BiG BANCO DE INVESTIMENTO GLOBAL

Outlook

4º TRIMESTRE

BiG RESEARCH :

JOÃO LAMPREIA (HEAD)

JOÃO SÀÁGUA

JOÃO CALADO

DIANA OLIVEIRA, CFA

BiG BANCO DE INVESTIMENTO GLOBAL

1. **ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO**
1.1 Global

2. **EUA**
2.1 Enquadramento Macro
2.2 Política Monetária
2.3 Guerra Comercial
2.4 Eleições Intercalares

3. **EUROPA**
3.1 Enquadramento macro
3.2 Política monetária
3.3 Itália – Clivagem política no horizonte
3.4 Turquia – Riscos vs Exposição Banca

4. **EMERGENTES**
4.1 Brasil
4.2 Argentina vs Riscos Emergentes
4.3 Bloco Emergente - Opinião
4.4 Radar EM: Fundamentais & Ind. Vulnerabilidade
4.5 Equity Valuation vs Câmbios

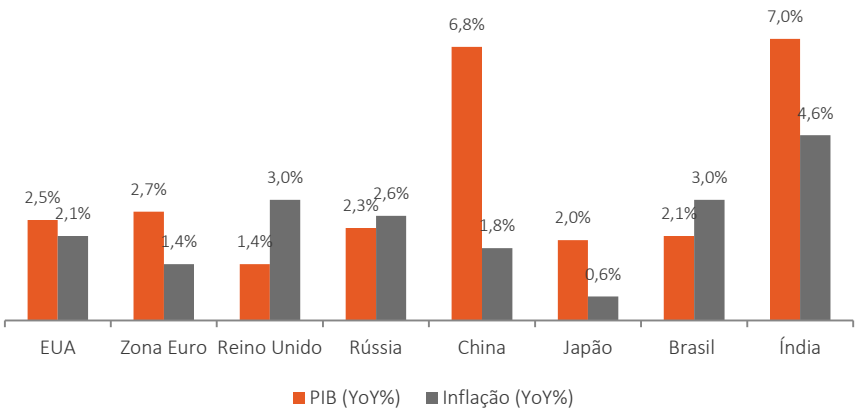
5. **MERCADO DE DÍVIDA**
5.1 Periferia Europa
5.2 Corporate – EUA vs Europa

6. **MERCADO ACCIONISTA**
6.1 EUA vs o Mundo

7. **OUTRAS CLASSES DE ACTIVOS**
7.1 Forex
7.2 Commodities

8. **SÍNTESE POSICIONAMENTO**

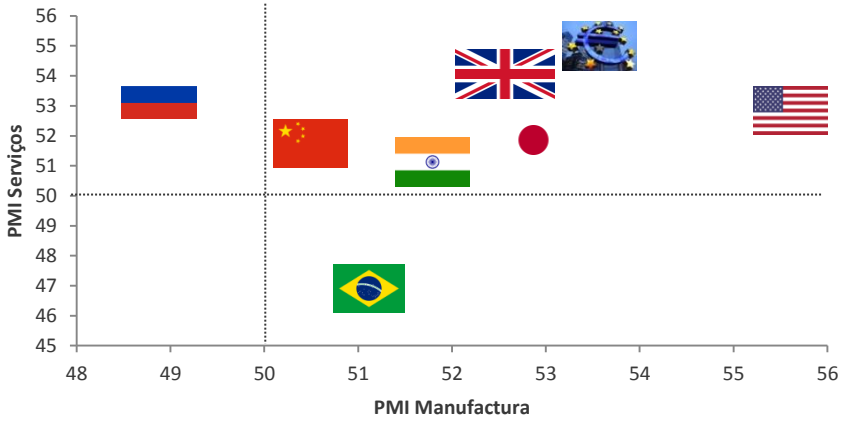
PIB & Inflação - 4ºT 2018 (YoY%)



Fonte: Bloomberg

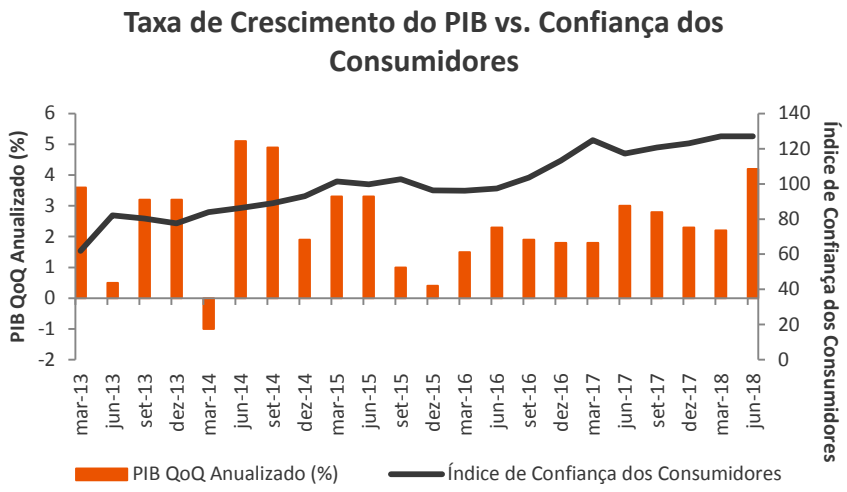
- O crescimento económico global sincronizado permanece sólido, ainda que enfrentando um grande risco – o escalar das tensões comerciais entre os EUA e o Resto do Mundo (com especial destaque a China).
- As tensões comerciais ainda não geraram um significativo impacto no nível de preços global. Contudo o estalar de uma forte guerra comercial deverá inverter este cenário e gerar um aumento nas pressões inflacionistas.

PMI - Manufactura & Serviços



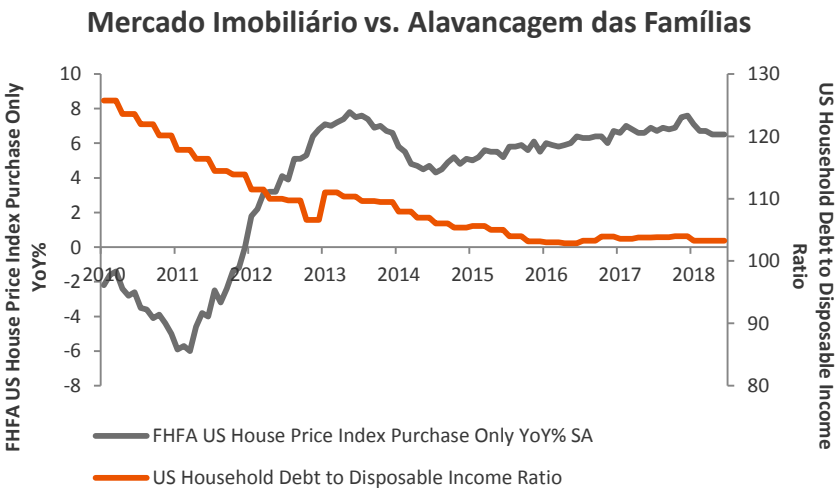
Fonte: Bloomberg

- O actual enquadramento de expansão económica é confirmado pelas leituras do índice de gestores de compras (PMI na sigla inglesa).
- Das economias sob análise, a Rússia apresenta uma contracção (leitura inferior aos 50 pontos) no PMI do sector de manufactura, mantendo a debilidade neste sector – o indicador apresenta leituras consecutivas de contracção desde Maio. O Brasil apresenta uma contracção no sector de serviços.



Fonte: Bloomberg

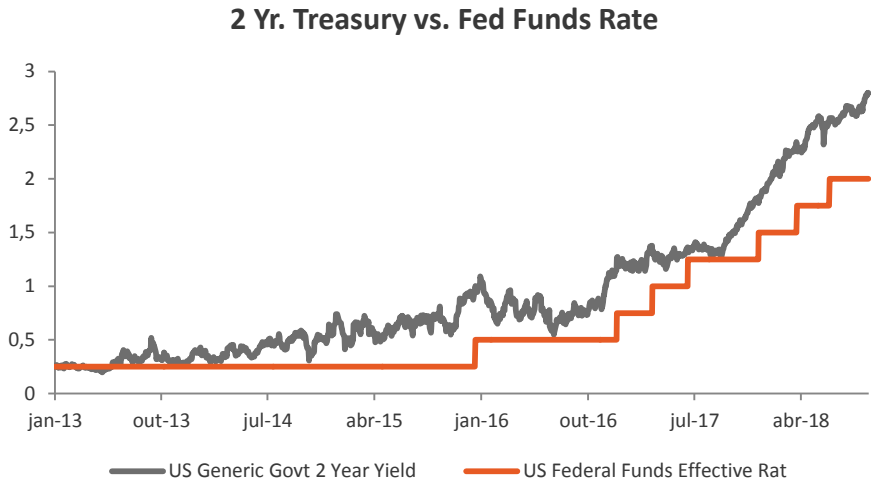
- Os EUA registaram no 2º trimestre de 2018 uma taxa de crescimento do PIB anualizada de 4,2%, a melhor leitura dos últimos 3 anos.
- Os efeitos positivos da reforma fiscal da administração Trump e o mercado laboral em pleno emprego (com efeitos positivos ao nível dos salários) sustentam os elevados níveis de confiança dos consumidores, com o indicador a atingir um novo máximo no período pós crise de 2008.



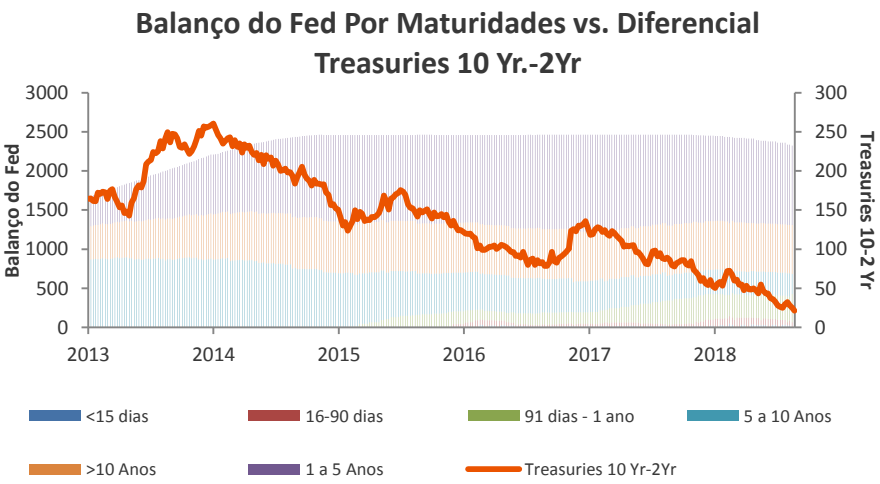
Fonte: Bloomberg

- As leituras dos vários indicadores macroeconómicos apontam para a continuação da expansão económica.
- De facto, é importante destacar que esta expansão económica não ocorre em conjunto com um sobreaquecer da alavancagem das famílias ou do mercado imobiliário (no último tem-se observado recente um desacelerar no crescimento dos preços).

2.2 EUA – POLÍTICA MONETÁRIA



Fonte: Bloomberg



Fonte: Thomson Reuters; Bloomberg; BiG Research

- A Reserva Federal responde ao bom momento económico acelerando o ritmo de normalização de política monetária. Assim, acumula também 'armas' para responder a uma futura recessão (vs. outros bancos centrais como o BCE e o Banco do Japão).

- Os mercados norte-americanos têm, ao contrário do que poderia ser esperado, incorporado rapidamente e sem grandes efeitos 'nocivos' o acelerar do ritmo de normalização monetária pelo banco central.

- Um dos barómetros menos positivo sobre a economia norte-americana é o diferencial entre as yields das *treasuries* de 10 e 2 anos, que está cada vez mais próximo de valores negativos – uma yield curve invertida é (por vezes) preditiva de uma recessão.

- A Reserva Federal tem impacto neste cenário – as *yields* da *treasuries* de 2 anos é ancorada pela *fed funds rate.* As yields das *treasuries* de longo prazo reflectem, por outro lado, as expectativas económicas do mercado para este período.

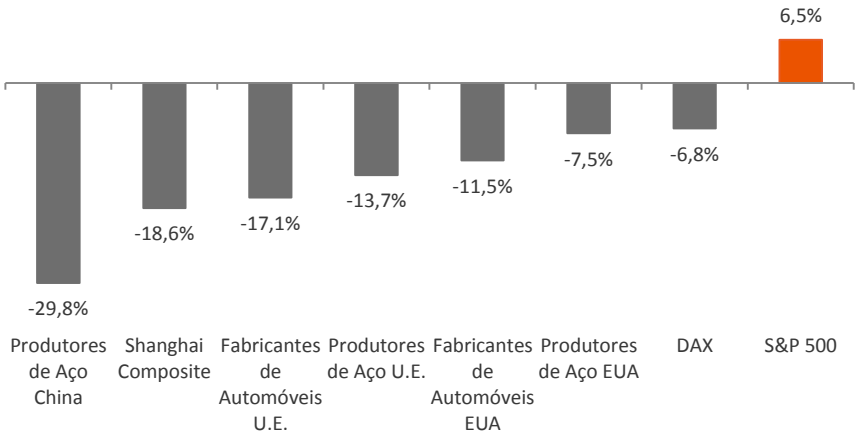
- Contudo, a Reserva Federal também pode influenciar as taxas da dívida de longo prazo, utilizando o programa de redução do seu balanço – vendendo *treasuries* de longo prazo e comprando *treasuries* de curto-prazo. Não projectamos, contudo, que a Reserva Federal opte por esta estratégia devido aos efeitos positivos de uma menor *yield* no longo-prazo (reduz os custos de financiamento dos EUA).

2.3 EUA – GUERRA COMERCIAL

Montante de Comércio Alvo de Tarifas

Fonte: Politico; BiG Research;
Nota: + :Aplicadas pelos EUA; - :Aplicados aos EUA

Réplicas da Guerra Comercial



Fonte: Thomson Reuters;
Nota: Desempenho desde 28/02/2018 (anúncio das tarifas) até 17/09/2018

- A guerra comercial de Donald Trump tem actualmente como alvo principal a China, o parceiro económico com qual os EUA apresentam o maior défice comercial.

- Com a aplicação de tarifas de USD 200 mil mi pelos EUA a importações provenientes da China, o montante de importações de bens alvo de tarifas representa perto de 50% das importações de bens da China para os EUA de 2017*. Se os EUA avançarem com a aplicação de tarifas em mais USD 267 mil mi de bens provenientes da China, perto de 100% das importações totais* serão alvo de tarifas.

- No caso da China, com a retaliação em USD 60 mil mi de importações provenientes dos EUA, a percentagem de bens alvo de tarifas atinge já 87% das importações de 2017**. Consequentemente, a China tem agora menos 'armas' no seu arsenal de comércio internacional para retaliar contra os EUA.

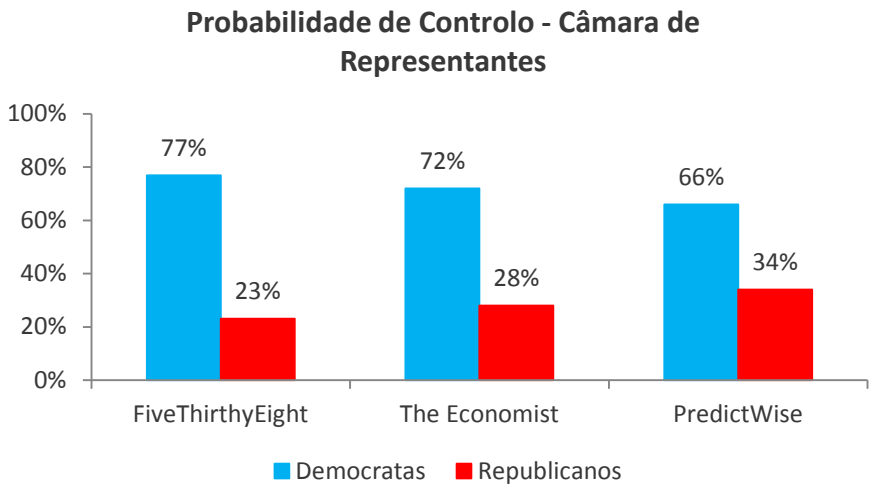
*Importações para os EUA provenientes da China em 2017: USD 505.470 mi
**Importações para a China provenientes dos EUA em 2017: USD 129.893,6 mi

- Ainda que braço de ferro seja actualmente entre a China e os EUA, os efeitos negativos da guerra comercial não estão contidos nas duas geografias.

- Entre os activos mais penalizados pelas tensões comerciais encontram-se as empresas dos sectores alvo de tarifas (aço) e as empresas de automóveis (em seguimento de receios de aplicação de tarifas nestes).

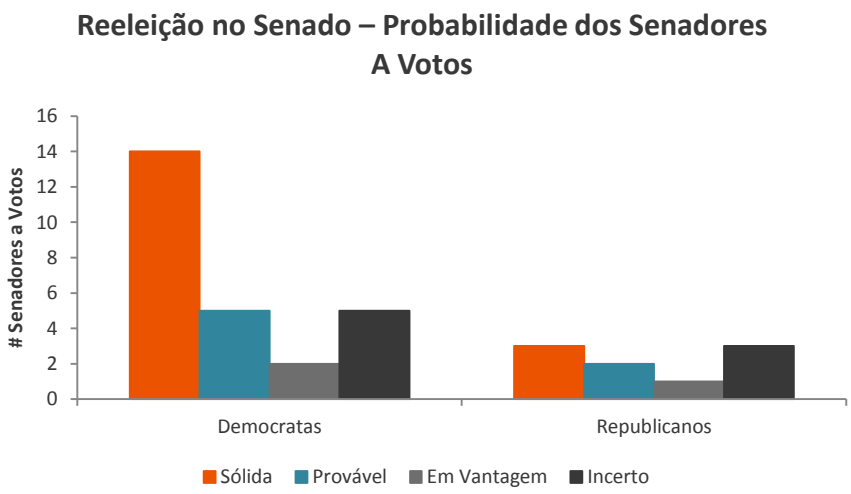
- Ainda que numa perspectiva económica não hajam vencedores de uma guerra comercial, tomando apenas o mercado accionista como barómetro, as empresas dos EUA tem navegado mais facilmente as tensões comerciais (vs. as congéneres chinesas).

2.4 EUA – ELEIÇÕES INTERCALARES



Fonte: FiveThirtyEight; The Economist; PredictWise

- Decorrem a 6 de Novembro as eleições intercalares nos Estados Unidos. Neste dia, os Estados irão votar para eleger os representantes para os 435 lugares da Câmara de Representantes e 35 dos 100 membros do Senado também vão a votos.
- As eleições intercalares, como ocorrem a meio do mandato do Presidente, são tipicamente interpretadas como um barómetro da opinião do eleitorado a este.
- Em 5 das 6 últimas eleições intercalares, o partido do Presidente perdeu representação no Congresso.

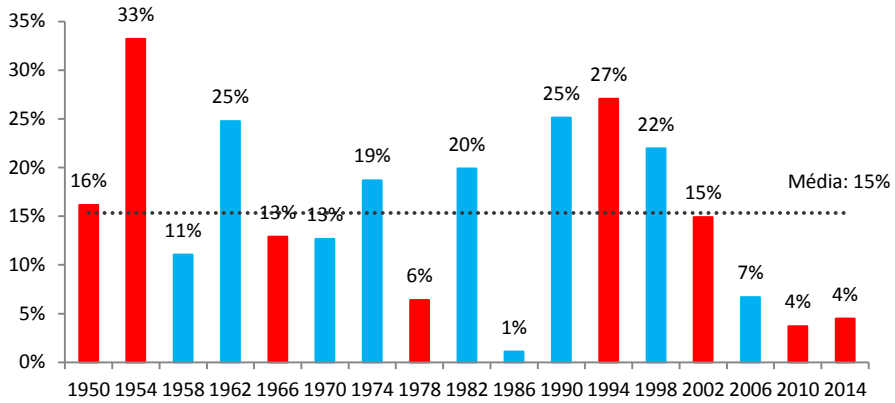


Fonte: The Cook Political Report

- A grande questão que se coloca nas eleições intercalares de 2018 é: conseguem os democratas capitalizar a impopularidade de Trump e ganhar o controlo da Câmara de Representantes e Senado?
- As actuais sondagens e estimativas realizadas indicam que os Democratas conseguem obter uma maioria na Câmara de Representantes, mas não no Senado (é mais difícil para os democratas, em parte pelo maior número de senadores a votos, defender os lugares no detém no Senado e inverter a actual minoria de 49:51) .

2.4 EUA – ELEIÇÕES INTERCALARES

S&P 500 - Desempenho 1 Ano após Eleições Intercalares



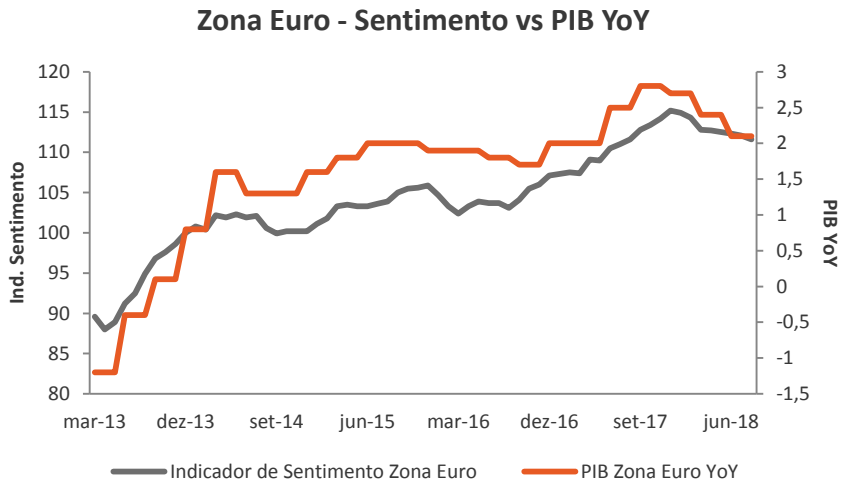
Fonte: Bloomberg; BiG Research
Nota: As cores das barras indicam qual o partido que ganhou mais representação – Vermelho (Partido Republicano) e Azul (Partido Democrata)

- Independentemente do resultado a 7 de Novembro, tendo por base os dados históricos, é possível esperar dois comportamentos pelos mercados accionistas em ano de eleições intercalares:
  - volatilidade no ano de eleições até a realização destas;
  - desempenho positivo nos 12 meses após estas (entre 1950 e 2014 o S&P subiu em média 15% neste período).

Desempenho Médio S&P 500 em diferentes cenários de controlo (1933-2016)

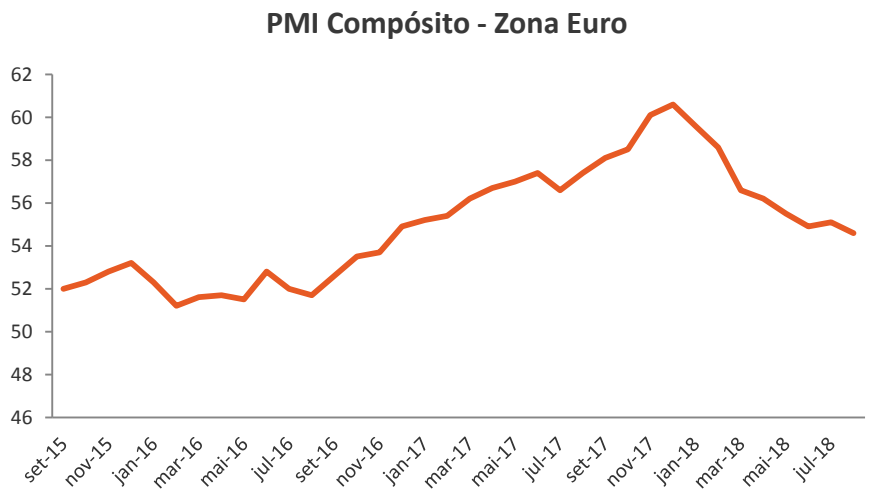
Fonte: Wells Fargo Investment Institute; Strategas; BiG Research
Nota: Dados até 20 de Abril de 2018

- Considerando o cenário uma Câmara de Representantes com uma maioria democrata, um Senado com maioria republicana e um Presidente do partido republicano, o desempenho médio anual do S&P 500 é de 10,8%.
- Esta performance compara desfavoravelmente contudo, com o actual cenário de controlo republicano na Câmara de Representantes, Senado e Presidência, com ganhos anuais médios de 15,1%. Este superior desempenho pode ser atribuído ao facto deste controlo facilitar a passagem de legislação mais positiva para as empresas (típica do programa do partido republicano).



Fonte: Bloomberg;

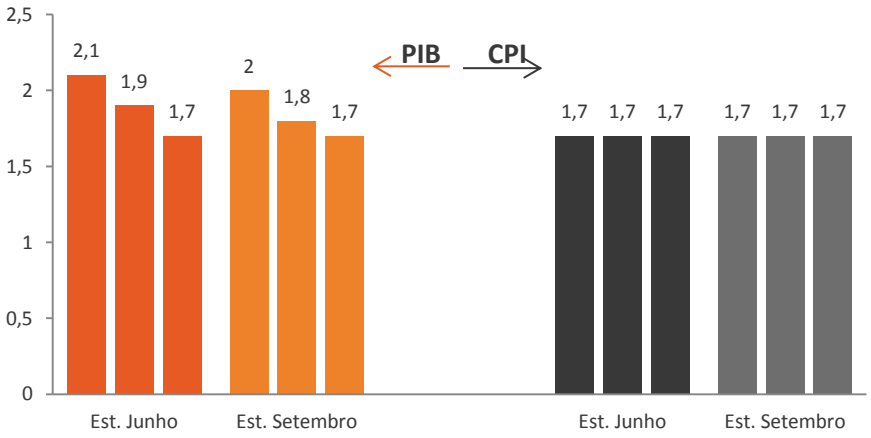
- Os agregados macro fundamentais da Zona Euro denotam uma desaceleração ao longo do ano.
- Esta desaceleração justifica-se por comparáveis mais exigentes e pelo spill-overs de riscos associados a tensões comerciais à escala global.



Fonte: Bloomberg;

- Os indicadores de indústria evidenciam uma queda consistente da actividade desde o início de 2008.
- O vector exportador Europeu tem sido um *overhang* no contexto das referidas tensões comerciais e da valorização generalizada do Euro em relação à generalidade dos pares emergentes.

Projecções BCE - Junho/Setembro



Fonte: BCE;

- O BCE acabou por rever em ligeira baixa a projecção para o crescimento económico do ano vigente, mantendo inalterada a guidance para a evolução do PIB em 2019 e da inflação no próximo biénio.

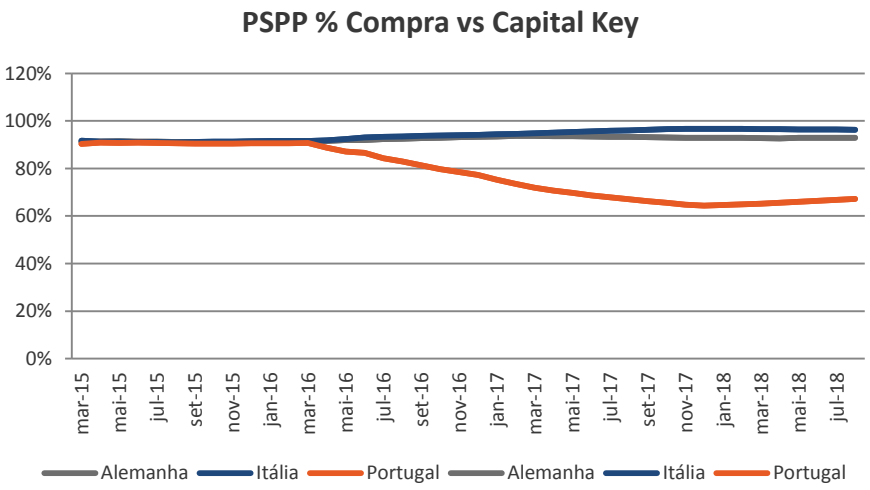
- A desaceleração das exportações, bem como a estagnação dos Gastos Públicos e algum arrefecimento do Investimento são factores associados à desaceleração. No pólo oposto, antecipa-se um aumento do consumo privado, fruto da recuperação do emprego e do *pick-up* dos salários.

July 26 statement	Sept. 13 statement
"The Governing Council anticipates that, after September 2018, subject to incoming data confirming the Governing Council's medium-term inflation outlook, the monthly pace of the net asset purchases will be reduced to €15 billion until the end of December 2018 and that net purchases will then end."	"After September 2018, the Governing Council will reduce the monthly pace of the net asset purchases to €15 billion until the end of December 2018 and anticipates that, subject to incoming data confirming the medium-term inflation outlook, net purchases will then end."

Fonte: BCE;

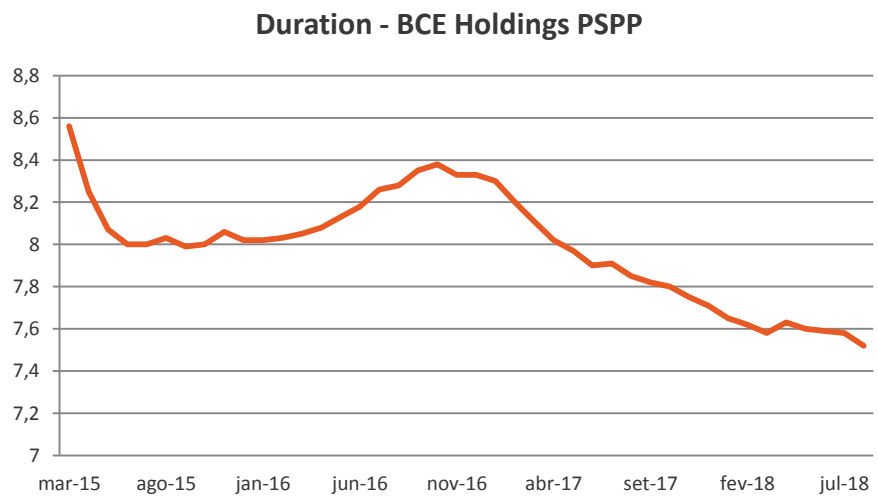
- A semântica de Draghi na conferência de imprensa não foi clara, traduzindo uma menor assertividade da forward guidance.

- O responsável máximo do BCE salientou que se mantêm presente riscos inflacionistas, mas não se comprometeu com informações adicionais do programa de QE e, sobretudo, do programa de reinvestimento das obrigações que atingem a maturidade no âmbito do PSPP.



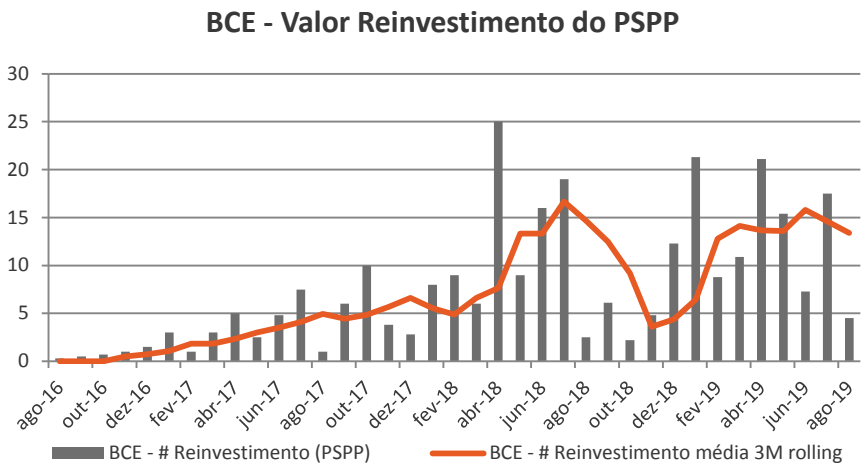
Fonte: Bloomberg; BiG Research

- O programa de compras do BCE deverá terminar no final do ano, mas nada foi adiantado em relação à dinâmica do programa de Reinvestimento.
- A percentagem de compra de obrigações soberanas, alocadas ao Capital Key, tem sido relativamente cumprido pelo BCE – com excepção para o caso Português.



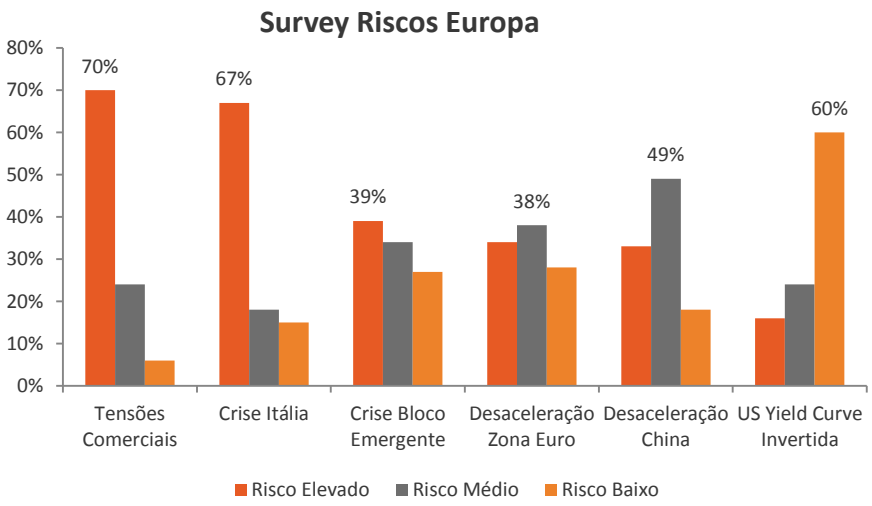
Fonte: BCE; Bloomberg; BiG Research

- O ritmo inferior de compras mensais de activos no âmbito do PSPP já se reflectiu numa quebra ao nível da *duration* das Obrigações detidas pelo BCE.
- Com o objectivo de mitigar o ritmo de redução do Balanço do BCE, este deverá optar por privilegiar a compra de Obrigações de dívida pública nos prazos mais alargados, o que poderá reforçar o risco de *spike* das taxas de juro de longo prazo.



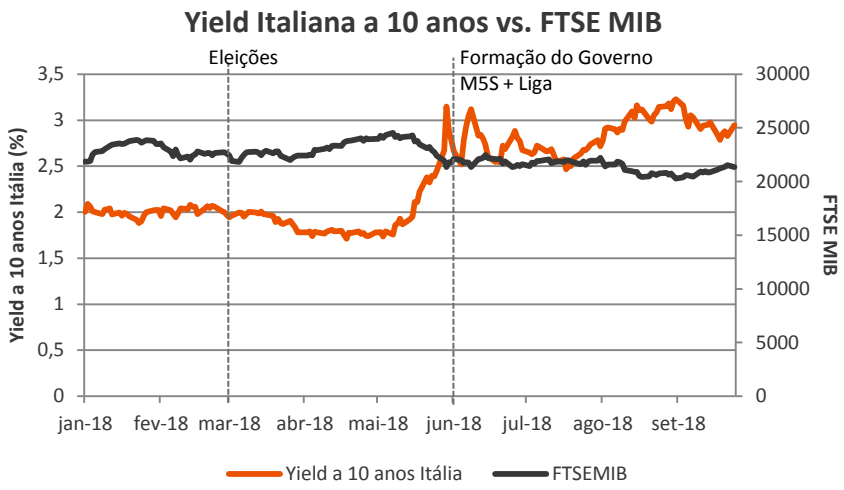
Fonte: BCE; BiG Research

- A política de reinvestimento exibe uma volatilidade muito significativa, o que reforça a importância da clarificação das regras da política de reinvestimento pelo BCE.
- Esta situação adquire ainda maior relevância num momento em que o prémio de risco da dívida Italiana encontra-se a níveis, excepcionalmente, elevados.



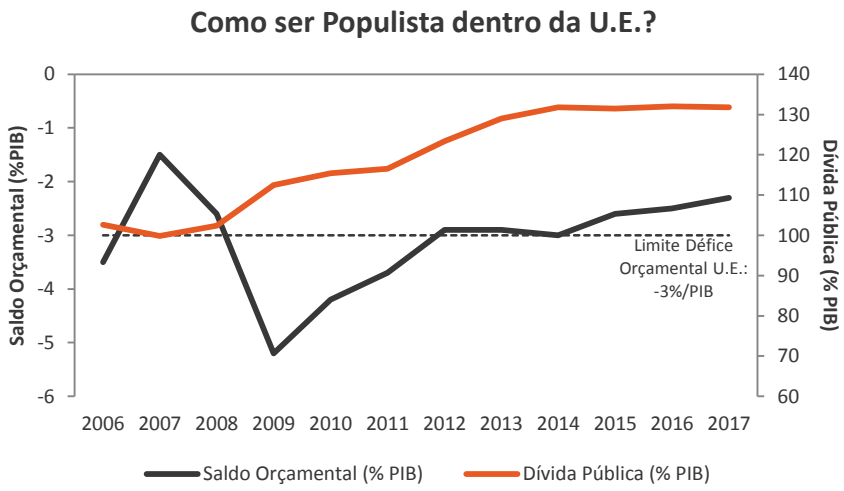
Fonte: Bloomberg; Economists Poll; BiG Research;

- Num Survey conduzido a um agregado de economistas da Zona Euro, estes revelaram que os principais riscos no horizonte que se perfilam sob a Zona Euro advêm do contexto de tensões comerciais e da espiral política negativa que emerge em Itália – o que poderá contribuir para o escalar de uma potencial crise severa no país transalpino.



Fonte: Bloomberg

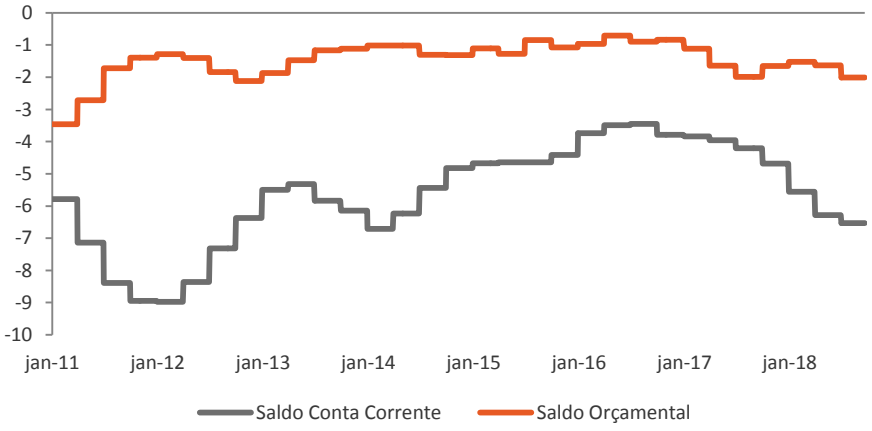
- Após um período em que o mercado accionista italiano era um dos factores positivos no enquadramento europeu, a formação da coligação populista Movimento 5 Estrelas e Liga inverteu a tendência e o FTSE MIB acumula perdas *year-to-date* (assim como os congéneres europeus).
- A tendência descendente do mercado accionista foi acompanhada por um aumento no prémio de risco atribuído à dívida soberana italiana.
- O aumento do prémio de risco decorre devido a incompatibilidade do programa do governo em matérias como o orçamento de Estado e dívida pública e as regras da União Europeia.



Fonte: Eurostat; Bloomberg

- A coligação pretende introduzir um rendimento mínimo universal, a introdução de uma taxa única de imposto sobre os rendimentos e reverter o aumento na idade de reforma. Estas medidas tem um custo estimado entre os EUR 80 mil mi e EUR 100 mil mi e (sem medidas de aumento de receitas) geram um aumento no défice orçamental de Itália, podendo levar a que este seja superior ao limite imposto pela U.E. (3% do PIB).
- Um aumento no défice orçamental, dado que é financiado com recurso ao mercado obrigacionista, é também preocupante devido à elevada dívida pública italiana.

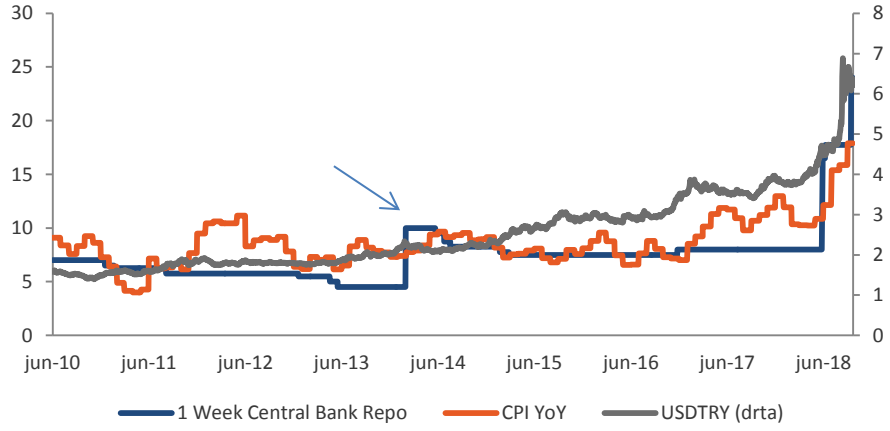
Saldo Orçamental e Conta Corrente



Fonte: Bloomberg; BiG Research;

- A Turquia é a mais recente vítima do bloco emergente no contexto de *tightening* quantitativo global, o que resulta de taxas de juro norte-americanas mais elevadas, fortalecimento do USD e restrições sobre a liquidez global.
- O diagnóstico da crise Turca assenta na permanência de défices gémeos, inflação descontrolada, um alto endividamento do sector privado e falta de credibilidade do ponto de vista político (Erdogan) e monetário (Banco Central).

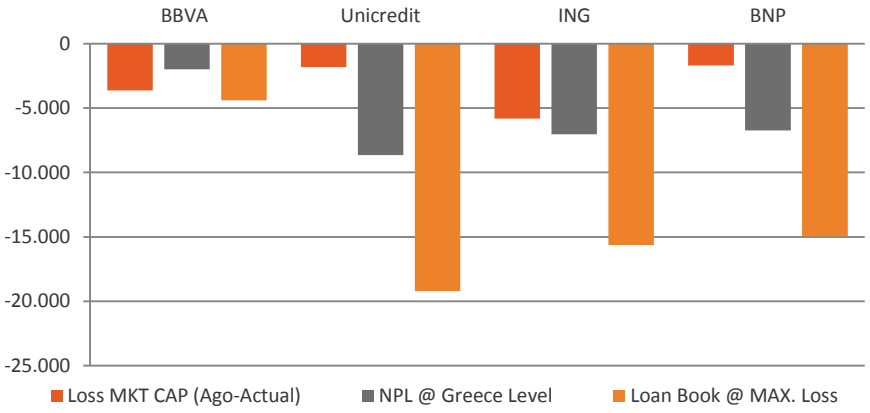
Turquia - 1W Repo Rate vs CPI vs USDTRY



Fonte: Bloomberg; BiG Research;

- O Banco Central da Turquia confrontou esta falta de credibilidade persistente e acabou por fazer o que lhe competia, nomeadamente ao subir a taxa de referência em 625 p.b. para 24%.
- A subida dos custos de financiamento contribuirá para uma maior estabilização do país a médio prazo – permitndo margem para normalizar a inflação, conter a depreciação da Lira Turca e estancar os *outflows* de capital do país.

Exposição Turquia # 4 Bancos Europa (EUR mil mn)



Fonte: Bloomberg; Relatório & Contas Bancos; EBA; BiG Research

- A exposição do Sector Financeiro Europeu à Turquia excede os EUR 150 mil mn, com destaque para 4 Instituições Financeiras.
- O caso da Unicredit revela-se o mais problemático, tendo em conta os riscos da exposição desta ao país. No pólo oposto, tendo em conta o recente desempenho bolsita do BBVA, parece-nos que o mercado estará a sobreestimar os riscos do título no que concerne a sua exposição à Turquia.

Turkish lira rallies as Qatar makes $15bn loan pledge

REUTERS

CENÁRIOS DE RESPOSTA À CRISE TURCA

Política Monetária e Orçamental restritiva ✓

↓

Apoio de Parceiros Internacionais (Qatar, UE, Rússia, etc) ✓ ?

↓

Medidas de controlo de Capitais ✓ ?

↓

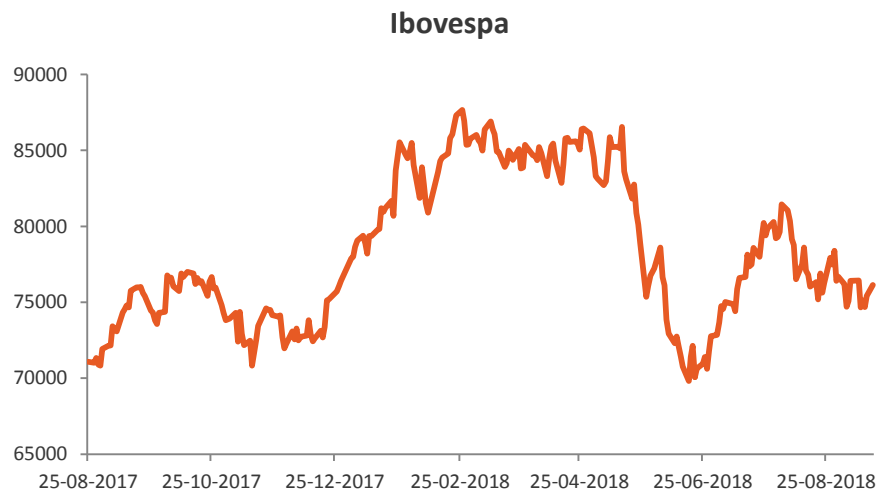
Nacionalização de dívida do sector Privado ?

↓

Recurso a um Programa de Assistência Externo (FMI) ? ✗

Fonte: Bloomberg

- A 7 e 28 de Outubro de 2018 vão ser realizadas a primeira e segunda volta das eleições Presidenciais do Brasil. Estas eleições são importantes para o país devido ao grande poder do cargo de presidente: Pode nomear o governo e com ajuda do senado nomear juizes para o tribunal constitucional. Pode também propor novas leis e tem poder de veto sobre leis propostas pelo senado e Casa dos Governadores.



Fonte: Bloomberg

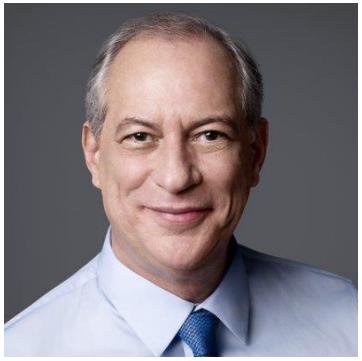
- As primeiras sondagens apontavam para uma vitória de Lula da Silva (partido PT), que viu no entanto a sua candidatura impugnada e por isso foi substituído por um candidato com menos votos e acusado recentemente de corrupção, Fernando Haddad. O mercado reagiu negativamente às primeiras sondagens, pressionando negativamente o real e o mercado accionista Brasileiro. Os investidores receiam que seja eleito um candidato populista que replique o aumento de gastos e derrapagem financeira que aconteceram após Dilma Rousseff ter sido reeleita em 2014.

Fonte: Twitter Candidato

- Nas últimas sondagens de 19 de Setembro, o General **Jair Bolsonaro** (PSL) lidera com 28% dos votos, defendendo politicas capitalistas como privatizações e eliminação do défice público. Apresenta no entanto propostas polémicas como a permissão do porte de arma. É também acusado por outros candidatos, especialmente Marina SIlva, de não defender os direitos das mulheres e das minorias.

Fonte: Twitter Candidato

- Em segundo lugar está **Fernando Haddad** (partido PT) com 19% dos votos. Este candidato substitui Lula da Silva e tem feito campanha demonstrando-se como apenas um substituto que irá aplicar medidas pensadas por Lula da Silva, e portanto populistas.



Fonte: Twitter Candidato

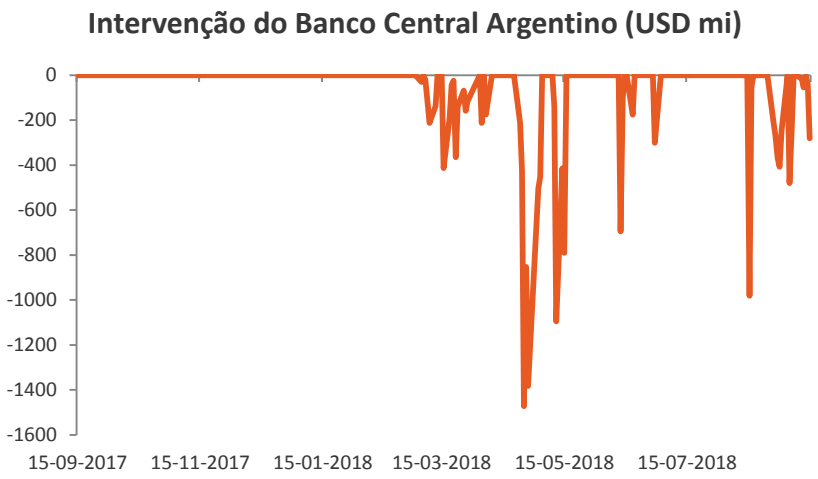
- **Ciro Gomes** (PDT) conta com 11% dos votos. É ex governador do Ceara. Defende medidas populistas como aumentar impostos para os mais ricos e perdoar dividas a particulares de modo a que estes possam contrair mais dívida e aumentar o consumo.

Fonte: G1 Globo

- **Geraldo Alckmin** (PSDB) conta com 7% dos votos. É ex-governador de São Paulo e presidente do PSDB. É o candidato favorito do mercado pelas suas políticas de estabilização económica. Este candidato irá ter 5 minutos de campanha televisiva vs 2 min do partido PT e 9 segundos do General Bolsonaro. Apesar do maior tempo televisivo, não tem até agora conseguido aumentar a sua popularidade segundo as sondagens.

O nosso cenário base é a vitória do General Jair Bolsonaro, na primeira ronda, mas sem maioria absoluta. Na segunda ronda, deverá enfrentar ou Fernando Haddad ou Ciro Gomes, ambos populistas. Será então extremamente difícil prever quem ganhará a segunda ronda já que deverá ser bastante renhida. Se o General ganhar espera-se uma recuperação de curto prazo que só deverá ser prolongada se este sinalizar nos primeiros discursos, políticas pró mercado. Caso algum candidato populista vença espera-se uma reacção negativa.

Fonte: Bloomberg

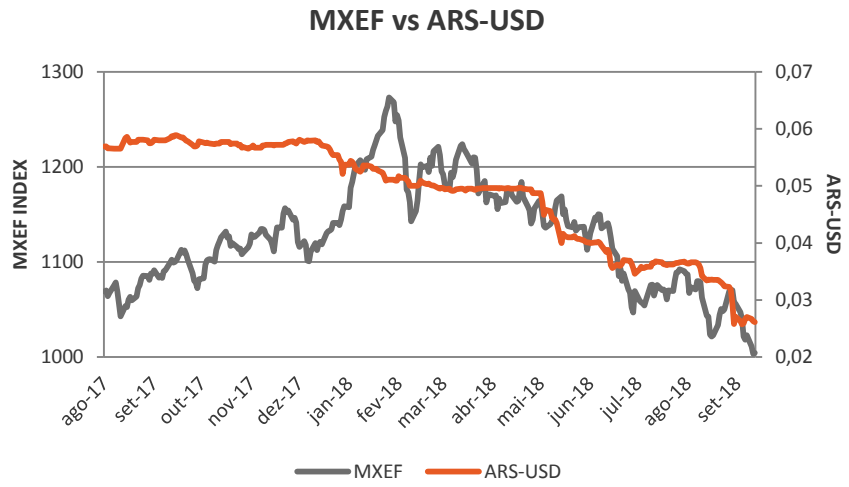


Fonte: Bloomberg

- A situação na Argentina deteriorou-se significativamente este trimestre, com a moeda a atingir níveis mais baixos vs o USD, visível no gráfico à esquerda. A prioridade do Banco Central é agora o controle do peso Argentino que está já a ter um impacto significativo na inflação do país que já atingiu os 31% em Julho, vs o período homólogo.

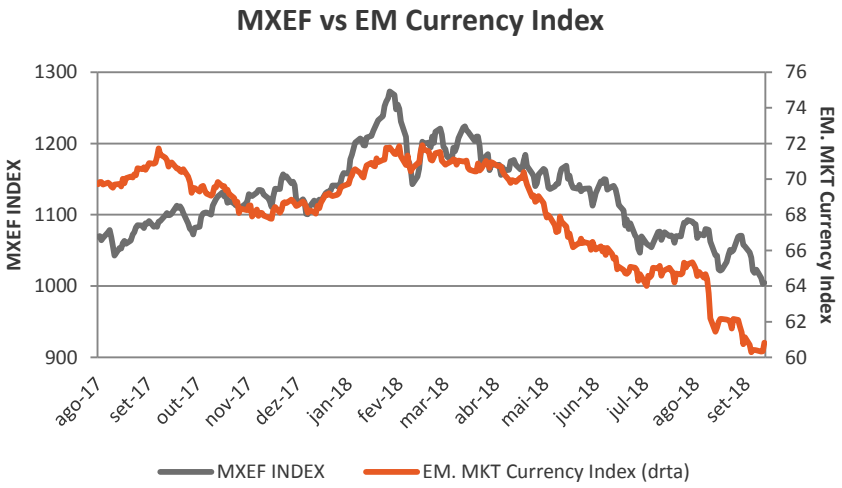
- O FMI já tinha concedido uma linha de crédito de USD 50 mil mi que a Argentina está a utilizar para fazer compras de pesos argentinos vs USD, de modo a controlar a moeda do país. O governo Argentino implementou também subidas de preços nos transportes e anunciou aumentos de impostos para empresas exportadores que estão a beneficiar da desvalorização da moeda, principalmento no sector da agricultura.

- No próximo ano a Argentina tem de se refinanciar em USD 24,9 mil mi, no entanto tem reservas em moeda estrangeira de USD 54,7 mil mi - portanto um evento de crédito (*default)* não é expectavel. Existem no entanto eleições para o ano e a popularidade do Presidente Mauricio Macri tem vindo a cair devido ao pedido de ajuda ao FMI e às políticas de restrição orçamental. Existe a possibilidade de surgir um candidato populista a presidente que levante dúvidas sobre um evento de crédito como o de 2000 e 2001.



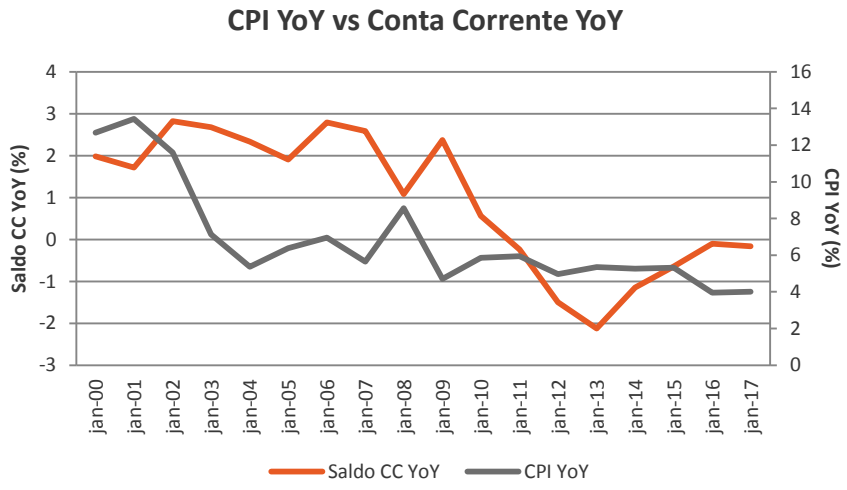
Fonte: Bloomberg

- A significativa desvalorização do Peso Argentino tem acentuado a dinâmica negativa que se abateu sobre a generalidade dos activos do bloco Emergente.
- O índice MXEF (agregado do bloco emergente), apesar do *rebound* nas últimas semanas, já se encontra em Bear Market e acumula uma desvalorização próxima de 20% desde os máximos de Janeiro.



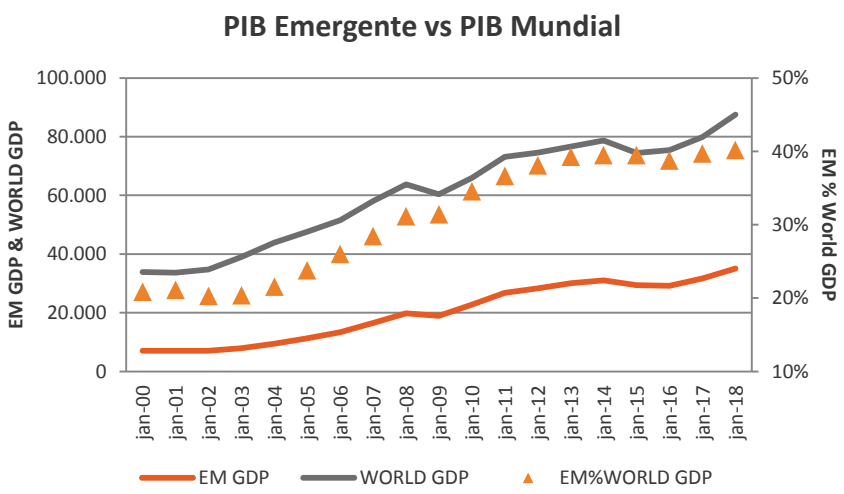
Fonte: Bloomberg;

- O índice compósito cambial do bloco Emergente regista uma depreciação cumulativa de 17% desde meados de Fevereiro, um registo bastante alinhado com o desempenho do índice agregado do bloco emergente.
- O cenário de estabilização das divisas do bloco Emergente em relação ao USD são um factor que, alinhado com níveis de avaliação amplamente descontados, realça a atractividade da exposição ao bloco emergente.



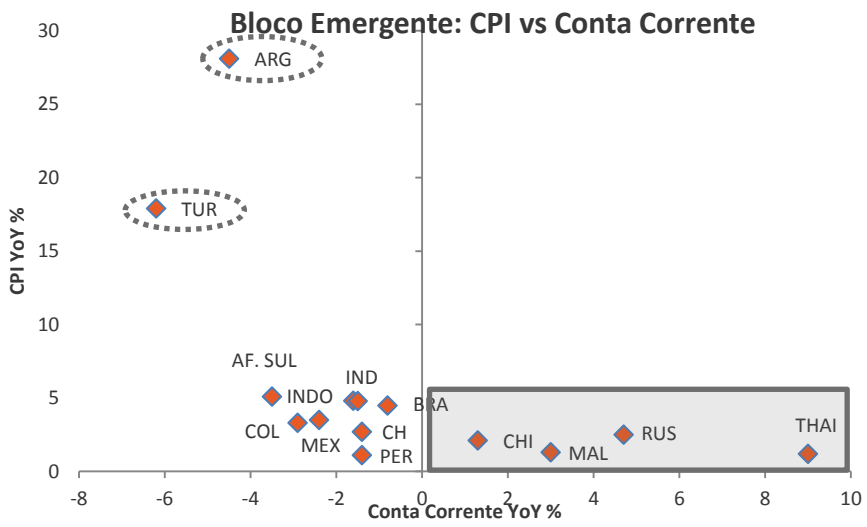
Fonte: Bloomberg; BiG Research;

- A realidade do actual bloco Emergente revela um epifenómeno amplamente divergente, o que reforça a nossa ideia chave de que os riscos de spillover da Argentina e Turquia permaneçam contidos aos níveis actuais.
- Os fundamentais macro das economias emergentes revelam-se atractivos – com a inflação a situar-se em mínimos históricos e o Saldo de Conta Corrente a revelar-se equilibrado.



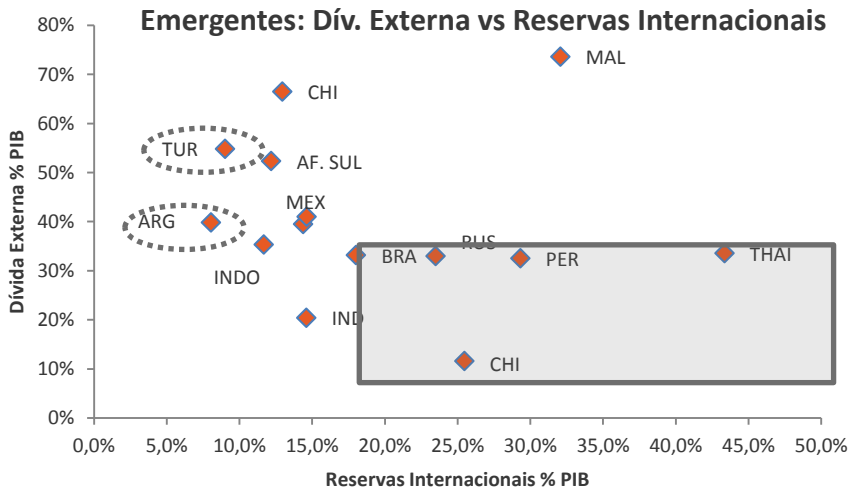
Fonte: Bloomberg; World Bank; BiG Research;

- O Bloco Emergente tem adquirido uma importância crescente na economia mundial ao longo do século XXI (circa 40% do PIB mundial vs 22% em 2000), pelo que o risco de contágio entre os riscos das economias Emergentes face às economias desenvolvidas revela-se significativo.
- O nosso cenário central contempla duas hipóteses: i) estabilização das economias emergentes e recuperação a nível de preços; ii) manutenção/amplificação do sentimento negativo nos emergentes acarretará um inevitável *spillover* negativo e/ou proporcional para as economias desenvolvidas.



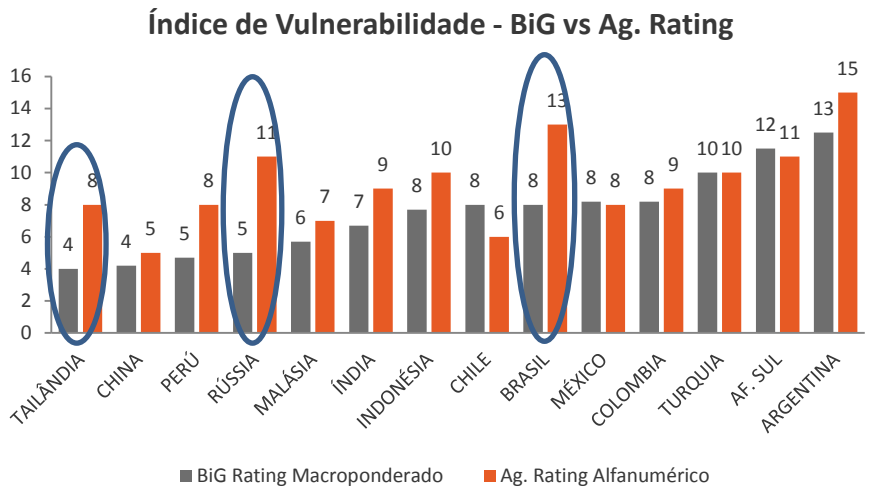
Fonte: Bloomberg; IMF; BiG Research;

- A realidade macro estrutural idiossincrática revelada pela Argentina e Turquia mostra-se evidente nos gráficos laterais.
- Países como a Tailândia, Rússia, Brasil/Chile são exemplos de países em regiões distintas que ostentam em simultâneo um saldo favorável de Conta Corrente e níveis de inflação contidos.



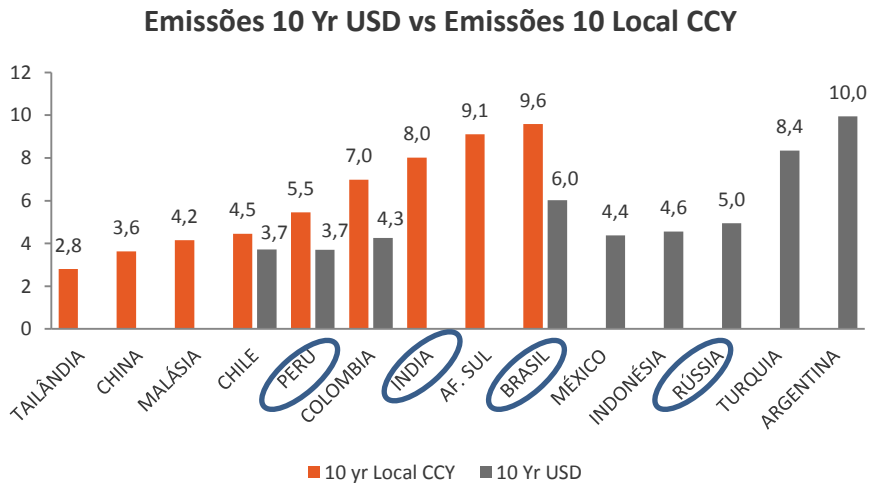
Fonte: Bloomberg;; IMF; BiG Research

- Os 4 países que enunciámos revelam-se também entre os mais atractivos no que respeita a combinação entre elevadas Reservas Internacionais e um baixo nível de dívida externa.
- Os parâmetros que destacamos nos gráficos matriciais são particularmente importantes para aferir a resiliência e/ou capacidade de resposta dos países emergentes no actual contexto de crise que tem assolado esta classe de activos.



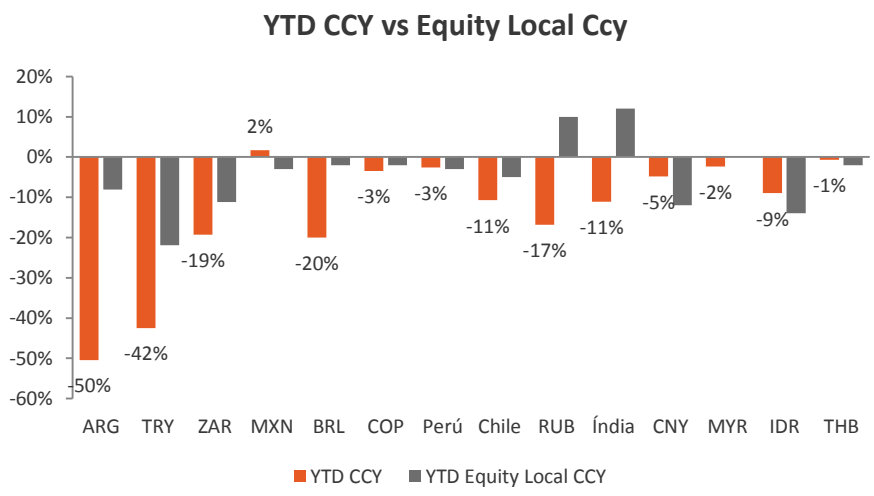
Fonte: Agências de Rating;BiG Research;
Nota: Classificação de Agências de Rating – Alfanumérico Ponderado; Escala 1-16 (1- Melhor;16-Pior)

- Construímos um índice Proprietário de vulnerabilidade dos países Emergentes que revelam algumas ideias-chave interessantes.
- A Tailândia, Rússia e Brasil mostram um score interessante que não está descontada pelo rating das agências de crédito internacionais.



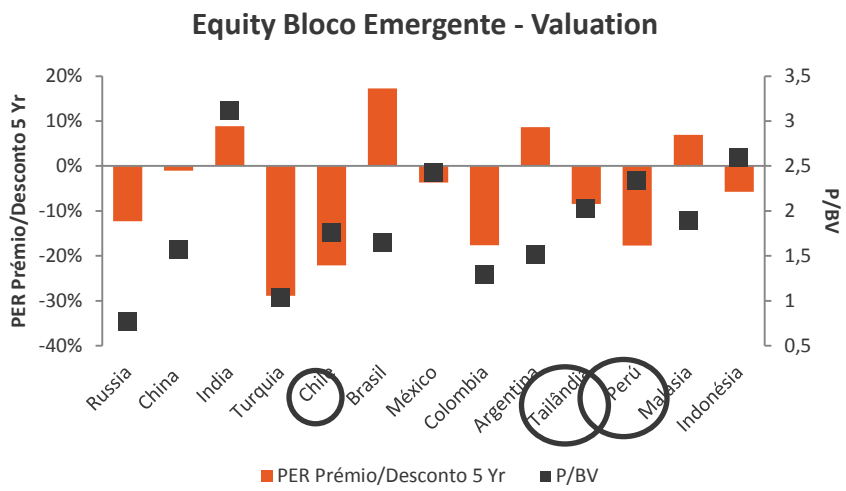
Fonte: Bloomberg;BiG Research;

- Atendendo aos critérios macro fundamentais subjacentes ao nosso estudo, identificamos valor – perspectiva risco/yield – à exposição a dívida de Brasil e Rússia em Hard Currency.
- Numa tomada de risco mais agressiva em relação ao mercado cambial, estamos em crer que a exposição a dívida do Perú e da Índia em moeda local poderá revelar-se um *play* atractivo.



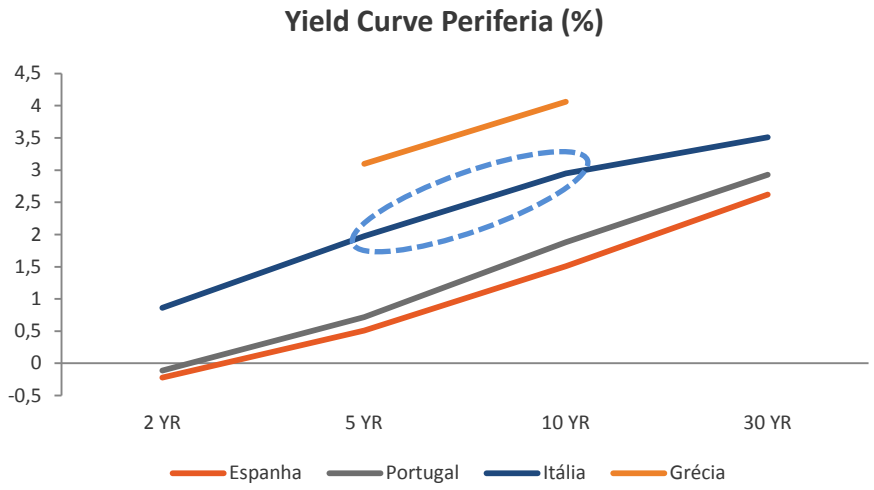
Fonte: Bloomberg; BiG Research;

- Do ponto de vista do mercado de acções, procurámos identificar países/índices que tenha registado uma evolução mais favorável do câmbio em relação ao respectivo índice.
- Neste âmbito de análise, a exposição a índices de acções como a Tailândia, Indonésia e México são exemplos favoráveis em relação à distorção de preços observada ao nível do câmbio e do respectivo mercado de acções.



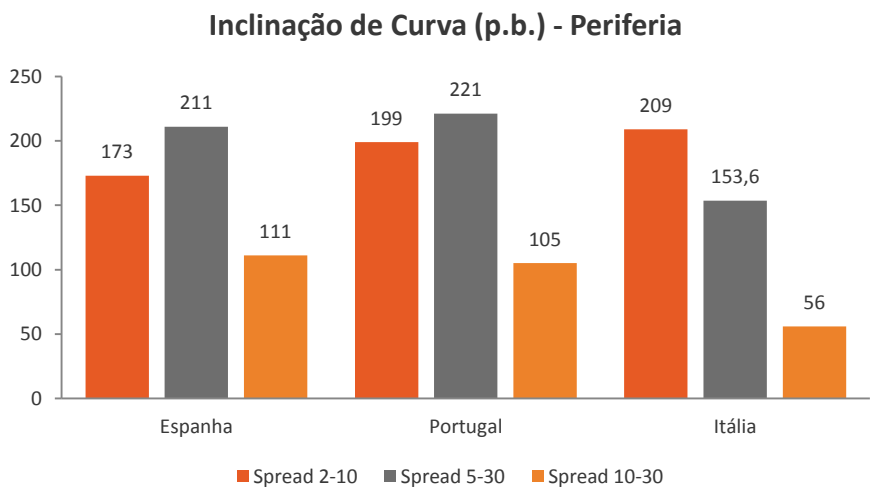
Fonte: Bloomberg; BiG Research;

- Os níveis de avaliação globalmente atractivos da Tailândia, Perú e Chile revelam-se consistentes com a nossa leitura macrofundamental favorável do países em questão.
- A Colômbia e Rússia poderão revelar-se apostas igualmente interessantes.
- As avaliações extremadas da Turquia e Argentina revelam, de forma cabal, a incerteza que subsiste acerca da capacidade de recuperação económica destes países no curto prazo.



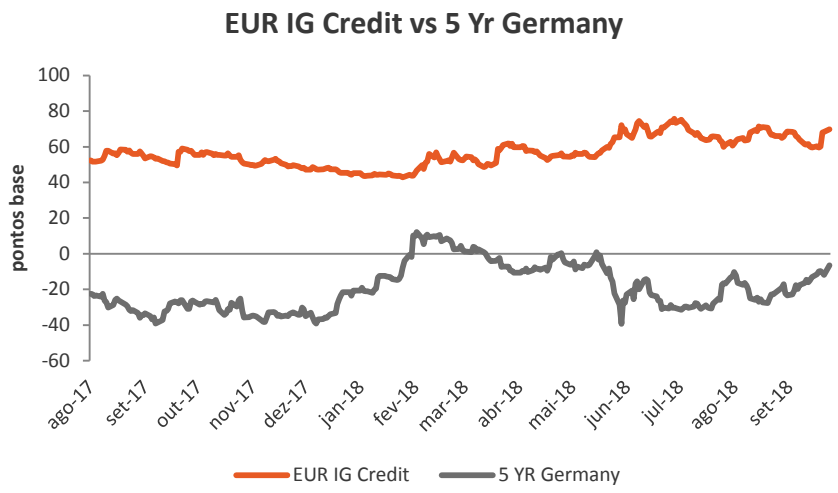
Fonte: Bloomberg; BiG Research;

- O significativo prémio de risco vigente sobre a dívida Italiana levou a que a curva transalpina descolasse das peers "Ibéricas" e se tenha aproximado "perigosamente" da curva helénica.
- Acreditamos que este movimento terá sido algo extremado, mesmo que persista o quadro de instabilidade política na 3ª maior economia da Zona Euro.



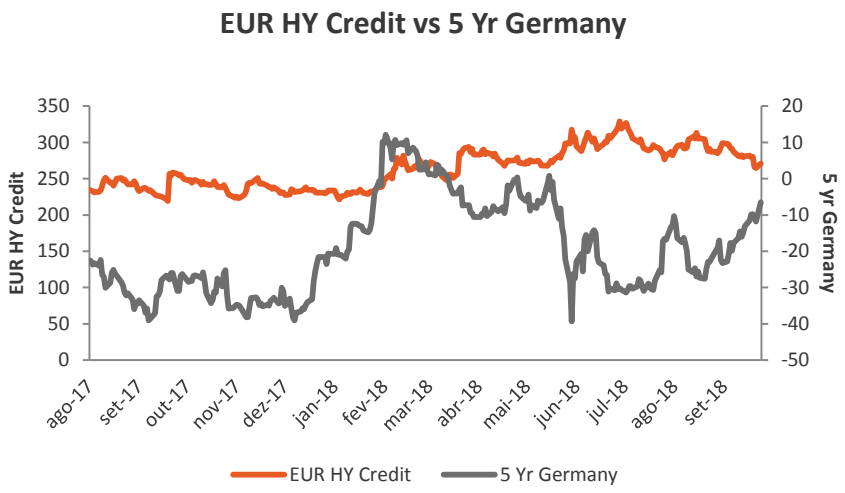
Fonte: Bloomberg; BiG Research;

- A curva Italiana mostra-se bastante inclinada entre o spread 2-10y e, de forma inversa, revela-se substancialmente plana (vs Portugal e Espanha) entre os spreads 5-30y e 10-30y.
- Esta situação denota que o *sweet spot* da curva Italiana encontra-se nas maturidades entre os 5 e 10 anos.



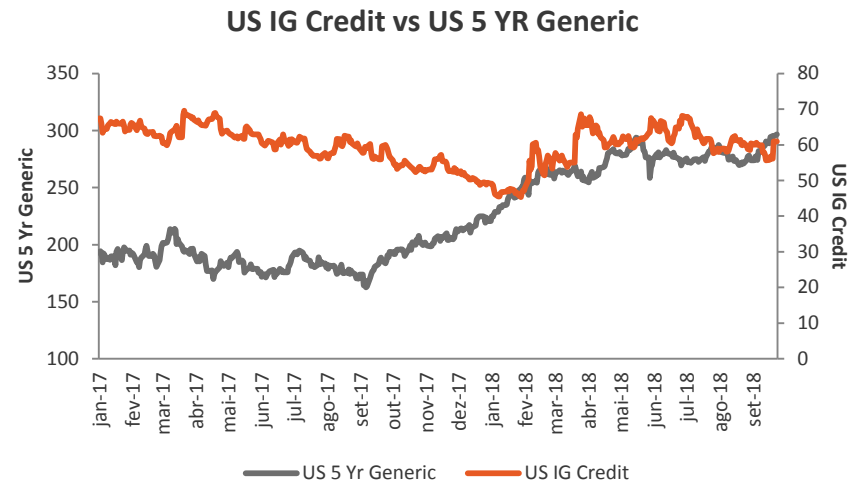
Fonte: Bloomberg; BiG Research;

- O recente pick-up das taxas de juro na Alemanha deveu-se essencialmente a uma suavização das tensões comerciais e de um outlook para a inflação mais hawkish pelo BCE.
- As taxas de juro do segmento Investment Grade acompanharam, relativamente, este movimento, pelo que a visão para esta classe acaba por ser moderadamente negativa.



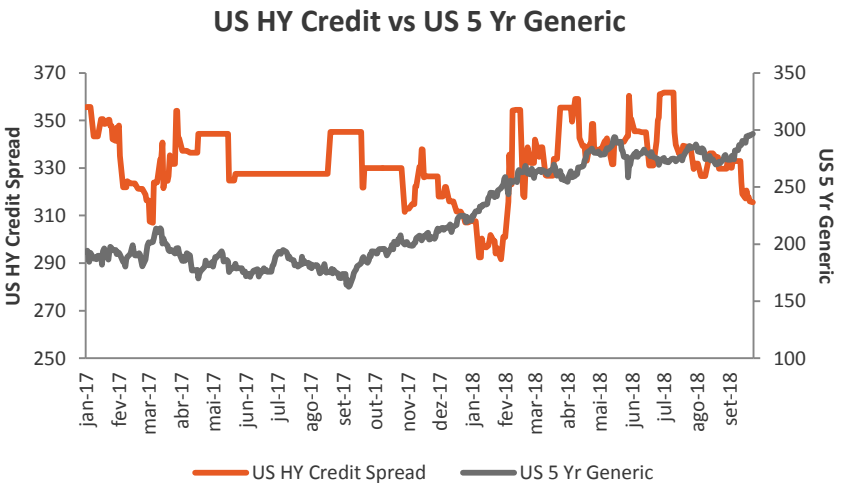
Fonte: Bloomberg; BiG Research;

- Já o segmento de high yield evidencia um estreitamento dos spreads de crédito, mesmo no contexto de subida de taxas de juro que descrevemos anteriormente.
- O segmento HY na Europa revela, por isso, um binómio risco-retorno claramente desfavorável.



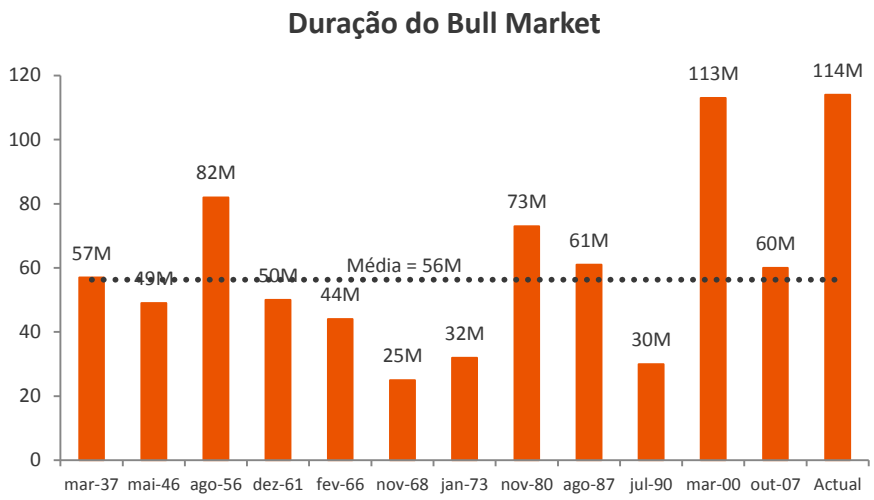
Fonte: Bloomberg; BiG Research;

- Nos EUA, o movimento das taxas de juro sem risco (a níveis substancialmente mais elevados que na Europa) e do segmento Investment Grade foi relativamente proporcional.
- Assumindo que o pick-up das taxas de juro deverá manter-se contido e o USD deverá evoluir num corredor lateral no curto prazo, identificamos valor para o mercado de Treasuries e de dívida Investment Grade.



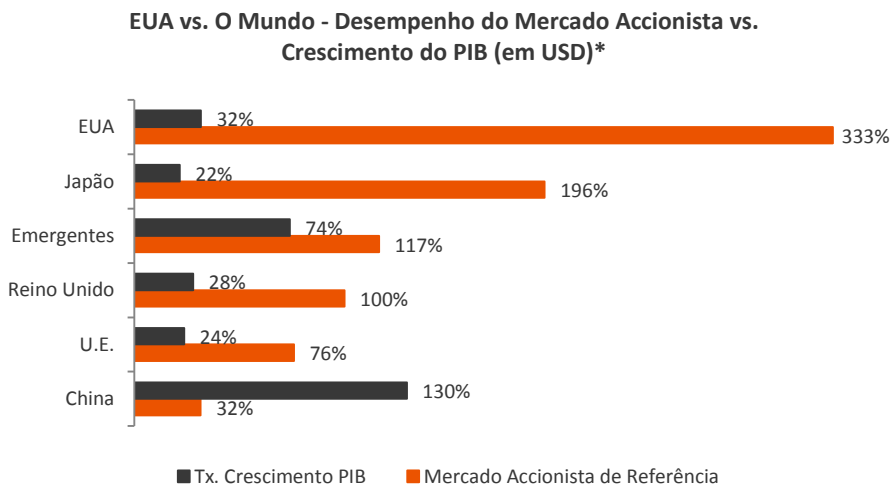
Fonte: Bloomberg; BiG Research;

- À semelhança do observado na Europa, o segmento HY (proxy do Equity) revela-se claramente pouco atractivo, tendo em conta o nível de spreads historicamente estreito, a subida das taxas de juro e a proximidade do final do ciclo económico.
- O segmento HY nos EUA parece-nos, claramente, o menos atractivo entre as alternativas de investimento em dívida corporativa no bloco desenvolvido.



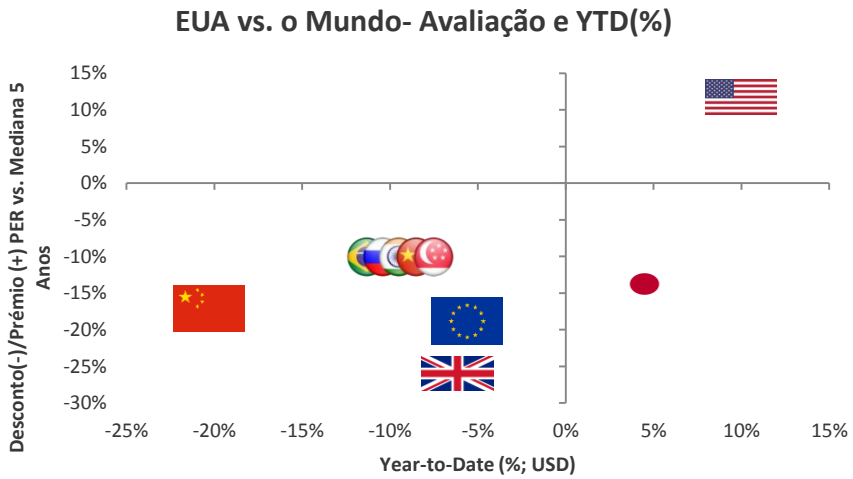
Fonte: Quartz; BiG Research
Nota: As datas representam o fim do bull market.

- O actual *bull market* norte-americano está de parabéns. Em Agosto atingiu o marco de ser o maior desde os anos 30, decorrendo por 114 meses (desde Março de 2009), e ultrapassando assim os 113 meses do anterior maior *bull market* que terminou com a bolha de *dot-com*.
- Como termo de comparação, o *bull market* médio tem uma duração de 56 meses (cerca de metade do actual).



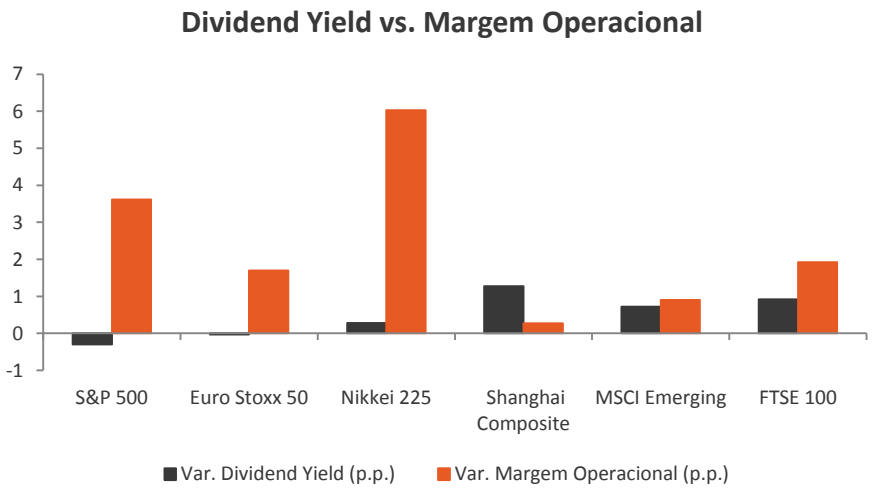
Fonte: Bloomberg; BiG Research
Notas: Variação do s mercados desde o mínimo(@ 09/03/2009); Variação do PIB entre 2008 e 2017; Mercados Accionistas: EUA = S&P 500; U.E: Euro Stoxx 50; Emergentes: MSCI Emerging; China= Shanghai Composite; Japão= Nikkei 225; Reino Unido = FTSE 100

- Este desempenho é mais surpreendente quando comparado com os principais congéneres. Desde o mínimo de mercado (em 2009), o S&P 500 valorizou 333%. Este valor é expressivamente superior à expansão económica (PIB) norte-americana no período e a performance dos congéneres (o Japão é o 2º melhor com ganhos de 196%).
- Paradoxalmente, os dois blocos que completam o pódio de maiores economias do mundo (China e União Europeia) apresentam os menores ganhos (em USD) no mercado accionista em igual período.



Fonte: Bloomberg

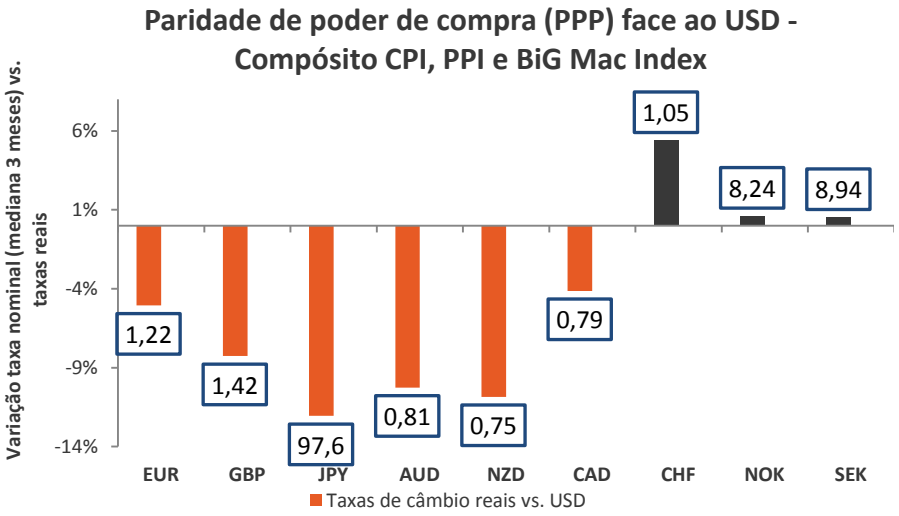
- O superior desempenho do mercado accionista norte-americano decorre também no actual período (2018).
- Enquanto mercados como o chinês e europeu sofrem com o escalar das tensões comerciais (entre outros factores), os EUA (propulsor destas tensões) segue relativamente incólume (ainda que com superior volatilidade face a outros anos).
- A outperformance do S&P 500 é acompanhada por um perfil fundamental a prémio face aos congéneres.



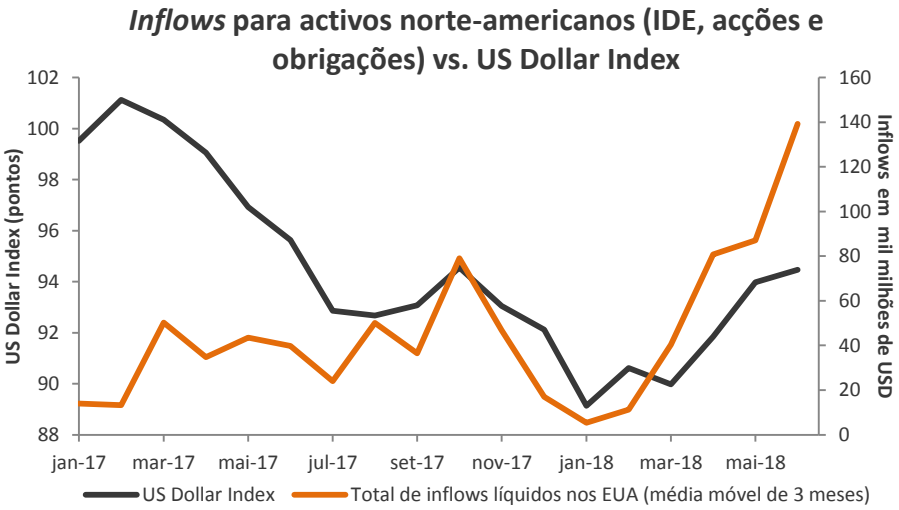
Fonte: Bloomberg; BiG Research
Nota: Variação entre valores correntes e em 2009. das métricas.

- No período de *bull market* as cotadas norte-americanas comparam favoravelmente com os congéneres (excepto Japão) na expansão das margens operacionais.
- Os mercados chinês, emergentes e do Reino Unido apresentam no entanto um superior crescimento no retorno aos accionistas via dividendo (dos mercados sob análise).
- É importante contextualizar o desempenho do mercado norte-americano com a sua posição de liderança global – uma crise no mercado accionista dos EUA tem impacto no resto do mundo.

7.1 TAXAS DE CÂMBIO – USD



Fonte: Bloomberg; The Economist; BiG Research



Fonte: Bloomberg; BiG Research

- Adoptando uma avaliação de paridade de poder de compra, comparamos o USD com as restantes nove principais divisas mundiais. Para adaptar esta abordagem a um horizonte temporal mais curto, criámos um compósito que corresponde à média da inflação no consumidor, no produtor (desde 2017 até hoje) e BiG Mac Index (estimado para o fim de 2018).

- Segundo este método, que permite calcular taxas de câmbio reais – taxa à qual o mesmo montante deverá comprar o mesmo bem em qualquer país – chegamos à conclusão que o USD se apresenta globalmente sobrevaliado. Porém, a força do USD face às demais moedas é suportada pela crescente dicotomia económica entre os EUA e o resto do mundo, cuja inversão não perspectivamos até ao fim deste ano.

- A economia norte-americana cresce a um ritmo mais acelerado (4,2% no 2ºT) do que qualquer outro país desenvolvido. Apesar de a Reserva Federal ser o único banco central do bloco desenvolvido a encetar uma consistente política restritiva, a tendência saudável da inflação norte-americana destaca-se das principais economias comparáveis.

- O superior vigor económico dos EUA repercute-se na performance dos seus activos financeiros, o que, a par de taxas de juro mais altas, leva a uma maior exposição investidora aos EUA e incremento de procura por USD. Esta última, num ambiente monetário restritivo, pode originar uma escassez de USD, concorrendo também para a sua apreciação – materializa-se, assim, uma valorização da principal moeda de financiamento mundial que, para já, se auto-alimenta.

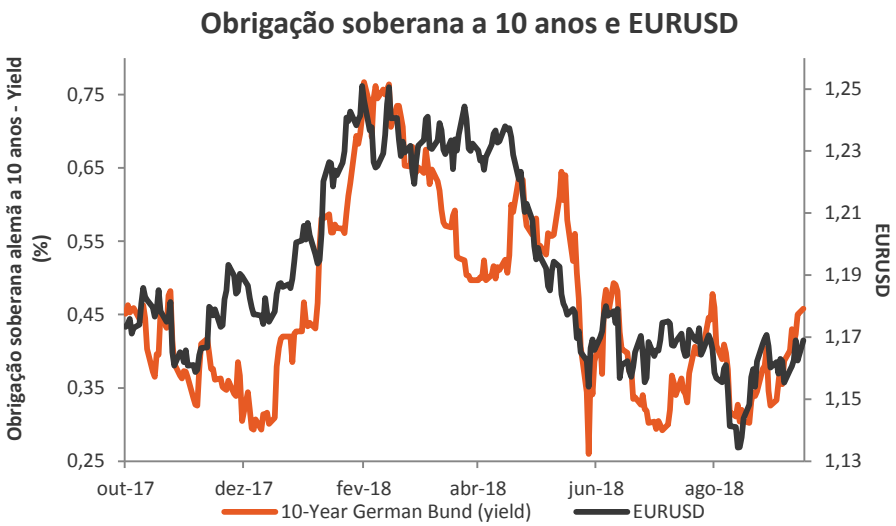
- As eleições intercalares nos EUA e uma eventual escalada na crise dos emergentes – que poderá forçar a Fed a abrandar as subidas de taxa de juro – são os principais riscos para o USD.

7.1 TAXAS DE CÂMBIO – EURUSD

Estados Unidos da América - Reserva Federal norte-americana	Crescimento do PIB (média dois trimestres) YoY %	Inflação - Core PCE (média seis meses) YoY %	Taxa de desemprego %	ISM PMI Compósito (média seis meses)	Confiança do consumidor (média seis meses) 49,9 @ início do QE	State Street Confiança do Investidor (média seis meses)	EURUSD	Obrigação do tesouro norte-americano a 10 anos (Yield %)	Mercado accionista Cotação S&P500 (% YTD)
Mercado começa a descontar remoção de estímulos (05/2013)	1,5	1,5	7,7	54,7	66,4	94,4	1,2906	1,93	1.669 (16,1%)
Início da remoção de estímulos (12/2013)	2,3	1,6	7,1	54,5	77,5	99,7	1,3685	2,89	1.810 (27,0%)
Fim dos estímulos (10/2014)	2,9	1,7	6,1	57,0	89,2	110,1	1,2613	2,31	1.995 (8,9%)
12 meses após o fim deestímulos (12/2015)	2,2	1,3	5,2	56,7	98,1	128,8	1,1006	2,14	2.079 (1,0%)
Zona Euro - Banco Central Europeu	**Crescimento do PIB (média dois trimestres) YoY %**	**Inflação - HICP/Core CPI (média seis meses) YoY %**	**Taxa de desemprego %**	**Markit PMI Compósito (média seis meses)**	**Confiança do consumidor (média seis meses) -3,6 @ início do QE**	**State Street Confiança do Investidor (média seis meses)**	**EURUSD**	**Obrigação soberana da Alemanha 10 anos (Yield %)**	**Mercado accionista Cotação Stoxx 600 (% YTD)**
Mercado começa a descontar remoção dos estímulos (10/2016)	1,9	0,2 / 0,8	9,8	53,0	-7,9	91,8	1,1204	-0,054	346 (-5,4%)
Início da remoção de estímulos, com extensão da sua longevidade(12/2016)	1,8	0,5 / 0,8	9,6	53,4	-7,4	90,0	1,0615	0,382	352 (-3,8%)
Ultima extensão de estímulos (06/2018)	2,6	1,4 / 1,0	8,2	56,4	0,4	104,3	1,1568	0,426	393 (+1,0%)
Presente (a 3 meses do fim dos estímulos)	2,3	1,8 / 1,0	8	54,7	-0,4	99,4	1,1690	0,458	378 (-2,8%)

Fonte: Bloomberg; BiG Research

- Não obstante a maior duração do programa de estímulos monetários levado a cabo pela Fed e do *tapering* híbrido do BCE (redução do montante de compras, acompanhado por extensão da sua longevidade), uma comparação entre os dois períodos de remoção de estímulos evidencia que a Fed actuou no momento certo, com o *tapering* a ter um impacto positivo nas acções, nas obrigações, no USD e na economia.



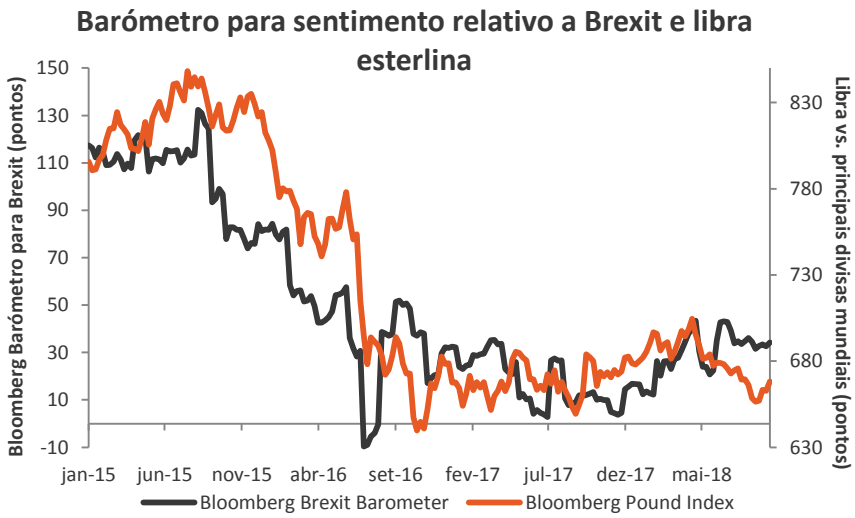
Fonte: Bloomberg; BiG Research

- A três meses do fim do programa de estímulos do BCE, é visível que o apogeu da recuperação económica europeia já ocorreu. De facto, o BCE prepara-se para terminar as compras de activos com a economia e o sentimento a abrandar, a inflação *core* em níveis baixos e o mercado accionista frágil.

- A esta conjuntura discutivelmente suficiente para um fim do programa de *quantitative easing*, acresce o substancial risco político na Europa, onde o populismo já se apoderou da terceira maior economia da União Europeia (Itália), bem como uma debilidade do bloco emergente, ao qual a Europa tem exposição, nomeadamente por via do sector financeiro.

- Apesar de a longo prazo o EURUSD seguir o diferencial de *yields* soberanas entre EUA e Alemanha, no último ano, a *yield* das Bunds tem sido o factor mais determinante. Prevemos que o par possa acabar o ano entre 1,155 e 1,185.

7.1 TAXAS DE CÂMBIO – LIBRA ESTERLINA



Fonte: Bloomberg; BiG Research

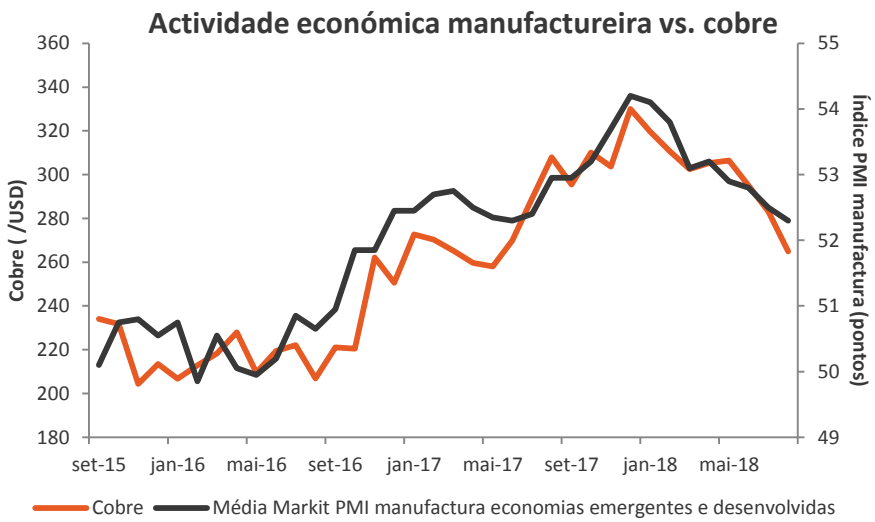
- O panorama macro-estrutural britânico não tem evoluído de forma materialmente positiva e a inflação tem retraído, pelo que vemos a subida de taxa de juro para 0,75% como simbólica e possivelmente instrumental para um eventual cenário de *no-deal* Brexit, descrito por Mark Carney como catastrófico e catalisador de um aumento de taxa de juro.
- A libra esterlina face às principais divisas mundiais tem seguido sobretudo o sentimento económico, social e político em relação a Brexit. Com o tempo para alcançar um acordo entre Reino Unido e União Europeia a escassear, as divergências entre os dois blocos serão cada vez mais penalizadora para a libra.
- A cimeira informal em Salzburgo – para a qual havia elevadas expectativas positivas de criar uma plataforma sobre a qual um acordo pudesse ser estabelecido em Novembro – revelou-se infrutífera e Theresa May também não manifestou receptividade para alterar o seu *Chequers plan*, reiterando que *no-deal* é melhor que *bad deal* e deteriorando o sentimento.

Datas-chave para o Brexit, assumindo o *status quo*

Data	Evento	Importância	Visão BiG Research
23 -26/09/18	Conferência do partido Trabalhista (Liverpool)	Jeremy Corbyn expressará ou não o seu apoio por um segundo referendo – *People's Vote on the final Brexit deal*	Neutra. Partidos de esquerda crescentemente favoráveis a segundo referendo. Mayor de Londres também o suporta. Mesmo que Corbyn defenda um segundo referendo não é claro que o mesmo aconteça, mas um aumento de instabilidade política será praticamente certo.
30/09 - 03/10/18	Conferência do Partido Conservador (Birmingham)	Facção eurocéptica deverá pressionar May a não fazer mais concessões perante a UE	May deverá afirmar que defenderá os interesses do Reino Unido, não providenciando uma resposta cabal às exigências dos conservadores eurocépticos. Possível enfraquecimento da posição de May.
18 - 19/10/18	Cimeira europeia	Momento crucial para chegar a um acordo com a União Europeia sobre o futuro pós-cisão	Neutra a negativa. Muito dependente dos eventos anteriores. Fronteira entre Irlandas é questão decisiva.
10/18	Cimeira europeia de emergência	Expectativa de ultimação de detalhes do acordo que vigorará após a saída do Reino Unido (cenário moderadamente optimista)	Neutra a negativa. Divergências em relação à fronteira entre Irlandas deverão permanecer.
13 - 14/12/18	Conselho Europeu – última reunião do ano	Teoricamente última oportunidade para alcançar um acordo sobre a relação entre UE e Reino Unido após Brexit	Neutra a positiva. Deverá ser alcançado um acordo vago de última hora, após concessões de ambos os lados, mas sobretudo do Reino Unido.
01 - 02/2019	Aprovação do parlamento britânico	Momento da verdade para o acordo alcançado anteriormente por May. Transposição do acordo para a lei britânica.	Momento turbulento, com elevada contestação, avanços e recuos. Em desespero para evitar um *no-deal* Brexit, acordo deverá ser aprovado.
Até 03/2019	Ratificação europeia	O acordo tem de ser aprovado por 20 dos restantes 27 países da UE e com uma representação de 65% da população total	União Europeia deverá ratificar o acordo.
29/03/2019	Brexit	Reino Unido abandona a União Europeia	Saída ordeira ou caótica a nível social, poítico, económico e de mercados, conforme tenha ou não sido alcançado um acordo. Em caso negativo, libra esterlina deverá ser fortemente penalizada.

Fonte: UK Government; Financial Times; BiG Research

Fonte: Bloomberg; BiG Research



Fonte: Bloomberg; IHS Markit ;BiG Research

- Entre o início de 2016 e o início de 2018, o vigor económico mundial permitiu às economias emergentes acumular, num cômputo geral, um crescimento económico superior a 9%, com o índice accionista emergente a valorizar mais de 80%.

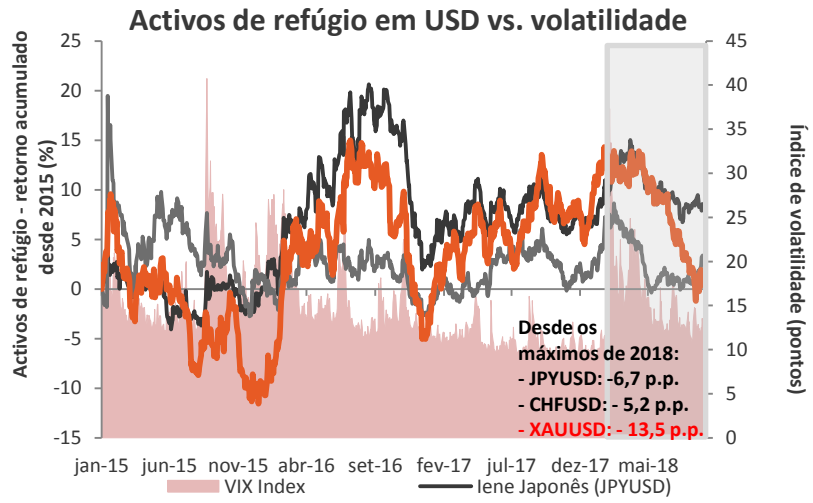
- A valorização do USD, as tensões comerciais, a subida das taxas de juro nos EUA e, no caso particular de alguns países emergentes (Turquia, Brasil, Argentina, África do Sul), a instabilidade política e/ou deterioração dos fundamentais macroeconómicos têm penalizado severamente as acções e divisas emergentes: -18% e -8% desde os máximos de 2018.

- A forte correlação histórica entre a performance accionista emergente e as *commodities* (~0,93), a par do pico económico já ter sido atingido, leva-nos a pressagiar que as *commodities* têm um potencial de apreciação consideravelmente limitado.

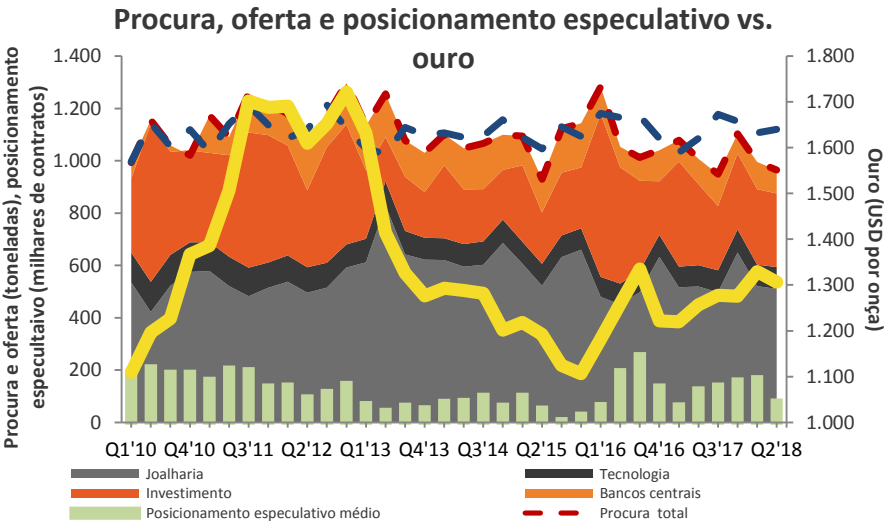
- Os metais industriais estão intimamente ligados ao ciclo económico. Dentro desse subgrupo, o cobre assume-se como o barómetro para o crescimento global por excelência.

- Ainda que os países desenvolvidos apresentem uma predominância de actividades terciárias, a manufactura e a indústria quer no bloco desenvolvido quer no emergente afiguram-se como um propulsor-chave da economia global.

- Perante uma guerra comercial entre as duas maiores economias do mundo, o cobre foi particularmente castigado, exibindo uma forte correlação com o yuan chinês, cristalizada pela recente divulgação por parte da China, maior consumidor da matéria-prima, de que a guerra comercial com os EUA está a afectar significativamente o sentimento económico. Não antevemos uma recuperação sustentada dos PMIs nem do cobre.



Fonte: Bloomberg; BiG Research



Fonte: Bloomberg; CFTC COT; World Gold Council;BiG Research

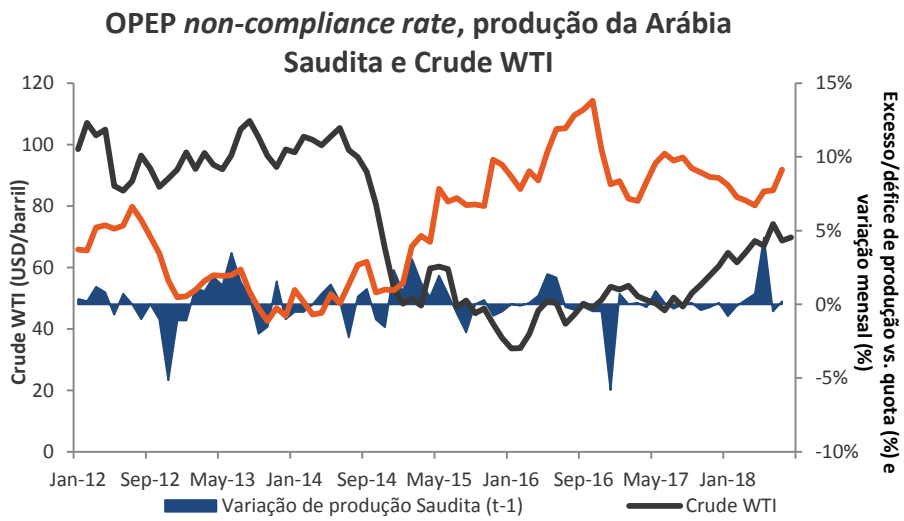
- Comparando a queda do ouro com a de outros activos de refúgio que negoceiam contra a divisa norte-americana, torna-se evidente que a forte subida do USD – que se tem posicionado como activo de refúgio perante tensões comerciais – não justifica toda a magnitude da desvalorização do outrora abrigo seguro dos investidores face a picos de volatilidade.

- Para além de a China – um dos dois maiores importadores mundiais da matéria-prima – ter afirmado que compraria menos metais preciosos oriundos dos EUA (quarto maior exportador de ouro), a sustentada subida das *yields* soberanas nos EUA aumentam o custo de oportunidade de deter ouro. O tom consumadamente mais *hawkish* da Reserva Federal conteve substancialmente as perspectivas de um *overshoot* de inflação, reforçando uma menor atractividade do ouro.

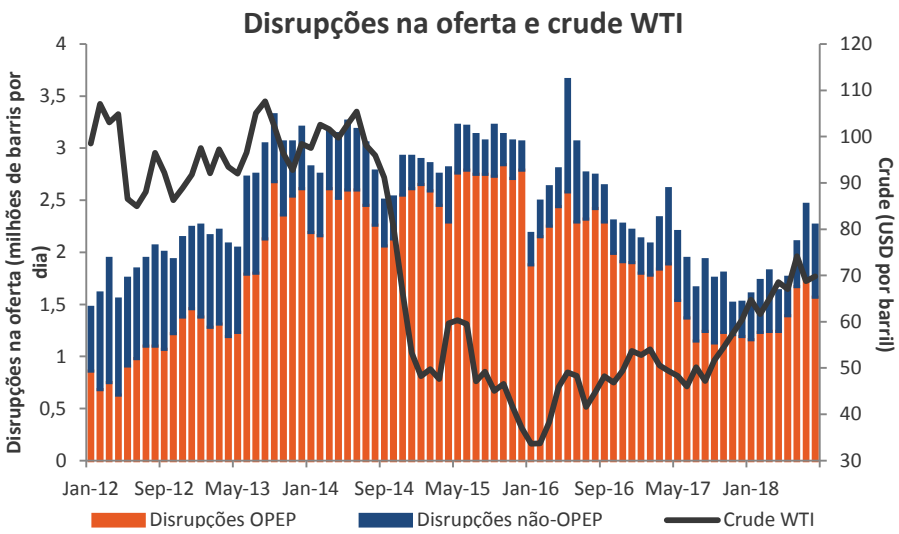
- No fim do segundo trimestre, o mercado de ouro físico encontrava-se em desequilíbrio, com o segundo mais elevado excesso de oferta desde 2010: 141,4 toneladas.

- Das quatro principais componentes da procura, o investimento é a que ainda apresenta maior correlação positiva com o preço do ouro (0,34). Todavia, desde 2013, o posicionamento especulativo líquido dos investidores institucionais assumiu maior preponderância na determinação do preço do metal precioso. No terceiro trimestre, este atingiu mínimos históricos (-10,8 mil contratos), estando em terreno negativo pela primeira vez desde o início da série.

- Embora não vejamos catalisadores fundamentais positivos para o ouro, o actual nível extremo de sentimento negativo e um eventual abrandamento do USD deverão permitir ao ouro terminar o trimestre entre os 1.175 –v 1.225 USD por onça.



Fonte: Bloomberg; OPEC; BiG Research



Fonte: Bloomberg; International Energy Agency; BiG Research

- Desde que a OPEP e os seus aliados (quota de mercado superior a 55%) acordaram em 2016, gerir activamente a oferta de crude, a sua produção e cumprimento das quotas adquiriram um forte poder preditivo sobre o preço do crude. A decisão não unânime de aumentar a produção em Junho de 2018 resultou num aumento do incumprimentos das quotas estipuladas por parte dos membros da OPEP.
- Historicamente, divergências dentro da OPEP geram acções individuais, aumentos descoordenados de produção, menor previsibilidade da oferta e uma penalização do preço do crude.
- Ainda que cada vez com maior dimensão, a produção de *shale oil* nos EUA deverá abrandar no próximo trimestre, em virtude de limites na capacidade das infra-estruturas de distribuição.
- Na sequência de um *rally* após o fundo de 2016, em que o preço crude mais do que duplicou, Donald Trump pediu à Arábia Saudita – líder da OPEP e histórico aliados dos EUA – que aumentasse a produção para compensar as disrupções de oferta da OPEP, nomeadamente por parte do Irão, sancionado pelos EUA e, dessa forma, limitasse a escalada do preço.
- Com efeito, esperamos que, independentemente da quota estabelecida, a Arábia Saudita flexibilize a sua produção de forma a satisfazer o pedido de Trump, pelo menos, até às eleições intercalares norte-americanas. A Arábia Saudita deverá coordenar esforços com a Rússia, que não só lidera os aliados do cartel, como também tem incrementado expressivamente o seu peso na oferta total de crude.
- Ainda que disrupções na oferta providenciem efectivamente estímulos altistas temporários, prevemos que o crude WTI negoceie lateralmente entre os USD 65 e os USD 72 por barril.

Equity			
GEOGRAFIAS	EUA	→	
	Europa	↗	
	Portugal	→	
	Emergentes	↗	*
ESTILO	Defensivas (Europa)	↗	
	Cíclicas (Europa)	→	
	Large Caps (EUA)	→	
	Small Caps (EUA)	→	

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

Europa - Sectores & Indústrias		
Banca	↗	
Mat.-Primas	→	
Consumo Discrionário (ex. Autos)	→	**
Autos	→	
Tecnologia	→	*
Industrial	↑	
Oil&Gas	→	
Consumer Staples	↗	**
Healthcare	↑	
Telecoms	→	
Segurador	↗	
Media	↘	
Utilities	→	

*** Downgrade* **Upgrade*

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

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

Fonte: BiG Research

DISCLAIMER

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

BiG

BANCO DE
INVESTIMENTO
GLOBAL