



Equity			
AS	EUA	\Rightarrow	*
(AFI,	Europa	<u>\</u>	**
GEOGRAFIAS	Portugal	<u>\</u>	**
35	Emergentes	<u>\</u>	**
ESTILO	Defensivas (Europa)	\Rightarrow	
	Cíclicas (Europa)	1	**
	Large Caps (EUA)	\Rightarrow	*
	Small Caps (EUA)	\Rightarrow	

Dívida			
NNA ÇÃO O)	Treasuries (10 Yr)	⇒	*
SOBERANA (EVOLUÇÃO PREÇO)	Bunds (10 Yr)	\Rightarrow	*
	Periferia Europa - Soberano	\Rightarrow	**
2 0	Investment Grade Europa	∠	*
CORPORATE (EVOLUÇÃO PREÇO)	Investment Grade EUA	\Rightarrow	*
	High Yield Europa	<u>\</u>	
ت ت	High Yield EUA	<u>></u>	*

Europa - Sectores & Indústrias		
Banca	⇒	**
MatPrimas	<u>\</u>	**
Consumo Discrionário (ex. Autos)	<u>\</u>	**
Autos	<u>\</u>	**
Tecnologia	<u>\</u>	**
Industrial	<u>\</u>	**
Oil&Gas	<u>\</u>	**
Consumer Staples	⇒	**
Healthcare	1	
Telecoms	✓	*
Segurador	<u>\</u>	
Media	<u>\</u>	**
Real Estate	□	**
Utilities	\nearrow	

Outras Classes de Activos			
	EUR-USD	<u>\</u>	**
X	USD-JPY	\Rightarrow	
	GBP-USD	<u>\</u>	**
érias mas	Crude	<u>\</u>	**
Mate	Ouro	✓	

Legenda		
Overweight	1	
Slight Overweight	入	
Neutral / Market Perform	\Rightarrow	
Slight Underweight	<u>\</u>	
Underweight	1	

** Downgrade *Upgrade



■ ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

- 1.1 Crescimento económico e inflação
- 1.2 Actividade económica, industrial e consumo
- 1.3 Comércio internacional, sentimento e incerteza

2. EUA

- 2.1 Enquadramento Macro
- 2.2 Política Monetária
- 2.3 Guerra comercial

5∎ _{EUROPA}

- 3.1 Contexto macroeconómico
- 3.2 Projecções e estímulo orçamental
- 3.3 Alemanha
- 3.4 Inflação
- 3.5 Política Monetária
- 3.6 Portugal eleições

REINO UNIDO

- 4.1 Contexto macroeconómico
- 4.2 Mercado laboral e Política Monetária
- 4.3 Brexit

EMERGENTES

- 5.1 China
- 5.2 Argentina

MERCADO DE DÍVIDA

- 6.1 Concessão Crédito Bancário
- 6.2 Crédito aos consumidores
- 6.3 Crédito às empresas
- 6.4 Obrigações de empréstimos colaterizados

MERCADO ACCIONISTA

7.1 Performance vs Fundamentais

8_ MATÉRIAS-PRIMAS

- 8.1 Crude
- 8.2 Ouro

0,5

mar-18

FUA

Japão

iun-18

OUTLOOK 4T2019 | BiG

1.1 Enquadramento macroeconómico global – Crescimento económico e inflação

 Após cerca de um ano e meio de desaceleração económica, o mercado parece antecipar que, para já e salvo específicas excepções, o pior já terá passado, com a maior parte das economias mundiais perto de assistir a uma estabilização ou mesmo, uma muito ligeira retoma até ao fim do ano 2019.

Estas expectativas aparentam incorporar melhorias em dois dos principais factores que determinaram o fim do período *Goldilocks*, de 2017. No âmbito das tensões no comércio internacional, o mercado não se afigura crédulo numa escalada material de tensões entre EUA e China e sugere maior probabilidade para o alcance de um acordo entre as duas nações.

Os principais bancos centrais do mundo realizaram uma radical alteração da sua política monetária, com o mercado — na nossa opinião, demasiado optimista — a aparentemente acreditar que a nova postura expansionista poderá relançar o crescimento e inflação.

Concordamos que, na ausência de um material estímulo orçamental, a inflação na Zona Euro dificilmente se sustentará acima dos 1,5%, criando condições para uma continuidade da nova vaga de estímulos do BCE.

Nos EUA duvidamos que a inflação consiga estabilizar em torno do objectivo da Fed (2%), antecipando uma política monetária mais flexível. Enquanto no Reino Unido, a ainda não terminada queda da libra e o mercado laboral compacto deverão elevar a inflação para perto do objectivo do Banco de Inglaterra.

1,5

1,0

dez-19

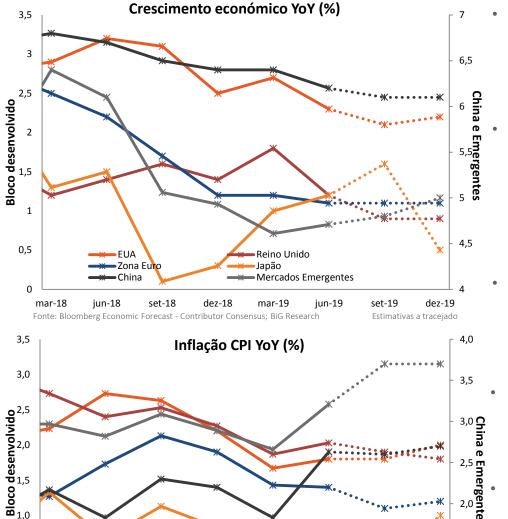
Zona Euro

iun-19

Mercados Emergentes

set-19

Estimativas a traceiado



Reino Unido

mar-19

China

dez-18

set-18

Fonte: Bloomberg Economic Forecast - Contributor Consensus: BiG Research

BIG BANCO DE INVESTIMENTO GLOBAL

Actividade económica - manufactura vs. serviços 57 56 55 Serviços 54 53 52 0 51 50 49 49 53 54 43 44 45 46 47 50 51 52 Manufactura

Fonte:IHS Markit; Nikkei; Jibun Bank; ISM; Caixin; Bloomberg; BiG Research



OUTLOOK 4T2019 | BiG

1.2 Enquadramento macroeconómico global – Actividade económica, industrial e consumo

- Desde o nosso último Outlook, é facilmente observável uma crescente deterioração na actividade manufactureira global, contribuindo para um agravamento da discrepância entre manufactura e serviços.
- Antevemos que, perante a inexistência de um catalisador decisivo para a actividade industrial e manufactureira, eventuais melhorias traduzam um alívio temporário e não uma inversão estrutural desta tendência. Consequentemente, temos bastante dificuldade em antecipar uma robusta reaceleração do crescimento económico global, com o sector industrial significativamente fragilizado a nível mundial.
- Será esta divergência entre manufactura e serviços sustentável para o agregado da actividade económica?
- Ao contrário da maior parte dos anteriores momentos de abrandamento económico (ou mesmo de recessão), desta vez a produção industrial terá sido a primeira a sofrer o forte impacto causado pela guerra comercial sino-americana. O efeito adverso deste fenómeno geopolítico no sentimento económico foi amplificado pela substancial quebra industrial (sua consequência directa), que finalmente arrastou negativamente a confiança do consumidor.
- Caso se mantenha, a tendência de queda neste tão determinante indicador macroeconómico deverá trasladar para o consumo, produzindo, em última instância, uma desaceleração da actividade económica de serviços e comprimindo o diferencial face à manufactura.



OUTLOOK 4T2019 | BiG

1.3 Enquadramento macroeconómico global – Comércio internacional, sentimento e incerteza

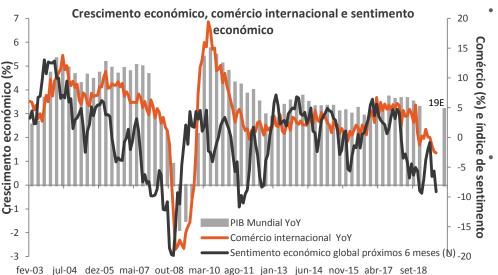
A escalada no conflito entre EUA e China e, em geral, o presságio de aumento do proteccionismo afectaram o paradigma do comércio internacional de uma forma que nos parece, para já, irreversível. Esta nova realidade provocou uma rápida e acentuada degradação do sentimento económico global, despoletando a actual onda de abrandamento económico sincronizado em praticamente todo o mundo.

As expectativas de novos estímulos monetários não parecem

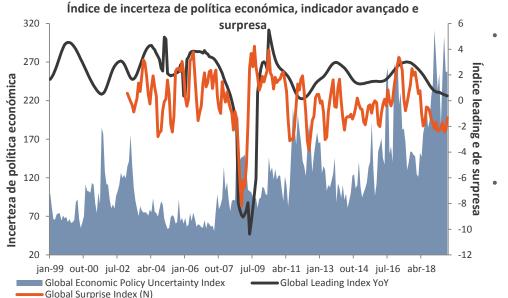
As expectativas de novos estímulos monetários não parecem ter sido suficientes para motivar uma inversão sustentada no sentimento económico — elemento-chave para recuperação ou entrada em recessão. Perante a elevada probabilidade de um eventual acordo entre EUA e China não restaurar os níveis de comércio, produção industrial e confiança anteriores, consideramos que os riscos se mantêm fortemente enviesados pela negativa, com os bancos centrais a representar actualmente o único catalisador material de *upside*.

Historicamente, picos do índice global de incerteza de política económica coincidem com variações negativas no indicador avançado para a economia mundial. 2019 não é excepção: a incerteza de política económica está perto de máximos históricos e o indicador avançado — em níveis atingidos pela última vez antes da crise de dívida soberana na Europa — sugere a manutenção da actual tendência descendente.

Desde o início de 2018 até hoje, o indicador global de surpresa na divulgação de indicadores macro tem registado valores negativos, de forma quase ininterrupta. Tal evidencia que a desaceleração económica global tem sido consistentemente pior que o antecipado. À semelhança de anteriores períodos de arrefecimento ou crise, uma estabilização do indicador ocorre ainda antes de se verificar a pior fase do ciclo.

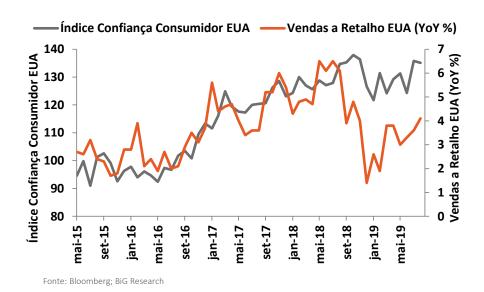


Fonte: IMF; CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis; Sentix Behavoural Indices; OECD; Bloomberg; BiG Research (N) – série normalizada



Fonte: OECD; Economic Policy Uncertainty; Citigroup Global Markets Inc; Bloomberg; BiG Research (N) – série normalizada

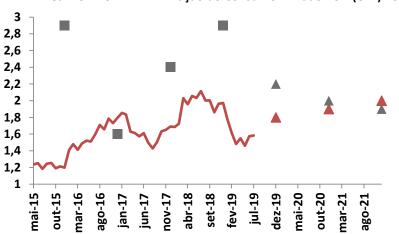




• Tal como sinalizado pelo discurso de Jerome Powell dia 18 de Setembro, a confiança do consumidor continua robusta, impulsionando assim as vendas a retalho.

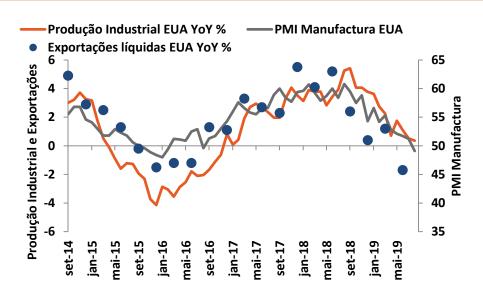
• O desemprego nos EUA continua abaixo dos 4%, gerando assim um crescimento de salários à volta dos 1%.

■ PIB Real EUA YoY ——Inflação do Consumo Privado EUA (CPE) YoY



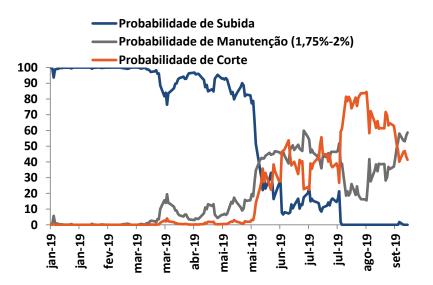
- A Reserva Federal Americana antecipa um crescimento real do PIB à volta dos 2% até 2021 e inflação do consumo privado (CPE) a convergir para os 2%.
- Estas expectativas foram a justificação para a implementação de um corte de apenas 0,25% na última reunião de Setembro do FED, e para um discurso mais hawkish por parte de Powell, que não vê para já razões para mais cortes da taxa de referência.





- Jerome Powell assinalou no entanto alguns sinais de desaceleração a nível das empresas. No gráfico à esquerda é visível a desaceleração da confiança das mesma para investirem (PMI Manufactura), desaceleração já da produção industrial, assim como das exportações líquidas nos EUA.
- O grande motivo para este comportamento negativo do sector empresarial são obviamente as incertezas geradas pela guerra comercial, assim como uma desaceleração de outras economias, nomeadamente Europa e China.

Fonte: Bloomberg; BiG Research



- Depois da reunião de Setembro, as expectativas do mercado para uma manutenção das taxas ao nível actual (1,75% e 2%) na reunião de Novembro aumentou para perto de 60%. Para os membros do FED a expectativa para 2020 é de manutenção ou subida de taxas.
- Powell afirmou que irá estar atento aos principais indicadores económicos e que irá actuar caso seja necessário.
- No entanto, vemos o actual impacto negativo na confiança e investimento das empresas muito difícil de ser revertido, mesmo que haja um aliviar das tensões comerciais (que provavelmente será apenas temporário). Assim, achamos que o FED, com esta intenção mais reactiva (vs proactiva) irá acabar por tomar medidas tarde de mais.

Fonte: Bloomberg; BiG Research



BIG BANCO DE INVESTIMENTO GLOBAL

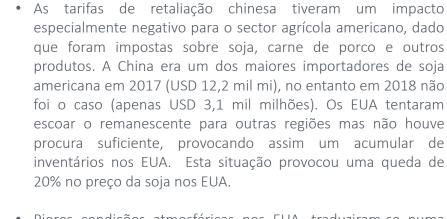
2.3 EUA – China Guerra Comercial: Últimos desenvolvimentos



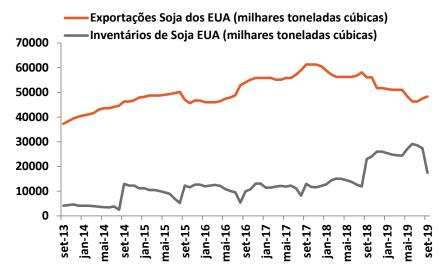
- 1 No início de Julho, os EUA permitiram a emissão de licenças prolongadas para o comércio de produtos por parte de empresas americanas com a Huawei. Estas licenças eram atribuídas apenas nos casos em que não havia ameaça à segurança nacional americana.
- 2 3 Depois da reunião inconclusiva de final de Julho, os EUA anunciaram inesperadamente um aumento de tarifas à China. As novas tarifas de 15% sobre USD 300 mil milhões de bens (lista 4) seriam implementadas em 2 momentos: a partir de 1 de Setembro e 15 de Dezembro. Estas incidiriam sobre bens de consumo como por exemplo aparelhos electrónicos, brinquedos e consolas.
- **4 − 5** No seguimento de novas tarifas por parte dos EUA, a moeda chinesa (Yuan) desvalorizou, ultrapassando os 7 vs o USD, o valor mais baixo desde 2009. A China anunciou também tarifas adicionais a serem impostas a partir de 1 de Setembro e 15 de Dezembro. Estas serão entre 5% e 10% e afectarão cerca de USD 75 mil milhões de bens.
- **6 8** A meio de Setembro, a China excluiu 16 tipos de bens importados dos EUA das tarifas. Estes incluiam pesticidas, comida para animais e medicamentos para cancro entre outros. No seguimento desse compromisso, os EUA decidiram adiar o aumento de tarifas de (de 25% para 30%) para as listas 1 a 3, de dia 1 de Outubro para dia 15 de Outubro.
- 9 Os EUA e a China planeiam reunir-se e negociar novas condições de comércio de modo a estabelecerem um acordo de longo prazo.
- 10 As tarifas de 15% sobre a Lista 4B (os restantes bens do total de USD 300 mil milhões) poderão ser implementadas em Dezembro.



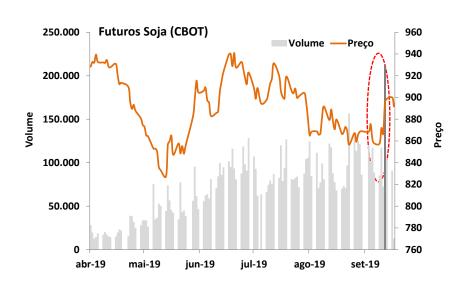
OUTLOOK 4T2019 | BiG 2.3 EUA – China Guerra Comercial: Impacto no sector agrícola americano



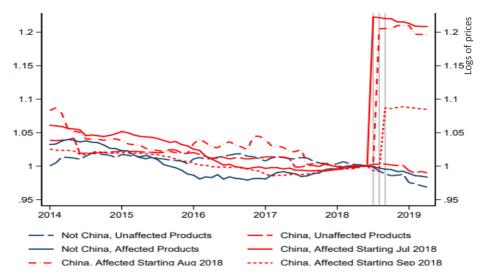
- Piores condições atmosféricas nos EUA, traduziram-se numa queda de 20% de produção, prejudicando ainda mais este sector.
- No lado oposto está o Brasil, que compete directamente nas exportações de soja com os EUA. A sua quota de mercado nas exportações para a China aumentou de 45% em 2017 para 75% em 2018.
- A 12 de Setembro deste ano, a China comprometeu-se a importar dos EUA cerca de 600 mil toneladas de soja (uma das maiores encomendas desde 2018) aliviando assim as tensões comerciais entre os países. Os futuros da soja consequentemente, valorizaram de forma significativa nesse dia.



Fonte: Bloomberg; BiG Research



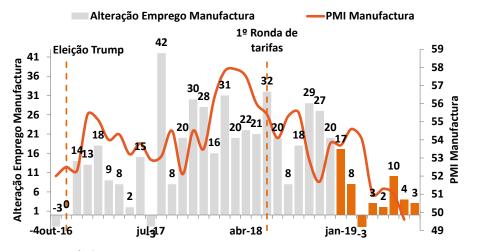
Fonte: Bloomberg; BiG Research



Fonte: Cavallo, Gopinath, Neiman, Tang. (2019). Tariff Passthrough at the Border and at the Store: Evidence from US Trade Policy



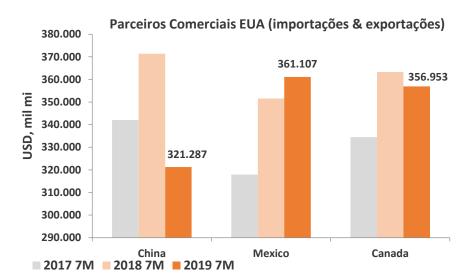
- De acordo com o U.S. Census Bureau, 26% de todos os bens importados para os EUA são bens de consumo. Assim, as tarifas anunciadas de 15% sobre USD 300 mil mi de bens de consumo a serem implementadas a 15 de Dezembro irão inflacionar os preços de brinquedos, produtos tecnológicos e vestuário. Será particularmente negativo para o consumo na época natalícia.
- No gráfico da esquerda vemos uma estimativa de como os preços poderão evoluir após a implementação destas tarifas. De acordo com os cálculos da US Trading Association o aumento de preços nos bens de retalho iria provocar um aumento dos gastos anuais das famílias americanas em USD 500 por ano.



• As tarifas tiveram também impacto na confiança das empresas americanas o que se reflectiu na queda dos PMIs mas também na queda de contratações, tal como visível no gráfico à esquerda.

Fonte: Bureau of Labor Statistics

BIG BANCO DE INVESTIMENTO GLOBAL



Fonte: United States Census Bureau

Importações da China 13% 9% 6% Computadores Equipamento Telecom. Acessórios PC Brinquedos, jogos, desporto Texteis e Vestuário Mobília e bens da casa Outros

Importações do México



- Numa carta enviada à administração Trump em Maio de 2018, 17 associações de empresas americanas, deixaram bem explícito que 41% de todas as roupas vendidas nos EUA eram importadas, assim como 72% de todos os sapatos e 84% de todos os bens de viagem e lazer.
- Assim, de modo a reduzir o impacto das tarifas nas margens destas empresas, parte do impacto terá de ser passado para o consumidor através do aumento de preços. A Walmart por exemplo já anunciou que terá de aumentar alguns preços ou tentar importar produtos de outros países.
- Com o acordo renovado entre EUA, México e Canadá, as exportações dos dois últimos para os EUA aumentaram significativamente vs 2017.
- No entanto não é expectável que o México ou Canadá consigam compensar de forma significativa os bens Chineses visados pelas tarifas. Como é visível no gráfico à esquerda, os bens importados da China são mais tecnológicos e de consumo enquanto que os do México correspondem mais a automóveis e maquinaria.
- Algumas empresas americanas, ponderam também deslocar a sua produção na China para outros países asiáticos. A Apple por exemplo irá deslocar entre 15% a 30% da sua produção na China para outras regiões e a NIKE tem vindo a aumentar a sua produção no Vietname.

Fonte: United States Census Bureau



	Lista 1 (Junho 2018)	Lista 2 (Agosto 2018)	Lista 3 (Setembro2018)	Lista 4 (Setembro 2019)
	USD 34 mil mi	USD 16 mil mi	USD 200 mil mi	A: USD 112 mil mi
Até 30 de Setembro	25%	25%	25%	15%
A partir de 15 de Outubro	30%	30%	30%	
				Lista 4 (Dezembro 2019)
A partir de 15 de Dezembro				B: USD 188 mil mi
				15%
*:	Junho 2018 - Setemb	oro 2019		Dezembro 2019
	USD 185 mil mi			USD 75 mil mi
	5 a 25% (tarifa média	de 21%)		5% a 10%

Fonte: BiG Research

Cenário Pessimista: EUA impõem tarifas anunciadas; China retalia

- Os consumidores americanos irão assim assistir a uma subida de preços, que impactará negativamente o consumo e a confiança para compras futuras.
- Mais empresas investirão na deslocalização do processo de manufactura para fora da China.
- O governo americano por sua vez teria de suportar a indústria agrícola do país através de subsídios.

Cenário Optimista: EUA não impõem tarifas anunciadas; China aumenta compras de produtos agrícolas americanos

- Os consumidores americanos não sofreriam um aumento acentuado do preço dos bens de consumo.
- Empresas podem ainda assim continuar a diversificar as regiões das quais importam, com receio de novas tarifas no futuro.
- O aumento de procura de produtos agrícolas iria beneficiar o sector e reduzir inventários.

Opinião BiG Research: Esperamos um acordo de médio prazo em Outubro, nas reuniões entre os dois países, que evitará o aumento de tarifas para Outubro e Dezembro. Este acordo deverá contemplar compras superiores de produtos agrícolas por parte da China, menos restrições à Huawei por parte dos EUA e um compromisso da China para a protecção de propriedade intelectual de empresas americanas.

Ainda assim, este acordo será frágil e maiores tensões poderão surgir em 2020, caso uma das partes falhe nas promessas feitas.

-20



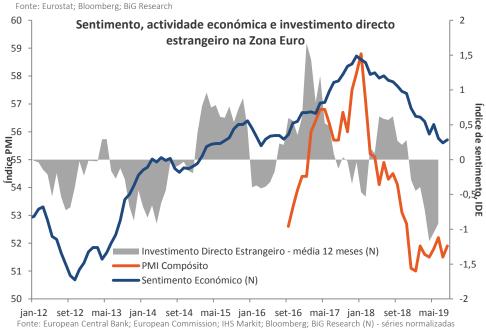
-25 mar-00 dez-01 set-03 jun-05 mar-07 dez-08 set-10 jun-12 mar-14 dez-15 set-17 jun-19

Investment YoY

Real GDP growth YoY

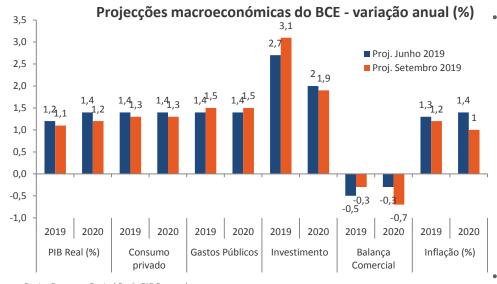
Government Consumption YoY

Household Consumption YoY



- A Zona Euro voltou a abrandar no segundo trimestre de 2019, expandido apenas 1,2% YoY. O consumo privado manteve o seu crescimento estrutural, reconfirmando o seu estatuto de pilar último da economia da Zona Euro. O investimento registou uma expressiva desaceleração, influenciado pela deterioração do sentimento económico global e, em particular, na Zona Euro.
 - Os gastos públicos cresceram a uma taxa homóloga de 1,3%, desiludindo face à expectativa e necessidade de estímulos orçamentais para relançar a economia.
- Pelo quarto trimestre consecutivo, a balança comercial voltou a contrair, reflectindo o impacto adverso das tensões comerciais na procura externa e a estabilidade do consumo interno.
- Desde o apogeu da recuperação europeia, atingido no último trimestre de 2017, a actividade económica tem retraído de forma vigorosa, arrastada sobretudo pelo sector manufactureiro, enquanto os serviços mantêm resiliência em virtude do persistente crescimento do consumo interno.
- Concomitantemente, a quebra praticamente ininterrupta no sentimento económico motivou variações materiais na posição internacional de investimento da Zona Euro (ZE). Registou-se uma simultânea compressão dos activos - sugerindo que empresas da ZE terão desinvestido no estrangeiro - e dos passivos – sinalizando que as empresas não pertencentes à ZE também terão reduzido o seu investimento na ZE - com a primeira a exceder a segunda.
- A Zona Euro é tradicionalmente uma investidora líquida no estrangeiro, no entanto, e de forma possivelmente temporária, o expressivo desinvestimento da ZE no estrangeiro, colocou o bloco numa rara posição de recebedor líquido de investimento.







Fonte: European Comission; Eurostat; Bloomberg; BiG Research

- Como tem sido habitual, o Banco Central Europeu voltou a rever em baixa as suas projecções de crescimento económico e inflação para a Zona Euro. O BCE mantém, no entanto, uma visão moderadamente positiva a médio prazo, acreditando que a dissipação dos riscos externos permitirá a continuação da expansão económica, não prevendo actualmente qualquer alteração na tendência de queda da taxa de desemprego, até 2021. No entanto, o BCE não parece acreditar que o segundo elemento-chave para combater uma possível recessão – o tão solicitado e necessário estímulo orçamental – assuma a dimensão desejada, tendo sido essa uma das mais prováveis razões para o lançamento de um novo pacote – não consensual de estímulos monetários extraordinários.
- O impacto destes novos estímulos nos preços deverá tardar, com a inflação a abrandar até 2020 e a atingir apenas 1,5% em 2021.
- As mais recentes projecções de saldo orçamental primário dos Estados membros (EM) da ZE incorporam não só o Objectivo a Médio Prazo (MTO), mas também as últimas recomendações no âmbito do acordo de flexibilização do Pacto de Estabilidade e Crescimento do ECOFIN, para fazer face à ciclicidade económica, reformas estruturais e necessidade de investimento público.
- Neste contexto, 12 dos 19 EM da ZE deverão realizar uma alteração acumulada expansionista do seu saldo orçamental primário em % do PIB até 2020, com o numerador a ser o principal responsável por essa variação. Os países com superavit são encorajados a diminuí-lo, enquanto os países com défice são incentivados a procurar a melhor forma de simultaneamente estimular o crescimento e manter a disciplina orçamental.
- Acreditamos que durante os próximos anos na ZE, a despesa pública aumentará em volume e em ponderação do PIB.

Crescimento económico sequencial na Alemanha Crescimento económico sequencial na Alemanha Consumo privado Investimento Gastos públicos Balança Comercial PIB Real QoQ -15

mar-00 dez-01 set-03 jun-05 mar-07 dez-08 set-10 jun-12 mar-14 dez-15 set-17 jun-19





jan-00 jul-01 jan-03 jul-04 jan-06 jul-07 jan-09 jul-10 jan-12 jul-13 jan-15 jul-16 jan-18 jul-19
Fonte: German Economy and Technology Ministry; German Federal Statistics Office; IFO Institute; Bloomberg; BiG Research

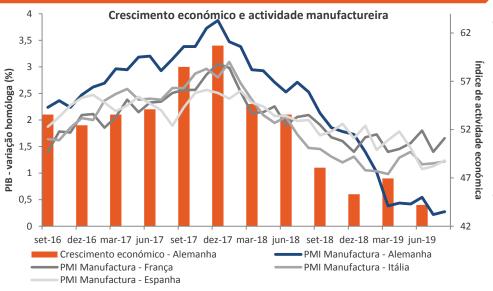
OUTLOOK 4T2019 | BiG

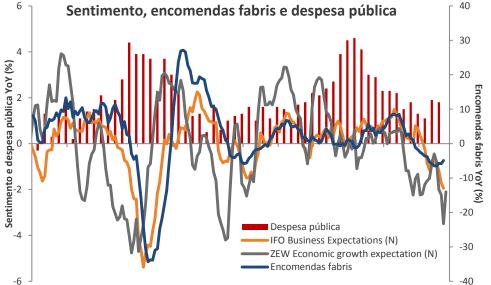
3.3 Alemanha – Crescimento económico e produção industrial

O motor económico europeu encontra-se na iminência de uma recessão técnica, algo que não ocorreu desde a crise de dívida soberana na Europa. Os vários indicadores macro divulgados deixam antever que, no terceiro trimestre, a economia alemã terá continuado a abrandar, contagiando a restante ZE.

Numa base sequencial, a economia germânica contraiu 0,1% no segundo trimestre do ano. O investimento registou a sua primeira variação negativa desde 2016, o consumo privado ficou quase inalterado (0,1%) e a balança comercial voltou a ser castigada pela quebra do comércio internacional, com as exportações a sofrerem a maior contracção desde 2012 (-1,3%). Os gastos públicos registaram mais um avanço saudável (0,5%) que, na nossa opinião, vaticina a evolução desta rubrica nos próximos trimestres.

- A maior ciclicidade da economia alemã deriva da elevada preponderância da sua indústria (em média, 23% do PIB, durante os últimos 10 anos) e consequentemente do muito substancial e crescente peso das exportações, que actualmente representam cerca de 47% do PIB.
 - Perante esta estrutura, as tensões comerciais penalizaram particularmente a produção industrial, cuja variação homóloga atingiu o valor mais baixo desde a crise financeira de 2008, e, em particular, a importante indústria automóvel (cerca de 5% do valor acrescentado bruto total), que já atravessava dificuldades impostas pela regulamentação e necessidade de reinvenção.
 - Não obstante o forte recuo da produção industrial, a continuada quebra das exportações motivou uma expressiva acumulação de inventários, criando um risco considerável para a produção industrial futura face a uma lenta recuperação das exportações.





jan-05 abr-06 jul-07 out-08 jan-10 abr-11 jul-12 out-13 jan-15 abr-16 jul-17 out-18 Fonte: IFO Institute; ZEW; Bank of Germany; German Federal Statistical Office; German Economy and Technology

(N) - séries normalizadas

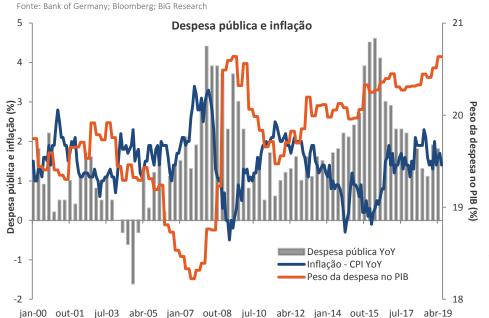
Fonte: German Federal Stastitical Office; IHS Markit; Bloomberg; BiG Research

Ministry: Bloomberg: BiG Research

- Em claro contraste com o sector de serviços (que ainda exibe um dos mais elevados níveis de actividade económica na ZE), o PMI da manufactura alemã encontra-se em mínimos históricos e, sem sinais de inversão de tendência, aponta para a consumação da mencionada recessão técnica. Dada a sua natureza industrial, a disrupção no comércio internacional atingiu com maior severidade a Alemanha, causando um pronunciado abrandamento económico.
 - Ainda que negativamente afectada, a actividade económica manufactureira nas seguintes três maiores economias europeias ostenta maior resiliência, em virtude de um sentimento menos penalizado pelos desenvolvimentos externos, graças à sua maior dependência doméstica e do sector de serviços.
- Em caso de divergência entre os indicadores de sentimento, continuamos a optar pelo IFO, uma vez que os inquiridos para a sua formulação são intervenientes da economia real, que não padecem do mesmo enviesamento, causado pelos mercados, que se observa nos investidores e economistas, alvo do ZEW.
- A queda das encomendas fabris para valores de variação verificados pela última vez durante a crise financeira de 2008 está alinhada com o sentimento deveras deprimido vigente na economia alemã. O tão esperado estímulo orçamental poderá suavizar esta situação, através do seu efeito positivo, ainda que por vezes moroso, na actividade industrial.
- Perante a actual conjuntura externa, a dimensão desse estímulo deverá ditar o grau de melhoria no sentimento económico, determinando a sustentabilidade e magnitude da retoma da actividade industrial.

Fonte: Eurostat; Bloomberg; BiG Research

jan-00 jul-01 jan-03 jul-04 jan-06 jul-07 jan-09 jul-10 jan-12 jul-13 jan-15 jul-16 jan-18 jul-19



OUTLOOK 4T2019 | BiG

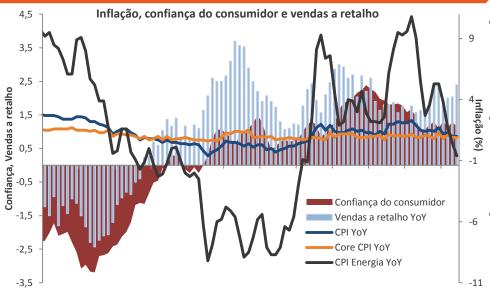
3.3 Alemanha – Mercado laboral, preços e estímulos orçamentais

O mercado laboral – indicador retardado – representa uma das métricas mais basilares para determinar a saúde de uma economia, tendo em conta as suas repercussões directas no consumo e indirectas nos demais macroagregados.

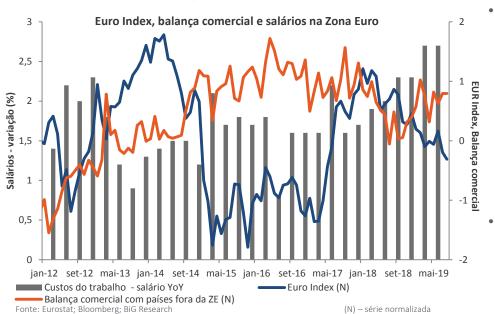
Após uma tendência decrescente contínua desde meados de 2013, a taxa de desemprego na Alemanha subiu no último trimestre: de forma bastante ligeira, mas suficiente para cristalizar as dificuldades que a economia-motor da Europa atravessa. A perda de postos de trabalho, que ocorreu predominantemente na severamente castigada indústria, foi igualmente a mais elevada desde a crise financeira global.

Como economia tradicionalmente superavitária, favorável à austeridade orçamental e opositora do expansionismo monetário não-convencional, a Alemanha encontra-se emparedada entre a sua ciclicidade e a sua enraizada visão político-económica. A previsível continuação da deterioração económica deverá arrastar outros Estados membros da ZE, acabando, em última instância, por surtir renovados efeitos adversos para a Alemanha. Revela-se, por conseguinte, urgente a utilização de estímulos orçamentais para estimular a vertente doméstica da economia. O ministro das finanças, Olaf Scholz (SPD), afirmou ter preparada uma actuação de EUR 50 mil milhões (~1,4% do PIB), a aguardar consenso governamental. As principais áreas visadas deverão ser: infraestruturas (estradas, telecomunicações e caminhos de ferro) e a potenciação da economia/tecnologia verde.

• Face ao crescente risco geopolítico mundial e sobretudo dado que os estímulos orçamentais não resultaram num descontrolo inflacionário desde a criação do euro, acreditamos que, mais tarde ou mais cedo, a via estimulativa orçamental será activada.



jan-12 set-12 mai-13 jan-14 set-14 mai-15 jan-16 set-16 mai-17 jan-18 set-18 mai-19 Fonte: Eurostat; European Commission; Bloomberg; BiG Research



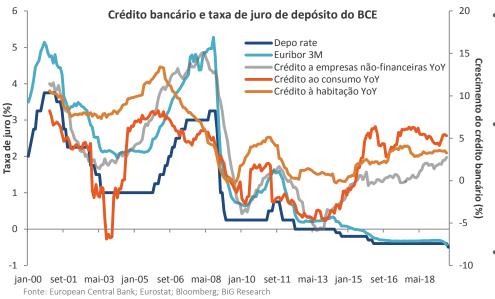
Com a material descida do preço do petróleo e do gás natural, a acentuada queda da componente energética puxou a já anémica inflação da Zona Euro para 1%, cerca de metade do objectivo do Banco Central Europeu (2%).

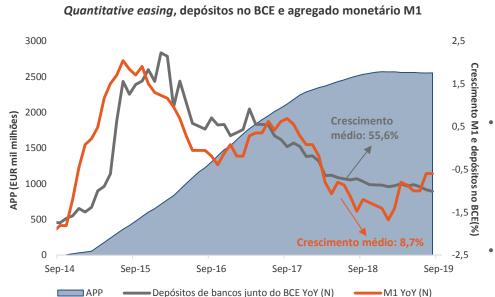
A continuada quebra na confiança do consumidor durante 2018, aparenta ter dado lugar a uma estabilização durante os segundo e terceiro trimestre de 2019, suportando as vendas a retalho e, consequentemente, a componente core da inflação.

Antecipamos que até ao fim do ano, a inflação na ZE se mantenha consideravelmente afastada dos 2%, não antevendo uma retoma material no consumo e por isso inflação *core*, nem um aumento substancial dos custos energéticos.

Analisando a esfera doméstica das pressões inflacionistas e tendo em conta a presente acentuada desaceleração económica, acreditamos que o crescimento salarial (actualmente 1,7 pontos percentuais acima da taxa de inflação) não se sustentará neste nível por muito mais tempo, a menos que se verifique um substancial aumento dos gastos públicos, com um bem-sucedido efeito multiplicador — algo que ainda não é claro para nós. Assim sendo, como cenário-base assumimos uma reversão salarial para valores próximos de avanços de 2%, o que, em última instância, não deverá exercer consistente pressão ascendente nos preços.

Na vertente externa, a prevalecente desvalorização do euro, que antecipamos mais paulatina doravante, não deverá providenciar um estímulo realmente convincente à inflação, na medida em que a balança comercial da ZE com os países externos ao bloco deverá conservar o seu saldo confortavelmente excedentário.

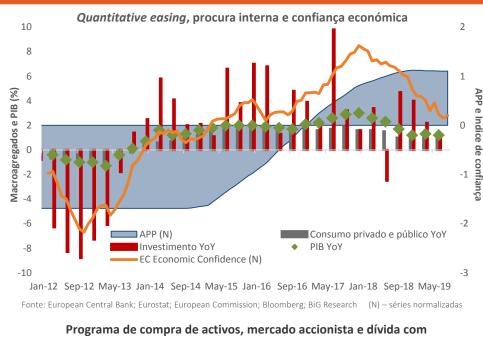


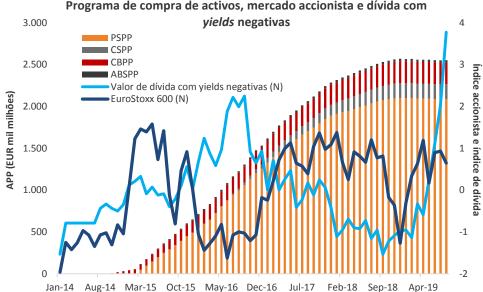


(N) - série normalizada

Fonte: European Central Bank; Bloomberg; BiG Research.

- A estabilização média na concessão de crédito na Zona Euro, associada a uma inflação persistentemente baixa e coroada por uma economia em plena desaceleração, levou o Banco Central Europeu a lançar um novo pacote de estímulos monetários, que não reuniu unanimidade no Conselho do BCE.
 - Um corte de 10 pontos base na taxa de juro de depósitos não nos parece suficiente para expandir a concessão de crédito acima dos actuais níveis já razoáveis. Nesta contexto, a existência de um volume de dívida sem precedentes e uma taxa de poupança das famílias perto de mínimos históricos (12%), dilata consideravelmente a probabilidade de japonização da Europa.
- A tentativa generosa de manutenção da actual expansão afigurase uma séria ameaça ao consumo e crescimento futuro.
- O quantitative easing (QE) representa uma ferramenta de último recurso, a utilizar quando a política de taxas de juro se revela ineficaz. Em última instância, o QE visa aumentar o crédito concedido à economia, baixando os custos de financiamento para estimular investimento e consumo. Para o seu sucesso, os bancos desempenham um papel fulcral no mecanismo de transmissão.
- Durante a primeira ronda de QE, este mecanismo funcionou de forma sub-óptima, com o crescimento médio anual do agregado monetário mais líquido (M1) que melhor aproxima o capital injectado na economia a representar cerca de 1/6 do capital que os bancos da ZE colocaram no BCE, a título de reservas por excesso de liquidez.
- Numa conjuntura de deterioração continuada no sentimento económico, não estamos convictos num melhor funcionamento do mecanismo de transmissão, comprometendo seriamente a eficácia da segunda ronda de QE.





(N) - séries normalizadas

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

Apesar da modesta performance do mecanismo de transmissão, o QE terá contribuído largamente para a confiança económica. Um enquadramento de custos de financiamento historicamente baixos, uma fulgurosa recuperação do sentimento na ZE e um panorama global benigno para a actividade económica proporcionaram um aumento considerável do investimento, uma reanimação do consumo (que ainda mantém robustez) e uma efectiva recuperação da economia da Zona Euro.

Um novo programa de QE poderá proporcionar uma melhoria de sentimento e consequentemente económica, todavia o seu impacto isolado (caso não seja acompanhado por estímulos orçamentais) deverá ser marginalmente decrescente.

O novo programa de QE, com início de compra de EUR 20 mil milhões de activos marcado para Novembro, poderá providenciar relativo suporte ao mercado accionista europeu. No entanto, não antevemos o aumento de outrora, que acabou, em boa parte graças ao bom momento económico, por ser mais tarde justificado por um crescimento dos lucros corporativos.

A desvirtuação é ainda superior no mercado de dívida. No terceiro trimestre, cerca de 50% da dívida soberana e corporativa investment grade (IG) da ZE negociava com yields negativas. O segmento high yield também beneficiou desta tendência de redução acentuada de custos de financiamento, criando um risco significativo em caso de agravamento macroeconómico.

Acreditamos que, apesar do BCE, dentro dos seus critérios já poder comprar qualquer obrigação IG com *yield* inferior à *depo rate*, o novo programa de QE acabará por revelar o fundo nas *yields*, em virtude do eventual aumento da percepção de risco de crédito se sobrepor à procura do BCE.

170

120

70

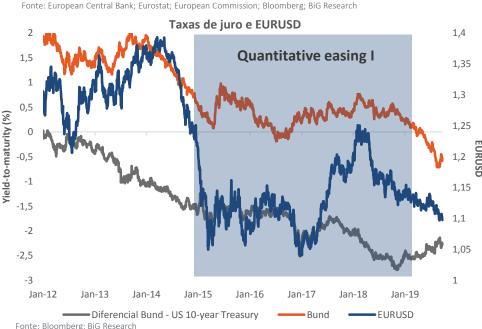
EuroStoxx Banks

Depo rate



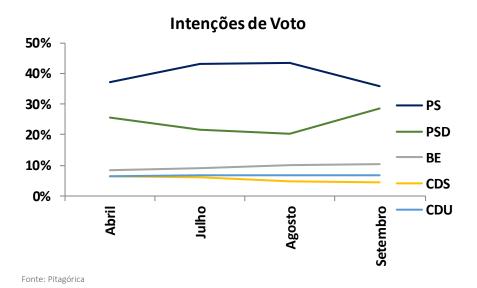
Jan-00 Nov-01 Sep-03 Jul-05 May-07 Mar-09 Jan-11 Nov-12 Sep-14 Jul-16 May-18 Mar-20

- Refi rate



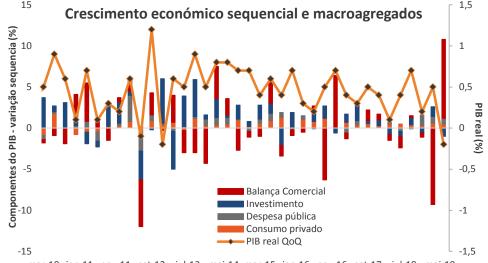
Perante uma evidente percepção de mercado de que taxas de juro negativas prejudicam a rentabilidade dos bancos, o BCE, no âmbito deste novo pacote de estímulos monetários, apresentou medidas mitigatórias. Uma taxa de depósitos estratificada, para não prejudicar com 50 pontos base os bancos que menos liquidez mantenham em balanço e condições ainda mais benéficas nas operações de financiamento a longo prazo para bancos que de facto concedem crédito à economia real (TLTRO).

- Se os estímulos monetários não forem capazes de relançar a economia da ZE, consideramos que as medidas mitigatórias serão insuficientes para proteger os bancos da "linha da morte" abaixo da qual o pânico de mercado deverá generalizar-se.
- A solução, uma vez mais, deverá estar nos estímulos orçamentais e a sua capacidade de voltar a acelerar a economia.
 - A intensificação da tendência descendente nas *yields* de dívida soberana alemã encontra alicerce em dois factores determinantes inerentes à realidade da ZE. Os estímulos monetários expansionistas não-convencionais do BCE e o facto de a Alemanha, como motor-económico europeu, ter a sua dívida categorizada como principal activo de refúgio europeu. Perante a ausência de inflação, o pronunciado abrandamento económico e receio de uma recessão, o seu perfil de refúgio tem sido particularmente preponderante na queda das yields, arrastando naturalmente o euro face ao dólar norte-americano.
 - Não antecipando para já uma inversão material desta conjuntura europeia, perante a hegemonia económica dos EUA no bloco desenvolvido e o crescente risco macro e geopolítico global, consideramos que o EURUSD tem ainda espaço para continuar a retrair, antecipando que acabe o ano entre 1,08 e 1,10.

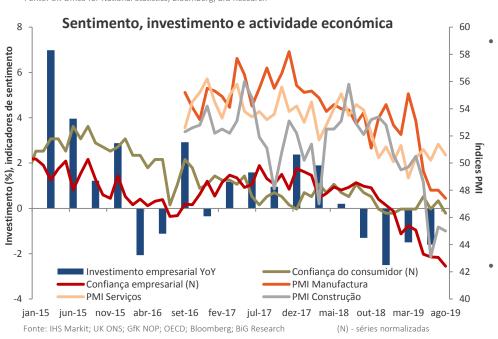


- A principal questão para as eleições legislativas, marcadas para dia 6 de outubro, não será que partido sairá vencedor, mas sim se o Partido Socialista conseguirá a maioria absoluta e de que forma o fará.
- Em Agosto, as sondagens colocavam o PS a um deputado de a alcançar, mas este mês a popularidade do partido diminuiu para 39% (de 43%), enquanto que o PSD aumentou para 23,3%.
- As propostas de todos os candidatos passam por reduzir a carga fiscal sobre o povo português. A forma como o vão fazer é que é diferente.

- O PS propõe um novo desdobramento dos escalões do IRS, para acentuar a progressividade do imposto e ao mesmo tempo um desagravamento do IRC para empresas a investir na economia. No entanto, o partido falha em apresentar valores concretos sobre esta proposta.
- O PSD apresenta uma proposta um pouco mais exata. Afirmando que consegue reduzir a carga fiscal em EUR 3,7 mil mi até 2023, com cortes graduais na taxa do IRC (EUR 1,6 mil mi); no IRS, cortando nos escalões intermédios (EUR 1,2 mil mi); no IMI, reduzindo a taxa mínima para 0,25% (EUR 1,3 mil mi); no IVA, a partir de cortes na taxa para 6% em consumos de eletricidade e gás, de modo a conseguir aumentar ainda mais o investimento e impulsionar o consumo privado.
- Economicamente, o plano apresentado pelo PS vai em linha com o programa de estabilidade, lançado em Abril, apontando para uma redução da dívida pública para 100% do PIB e um saldo primário de 3% até 2023. O partido defende que os próximos 4 anos serão de reconsolidação financeira, com maior foco no Investimento Público, nomeadamente nos transportes e na saúde.
- Atualmente, uma coligação entre o PS e BE parece difícil, pelas divergências entre os dois partidos. O BE insiste que o objetivo de um défice de 0% é insustentável para aumentar devidamente o Investimento Público, propondo assim uma reestruturação da dívida que permitiria poupar cerca de 2 mil milhões de euros por ano, ideia esta completamente rejeitada pelo atual Governo. Neste sentido, o PAN seria um candidato mais provável a aliar-se ao Partido Socialista.



mar-10 jan-11 nov-11 set-12 jul-13 mai-14 mar-15 jan-16 nov-16 set-17 jul-18 mai-19 Fonte: UK Office for National Statistics; Bloomberg; BiG Research



No segundo trimestre, a economia britânica contraiu 0,2%, numa base seguencial, a variação mais baixa desde a crise de dívida soberana na Europa. O investimento, estrondosamente castigado pelo Brexit, continuou o seu marcado arrefecimento, chegando a registar a maior quebra (-1% QoQ) desde 2015. O consumo privado, pilar estrutural de uma economia desenvolvida voltou a abrandar, crescendo apenas 0,5%, penalizando as importações, o que, em conjunto com a forte desvalorização da libra, permitiu

um crescimento significativo da volátil balança comercial.

4.1 Reino Unido - Contexto macroeconómico

- O macroagregado-chave que provavelmente permitiu evitar a recessão técnica consiste nos gastos públicos, que deverão ter aumentado expressivamente no terceiro trimestre, com a postura expansionista, eleitoralista e populista de Boris Johnson a acrescer à inversão da austeridade já prevista pelo governo de May para 2019.
- Desde 2015, ano em que a possibilidade de um referendo à permanência na UE começou a ser considerada de forma séria, tem-se assistido a uma quebra do investimento, seguindo a confiança empresarial. Este indicador de sentimento tem sido particularmente sensível aos desenvolvimentos para Brexit, com a maior incerteza do último ano a acentuar a sua queda. Com efeito, o sector mais doméstico - construção - foi o mais penalizado, encontrando-se em pleno território de contracção. Até maior clareza em relação a Brexit, que só antecipamos que ocorra materialmente a partir do segundo trimestre de 2020, prevemos uma continuação desta tendência.
- Embora também em decréscimo, a confiança do consumidor tem revelado uma resiliência superior, o que deverá continuar a suportar o sector dos serviços. Numa conjuntura de libra fraca, a manufactura sofre sobretudo pela tendência global do sector.



Inflação, salários, libra esterlina, balança comercial e consumo 2 - 3,5 Salários esterlina, balança comercial e consumo 1 - 3,5 2,5 Salários e inflação 1,5 Salários e inflação 2,5 Salários e inflação 1,5 Salários e inflação 2,5 Salários e inflação 2,5 Salários e inflação 2,5 Salários e inflação 1,5 Salários e inflação 2,5 Salários e inflação 1,5 Salários e



OUTLOOK 4T2019 | BiG 4.2 Reino Unido – Mercado Laboral e Política Monetária

O mercado laboral britânico continua compacto, com a taxa de desemprego em mínimos de mais de quatro décadas e o nível de emprego em máximos históricos. Contudo, desde o início do ano que se observam sinais de estabilização, reflectindo-se numa desaceleração do crescimento salarial, que, não obstante, continua em máximos de uma década. Com as ameaças globais e incerteza do Brexit, acreditamos que o mercado laboral não ostenta muito espaço para melhorias adicionais.

Como resultado de uma forte recuperação da balança comercial, alicerçada numa significativa correcção do consumo e um tardio efeito re-equilibrador da desvalorização da libra, a inflação retraiu para 1,7%. A pressão inflacionista de futuras quedas da libra, que julgamos possíveis mas algo limitadas, deverá esbaterse contra a estabilização do mercado laboral, mantendo a inflação em torno do objectivo do Banco de Inglaterra (BoE).

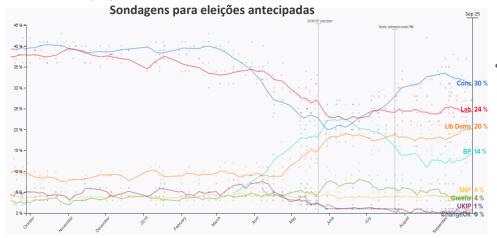
Desde o verão de 2018, o BoE mantém a sua política monetária genericamente inalterada, monitorizando de perto as consequências do processo para Brexit. Numa improvável saída abrupta, a taxa de juro poderá variar em qualquer direcção, embora consideremos mais provável uma primeira subida para controlar a libra e a inflação e depois cortes para tentar reanimar uma economia que deverá atravessar uma fase catastrófica.

Perante um cenário-base, a materializar-se apenas em 2020, de permanência ou, como segunda possibilidade, saída com acordo, deveremos assistir a uma expressiva melhoria de sentimento e fulgurosa recuperação da libra, acreditando que, ceteris paribus, o BoE terá condições para incrementar a taxa de juro, provocando uma subida das yields de dívida soberana e criando algum espaço para apreciação accionista, principalmente nos segmentos com maior exposição doméstica.

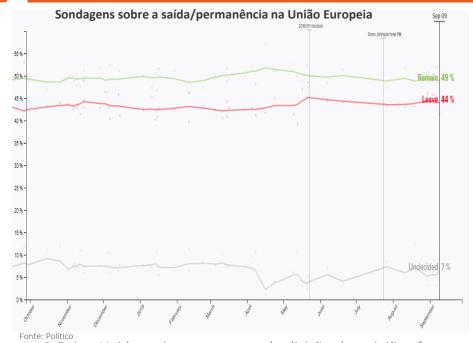


Partido	Número actual de deputados	Visão predominante para Brexit
Conservative Party	288	Brexit, sem ou com acordo, expurgando <i>backstop</i>
Labour Party	247	Segundo referendo
Liberal Democrats	18	Permanência na UE
Scotish National Party (SNP)	35	Permanência na UE
Democratic Unionist Party (DUP)	10	Acordo parlamentar com o Partido conservador, suportando a sua visão
The Independent Group for Change (Change UK)	5	Segundo referendo e permanência na UE
Plaid Cymru	4	Segundo referendo e permanência na UE
Green Party	1	Segundo referendo e permanência na UE
Speaker John Bercow	1	Neutro, mas, em 2016, votou a favor da permanência na UE
Independent members	34	Variada
Sinn Féin	7	Estatuto especial da Irlanda do Norte para maior integração com a UE pós-Brexit
Brexit Party	0	Brexit, a qualquer custo
UKIP	0	Brexit





Fonte: Politico – Poll of Polls



- O Reino Unido assiste ao apogeu da divisão de opiniões face ao Brexit e a actual retórica inflamatória, predominantemente antidemocrática e diplomacia arriscada do governo de Boris Johnson têm contribuído para incrementar a confusão da população.
- A posição vincada do Partido Conservador, sob a liderança de Johnson, e a mensagem pouco clara do Partido Trabalhista, motivada pela indecisão de Corbyn, deverão amplificar a tendência mundial de descrença nos partidos que tradicionalmente estão no poder, favorecendo a ascensão de partidos mais pequenos com posições objectivas e, em alguns casos, extremistas. Com efeito, perante um quadro político fracturado, antecipamos que prováveis eleições resultem num aumento da instabilidade política, que apenas se deverá resolver com potenciais associações improváveis entre partidos.

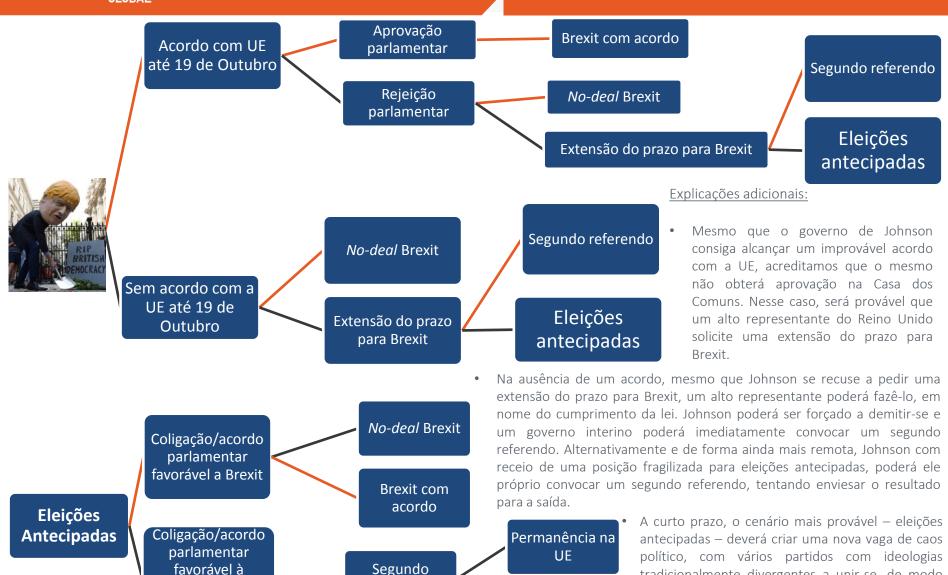
tradicionalmente divergentes a unir-se, de modo

instrumental, em torno de uma posição comum

em relação à UE, a fim de resolver o polarizador

impasse de Brexit.





Reconfirmação

de Brexit

referendo

referendo

Fonte: BiG Research

Nota: Ramos cinzentos representam os desfechos que consideramos mais prováveis a cada etapa.

permanência na

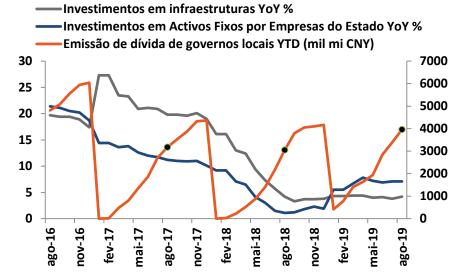
UE ou segundo





- Desde o final de 2018, a China tem vindo a estimular a economia de modo a tentar equilibrar o crescimento do PIB à volta dos 6%.
- Para isso implementou uma série de cortes na taxa de reservas obrigatórias para os grandes bancos de modo a libertar liquidez. A Taxa a 3 meses SHIBOR tem também vindo a cair desde início de 2018.

Fonte: Bloomberg; BiG Research



- Para além dos estímulos monetários, a China relaxou as restrições à emissão de obrigações por parte de governos locais, de modo a estimular o investimento em infraestruturas e em activos fixos por parte de empresas do estado.
- Tal como é possível observar no gráfico à esquerda a emissão de dívida de governos locais este ano compara favoravelmente vs o mesmo período em 2018 e 2017 (assinalados com bolas pretas). Por consequência o investimento em activos fixos por parte de empresas do estado tem recuperado.





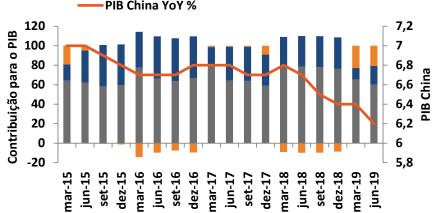
- De modo a proteger-se contra as tarifas impostas pelos EUA, a China tem permitido a desvalorização da sua moeda que já atinge níveis acima dos 7.
- Assim, consegue equilibrar a sua balança comercial em USD, que nos primeiros 2 trimestre de 2019 ficou acima dos períodos homólogos.



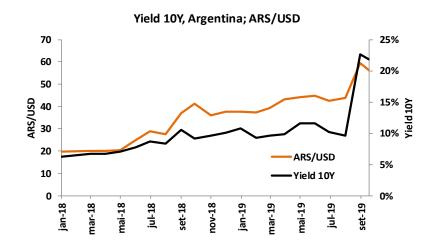
Contribuição Investimento no PIB (% do total)

Contribuição Consumo no PIB (% do total)

PIB China YoY %



- Como é visível no gráfico à esquerda, as exportações representam uma contribuição importante para o PIB. Assim é do interesse da China manter a balança comercial positiva ainda que para isso necessite de maiores desvalorizações da sua moeda.
- No médio prazo o crescimento dos investimentos dependerá destes recentes estímulos e do aliviar das tensões comerciais com o FUA.



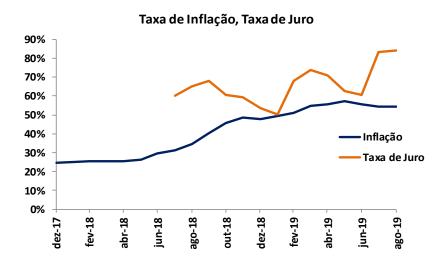
Fonte: Bloomberg BiG Research

Reservas Internacionais (Mil Milhões USD)

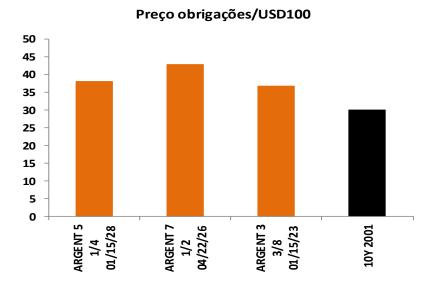


Fonte: Bloomberg BiG Research

- A vitória do partido peronista, nas eleições primárias de Agosto de 2019, provocou o pânico junto de investidores internacionais.
- O último Governo peronista, liderado por Cristina de Kirchner, agora candidata à vice-presidência, foi marcado por acusações de corrupção, manipulação de estatísticas, controlos de capitais, défices orçamentais consideráveis e uma atitude extremamente protecionista.
- O Peso argentino depreciou cerca de 25%, no dia das eleições, atingindo um valor histórico de ARS60/\$1, com a intensa fuga de capitais que se sucedeu com o receio internacional de um regresso ao passado, agendado para 27 de Outubro, data marcada para as eleições gerais. Numa tentativa de estabilizar o valor da moeda, o banco central utilizou cerca de USD15mil mi de reservas internacionais, ação que demonstrou ser ineficaz.
- O atual Governo viu-se forçado a reimplementar controlos de capitais (de modo a controlar a depreciação do peso e o nível de reservas estrangeiras) e a adiar o pagamento de todos os encargos financeiros de curto prazo, enquanto negoceia uma alteração das características de USD 100mil mi de dívida. A natureza unilateral do pedido de adiamento dos encargos de curto prazo, leva o mercado a considerá-lo como um evento de falência técnica.
- A incerteza à volta do futuro político do país, como resultado da ausência de soluções apresentadas pelo partido candidato vem elevar a falta de confiança na economia argentina. A posição que o FMI terá neste contexto é também ambíguo, especialmente com a mudança de liderança a decorrer.



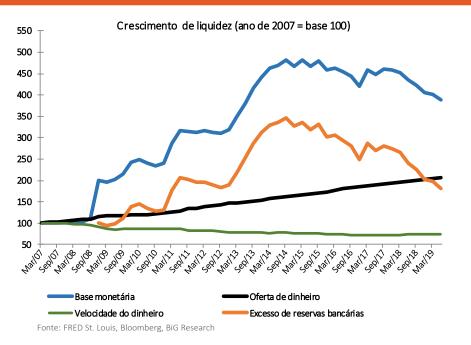
Fonte: Bloomberg BiG Research

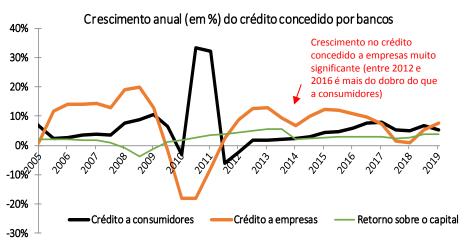


Fonte: Bloomberg BiG Research

• O preço das obrigações argentinas caiu para 40 cêntimos por dólar, com yields a convergir para 23%, valores que refletem a perceção internacional do país estar no caminho de um novo default, cenário este demasiado pessimista, na medida em que a economia que o novo Governo herdará será melhor do que antecedeu o default de 2001.

- É altamente provável que Alberto Fernandez, atual líder do partido candidato, adote uma abordagem mais moderada à economia, especialmente em contexto internacional, do que os seus antecedentes peronistas, na medida em que foi um forte crítico das políticas protecionistas de Kirchner no passado, que eventualmente levaram à sua resignação do posto de chefe de gabinete, em 2008.
- Dentro deste cenário, é de esperar uma valorização das obrigações mediante a apresentação de uma abordagem compreensiva à recuperação económica e consequente reestruturação da dívida, conjuntamente com o FMI e restantes investidores internacionais.
- No entanto, as perspetivas para a economia sofreram com tanta especulação, a forte depreciação do peso não favorece os insustentáveis níveis de inflação, atualmente a rondar os 55%, que já obrigou o atual governo a fixar alguns preços em bens essenciais, nomeadamente relativos à alimentação. A recessão é esperada prolongar-se até 2020 como resultado da redução dos inflows de investimento direto estrangeiro e taxas de juro a rondar os 80%, necessárias para controlar a inflação.





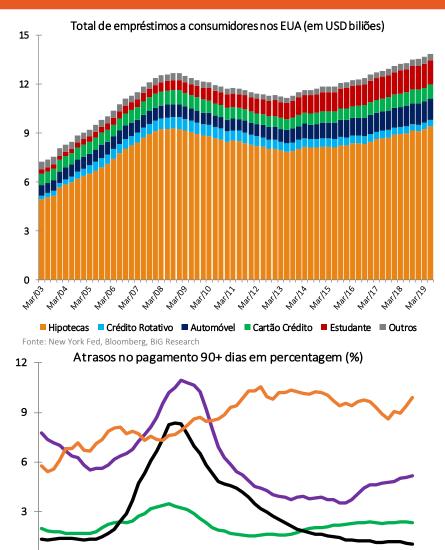
Fonte: FRED St. Louis, Bloomberg, BiG Research

• De forma geral, no que toca ao sector bancário, é possível ver que o crescimento na base monetária está, todo ele, praticamente, contido em excesso de reservas bancárias junto do Fed. Esta liquidez acaba por nunca chegar à economia real de forma significativa já que os bancos conseguem ganhar uma taxa de juro atrativa mantendo as suas reservas junto do Fed.

- Para além disso, o aumento de oferta de dinheiro é, também ele, parcialmente corrigido pela constante diminuição da velocidade de transação do dinheiro. São estes efeitos que explicam os baixos níveis de inflação que têm existido nos EUA (apesar dos elevados níveis de quantitative easing que se têm praticado).
- Isto também quer dizer que os bancos americanos não terão aproveitado essa liquidez para conceder crédito de forma excessiva. Contudo, é possível observar que o crédito concedido a empresas cresceu de forma bastante significativa no pós-crise de 2008. Por exemplo, no ano de 2013 o crédito empresarial cresceu 10% enquanto que o crédito ao consumidor só cresceu 2%. A situação foi semelhante em 2014.
- A desaceleração nas taxas de crescimento na concessão de crédito apontam para uma possível inversão de ciclo. Contudo, nesta primeira metade do ano de 2019, o crédito a empresas continou a crescer cerca de 8% para as empresas e 5% a consumidores.
- Quanto a resultados dos bancos, os lucros têm acelerado este ano com a diminuição de impostos, estando o retorno sobre capital em valores mais altos desde 2013. A última época de resultados trimestrais foi muito positiva para a banca, tendo o crescimento de crédito e lucros ficado significativamente acima das expectativas de analistas.

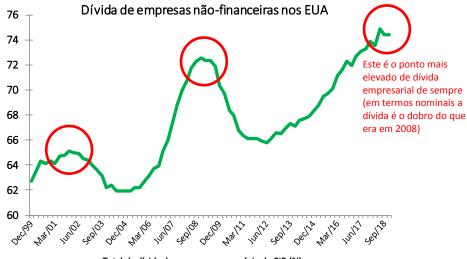
Automóvel

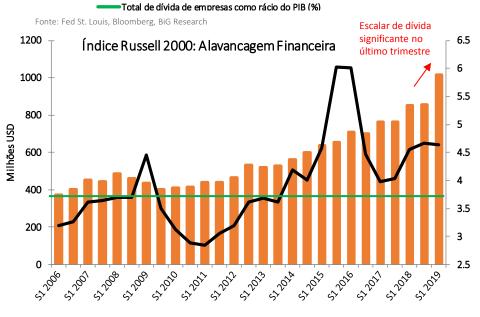
Fonte: New York Fed, Bloomberg, BiG Research



Estudante

- Em termos nominais, o crédito concedido a consumidores tem aumentado. Contudo, o aumento é claramente mais moderado do que foi o caso em pré-crise de 2008. Por exemplo, na primeira metade de 2008 o total de aumento de créditos a consumidores foi de 4,8% enquanto que na primeira metade de 2019 esse aumento foi de 2,4%. Só recentemente (em Maio de 2017) é que o total de crédito concedido, em termos nominais, superou o total concedido em níveis de pré-2008. E, mesmo assim, o valor de crédito só está, neste momento, cerca de 9% mais alto do que estava no pico da crise de 2008.
- Contudo, este aumento moderado, só diz respeito ao total de crédito concedido. Se analisarmos o crédito concedido por categoria, percebemos que o aumento vem principalmente do crédito estudantil, que aumentou 131,3% desde 2008, e do crédito automóvel, +64,6% desde 2008. O empréstimo imobiliário, por sua vez, só aumentou 1,6%.
- O aumento do crédito automóvel está principalmente ligado ao aumento de opções de financiamento e de leasings. O crédito automóvel não terá o risco sistémico que teve o crédito imobiliário. Este crédito tem, também, níveis de subprime baixos (só representam cerca de 20% do total quando em 2008 representavam 27%). Para além disso, apesar de o nível de falhas de pagamento no crédito automóvel ter estado a aumentar, este crescimento é fraco e aparenta estar a reduzir-se. Quanto ao crédito estudantil, este não tem os riscos sistémicos de outros tipos de crédito porque as taxas de securitização são baixas (cerca de 10%) e os níveis de falhas no pagamento já são elevados há vários anos.
- No geral, não é visível qualquer bolha especulativa (semelhante a 2008) no crédito ao consumidor nos EUA.



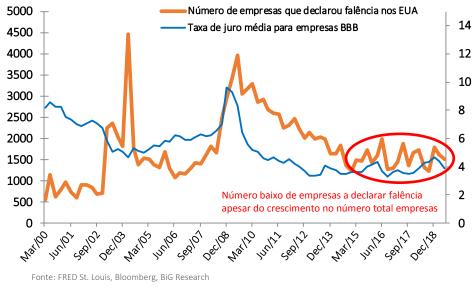


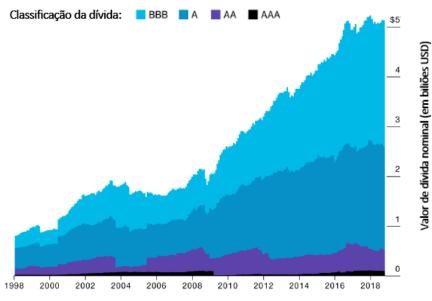
Média de dívida total de longo e curto prazo

Fonte: Bloomberg, BiG Research

— Média de dívida líquida para EBITDA

- A ciclidade do crédito é, geralmente, muito mais aparente no crédito às empresas do que é no crédito ao consumidor. De facto, o ciclo económico e o ciclo de crédito estão intimamente ligados. À medida que a economia expande e o consumo aumenta, as empresas endividam-se para conseguirem melhor expandir o seu negócio no curto-prazo. Com a chegada de uma recessão, as condições de acesso a crédito deterioram-se rapidamente.
- Este facto é conhecido e não é, por si só, algo de inesperado.
 Contudo, as constantes baixas taxas de juro existentes no último
 ciclo económico exacerbaram este problema de forma significante.
 A verdade é que, num ciclo económico com taxas de juro mais
 elevadas, as empresas teriam mais dificuldade em se refinanciar e
 em cumprir os seus serviços de dívida. Isto é algo de bom e normal
 no capitalismo: empresas que não são eficientes e não conseguem
 gerar returnos mais elevados que os seus custos de capital
 desaparecem e são substituídas por outras, mais eficientes, de
 forma gradual.
 - Neste ciclo económico, contudo, é muito mais fácil às empresas sobreviver por mais tempo já que as taxas de juro que pagam são muito baixas e o refinanciamento é fácil. Isto leva a existência das denominadas empresas "zombie": empresas que deveriam ter desaparecido, mas que conseguem persistir graças à facilidade de acesso a crédito e alavancagem.
 - Ao analisar um índice como o Russell 2000, vemos que não só o total de dívida médio das empresas mais do que duplicou desde 2008, mas também o nível de alavancagem se mantém acima de 4x o EBITDA desde 2014. O valor mediano de capitalização de mercado deste índice é de USD 800 mi.





- As baixas taxas de juro e a procura por yield fazem com que, não só o crédito a empresas seja atraente, mas também a compra das suas obrigações. Principalmente com a proliferação de fundos de obrigações que promovem a procura indiscriminada confiando no fator diversificação.
 - O tamanho do mercado de dívida empresarial com a classificação de BBB é neste momento o dobro do que era o total do mercado em 2008 e já representa quase 50% da dívida considerada com grau de investimento.
- O principal problema do crescimento na dívida com classificação de BBB, é que esta, está somente um nível acima das classificações denominadas "lixo". Ora, caso exista um deterioração das condições de crédito, é bastante provável que uma grande parte desta dívida tenha a sua classificação reduzida. Isto forçará os maiores investidores institucionais (como fundos de pensões) que, com o envelhecimento populacional, têm aumentado a sua percentagem de obrigações e sido uns dos principais compradores de dívida a rapidamente vender as suas posições criando uma espiral descendente.
- Para além disso, empresas que vejam o seu rating a ser reduzido para "lixo" terão muito mais dificuldade em se refinanciar com termos razoáveis para a sua sustentabilidade. Como vimos, o número de empresas com dívida excessiva não é baixo e caso estas empresas não se consigam refinanciar terão que fechar operações. Isto poderá causar uma contração muito forte na economia.

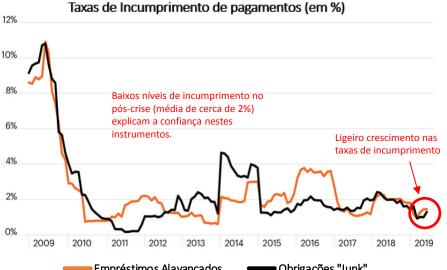
Fonte: Bloomberg Barclays Indices





Fonte: Bloomberg, BiG Research

Fonte: S&P/LSTA Leverage Loan Index, J. P. Morgan

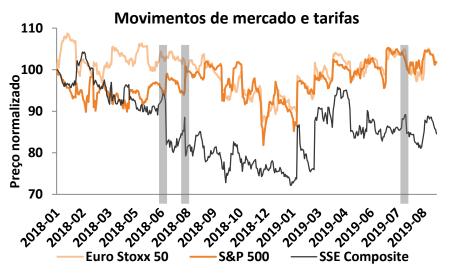


que mais cresceu no espaço do rendimento fixo (de uma forma que Empréstimos Alavancados ➡ Obrigações "Junk" não tinha ocorrido anteriormente) e para a possibilidade de existir uma significante subestimação de risco.

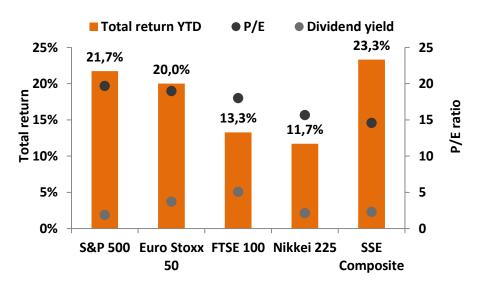
Colaterizados

- As Obrigações de Empréstimos Colaterizados ou Collaterized Loan Obligations (CLO), que presentam cerca de 500 mil mi de ativos, são criadas através da securitização de empréstimo alavancados concedidos a empresas com rácios de dívida para EBITDA superiores a 3, directamente, ou através de empréstimos sindicados (que incluem empréstimos a fundos de private equity para realizar aquisições). Estes empréstimos, quando individuais, são tipicamente classificados com o grau de não investimento (sendo a classificação mais comum um B-). As CLO, de forma semelhante a outras "asset backed securities" têm várias tranches que protegem os investidores mais séniores de perdas de capital (sendo as tranches inferiores que sofrem perdas primeiro).
 - O mercado de empréstimos alavancados já atinge USD 1,3 biliões no seu todo e 85% desses empréstimos são baixos em claúsulas que protejam o investidor. Os CLO compram perto de 60% de todos os empréstimos alavancados emitidos nos EUA sendo que muitos destes empréstimo estão repetidos entre vários CLO.
- Cerca de 95% dos empréstimos que compõem estes CLO têm classificações de "lixo" tendo spreads de taxas de juro entre 2% e 5% sobre a LIBOR. O CLO resultante, contudo, tem 65% da sua composição classificada como AAA e mais de 85% com a classificação de grau de investimento.

No geral, os investidores gostam destes ativos, pois são vistos como seguros (tendo, historicamente, níveis muito baixos de perdas). O nosso alerta vai para o facto de o crédito a empresas ser dos ativos



Fonte: BiG Research



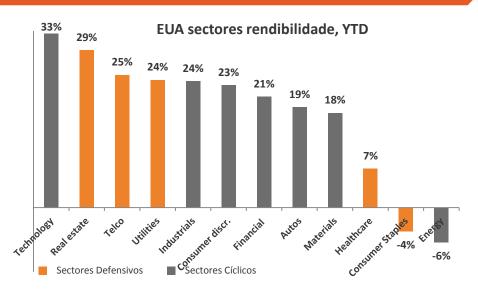
 Desde o verão de 2018, quando as primeiras tarifas foram impostas, que o mercado accionista tem reagido em linha com o aumento e diminuição de tensões entre China e EUA. No gráfico à esquerda temos os índices Americano (S&P500),

Europeu (Euro Stoxx 50) e o Chinês (Shanghai Composite).

• Esta instabilidade, em conjunto com incertezas à volta da política dos bancos centrais e flutuações no preço do petróleo, têm prejudicado a confiança das empresas, e levando muitas a adiar projectos de investimentos.

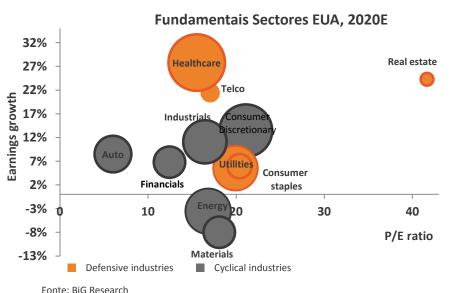
- O desacelerar da economia global, reflecte-se nos resultados das empresas. O resultado líquido das empresas do índice S&P500 caiu 0,4% e 0,21% no segundo e primeiro trimestre deste ano, segundo a FactSet. Antecipa-se uma estabilização dos mesmos até ao final do ano.
- Na Europa, assistiu-se a uma queda dos resultados líquidos de 2,1% e 2,4% nos primeiros 2 trimestres do ano. Antecipa-se uma nova diminuição do resultado para o resto do ano.





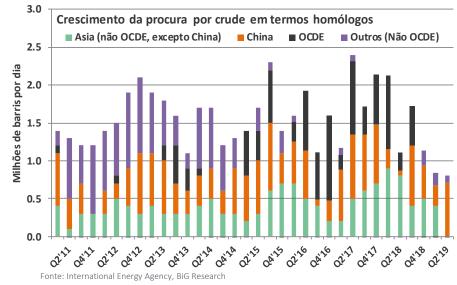
• Este ano os sectores tecnológico e Real Estate têm valorizado significativamente nos EUA em detrimento de sectores como energia e bens de primeira necessidade.

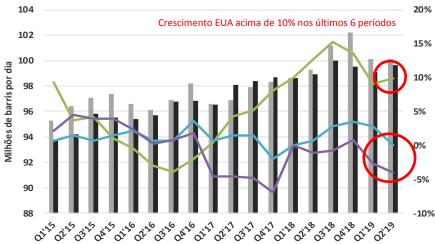
Fonte: BiG Research



- Em relação a métricas fundamentais, é possível observar que os sectores de Energia, Materiais e bens de primeira necessidade deverão apresentar o menor crescimento para 2020, de acordo com as estimativas do mercado.
- O sector da saúde apresenta uma expectativa de crescimento de resultados atractiva e negoceia abaixo do P/E do mercado. A possível imposição de restrição de preços dos medicamentos pela administração Trump poderá justificar a menor valorização do sector este ano e provocar uma maior volatilidade até às eleições em 2020.



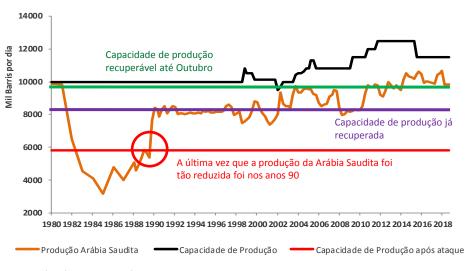




- Produção Total
- Rússia e Ex-União Soviética (crescimento homólogo %)
- OPEP (crescimento homólogo %)
- Fonte: International Energy Agency, BiG Research

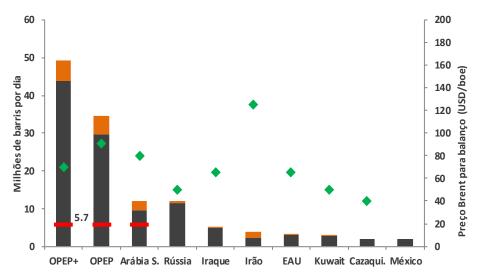
- Do lado da procura, na primeira metade do ano, economias essenciais como a Índia ou os EUA só aumentaram a sua procura por crude em menos de 0,1 mi de barris por dia. Por sua vez, a procura de países da OCDE decresceu 0,58 mi de barris. No total, a procura mundial, na primeira metade do ano, cresceu somente 0,5 mi barris por dia em termos homólogos (o que representa a menor taxa de crescimento para este período desde 2008). De salientar é que este crescimento deveu-se quase unicamente à China que na primeira metade aumentou a sua procura em 0,5 mi barris por dia. Contudo, como já vimos, a economia Chinesa não estará propriamente a atravessar uma boa fase e, muito provavelmente, a sua procura de crude também sofrerá uma contração.
- Esta contração do crescimento poderia estar relacionada com uma diminuição de inventários a nível mundial. Contudo, os inventários comerciais da OCDE (um bom proxy mundial) cresceram 3,5% desde o início do ano.
- Do lado da oferta, o que se torna bastante claro é que aquilo que são os cortes ao nível da OPEP e da Rússia não têm tido a capacidade de colmatar o forte crescimento nos EUA. Assim, dado que qualquer redução de produção nos EUA será gradual e não súbita, é presumível que a situação que tem ocorrido nos últimos quatro trimestres (a oferta superar a procura) se mantenha nos próximos períodos (muito provavelmente até finais de 2020). Qualquer situação de quebra momentânea na oferta (como é o caso do ataque na Arábia Saudita) não inviabiliza de todo esta tese.

8.1 Matérias-Primas – Crude: Ataque na Arábia Saudita e decisões da OPEP



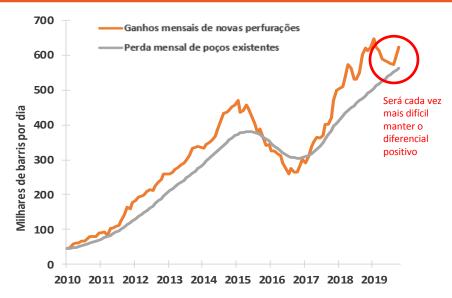
Fonte: Bloomberg, BiG Research

OPEC: Produção, capacidade perdida e não utilizada, preço do crude para equilíbrio orçamental

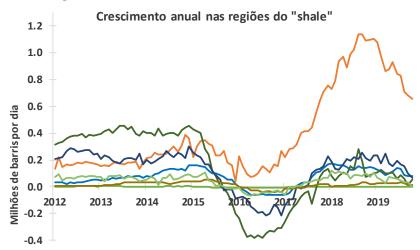


- Produção em Agosto/Julho 2019 ■ Capacidade não utilizada
- Capacidade perdida no ataque Fonte: Bloomberg, OPEP, BiG Research

- Com o ataque à fábrica de Abqaiq na Arábia Saudita, os níveis de produção de petróleo da OPEP foram reduzidos para valores não vistos há anos. A capacidade produtiva da Arábia Saudita foi imediatamente reduzida em cerca de 5,7 milhões de barris por dia. Contudo, neste momento, mais de 50% da produção perdida neste ataque já terá sido recuperada. A produção normal de 10 milhões por dia deverá regressar até finais de Setembro (com o país a usar produção excessiva de outros campos até a fábrica estar totalmente recuperada em Novembro). Durante o mês de Setembro, a Arábia Saudita irá utilizar as suas reservas para colmatar a procura.
- A nossa projeção é para uma regressão de preços ao nível mediano dos últimos meses, à medida que a capacidade produtiva é restaurada. Após isto, a maior incerteza será a possível resposta da Arábia Saudita, que anunciou que irá aguardar por conclusões da investigação da ONU. Qualquer investigação será demorada e, na nossa opinião, será difícil encontrar provas da culpabilidade do Irão. O mais provável é um declínio gradual de tensões.
- O mercado irá, portanto, regressar às anteriores dinâmicas de controle de produção da OPEP (pré-ataque). Rússia e Arábia Saudita assinaram um acordo, até Março de 2020, para reduzir a produção em 1,2 mil mi barris. Contudo, a Rússia só precisa de valores de Brent perto de USD 50 dólares e, por isso, não tem quaisquer incentivos em cumprir estes acordos (e não o tem feito). A expectativa é que a Arábia Saudita também não irá reduzir a produção em muito mais do que já tinha feito no pré-ataque e os outros produtores da OPEP são menos significantes e também não é esperado que reduzam muito a sua produção.



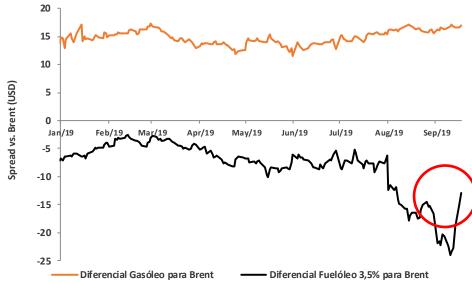
Fonte: Bloomberg, BiG Research



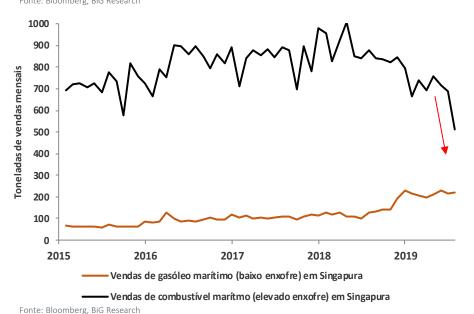
Fonte: Bloomberg, BiG Research

- O forte crescimento na oferta de crude "shale" proveniente dos EUA tem sido um dos principais fatores disruptivos da indústria nos últimos anos (os EUA passaram de uma produção de 5 mil mi barris por dia em 2012 para mais de 12 mil mi barris em Setembro de 2019 tornando-se o maior produtor a nível mundial e, desde Junho, o maior exportador).
- Com valores de breakeven de WTI próximos de USD 60 só cerca de 10% das empresas que operam nesta indústria é que conseguem ter fluxos de caixa positivos. As empresas começaram por explorar os locais com custos de produção mais baixos. Ora, à medida que estas reservas são gastas, as reservas disponíveis vão se tornando cada vez mais caras de explorar, exacerbando o problema de geração de lucro. Isto leva a que cada vez mais as empresas de "shale" se estejam a focar na parte de preservação de capital e geração de lucro e menos no aumento de produção. Isto é o típico ciclo de produção de recursos naturais em que existe uma bolha inicial de produção, seguida de uma regressão à média à medida que os recursos são gastos e se tornam mais difíceis de extrair.
- No curto-prazo, contudo, como referimos quando analisámos a oferta total de petróleo, é de esperar que a produção de "shale" mantenha o seu crescimento (apesar de a um ritmo mais lento) por mais alguns períodos. Principalmente, porque as zonas de produção de "shale" têm sofrido com um elevado nível de congestionamento de transporte (o que aumenta os custos de produção) que tem sido gradualmente reduzido. É, por exemplo, esperado um aumento de 2,5 milhões barris por dia, até ao início de 2020, com a entrada em funcionamento de mais oleodutos a ligar diretamente o Permian ao Golfo do México.

8.1 Matérias-Primas – Crude: Novas regras da Organização Marítima Internacional para 2020

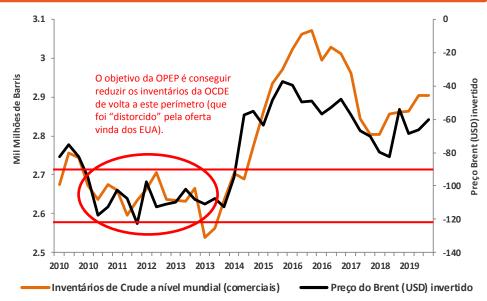


Fonte: Bloomberg, BiG Research



- A nova legislação força uma diminuição da percentagem máxima de enxofre no combustível marítimo de 3,5% para 0,5% (para o mundo todo). Isto, na prática, significa que as embarcações já não poderão utilizar combustível barato e poluente (com elevado enxofre) da mesma forma que o tinham feito anteriormente. Isto será bastante disruptor para toda a indústria marítima já que, neste momento, cerca de 60% de todo o combustível utilizado, no mundo, tem níveis de enxofre superiores ao que será permitido. É possível às embarcações, investir em equipamentos de redução de enxofre ou em gás natural liquefeito. Contudo, a opção mais simples (e que não requer qualquer investimento) será simplesmente a utilização de combustível de baixo enxofre (como o diesel). Apesar de a agência da IMO não ter maneira de verificar a conformidade das embarcações (cabendo essa responsabilidade aos reguladores individuais de cada país), dada a consolidação existente na indústria naval, e o controlo a nível de portos e seguradoras, é bastante provável que os níveis de cumprimento sejam elevados.
- Para a refinação de combustível de baixo nível de enxofre é necessário um crude que também tenha um baixo nível de enxofre. Portanto, a nossa expectativa é que crude de alta qualidade, como é o caso do Brent e o WTI, tenha um aumento de procura face ao que é o de menor qualidade, como é o caso do crude proveniente do Golfo do México. Estimamos que o aumento de preços comece a tornar-se mais aparente no quarto trimestre deste ano à medida que as refinarias aumentam a sua taxa de utilização e os seus inventários sejam reduzidos com o aumento de procura por combustível de baixo enxofre. Contudo, o efeito no crude será sempre mais moderado do que nos seus derivados já que é possível, às refinarias de maior complexidade, converter crude de elevado enxofre em derivados de baixo enxofre.



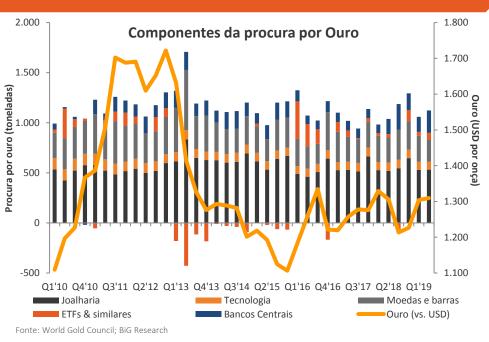


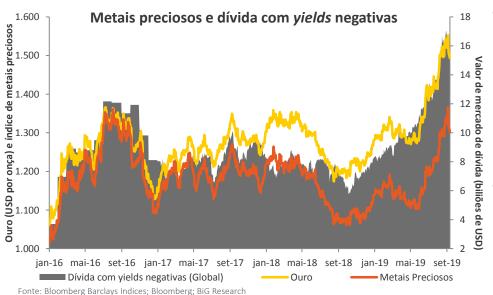
Fonte: Bloomberg, BiG Research



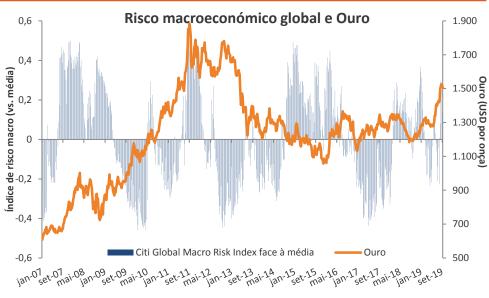
Perspetivas para o futuro:

- É expectável que quando ocorrer a reunião da OPEP em Dezembro de 2019 a Arábia Saudita já tenha recuperado a sua capacidade produtiva por completo. É então possível que a OPEP chegue a um novo acordo para cortar mais profundamente na produção, principalmente se os inventários de crude estiverem em níveis mais baixos (sendo que aí o objetivo seria conseguir manter os inventários dentro dos limites de 2010 a 2014) ou se sentirem fraqueza do lado da procura.
- A questão do Irão também será um fator muito importante no final de 2019. Caso surjam provas que liguem o país ao ataque à Arábia Saudita, poderá existir um escalar de tensões significante na zona (sendo o Golfo Pérsico principalmente afetado). Contudo, mesmo que não existam provas contra o Irão, as sanções impostas pelos EUA continuarão a ser um fator muito importante. Principalmente, porque o país já se encontra em crise económica e as novas sanções ao Banco Central Iraniano poderão exacerbar este problema (levando o regime Iraniano a uma posição extrema).
- Não obstante, caso a nossa expectativa de um desacelerar económico em 2020 se concretize, será praticamente impossível sustentar o preço do petróleo face à continuação de forte oferta dos EUA e à quebra na procura. A nossa visão para o curto-prazo é, por isso, pessimista.
- Após este período, a estimativa é que a produção de "shale" nos EUA comece a perder folgo. A OPEC irá então ter fortes incentivos para manter os inventários de crude a níveis que possibilitem preços mais elevados.





- À semelhança dos trimestres anteriores, a procura total por ouro físico voltou a aumentar, expandindo a uma taxa anual de 8% no segundo trimestre de 2019.
 - De principal destaque foi a variação registada nas duas componentes reflectem aue melhor panorama macroeconómico: ETFs e Bancos Centrais. No caso dos primeiros, o significativo inflow – predominantemente oriundo do bloco desenvolvido, em particular Zona Euro e Reino Unido elevou o montante total em ETFs (suportados por ouro físico) para um máximo de seis anos. Os bancos centrais, durante o primeiro semestre, atingiram a maior procura desde 2010 (quando se tornaram compradores líquidos), numa continuidade do esforço de redução de exposição a dólares e procura por um activo de refúgio historicamente dos mais resilientes a crises. Acreditamos que esta tendência deverá continuar.
- Como activo de refúgio sem *yield*, o ouro e demais metais preciosos têm beneficiado expressivamente da mudança radical na política monetária dos principais bancos centrais, visto que o seu custo de oportunidade diminuiu drasticamente. Com quase 70% do valor total do mercado obrigacionista *investment grade* do bloco desenvolvido a negociar com *yields* negativas, os investidores parecem estar a procurar fortemente o ouro para a vertente mais conservadora da sua alocação de activos.
- No actual contexto monetário, se uma maior percepção de risco motivar uma subida das *yields*, tal dever-se-á muito provavelmente a uma deterioração do crescimento económico. Perante tal cenário, o ouro, como activo de refúgio por excelência, deverá igualmente continuar a registar elevada força compradora.





Fonte: CFTC COT; St. Louis Federal Reserve Bank; Bloomberg; BiG Research

O crescente risco macroeconómico a nível global é outro factor que corrobora a nossa preferência por ouro, como activo de refúgio que deverá estar presente de forma praticamente transversal às mais diversas alocações, para os próximos anos.

Com excepção do período em que os receios de um potencial hard landing da China (2015) — em muitos anos, o maior consumidor de matérias-primas e um dos maiores compradores de ouro — foram exacerbados, picos no risco macroeconómico tendem a despoletar uma sustentada apreciação deste activo de refúgio, prevalecendo mesmo depois de algum apaziguamento no risco macro. O momento actual aparenta ser o início de um período de elevado risco macroeconómico.

- Os investidores institucionais parecem cada vez mais receosos acerca da actual bolha em praticamente todos os activos "everything bubble". Com efeito, o posicionamento líquido especulativo em ouro tem sido alvo de uma impressionante acumulação, estando agora em valores proporcionalmente record, desde a crise financeira global em 2008. Este factor contribui naturalmente para a apreciação do metal precioso, porém também cria um elevado risco de volatilidade no ouro a curto prazo, perante a abundância de liquidez e os níveis extremos de complacência exibidos pelos investidores em acções, que ostentam avaliações dispendiosas
- Para corroborar as sombrias perspectivas macroeconómicas, os investidores institucionais têm incrementado, consistentemente e em simultâneo, o posicionamento líquido longo (*L/S ratio* ~ 8,5) em ouro e posicionamento líquido curto em cobre (*L/S ratio* ~ 0,6), o principal barómetro de crescimento económico global.

▲ 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. O Banco que entende os seus valores.

