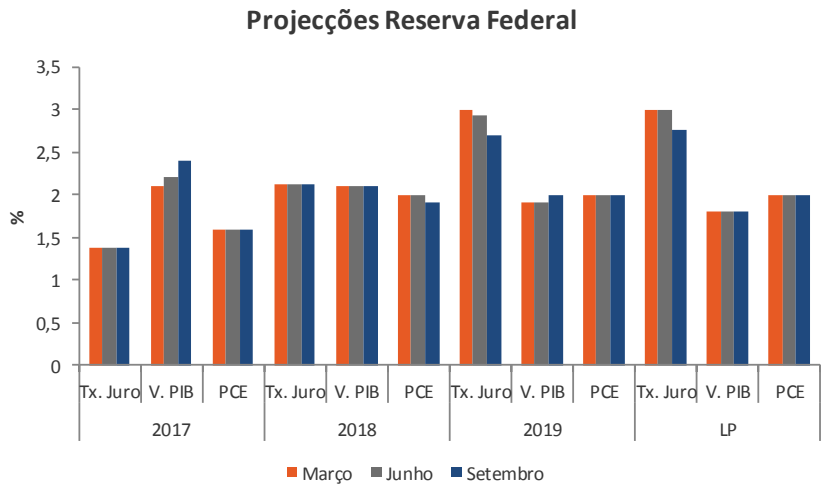


Fonte: Bloomberg

- A cada novo máximo dos índices accionistas, readquire pertinência a questão omnipresente: "Estará o mercado accionista sobrevalorizado e na iminência de uma correcção"?
- O actual enquadramento de tensões geopolíticas e o fracasso global das medidas da administração Trump também não abona a favor do nível de preço dos índices norte-americanos.
- O importante múltiplo de CAPE (P/E ajustado ao ciclo económico) revela que o S&P 500 encontra-se historicamente dispendioso.

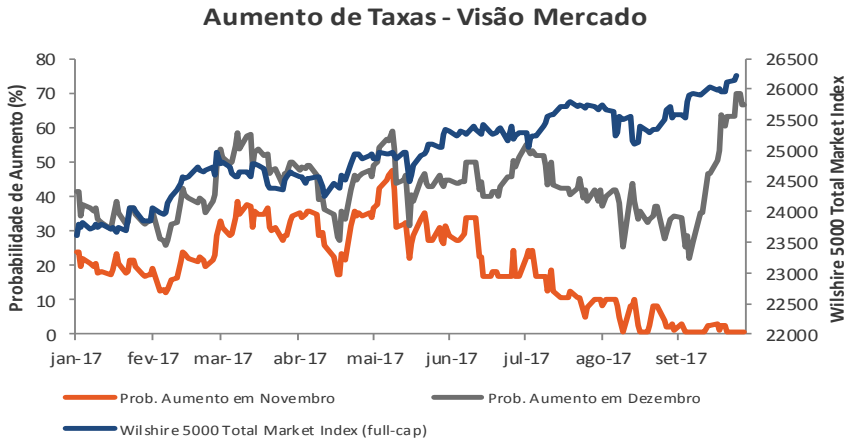
- As definições de 'caro vs. barato' variam de acordo com o modelo de avaliação, para além de que mesmo avaliações dispendiosas não são reveladoras da possibilidade de um movimento correctivo iminente.
- O enquadramento vigente de taxas de juro baixas reduz a atractividade de outras opções de investimento como obrigações vis-à-vis acções, sustentando as avaliações actuais.
- O Fed Model reflecte exactamente esta relação, sobrepondo o *earnings yield* do mercado accionista à obrigação sem risco do país. Com um rácio superior a 1, o mercado accionista é considerando atractivo face ao obrigacionista.

2.2 EUA - POLÍTICA MONETÁRIA



Fonte: Bloomberg

- Ainda que a Reserva Federal mantenha as estimativas de inflação (PCE é o proxy favorito) de longo prazo nos 2%, esta tem sido alvo de sucessivas revisões em baixa, de 4% em inícios de 2014 para 2,75% na reunião de Setembro.
- Estas revisões indicam que a Reserva Federal considera o actual enquadramento de baixas taxas de juro como não sendo apenas transitório, mas sim necessário para o cumprimento do seu mandato.



Fonte: Bloomberg

- O mercado reajustou as suas projecções para um 3º aumento de taxas (em Dezembro) de forma repentina, em seguimento do tom *hawkish* adoptado pela Reserva Federal. Este rápido ajuste de expectativas também ocorreu no 2º aumento de taxas em Junho passado.
- Ainda que o mercado apresente alguma complacência no que respeita a expectativa do ritmo de subida de taxas, esta não se reveste de consequências materiais na evolução de preços - mesmo com o já anunciado programa de redução de balanço do FED a iniciar-se em Outubro.
- O mercado não considera o ritmo do ciclo de *tightening* como rápido e/ou negativo para a evolução dos índices.

2.3 EUA - PLANO FISCAL TRUMP

Indivíduos

- Reduzir os escalões de 7 para 3, com o escalão superior nos 35% (vs. 39,6% actuais). Possibilidade de introdução de mais um escalão para os rendimentos mais elevados.
- Revogação do imposto alternativo mínimo e imposto sobre heranças : positivo para rendimentos mais elevados
- Duplicar a dedução standard para USD 12.000 para solteiros e USD 24.000 para casais
- Aumentar significativamente os créditos fiscais por filho – actualmente em USD 1000 por criança abaixo dos 17.

Empresas

- Redução do imposto de 35% para 20%
- Reconhecimento do *capex* na totalidade (vs. de forma faseada actualmente).
- Negócios '*pass-through*' terão uma taxa de imposto de 25%.
- Passagem de um sistema fiscal mundial (taxação de lucros independentemente da sua origem) para territorial (taxação de lucros domésticos apenas).
- Imposto único de repatriação de lucros no estrangeiro. Positivo para o mercado, dado que existem USD 2,6 tri de lucros offshore que podem ser repatriados e utilizados para investimentos e retornos aos accionistas.

Indivíduos

- Deduções eliminadas (excluindo juros de crédito à habitação e contribuições à caridade) .
- Eliminar as deduções resultantes de impostos estatais e locais.

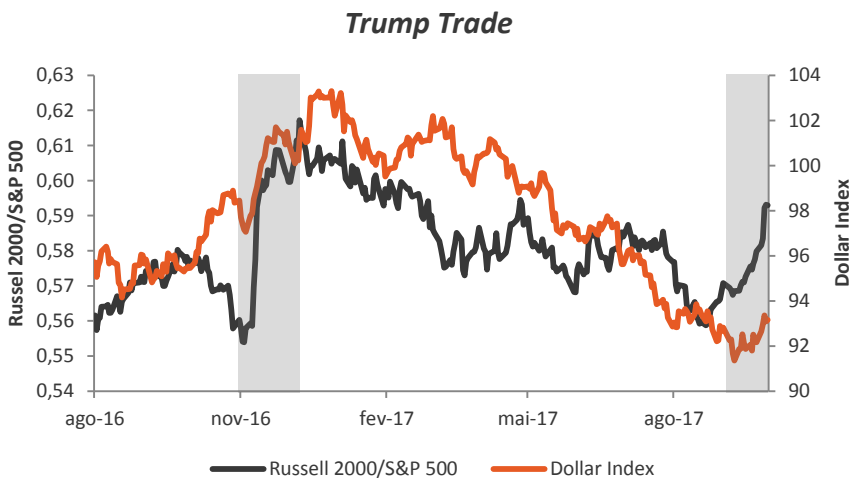
Empresas

- Eliminação das deduções resultantes de juros.
- Limitação de outros créditos corporativos.

2.3 EUA - PLANO FISCAL TRUMP

Quais são os problemas?

- **Timing**
  - A última reestruturação (1986) durou 10 meses.
  - Trump quer o plano assinado até ao final do ano!
- **Aprovação pelos Republicanos**
  - Impostos locais e estatais - Aprovação problemática
- **Duração**
  - Cortes de impostos definitivos apenas se não aumentarem défice, i.e. 'revenue-neutral.'.
  - Em contrário, terão que expirar em 10 anos

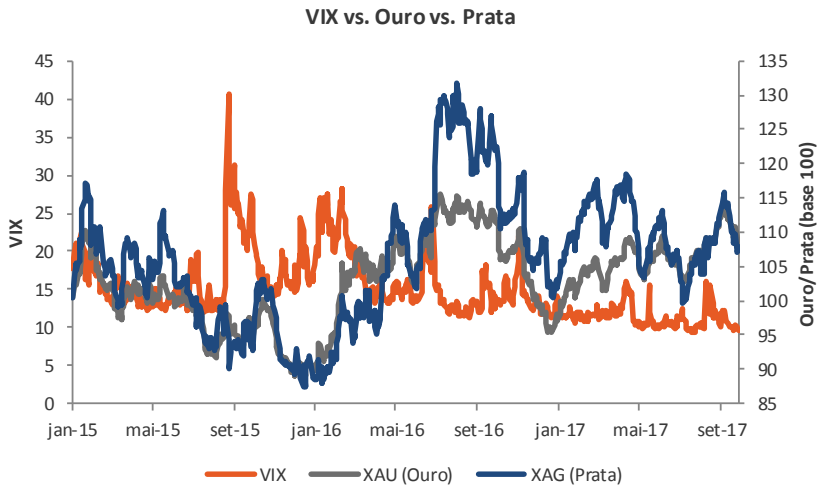


Fonte: Bloomberg

- Caso avance, o plano fiscal é claramente positivo para os mercados, dado o corte da taxa de IRC e a possibilidade de repatriação dos lucros no estrangeiro. Um renascimento do *Trump trade* poderá ocorrer.

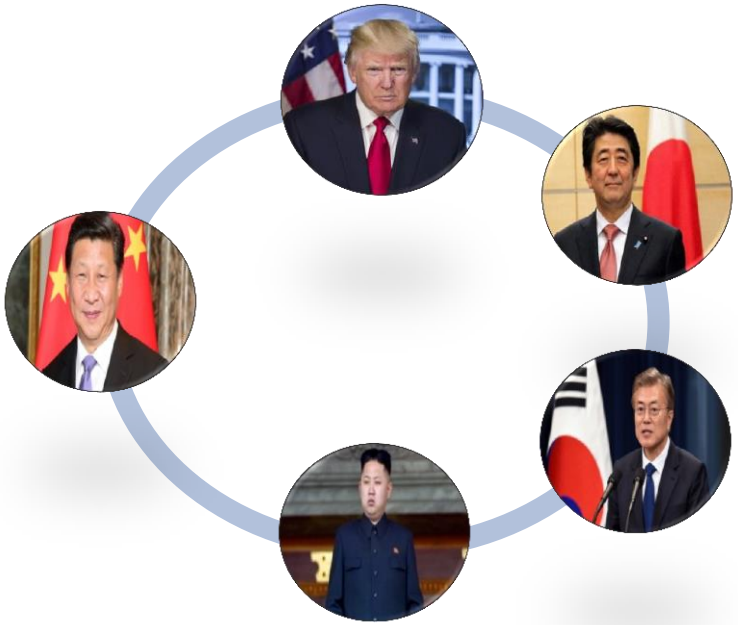
- Entre os principais beneficiados encontram-se:
  - empresas que pagam mais impostos. Empresas de menor dimensão (*small/mid cap*) são um bom exemplo, assim como financeiras.
  - O sector de consumo discricionário deve beneficiar do superior rendimento disponível dos indivíduos.
  - empresas com elevados lucros no estrangeiro que poderão repatriar este e incrementar o retorno ao accionista. Tecnologia e cuidados de saúde são dois sectores interessantes para executar o racional.

2.4 EUA VS. COREIA DO NORTE

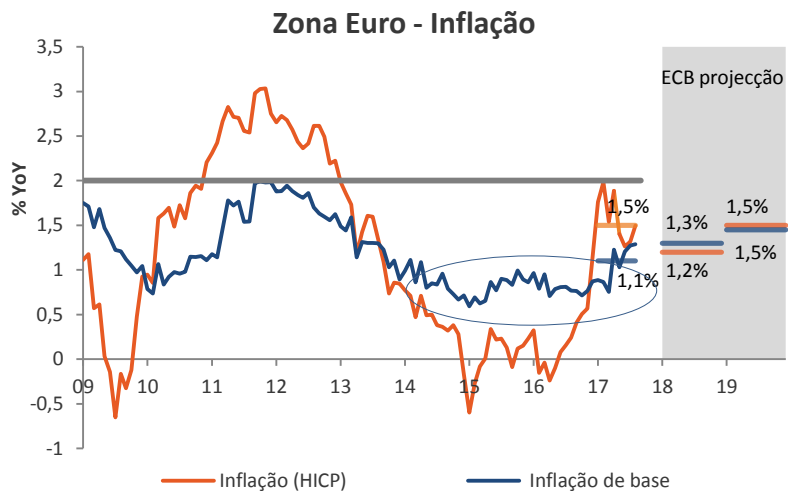


Fonte: Bloomberg

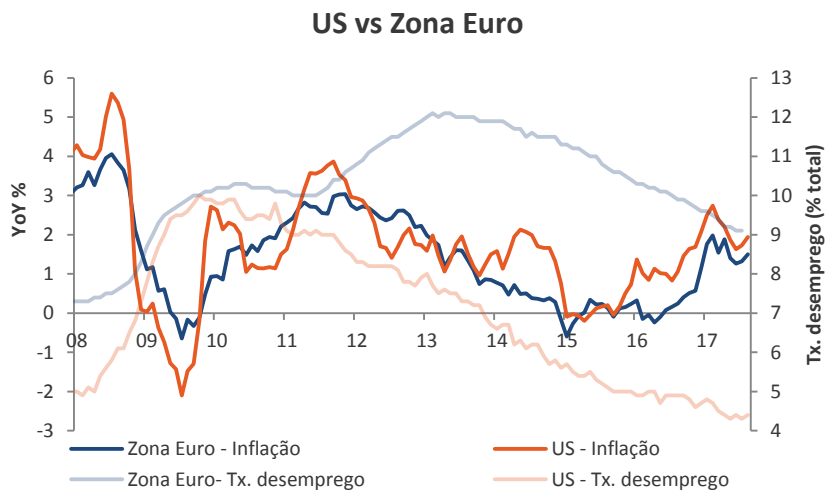
- As tensões geopolíticas entre os Estados Unidos e Coreia do Norte intensificaram nos últimos meses, após vários testes realizados pelo regime ameaçarem um conflito bélico.
- O mercado accionista não tem reagido muito a este escalar de tensões, ainda que outros activos de refúgio denotem uma evolução favorável.
- A maior tomada de posições longas em activos de refúgio (i.e. ouro, prata, etc.) cristalizam algum *hedging* pelos investidores.



- O confronto não é apenas entre Trump e Kim Jong-Un.
- Este envolve também os líderes do Japão, Coreia do Sul e China, devido à proximidade geográfica destes países com a Coreia do Norte.
- Os dois primeiros representam um potencial alvo de ataque e a China representa o papel de estabilizador e negociador entre EUA e Coreia do Norte.
- Consideramos que este papel moderador da China é crucial para a nossa visão base da inexistência de um conflito bélico entre os EUA e a Coreia do Norte no curto prazo.



Fonte: BCE, BCE previsão em Setembro 2017

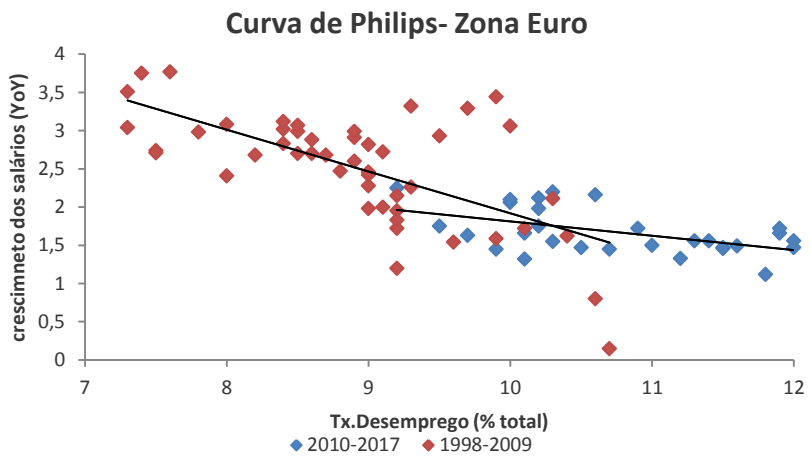


Fonte: BCE, Bureau of Labor Statistics, U.S. Department of Labor

- A inflação global (HICP) permanece aquém da meta definida para a estabilidade de preços (2%). O crescimento salarial prolonga-se por mais tempo do que o previsto acompanhando a recuperação económica e os preços da energia permanecem contidos.
- A inflação global deverá seguir um caminho de recuperação V-shaped nos próximos dois anos*, sendo que a inflação de base permanece inalterado desde 2015.
- A apreciação do Euro poderá adiar a perspectiva da estabilidade de preços de médio prazo.

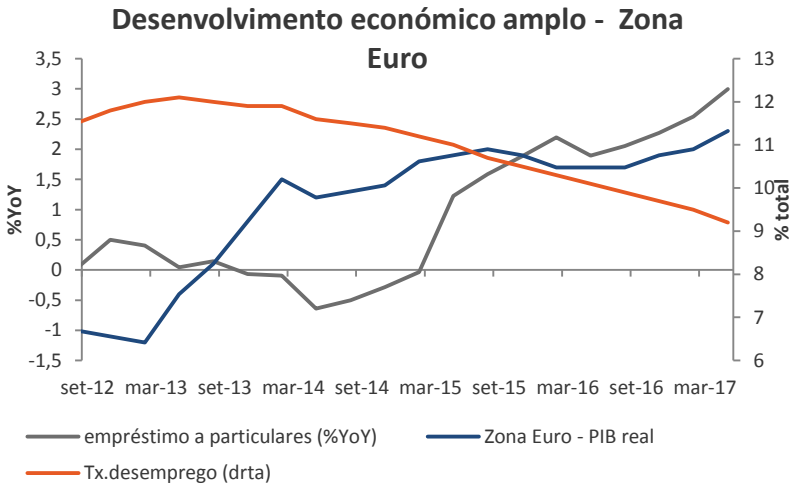
* Principalmente devido ao dissipar do efeito base relacionado com o factor energia-preço.

- A inflação tem seguido um caminho de recuperação similar aos EUA e Zona Euro, ambas ainda longe da meta de 2%.
- A taxa de desemprego nos EUA já quebrou em baixa o nível pré-crise, ao passo que a taxa de desemprego na Zona Euro permanece quase 2% acima do seu nível antes de 2009.
- Considerando a relação entre o desemprego e inflação descrita pela teoria académica da curva de Philips, o continuo *slack* no mercado do trabalho na Zona Euro restringe uma evolução mais forte sobre a dinâmica de preços.



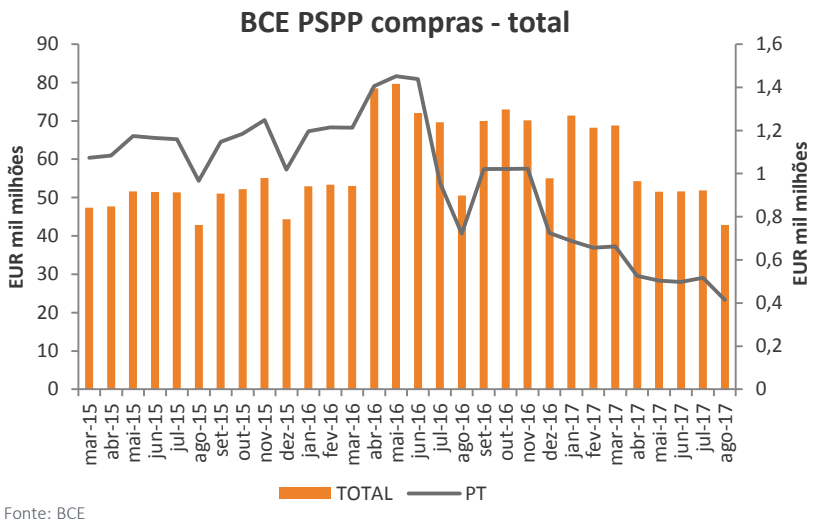
Fonte: International Labor Organization, OECD, Research BiG

- O crescimento lento dos salários é uma das razões principais pelas quais a inflação é contida na Zona Euro. O nível salarial está menos sensível a mudanças na procura agregada, como foi o caso antes da crise.
- O efeito da crescente procura económica no aumento de salários está actualmente condicionada por negociações salariais obsoletas e mudanças estruturais pós-crise no mercado de trabalho (predominância de curto prazo vs longo termo).



Fonte: BCE, Bureau of Labor Statistucs, U.S. Department of Labor

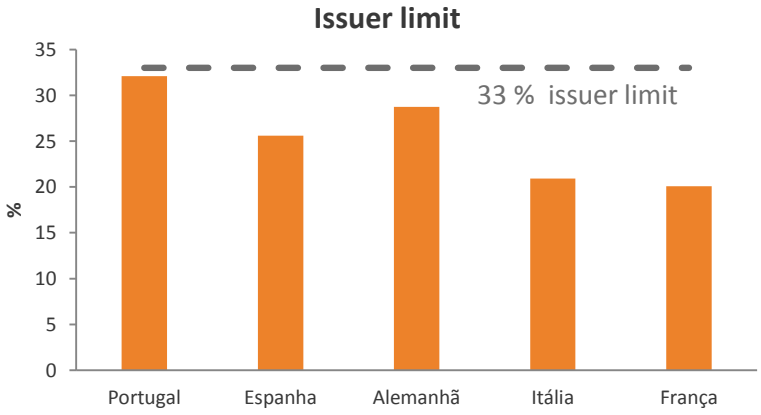
- A Zona Euro tem gerado um crescimento positivo do PIB (YoY) nos últimos 16 trimestres consecutivos. O BCE estima um crescimento anual do PIB de 2,2% em 2017, com a procura interna como principal impulsionador.
- A taxa de desemprego está a recuperar progressivamente. O desenvolvimento do mercado de trabalho diverge entre países e grupos etários (desemprego elevado dos jovens nos países periféricos).
- Os empréstimos bancários têm recuperado gradualmente.



Fonte: BCE

- Activos de valor superior a EUR 2 triliões foram adquiridos sob o programa de compras de activos (APP) do BCE desde 2014. A maioria das aquisições de obrigações (~85% este ano) são executadas sob o programa de compras do sector público (PSPP), lançado em Março 2015 e com término previsto para Dezembro deste ano.

- Obrigações soberanas no valor de EUR 1,7 triliões foram adquiridas sob o PSPP até final de Agosto, sendo que mais de EUR 508 mil mn deste valor traduz o montante de compras das obrigações de Tesouro português. O volume de compras mensais de OTs tem contraído desde Novembro 2016, alcançando o menor volume de EUR 414 mn em Agosto.



Fonte: BCE, Bloomberg, Research BiG

Current holding of debt secutrities under PSPP and SMP as % of market volume of outstanding public debt (central government and national agency PSPP-eligible bonds)

Central government bond issuer cap and national agency issuer cap with reference to Bloomberg cap calculations, all converted into market value.

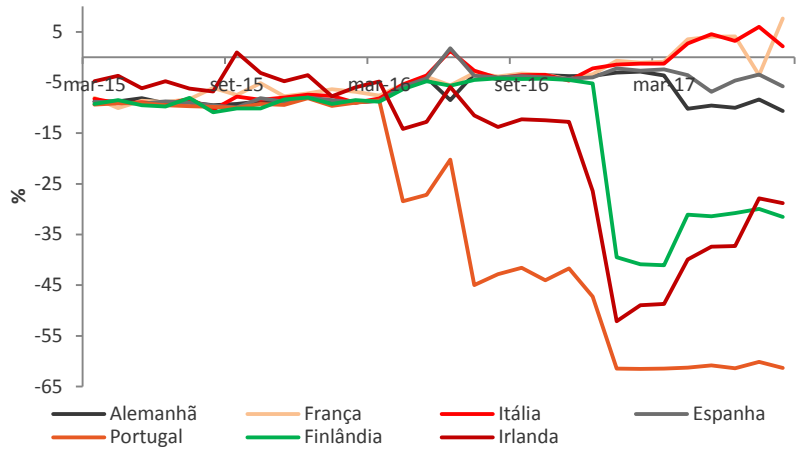
- O fulgor da recuperação vigente na Europa e as restrições do plano de compra de activos do BCE torna inevitável a ocorrência do Tapering em 2018.

- A redução das compras mensais de EUR 80 mil mn para EUR 60 mil mn em Abril passado foi já o prenúncio do denominado "Taper sem Tapering".

- Flexibilização de algumas regras autoimpostas permitiram lidar com o problema da escassez de activos elegíveis (abolição do limiar inferior da taxa de depósito e intervalo mínimo de maturidade foi reduzido para 1 ano).

- A regra de *issuer limit* encontra-se ao alcance de muitos países.

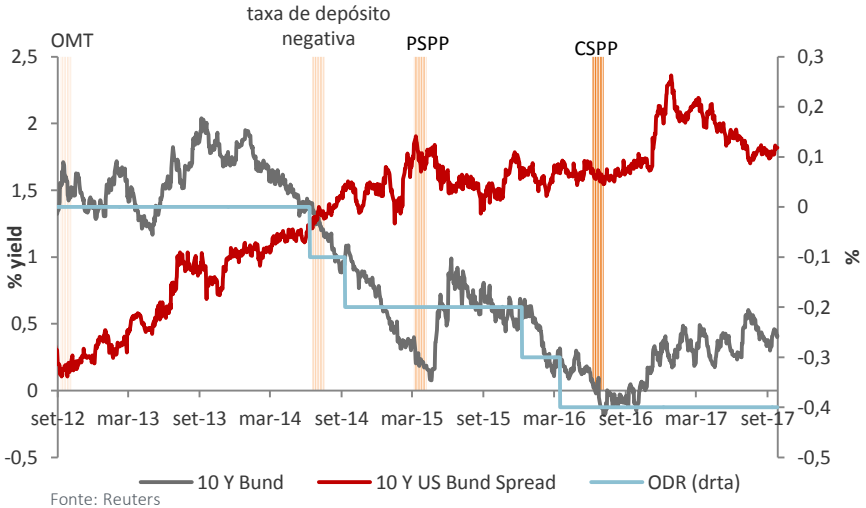
PSPP - desvio do capital key



Fonte: BCE, Research BiG
Deviation defined as % difference between actual monthly purchases vs. capital-key implied monthly purchase volume.

- Devido sobretudo à regra do *issuer limit*, as compras das obrigações soberanas desviaram consideravelmente dos seus volumes de compras implícitas do *capital-key* desde Março do ano passado.
- Os desvios sobre a compra de títulos do tesouro português (vs capital key) são os mais acentuados (-60% este ano).
- Os maiores beneficiários de rearranjos involuntários de compras este ano foram os títulos italianos e franceses.

BCE QE



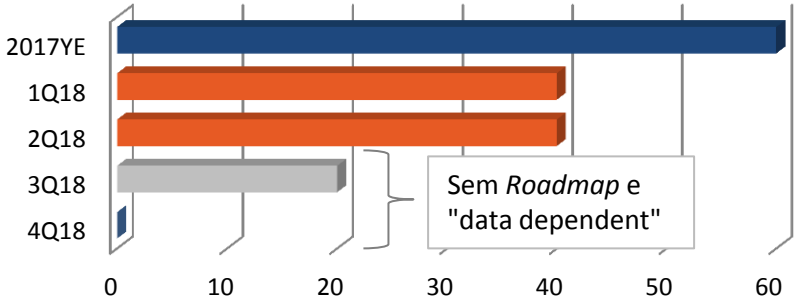
Fonte: Reuters

- Antecipamos a redução gradual do APP para EUR 40 mil mn/mês, com detalhes a serem providenciados em Dezembro.
- Antecipamos que o BCE inicie a trajectória de subida da taxa de referência de forma mais célere do que a FED – esta demorou 2 anos após o final do QE 3.
- Visão Base BiG Research – QE Tapering (Slide seguinte)

	Cenário Hawkish	Cenário Base	Cenário Dovish
1) Montante & Duração QE	-	*Ver Gráfico inferior	-
2) QE Easing Bias	Retirada	Retirada	Sem alteração
3) Alteração regras QE vs Disponibilidade de activos	Sem alteração	Sem alteração	Incidência *capital key* a favor da Periferia
4) Forward Guidance s/ decisão taxas	Retirar *"low rates well past* APP" na *fwd guidance*	Sem alteração	Sem alteração
5) Subida taxas (Depo + Refi) 2018YE	Depo~0% Refi~0,10%	Depo~0% Refi~0,10%	Depo~-0,2% Refi~0,00%

Fonte: Research BiG

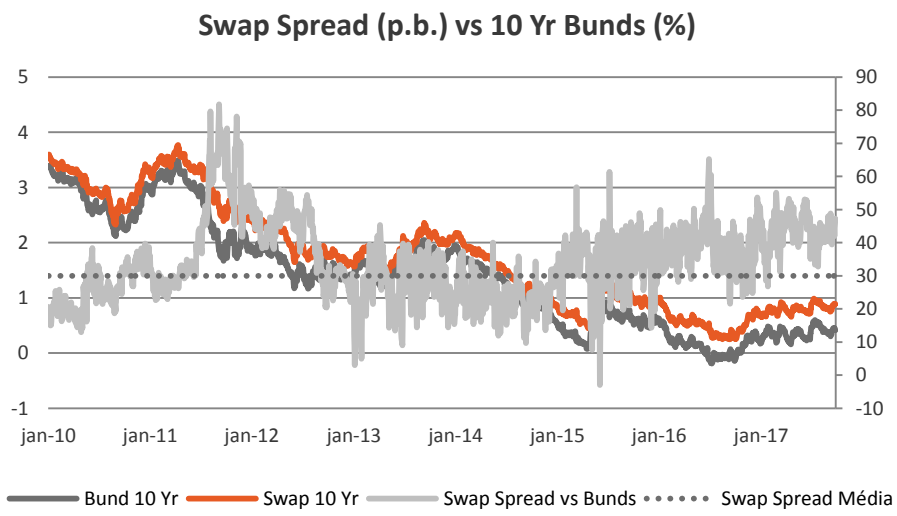
*Montante & Duração QE (EUR mil mn)
- Visão BiG Research -



Fonte: Research BiG

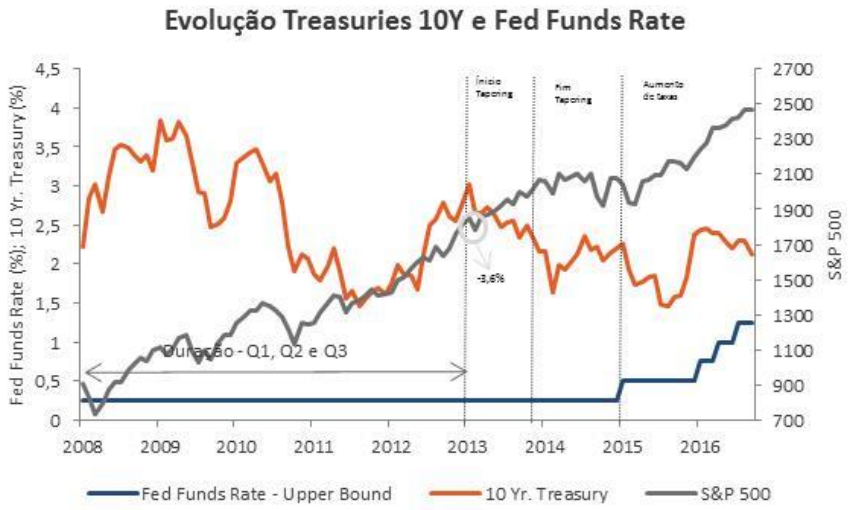
Fonte: Research BiG

- O gráfico ilustra a dinâmica vigente entre o principal indicador de expectativa futura de inflação adoptado pelo BCE (5Y5Y Inflation Forward) e a taxa de juro germânica a 10 anos.
- Numa lógica de retracement destes indicadores e tendo em conta a reversão das políticas de estímulo pelo BCE, acreditamos num eventual *cap* para a Bund a 10 anos em torno de 1% a médio prazo.



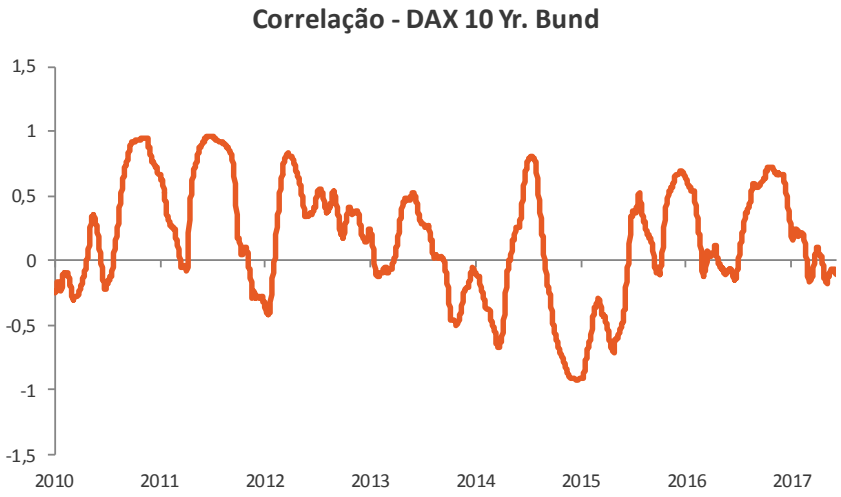
Fonte: Research BiG

- A política de QE seguida pelo BCE também enviesou a dinâmica do *swap spread* em relação às Bunds no período recente – transacionando acima da respectiva média histórica.
- Num cenário de redução gradual das compras do BCE da dívida alemã, este *spread* deverá estreitar no médio prazo, pelo menos, até 20 p.b.
- Esta situação reitera a nossa confiança numa projecção máxima da subida das taxas de juro na Alemanha (10 Yr) até ao nível de 1% no médio prazo (referência supra).



Fonte: Bloomberg; Research BiG

- A perspectiva do anúncio de tapering pelo BCE mostra-se já amplamente descontado pelo mercado aos níveis actuais.
- Seria necessário o anúncio de um plano de redução de compras genericamente agressivo pelo BCE, de forma a acarretar um impacto materialmente relevante sobre o mercado accionista.
- Acreditamos num efeito relativamente neutral no Equity Europeu para este evento, estimando um *drawdown* máximo de 3,6% no curto prazo, tal como se observou nos EUA.



Fonte: Bloomberg

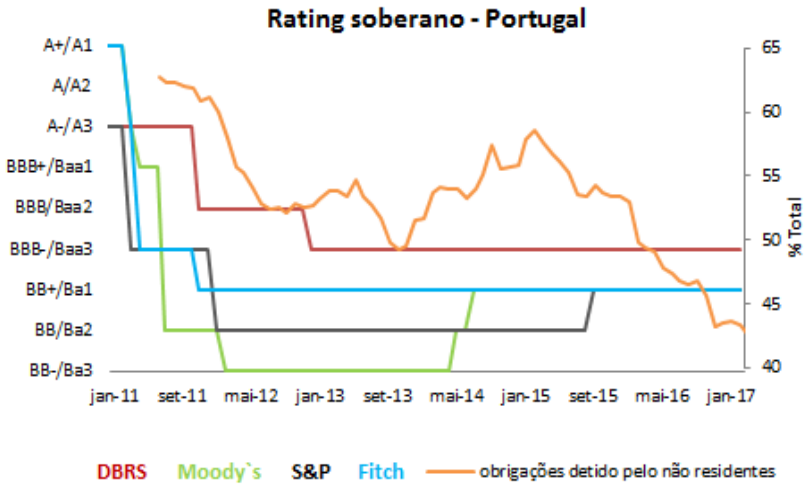
- A correlação marginalmente negativa vigente entre o índice Germânico e a respectiva taxa de juro a 10 anos, também nos leva a acreditar que o impacto no Equity se afigure moderado, mesmo que se verifique um relativo *pick-up* da taxa das Bunds a 10 anos.

3.3 EUROPA – ANÁLISE ELEIÇÕES ALEMÃS

	CDU/CSU		FDP		Os Verdes
EURO	Não a Eurobonds Manutenção do Euro	+	Não a Eurobonds Permitir a saída do Euro. Terminar os estímulos monetários do BCE.	+	Eurobonds ? Estratégia de 'Investimento Sustentável' na Europa
IMPOSTOS	Corte de impostos de EUR 15 mil mn.	+	Corte de impostos de EUR 30 mil mn.	+	Introduzir impostos nos 'super-ricos'
RÚSSIA	Manter Sanções	+	Manter Sanções	+	Manter Sanções
EUA	Defender Comércio Livre EUA como o 'mais importante parceiro fora da Europa'	+	Defender Comércio Livre Preservar Parceria Transatlântica	+	Impulsionar Parceria Transatlântica
DEFESA	Gastos em Defesa = 2% do PIB até 2024	+	Gastos em Defesa = 3% do PIB	+	Gastos em Defesa = sem objectivo definido Impulsionar prevenção de crises
REFUGIADOS	Nível de entradas 'permanentemente baixo' Deportações + rápidas	+	Sistema de três níveis com asilo político, direitos temporários para refugiados de guerra e imigração regular	+	Política de asilo liberal Regressos voluntários invés de deportações
CLIMA	Apoio a Renováveis Cumprir Acordo de Paris	+	Permitir expiração de subsídios Eliminar imposto que financia apoios a energia renovável	+	Introdução de imposto carvão. Eliminar excepções do imposto para financiar energias renováveis

Desacordo
Alguns Pontos em Comum
Acordo

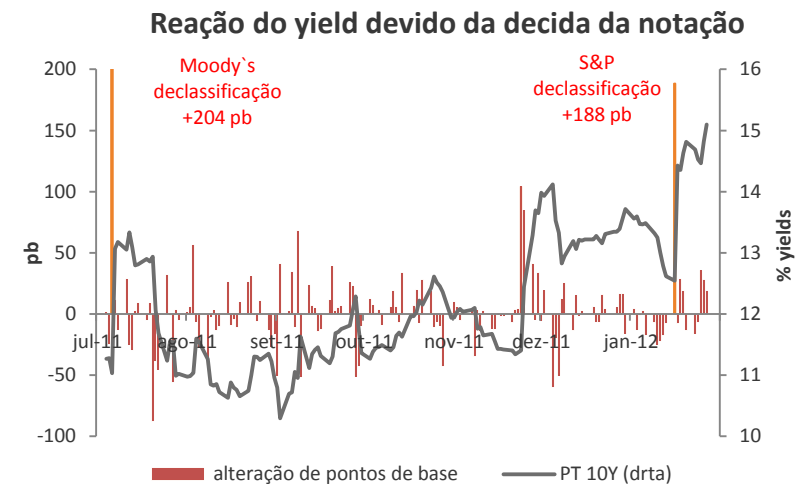
Fonte: Research BiG;



Fonte: Banco de Portugal, DBRS, Moody´s, S&P, Fitch Ratings

- A retirada do *Investment Grade* por parte das três grandes agências no final de 2011/início de 2012 fez Portugal sair do mercado de capitais "mainstream". A parte dos detentores não-residentes de obrigações portuguesas tem diminuído significativamente de 60% até 45% presente*.

- Antecipamos um novo aumento significativo da base de investidores após a subida da notação para *Investment Grade* por parte de uma das outras duas principais agências de rating (Fitch em Dezembro?) – o que permitirá a reentrada da dívida Portuguesa nos principais índices de Governos Internacionais.



Fonte: Bloomberg

- A primeira retirada do *Investment Grade* pela Moody´s em Junho 2011 provocou um aumento intradiário das taxas de juros a dez anos em 204 pontos de base.

- As reações do mercado deverão ser menos pronunciadas no inverso – confirmando-se a psicologia comportamental de qualquer classe de activos em momentos de pânico (quebras abruptas) vs euforia (subidas consistentes para além da lógica dos fundamentais).

- A decisão do rating para *Investment Grade* pela S&P em Setembro causou uma queda de 35 p.b. da taxa de juro a 10 anos – conferindo quase 1/3 do declínio total da *yield* no ano.

4.1 PORTUGAL – PERSPECTIVA FITCH RATING

Fitch – Última decisão em Junho 2017	
Peso elevado	Peso médio
Melhoria do orçamento fiscal Redução do défice <u>Expectativa:</u> Redução gradual do défice , com tendência sustentável do rácio da dívida. **Redução gradual do perfil de pagamento da dívida** Extensão da maturidade Amortização do empréstimo do FMI	**Contas externas melhoradas** Excedentes da balança corrente Contribuição do PIB por parte das exportações <u>Expectativa:</u> Excedentes externos serão reduzidos até 2018 devido à maior procura interna. **Crescimento económico robusto** Perspectiva de crescimento do PIB 2017: 2.0%

Cenários – elevação da classificação do rating*	BiG Research avaliação
1. Maior confiança na trajectória descendente da divida (%PIB)	Espera-se alcançar a meta do défice do 1-5%. Orçamento de Estado 2018 pendente.
2. Ausência de stresse renovado no sector financeiro	Espera-se a venda do Novo Banco em dia 2 de Outubro.
3. Redução continuada do endividamento externo	Inalterado
4. perspectivas de crescimento a longo prazo mais forte	Crescimento anual do PIB provavelmente acima das estimativas da Fitch (2 % em Junho).

Fonte: Fitch Ratings, Research BiG

* As outlined by Fitch Rating Report June 16, 2017

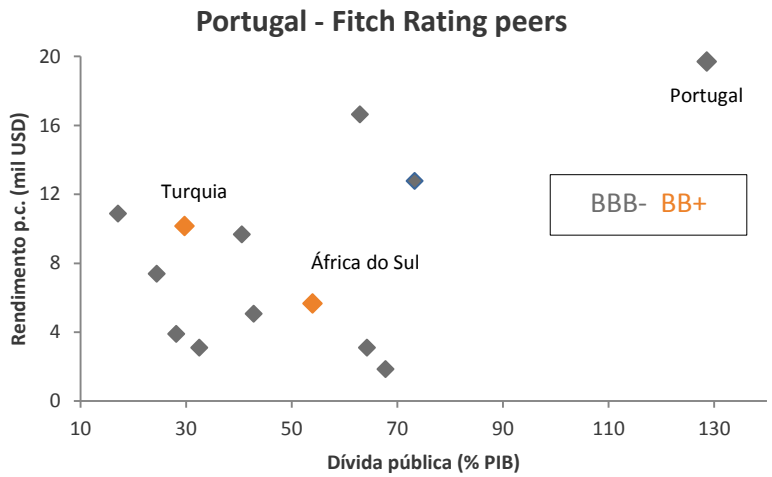
- A Fitch foi a primeira agência de *rating* a subir o rating de outlook para positivo em Junho. O impulso da avaliação moderadamente positiva emanou dos **esforços bem sucedidos na consolidação fiscal**, permitindo a saída do Procedimento por Défice Excessivo.

- Em função da importância de um *Investment Grade adicional* por parte das outras duas principais agencias de rating, o foco dos investidores estará centrado na decisão da rating pela Fitch em Dezembro.

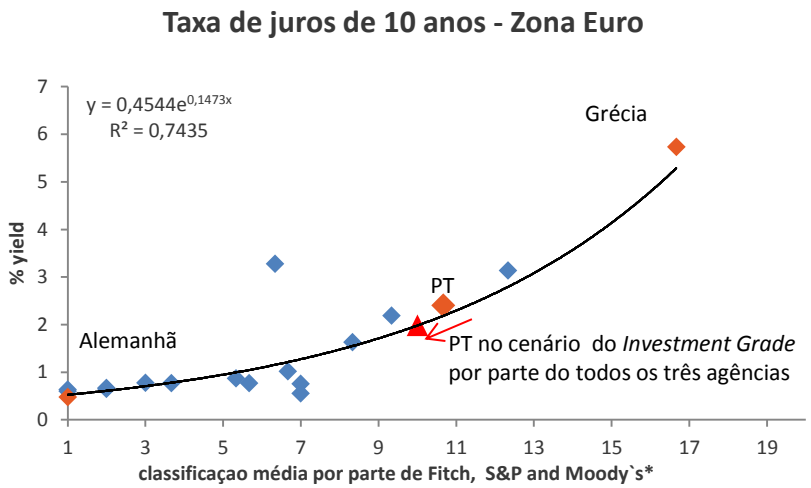
- Novos dados divulgados desde o ultimo rating do Fitch deverão criar um impulso positivo. O sólido crescimento do PIB no segundo trimestre (3% YoY, depois de 2,8% no 1S17) poderá subir ligeiramente a perspetiva da Fitch de crescimento e assim traduzir-se no 4º cenário de rating upgrade "**perspetivas de crescimento a longo prazo mais forte**".

- O cenário BiG Research atribui uma probabilidade da Fitch elevar a classificação do rating (Dez.) em **75%** - *ceteris paribus*.

- Eventos que poderão afetar o nosso cenário base até Dezembro: falha inesperada das negociações do Orçamento de Estado 2018 (o qual deverá estar concluído até Outubro).



Fonte: Bloomberg, tradingeconomics.pt, Fitch Ratings
Fitch Rating Peers: "BBB-": Hungary, Bulgaria, Indonesia, India, Morocco, Namibia, Philippines, Romania, Russia, Uruguay. Àfrica do Sul e Turquia têm a notação de *Investment grade* mais baixo possível "BB+"



Fonte: Bloomberg, Research BiG
*Alphanumeric rating scores transformed into numeric rating scale AAA=1 to D=24. Portugal classificação méida corresponds to numeric scale of 10,66.

- Os pares de Portugal com a classificação Fitch de "*BBB-*" são predominantemente países de mercados emergentes com rendimentos per capita consideravelmente inferiores (mediana 8,5 mil per capita versus quase 20 mil em Portugal) e uma força institucional muito mais fraca. O crescimento potencial do PIB é também mais alto entre os companheiros da classificação (2016 mediana 1,5% versus 0,4% por Portugal)

- Pelo contrário, a dívida portuguesa (%PIB) permanece bem superior à mediana do grupo de 42% (quase 90 p.p.);

Qual a perspectiva do RESEARCH BiG para a decisão da Fitch (Dez.)?

- Atribuímos uma probabilidade de 75% para a subida da notação para Investment Grade;

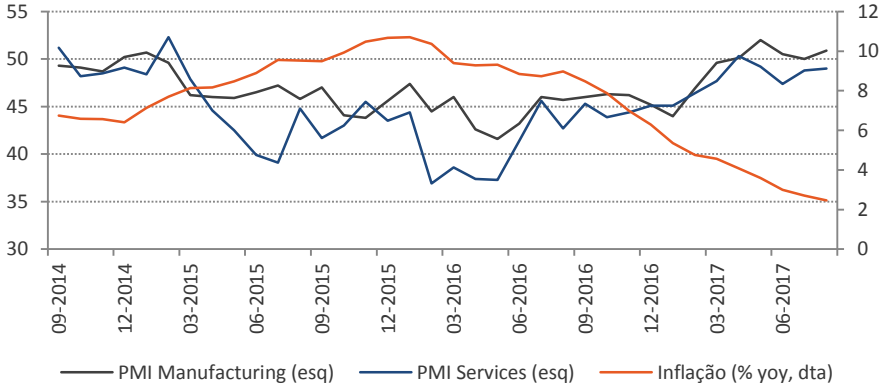
- Antecipamos um efeito sustentável do **máximo 20 pb*** na taxa de juro a dez anos a médio prazo – *ceteris paribus*;

- A queda do rendimento será limitada pelo efeito do tapering outlook a executar pelo BCE neste período.

- A existência do desvio significativo das compras de dívida Portuguesa pelo BCE vs capital key e de já ter sido conferido o upgrade pela S&P, leva-nos a acreditar num *spike* das taxas de juro portuguesas pouco provável e relativamente limitado.

* OLS regression measures a 20bps drop under the scenario that all three rating agencies issue *Investment Grade.* Given the decisive importance of minimum two major agencies issuing investment grading for the large index portfolios, this effect should be materialied by potential Fitch upgrade in Dec. Regression sample consists of Euro zone 10Y yields and ratings as measured on 27 Sept 2017.

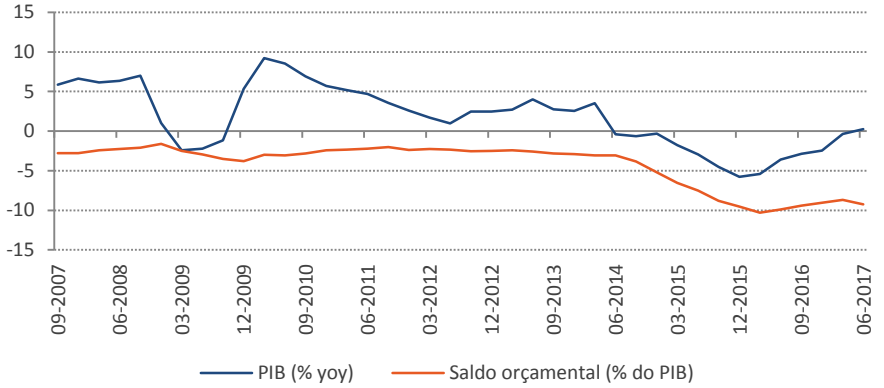
Divergência entre produto e inflação é um sinal positivo



Fonte: Bloomberg; Research BiG

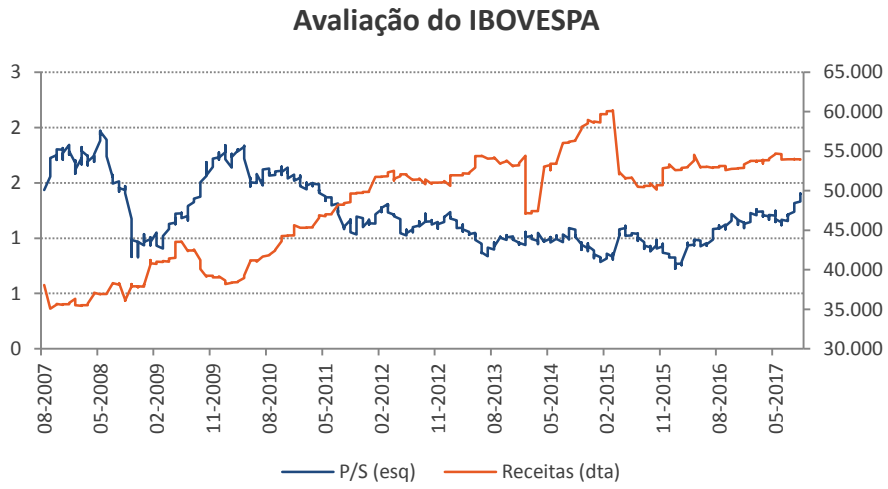
- A economia brasileira deu na primeira metade de 2017 os primeiros sinais de crescimento, num sinal evidente de que o ajustamento económico está a ser feito, independentemente da turbulência política que se continua a viver no país
- A inflação continua a seguir uma tendência desinflacionária, o que dá espaço ao banco central para continuar a baixar taxas de juro, com o objectivo de estimular a economia. Este mantém-se como o nosso cenário base.

Saldo Orçamental expõe principal fragilidade brasileira



Fonte: Bloomberg; Research BiG

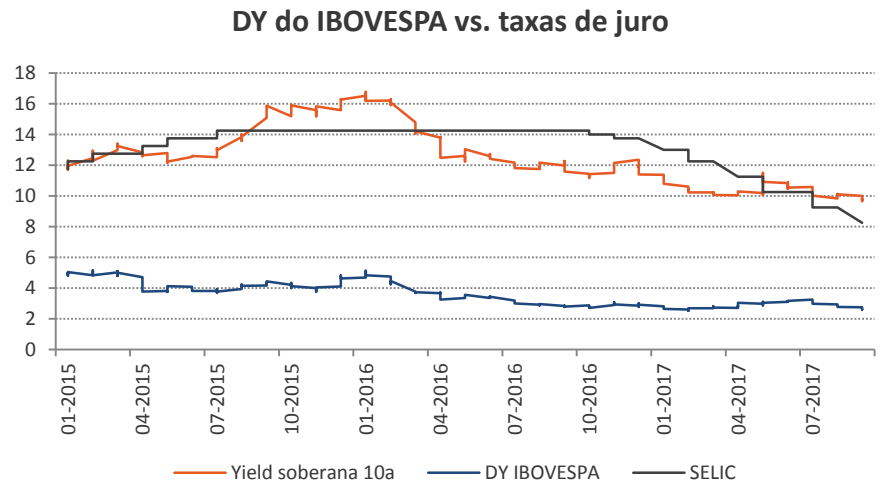
- Não obstante o bom ajustamento da economia brasileira, existe um factor que está a deixar os investidores nervosos. O saldo orçamental Brasileiro continua em níveis demasiado elevados (>9% do PIB) e isso constitui o maior risco para a continuação da história de melhoria económica.
- O Governo de Temer, ainda que impopular, conseguiu implementar medidas positivas neste sentido, mas o trabalho não está feito. Depois de mais de um ano de pressão para consolidação orçamental, esperava-se que as contas públicas já estivessem mais organizadas. A ausência de melhorias neste campo vai provavelmente reforçar as preocupações ao longo do próximo trimestre.



Fonte: Bloomberg; Research BiG

- A avaliação em termos de múltiplo de vendas do principal índice accionista brasileiro quase que dobrou desde o final de 2015, num período em que as receitas cresceram menos de 10%

- Na nossa opinião, este encarecimento do índice accionista já incorpora boas expectativas em relação á economia que ainda não se materializaram. O banco central tem margem para estimular a economia, mas as condições das contas públicas são o verdadeiro factor de risco nesta fase. Se não ocorrerem melhorias a esse nível durante o 4T2017, consideramos que o índice accionista poderá encontrar-se já algo sobreavaliado.

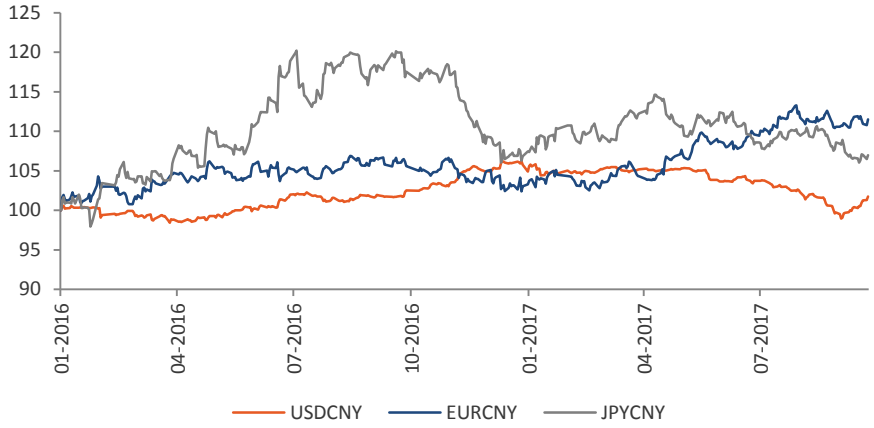


Fonte: Bloomberg; Research BiG

- A queda das taxas de juro no Brasil são um factor que pode continuar a alimentar o encarecimento do índice accionista, visto que é provável que o Banco Central do Brasil continue a cortá-las com o objectivo de estimular a economia.

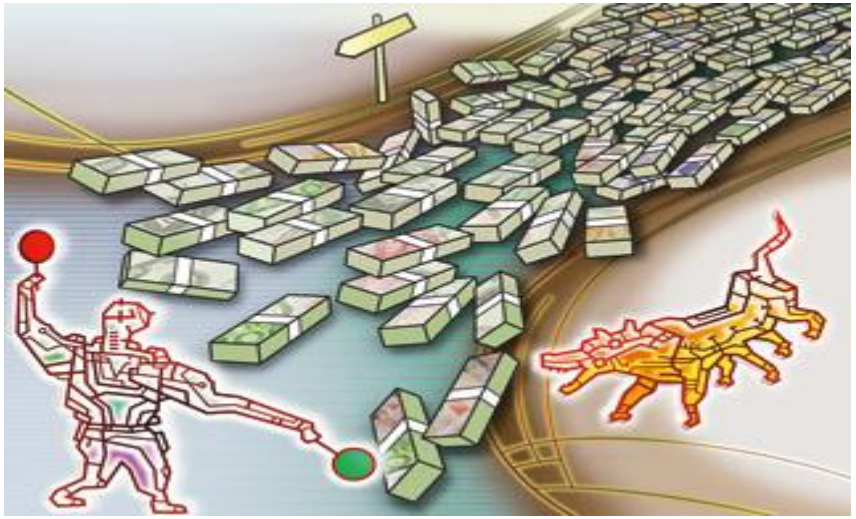
- Há dois anos alertámos para a boa oportunidade no índice Brasileiro, sob as premissas de que o Governo teria tempo para fazer a consolidação orçamental visto que a economia tinha potencial para se ajustar com facilidade. Dois anos depois, a economia continua a ajustar-se mas as medidas de consolidação orçamental do Governo parecem ser insuficientes

Divisa chinesa contra principais parceiros comerciais



Fonte: Bloomberg; Research BiG

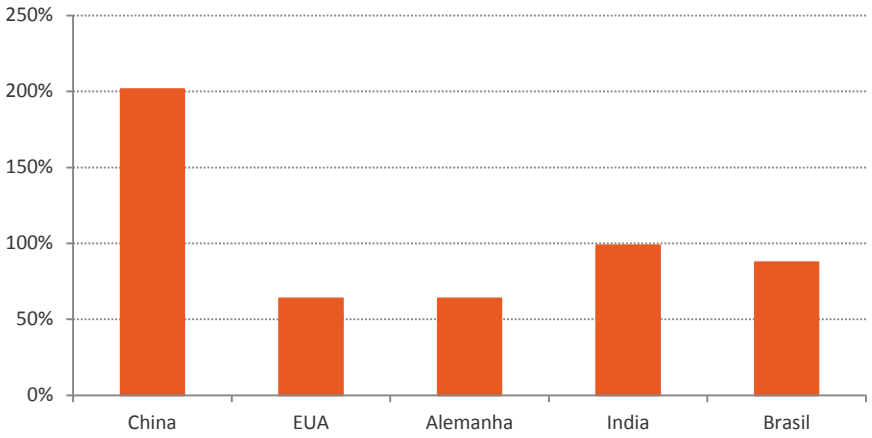
- A recuperação do *yuan* chinês ao longo deste ano foi uma surpresa para nós, mas também para a maioria dos investidores.
- A par com esta recuperação, a melhoria da generalidade dos indicadores de actividade económica e industrial também foi uma surpresa positiva, que sugere que o Governo Chinês continua a ser competente na gestão da economia e do sistema financeiro. Algo que foi posto em causa durante o ano de 2016



Fonte: The Economist

- As medidas de controlo de fluxos de capital foram a chave para a valorização da divisa Chinesa este ano, a par com uma inesperada desvalorização do dólar norte-americano.
- Exemplos de algumas das medidas são: exigências de reservas para a negociação; restrições às aquisições de empresas estrangeiras; restrições às transferências para fora do país por parte de particulares.
- Algumas das medidas foram extraordinárias e já foram revertidas, mas o que achamos importante reter é que o banco central Chinês foi realmente ágil na gestão da fuga de capital. Esta agilidade sugere que vai continuar a conseguir gerir problemas similares de forma relativamente eficaz.

Total depósitos (% do PIB)

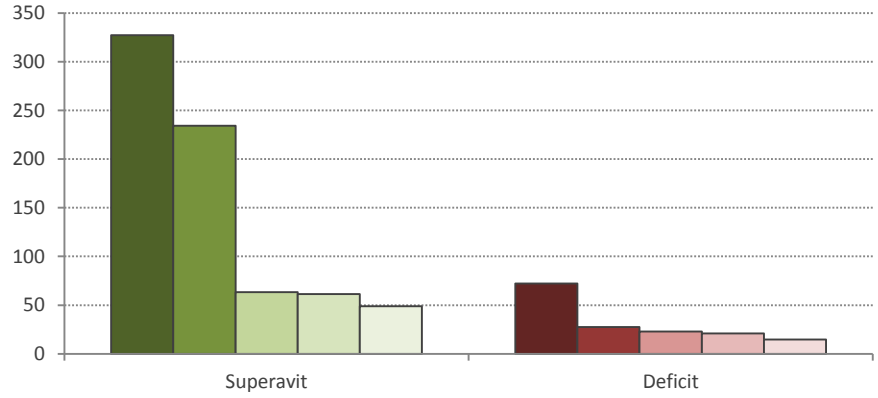


Fonte: Bloomberg; Research BiG

- Em jeito de ilustração do que representa a magnitude do problema de fuga de capitais que a China pode ter, o gráfico ao lado mostra o montante de depósitos no país face ao PIB. Como é evidente, a China tem uma acumulação de capital muito maior que as outras grandes economias.

- A opressão do movimento deste capital para fora do país é nefasto na medida em que destabiliza o balanço entre a balança de capitais e a de bens e serviços. A economia real está a moldar-se a um câmbio que dificilmente é sustentável se os fluxos de capitais forem abertos. Isto significa que a China vai ter que continuar fechada em termos de fluxos de capitais para fora do país durante vários anos.

Balanço comercial com 10 maiores parceiros (USD mil mn)

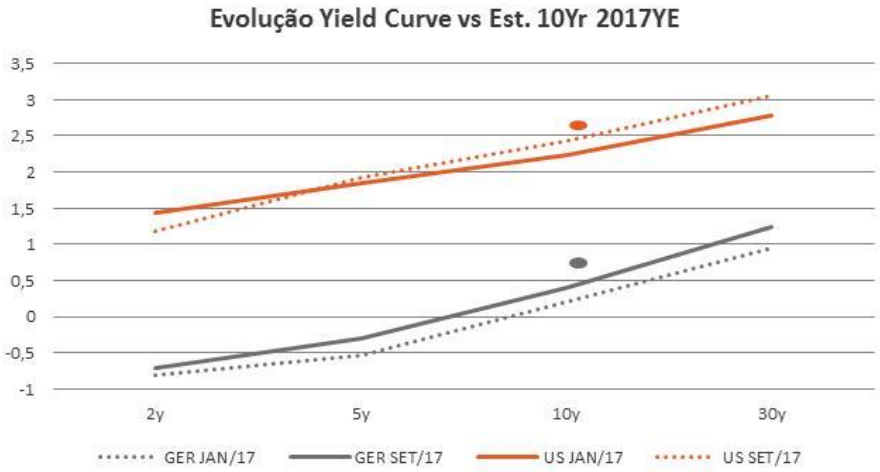


Fonte: Bloomberg; Research BiG

- Outro problema que na nossa opinião está mais eminente é a posição comercial da China relativamente ao resto do mundo.

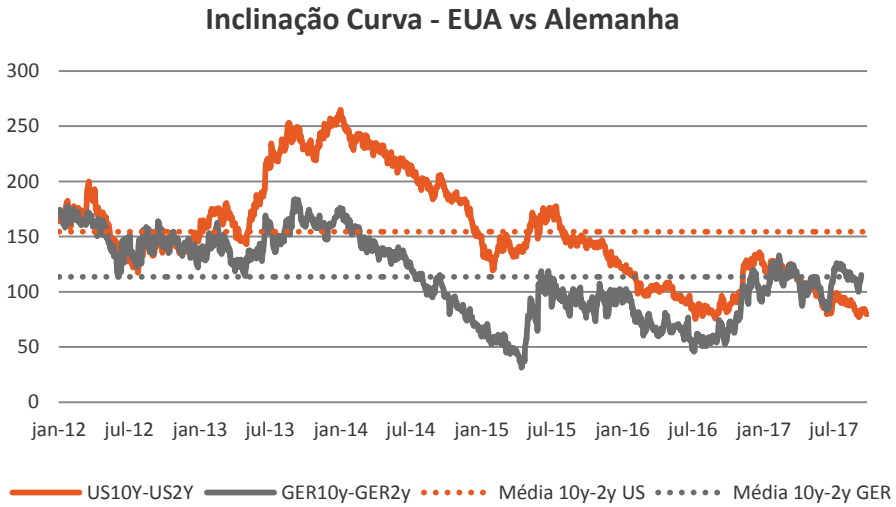
- As empresas chinesas têm bastante mais apoio do Estado em termos de competição com os seus concorrentes internacionais, seja através de barreiras à entrada na China, da negligência e por vezes incentivo do Governo ao furto de propriedade intelectual, entre outras práticas típicas de um capitalismo de Estado.

- Os principais parceiros comerciais da China estão a despertar para esta questão, e é possível que isso se traduza em conflitos comerciais que não são saudáveis para a economia global.



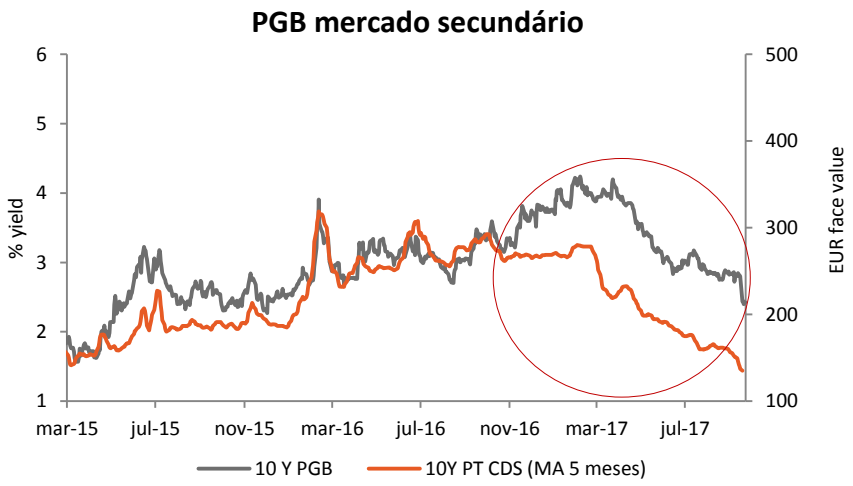
Fonte: Bloomberg

- A maior robustez do contexto económico na Europa e a perspectiva do anúncio do *tapering* pelo BCE determinou o *pick-up* das *yields* ao longo da curva germânica.
- O arrefecimento das expectativas da política reflacionária de Trump e a acção moderadamente *hawkish* do FED acentuou o aplanamento da *yield curve* americana.
- A reversão (parcial) destes dois factores poderia motivar uma gradual inclinação da curva americana – seria favorável para o contexto económico e evolução dos activos de risco.



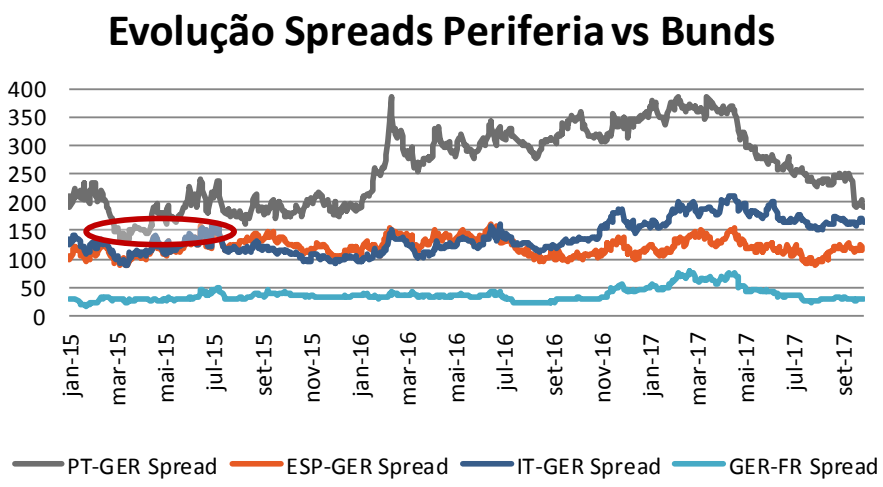
Fonte: Bloomberg

- A inclinação da curva alemã (Spread 10-2 Yr) regista um nível coincidente com a média dos últimos 5 anos, pese embora a distorção induzida pelo QE (duração da dívida alemã detida pelo BCE ~7,2 anos) e valor da taxa de depósitos (-0,4%).
- A curva americana denota um aplanamento bastante agressivo, salientando os riscos em torno da sustentabilidade do actual ciclo de expansão.

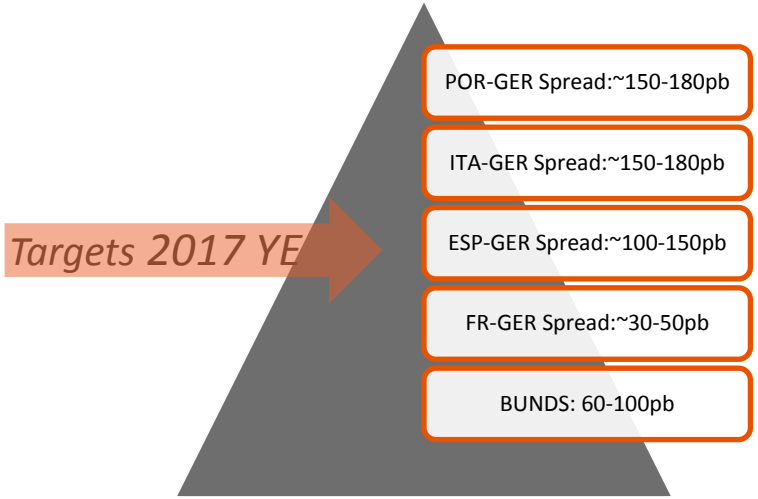


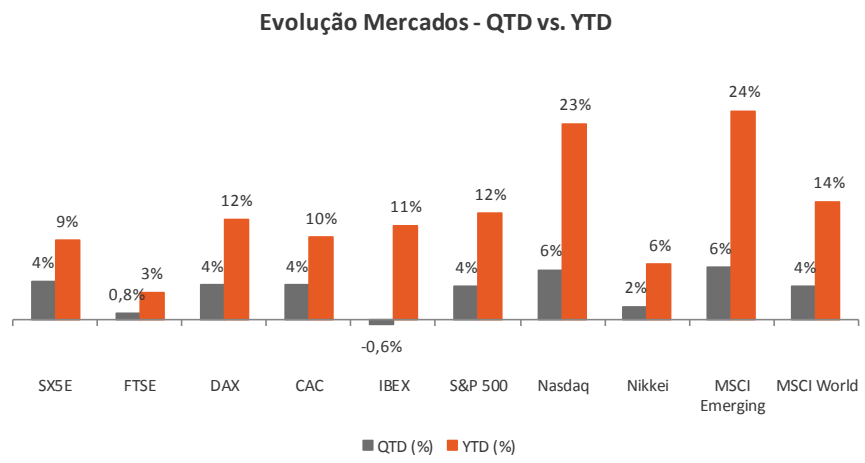
Fonte: Bloomberg

- O gráfico lateral ilustra cabalmente a evolução dos contratos CDS associados à dívida pública Portuguesa e a respectiva yield das PGBS na maturidade a 10 anos.
- A divergência no período recente identificada (CDS e yield PGB) corrobora a nossa perspectiva de um cenário de compressão adicional das taxas de juro da dívida Portuguesa em, pelo menos, 20 p.b. na maturidade a 10 anos;



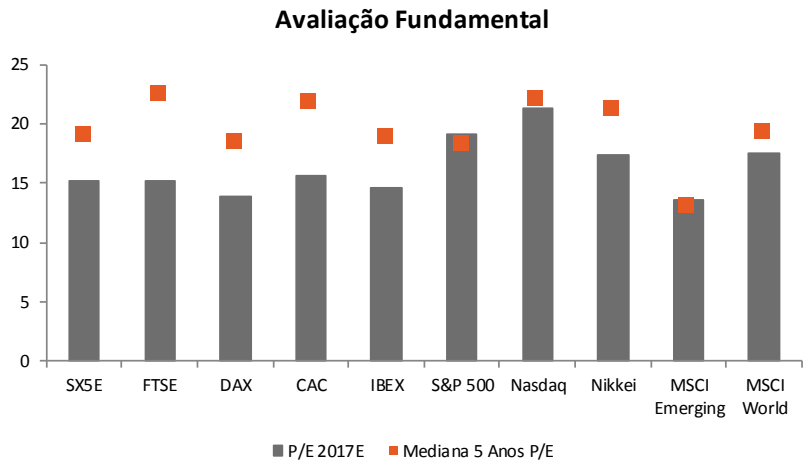
Fonte: Bloomberg





Fonte: Bloomberg

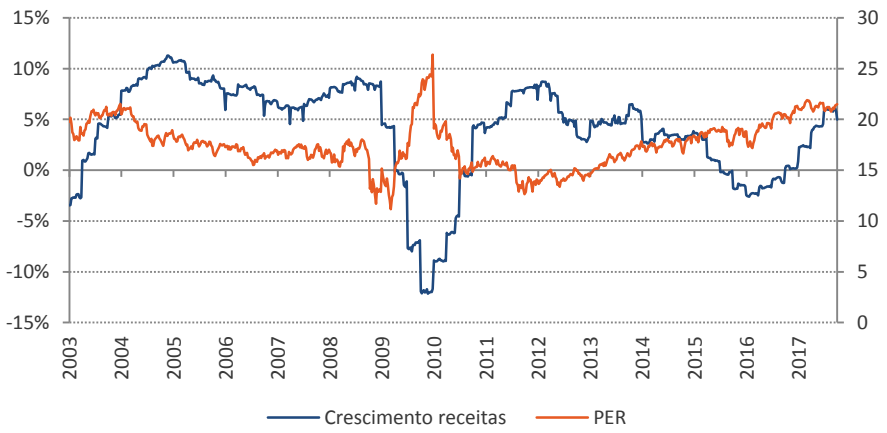
- Os mercados emergentes têm registado um *rally* de destaque em 2017, beneficiando também do movimento ascendente das *commodities*, que são um dos pilares das suas economias.
- O sector tecnológico norte-americano continua também a *outperformar* os restantes índices, não evidenciando no entanto, numa perspectiva fundamental, estar sobreaquecido.
- O referendo (não vinculativo) na Catalunha justifica o pior desempenho do mercado espanhol no trimestre.



Fonte: Bloomberg

- Os mercados europeus apresentam o maior desconto de PER, face à mediana do múltiplo, o que poderá sustentar a recuperação dos mercados no último trimestre.
- Numa perspectiva fundamental, os mercados europeus continuam a apresentar o perfil relativo mais atractivo.
- Os restantes mercados encontram-se relativamente *fairly valued* face às suas medianas.

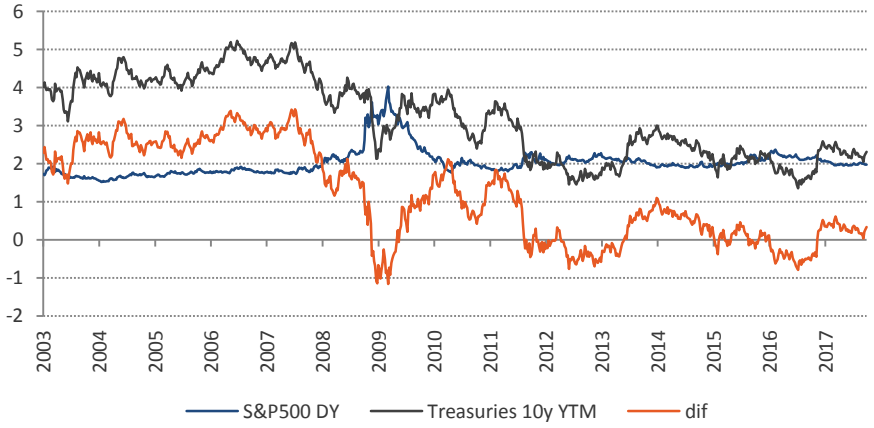
PER e Crescimento das receitas (S&P 500)



Fonte: Bloomberg; Research BiG

- Ao longo do 3T2017 o rácio PER manteve-se estável e registou-se uma aceleração do crescimento das receitas. O S&P 500 negoceia actualmente com um PER de 21,5x e o crescimento das receitas acelerou para os 5%.
- O múltiplo PER encontra-se bastante elevado quando comparado com o seu histórico, principalmente numa fase do ciclo económica intermédia. Dito isto, o múltiplo só por si não faz comparação com o actual nível de taxas de juro, que na nossa opinião continua a ser o factor que suporta as avaliações accionistas em níveis tão altos.

Dividend yield vs taxa de juro soberana (%)



Fonte: Bloomberg; Research BiG

- Como podemos auferir pelo gráfico, o diferencial entre as taxas de juro soberanas (*Treasuries*) e o *dividend yield* do S&P500 aumentou ligeiramente no 3T2017, mas ainda assim podemos ver que continua perto de mínimos de mais de uma década.
- O facto do diferencial estar tão baixo, leva-nos a manter uma visão positiva para o mercado accionista, que continua a apresentar-se como uma alternativa atractiva para investidores de longo-prazo que procurem uma fonte de rendimentos.

S&P 500

Fonte: BiGlobal Trade; Research BiG

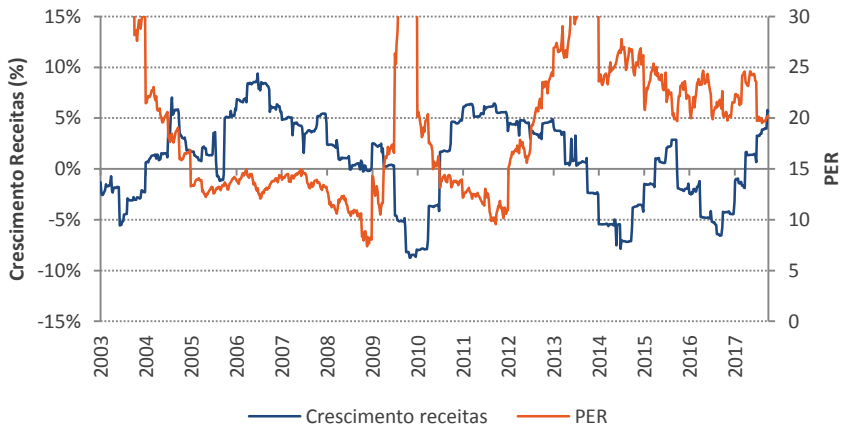
- De um ponto de vista técnico, o principal índice accionista norte-americano continua a cavalgar dentro de um canal ascendente de médio-prazo, não dando sinais de que esta tendência vá reverter.
- O índice encontra-se mais perto de uma zona de resistência, e por isso poderemos ter um trimestre mais lateral, mas é importante ressalvar que a tendência altista se mantém saudável.

Riscos	Nível de Risco
Conflito militar na Coreia do Norte	
Plano fiscal aquém do esperado	
Earnings season Tecnológicas	

- À esquerda identificamos os riscos que consideramos ser mais palpáveis para os próximos meses
- O plano fiscal parece representar o maior risco, na medida em que existe alguma expectativa por parte dos investidores de que a redução da carga fiscal seja material. Não o sendo, é provável que o mercado accionista seja penalizado

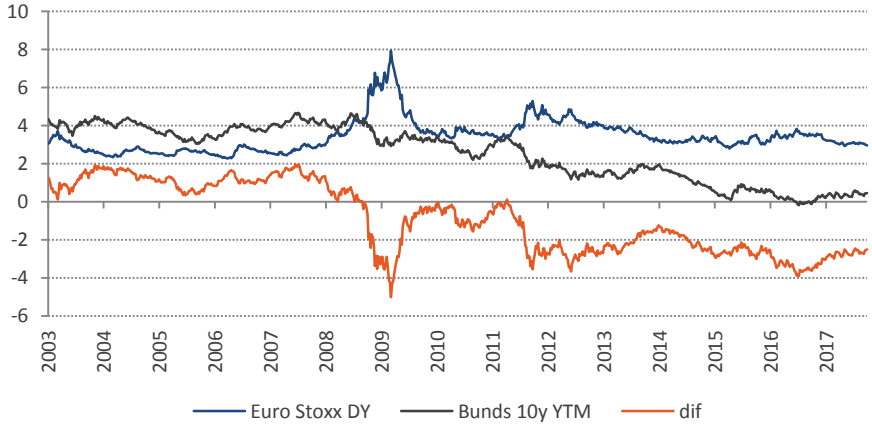
Fonte: Research BiG

PER e Crescimento das receitas (Euro Stoxx)



Fonte: Bloomberg; Research BiG

Dividend yield vs taxa de juro soberana (%)



Fonte: Bloomberg; Research BiG

- Ao longo do 3T2017 o PER do Euro Stoxx caiu em virtude de uma melhoria dos lucros das cotadas.
- O sector da banca é um dos principais responsáveis pela recuperação dos lucros, sendo que os bancos continuam a emergir de uma fase de limpeza de balanço que esmagou os lucros durante vários anos. Esta nova fase de recuperação dos lucros ainda tem algum espaço para continuar, mas na nossa opinião, os bancos não estão longe de um nível de lucros que podemos considerar recorrentes.
- A recuperação económica europeia também foi um motivo para melhores lucros, e espera-se que deste lado as notícias continuem a ser positivas.
- Em linha com o que se passa nos EUA, apesar dos múltiplos de preço continuarem altos, são as taxas de juro historicamente baixas que estão a sustentar as actuais avaliações accionistas.
- Na Europa, este diferencial é ainda mais vincado, o que poderia justificar avaliações mais altas em termos de múltiplo. No entanto, o facto do índice europeu ter um perfil de crescimento muito menos atractivo que o norte-americano, contrabalança o diferencial de taxas mais largo.

Euro Stoxx 50

Fonte: BiGlobal Trade; Research BiG

- De um ponto de vista técnico, o Euro Stoxx 50 encontra-se algo limitado em termos de subidas, visto que se mantém abaixo de uma resistência de longo prazo, mesmo depois do recente optimismo em torno dos activos de risco europeus.

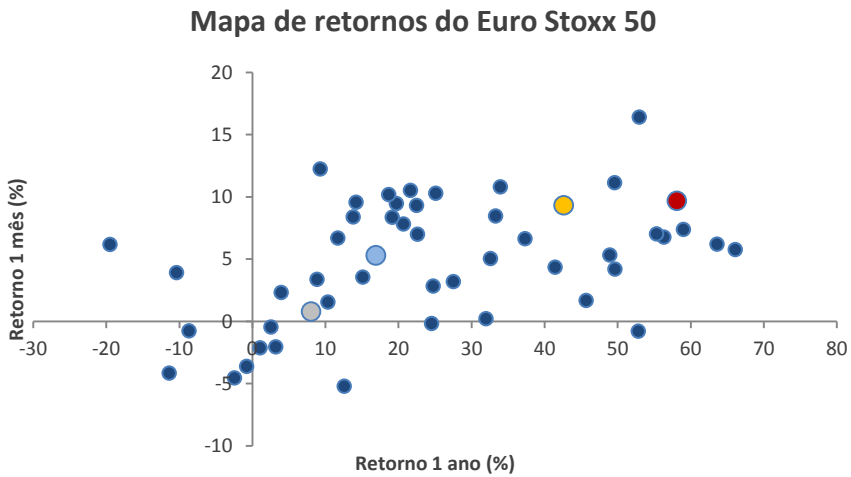
- Nesse sentido, o nosso *outlook* para o índice europeu é de que tenhamos um trimestre neutro, com possibilidade de alguma correcção mais vincada para a zona de suporte mais próxima.

Riscos	Nível de Risco
Subida das *yields*	
Instabilidade política em Espanha	
Grexit?	

Fonte: Research BiG

- As *yields* da Zona Euro são nesta fase o risco mais acentuado, visto que é neste momento uma incógnita até onde é que poderão subir após o anúncio do *tapering* por parte de Mario Draghi. Subidas de meio ponto percentual nas *Bunds* alemãs não são improváveis e seriam um factor negativo para os índices accionistas.

- A instabilidade política em Espanha e a recapitalização da banca Grega são também dois factores que podem pesar para os índices europeus.



Fonte: Bloomberg; Research BiG

- O mapa de retornos (1 ano vs 1 mês) mostra uma dispersão de retornos bastante larga, com vários constituintes do índice com subidas de mais de 50% no último ano. Grande parte destas acções fazem parte do sector da banca. O padrão que claramente não é sustentável para o próximo ano

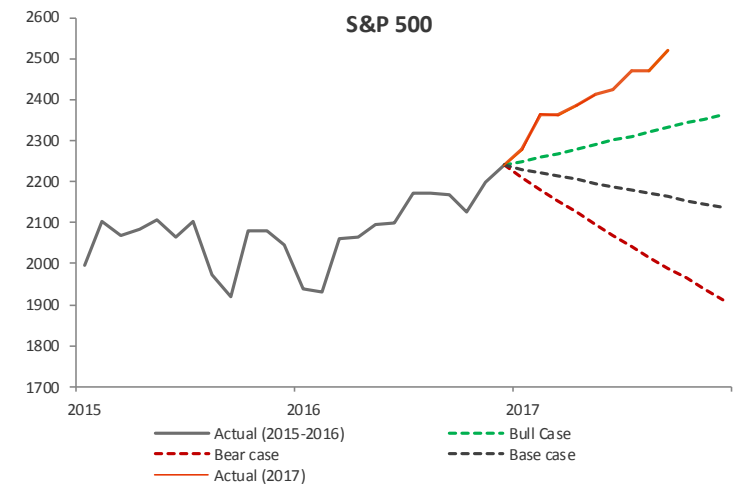
- Nesta altura procuramos isolar, no meio do sentimento positivo, acções que tenham potencial para continuar a subir mesmo que o sentimento generalizado arrefeça ao longo dos próximos meses.

- *Picks*: Banco Santander; L'Oreal; SAP; Deutsche Post

Fonte: Bloomberg; Research BiG

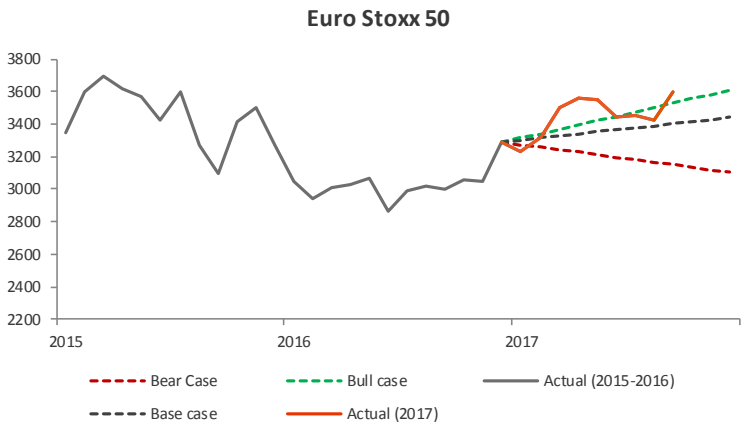
- Os *picks* de 2017 pecaram pela baixa exposição à banca e sobreexposição ao sector da saúde. Não obstante, das acções escolhidas no inicio do ano, só revemos a nossa visão em relação à Fresenius.

- Na nossa opinião, os restantes *underperformers* têm potencial para recuperar o terreno perdido face ao Euro Stoxx 50, principalmente num cenário em que o sector da banca corrige parte dos ganhos registados.



Fonte: Bloomberg; Research BiG

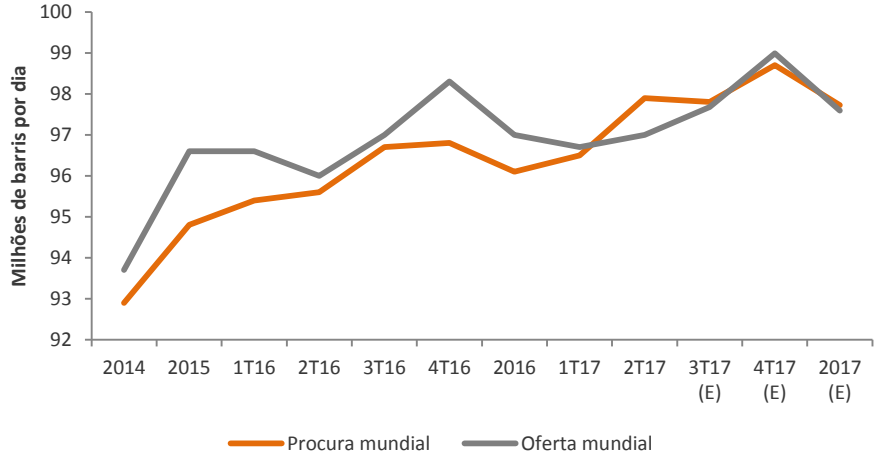
- O mercado accionista norte-americano continua a surpreender pela positiva, sem o relativo insucesso do governo ou o potencial de um conflito com a Coreia do Norte a suscitar uma correcção neste.
- Contudo, o dólar estado-unidense é um excelente barómetro destes riscos, com a sua relativa fragilidade a mitigar, para investidores expostos a risco cambial, o desempenho estelar do mercado.
- As tensões geopolíticas fracturantes entre a Coreia do Norte e os EUA permanecem como o principal factor de risco, ainda que atribuamos uma reduzida probabilidade desta situação escalar para um conflito bélico.



Fonte: Bloomberg; Research BiG

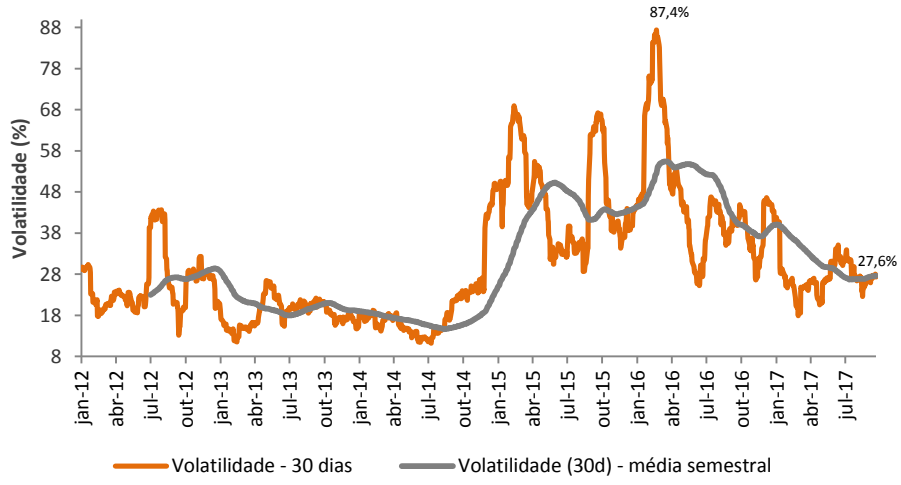
- No caso europeu, a panóplia de eleições que decorreram este ano e o risco de ascensão da extrema-direita que desvirtuam as políticas pró-euro, acabam por explicar a sua relativa *underperformance* (não ajustado ao câmbio).
- A evolução do euro e o processo de normalização da política monetária pelo BCE (*short squeeze* das Bunds) materializam os principais riscos para o mercado europeu até final do ano.

Evolução da procura e oferta de crude



Fonte: IEA (OMR); US EIA; Research BiG

Volatilidade do crude a 30 dias



Fonte: Bloomberg; Research BiG

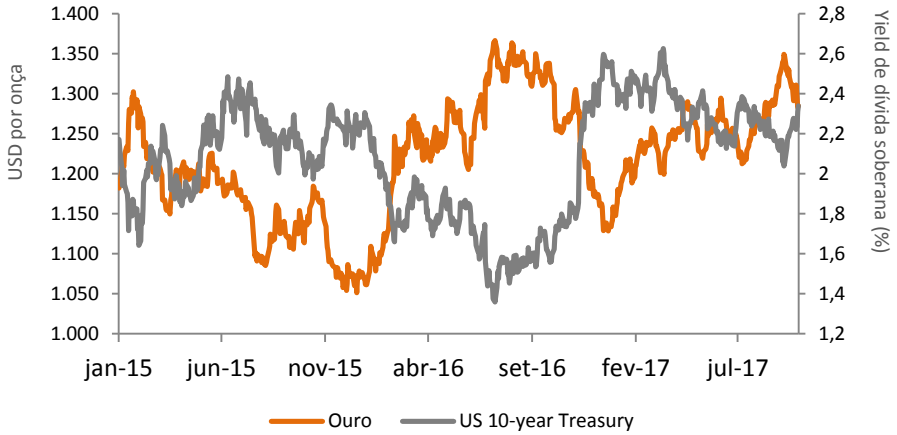
- A retoma do cresimento económico a nível mundial, a ser verificada em 2017 e esperada para 2018, sustenta o incremento do consumo de energia. No caso do crude, as economias emergentes asiáticas, como China e Índia, deverão ser especialmente responsáveis pela expansão da procura, graças ao avanço das actividades industriais e de transportes.

- Os produtores de *US shale oil* têm-se tornado substancialmente mais eficientes, reduzindo o seu *breakeven* para os actuais $35-$40/barril. Com efeito, a produção tem crescido e ganho preponderância na oferta mundial de crude. Não obstante a exclusão da Líbia e da Nigéria do acordo relativo a cortes de produção, o cumprimento de ~70% por parte dos restantes países da OPEP e não-OPEP incluídos no acordo deverá voltar a estimular uma redução de inventários.

- Com a OPEP a abandonar a estratégia de sobreoferta para expandir a sua quota, o preço do crude estabilizou à volta dos $50/barril, encontrando-se o mercado agora próximo do equilíbrio, com um ligeiro excesso de oferta.

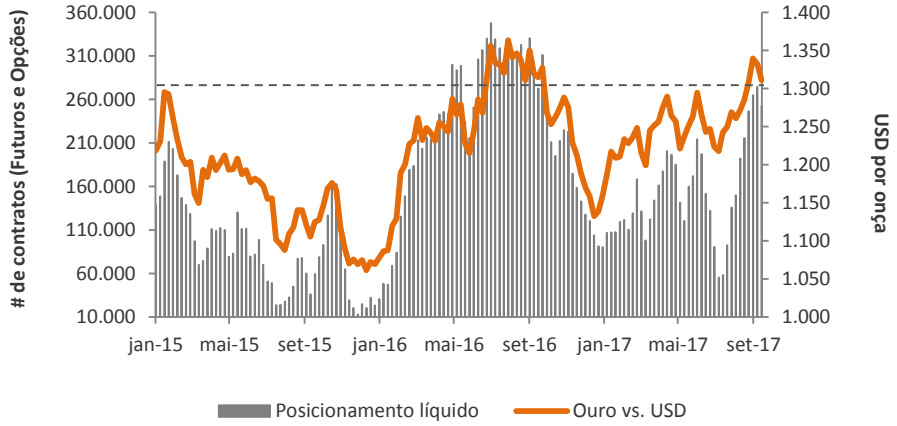
- Num trimestre de sazonalidade tradicionalmente negativa, em virtude de uma menor actividade de refinação, **acreditamos que o crude WTI deverá variar entre os $47 e os $55/barril**. Os principais riscos que poderão invalidar este intervalo prendem-se com catástrofes naturais, alterações substanciais à actual política da OPEP (próxima reunião a 30 de Novembro) e perturbações de cariz geopolítico.

Relação entre ouro e *10-year treasury* norte-americanas



Fonte: Bloomberg; CFTC; Research BiG

Relação entre posionamento especulativo e Ouro (vs. USD)



Fonte: CFTC; Bloomberg; Research BiG

- Apesar do provável aumento temporário da procura agregada, em virtude de componentes com maior sazonalidade, a par do estimado decréscimo da oferta, resultante do baixo investimento mineiro nos últimos anos, o mercado de ouro físico deverá manter o excesso de oferta verificado em 2016.

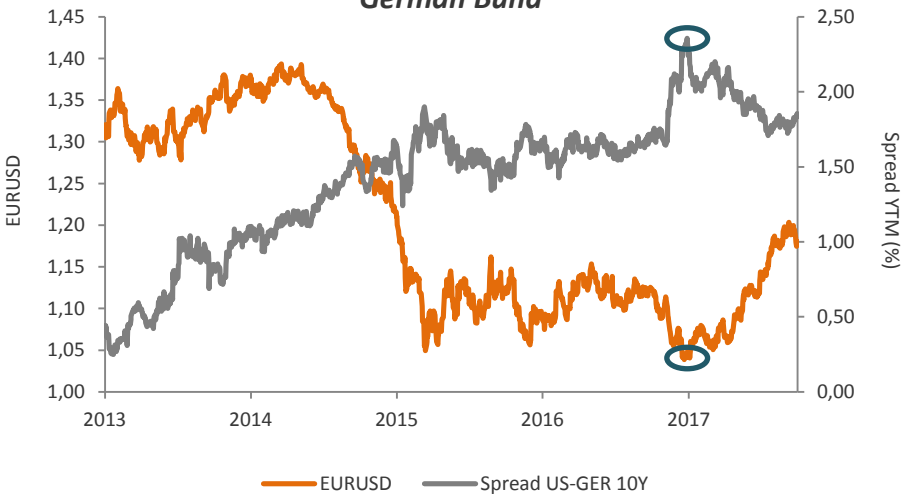
- Ao contrário das *commodities* tradicionais, o preço do ouro não deriva quase exclusivamente da procura e oferta. Dado o seu perfil de activo de refúgio, mas sem *yield*, bem como de protecção face à inflação, o valor do ouro é substancialmente influenciado pela política monetária e desenvolvimentos macroeconómicos, exibindo uma forte correlação negativa com as divisas, sobretudo o USD, e as *yields* das *treasuries*.

- Não obstante o forte *rally* das principais bolsas mundiais este ano, o ouro avançou ~12%, beneficiando claramente com a fraqueza do USD. Em Setembro, após a quebra em alta dos $1.300/oz, o posicionamento especulativo está próximo de máximos de um ano, reflectindo um sentimento positivo mas representando, simultaneamente, um forte risco de *downside*.

- A actual conjuntura de crescimento económico, embora com inflação persistentemente baixa, aponta para um *tightening*, gradual nas principais economias desenvolvidas (ex-Japão), especialmente nos EUA. **O ouro deverá ser preterido, flutuando entre $1.225-$1.350 até ao fim do ano.** Maior incerteza e risco geopolítico poderão gerar estímulos altistas, que, numa ausência de escalada real de tensões, deverão ser efémeros, tal como verificado nos últimos dois meses.

8.2 TAXAS DE CÂMBIO – EURUSD

Relação entre EURUSD e *spread US 10Y Treasury* vs. *German Bund*



Fonte: Bloomberg; Research BiG

- Quando, em Janeiro de 2013, o mercado começou a descontar o iníco do *tappering* por parte da Fed, o diferencial entre as taxas de juro de referência a 10 anos nos EUA e na Europa (*Bund*) expandiu fortemente, motivando uma apreciação bastante célere e expressiva do USD face ao EUR.

- Em Janeiro de 2017, começou a antecipar-se um possível início da dininuição dos actuais estímulos monetários, com uma redução gradual do montante mensal de compra de activos por parte do BCE. A forte reacção em alta do EURUSD corroborou que, num mercado distorcido por medidas expansionistas não-convencionais, a política monetária representa o principal catalisador da relação entre as divisas.

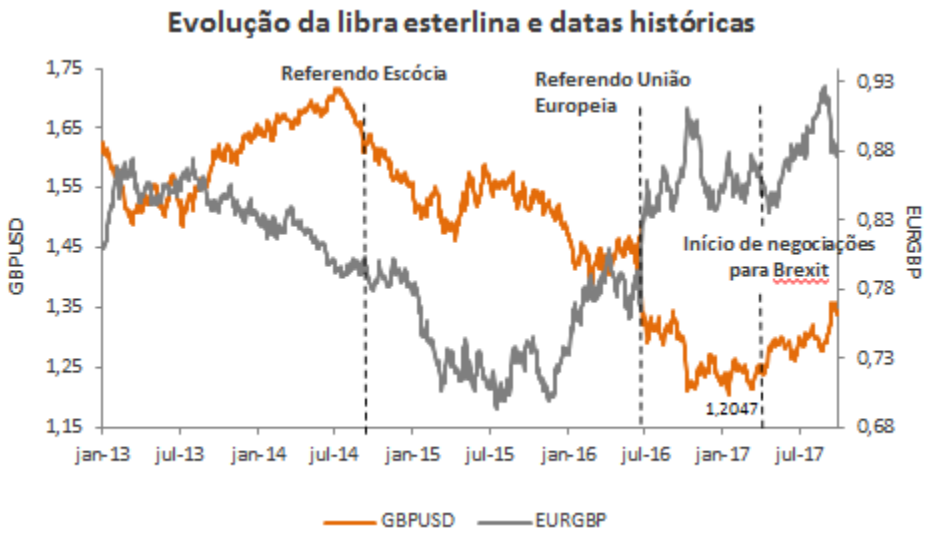
Zona Euro (YoY)	BBG Euro Index	Δ	CPI (%)	Core CPI (%)	PMI Manufacturing	PMI Composite	PMI Services	Trade Balance (MM€)	Retail Sales (%)	Unemployment Rate (%)	GDP Growth (%)
jan-17	854,48										
fev-17	839,29	▼	▲	—	▲	▲	▲	▲	▲	—	▼
mar-17	839,61	▲	▼	▼	▲	▲	▲	▲	▲	▼	—
abr-17	852,93	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▼	▼	—	—
mai-17	875,48	▲	▼	▼	▲	—	▼	▲	▼	—	▲
jun-17	888,03	▲	▼	▲	▲	▼	▼	▲	▲	▼	▲
jul-17	914,00	▲	—	▲	▼	▼	—	▼	▼	—	▲
ago-17	917,82	▲	▲	—	▲	—	▼	N/A	N/A	▼	▲

Fonte: Bloomberg; Research BiG

- As expectativas para ínico de *tappering* e a crescente robustez da recuperação económica europeia desencadearam um *rally* do EUR contra as principais moedas mundiais.

- Nos EUA, indicadores macroeconómicos mistos e múltiplos passos erráticos de Trump na política internacional e doméstica contribuíram para um tom moderadamente *dovish* da Fed durante o ano, exacerbando a penalização do USD.

- O quarto trimestre parece poder proporcionar um movimento de consolidação no EURUSD. Em Setembro, a Fed revelou-se mais *hawkish* e o plano de reformas fiscais de Trump trouxe optimismo à economia norte-americana. Embora **vejamos o diferencial *Treasury-Bund* a flutuar perto dos actuais níveis (1,7-2,1), o EURUSD poderá acabar o ano entre 1,16 e 1,18.**



Fonte: Bloomberg; Research BiG

Reuniões do Comité de Política Monetária (MPC) do Banco de Inglaterra

	Taxa de juro actual	# total de votos	Novos Membros	Votos p/ manutenção	Votos p/ subida
jul-16	0,50%	7	0	7	0
ago-16	0,25%	7	0	7	0
set-16	0,25%	8	0	8	0
nov-16	0,25%	8	0	8	0
dez-16	0,25%	8	0	8	0
fev-17	0,25%	8	0	8	0
mar-17	0,25%	8	0	8	0
mai-17	0,25%	8	0	8	0
jun-17	0,25%	8	0	6	2
ago-17	0,25%	9	1	7	2
set-17	0,25%	10	1	8	2

Fonte: Bank of England; Research BiG

- A volatilidade da recuperação verificada na libra, após o seu mínimo de 31 anos (vs. USD) tem estado ligada aos desenvolvimentos nas negociações com a União Europeia. Estas têm-se mostrado sobretudo inconclusivas, com o Reino Unido a afirmar que cumprirá as suas obrigações financeiras e a demonstrar simpatia perante os cidadãos europeus residentes no Reino Unido, apenas na actual quarta ronda.

- A forte desvalorização da libra conduziu a um aumento generalizado do crédito às famílias e às empresas, tentando manter o seu poder de compra. Em simultâneo, a taxa de poupança das famílias caiu a pique, registando o mínimo histórico (1,7%) no 1º trimestre de 2017. Apesar do aumento da massa monetária em circulação, o crescimento abrandou.

- O Banco de Inglaterra encontra-se numa situação bastante delicada. Se por um lado, uma subida da taxa de juro ajudaria a mitigar o claro aquecimento das métricas reveladoras de inflação (*CPI, PPI, Retail Sales*), por outro, poderia restringir ainda mais o crescimento e aumentar o peso da dívida, bem como a pressão sobre o mercado de *real estate*.

- Todavia, Carney, em pleno programa de *quantitative easing*, afirmou em Setembro que uma subida ocorreria em breve, algo que consideramos ser prudente para fazer face aos verdadeiros desafios que surgirão aquando do Brexit (2019). O mercado estima que a taxa seja 0,5% no fim de 2017.

- Tendo em conta os actuais catalisadores da libra, não apresentamos uma previsão assertiva para a libra a três meses, mas a longo prazo a nossa visão é neutra-negativa.

8. SINTESE DE POSICIONAMENTO

Equity			
GEOGRAFIAS	EUA	⇨	
	Europa	⇨	**
	Portugal	↗	*
	Emergentes	⇨	

Dívida			
SOBERANA	Treasuries (10 Yr)	⇨	
	Bunds (10 Yr)	↘	
	Periferia Europa - Soberano	⇨	**
CORPORATE	Investment Grade Europa	↘	
	Investment Grade EUA	↘	**
	High Yield Europa	⇨	
	High Yield EUA	↘	

Outras Classes de Activos			
FX	EUR-USD	↘	**
	USD-JPY	↗	
	EUR-GBP	⇨	
Outros	*Commodities*	↘	**
ESTILO	Defensivas (Euro)	⇨	**
	Cíclicas (Euro)	↗	*
	Large Caps (US)	⇨	
	Small Caps (US)	↗	

*** Downgrade; * Upgrade*

Sectorial Europa		
Banca	↗	
Mat.-Primas	⇨	**
Retalho	⇨	
Consumo	↗	**
Autos	↘	**
Tecnologia	↗	
Const. & Materiais	⇨	
Industrial	↗	
Oil&Gas	⇨	
Químico	↗	
Food&Beverage	⇨	
Healthcare	↑	
Telecoms	↘	**
Segurador	↗	
Media	⇨	
Utilities	↘	

*** Downgrade; * Upgrade*

Top Picks		
Health Care	Ishares Stoxx Europe 600 Health Care Ucits ETF	↑
Banca	Santander	↑
Tecnologia	SAP	↑
Postais	Deutsche Post	↑

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