

**ANDBANK** /  
*Private Bankers*

**PERSPECTIVAS GLOBAIS  
ECONOMIA & MERCADOS FINANCEIROS**

PERSPECTIVAS GLOBAIS  
ECONOMIA & MERCADOS FINANCEIROS

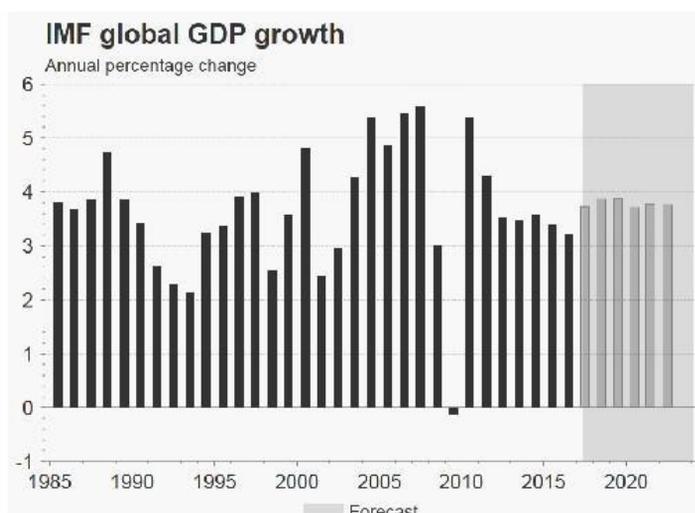
OPINIÃO CORPORATIVA ANDBANK  
Fevereiro de 2018



## ÍNDICE

## Fevereiro - 2018

### Gráfico do Mês



1.	SUMÁRIO EXECUTIVO	4
2.	ESTADOS UNIDOS: Reforma tributária norteia os mercados	5
3.	EUROPA: O recuo do Banco Central Europeu	8
4.	CHINA: Crescimento continua estável e em alta	11
5.	JAPÃO: Apenas pequenas mudanças na política	14
6.	BRASIL: Precificado com perfeição?	17
7.	Commodities: Energia e Petróleo	17
8.	Moedas: Euro e Dólar	23
9.	Índices Globais de Ações	25
10.	Renda Fixa: Títulos Governamentais	27



## **AÇÕES**

O ano começou espetacular nos mercados globais de ações. O melhor é o mercado chinês (Índice Shanghai) com alta de 7,6%. Em seguida vêm os mercados da Índia e dos Estados Unidos (S&P) com crescimento de +6%. As perspectivas: A reação pode continuar, mas respeitamos nossos pontos de saída pois estamos plenamente conscientes de que a complacência pode vir a ser um risco em si. Nos últimos dois anos, o mercado vem sendo afetado psicologicamente por dois grandes receios: uma possível quebra do euro e uma crise na China. No entanto, estas duas nuvens negras se dissiparam e a possibilidade de que voltem a assombrar os mercados financeiros globais novamente é improvável, pelo menos nos próximos anos.



## **RENDA FIXA**

Por outro lado, o ano começou difícil para os investidores em renda fixa com títulos dos principais países. Entretanto, estamos vendo um bom começo de ano para os títulos periféricos (com uma significativa limitação de seus spreads), e com o título da Grécia tendo o melhor desempenho. Mas nos mercados emergentes de títulos os sinais são mistos nesse início de ano. As perspectivas: Títulos dos principais mercados e dos mercados periféricos não oferecem valor nos níveis atuais (vender). Nos mercados emergentes, o aumento das TIRs (Taxas Internas de Retorno) nominais em alguns países tornou as TIR reais da Ásia parecerem muito atraentes. Na América Latina, preferimos títulos locais (e esperar um pouco para os títulos em moedas fortes)



## **CRÉDITO CORPORATIVO**

Melhor desempenho no universo do dólar desde o início do ano, especialmente em alto rendimento (HY). Em contrapartida, os chamados títulos corporativos em euros tiveram uma performance muito mais contida. As perspectivas: Títulos corporativos em dólar (positivo em grau de investimento (HG), negativo em alto rendimento (HY)). Títulos corporativos em euros (negativo em grau de investimento (HG) e alto rendimento (HY)).



## **COMMODITIES**

Os sauditas e a Rússia deram sinais de que após 2018 podem entrar em um acordo de cooperação para reduzir a produção e aumentar os preços. Isto resultou em uma alta recorde nas apostas pelos fundos hedge. A Reuters noticiou que alguns analistas entendem que os mercados globais de petróleo continuam a ser sustentados por fundos hedge, mas é improvável que o recorde das posições de alta possa causar a queda dos preços. Segundo nosso ponto de vista, o petróleo está na parte superior do intervalo de variação de preços.



## **CÂMBIO**

A relação euro/dólar tem pela frente (e provavelmente alcançará) uma importante resistência 1,26 que acreditamos que não será rompida. Depois, a relação euro/dólar deve voltar para o ponto médio do intervalo. Primeiro em direção a 1,14 (este ano, de acordo com esta análise) e, em seguida, para níveis mais baixos. Nossas análises fundamentais sugerem que o dólar oferece um bom valor nos níveis atuais.

**ESTADOS UNIDOS:**

**Reforma tributária está nortando os mercados**

**Política & Reformas**

Esperamos que o Congresso passe uma medida de curto prazo (outro orçamento provisório) "colocando a bola em jogo" até pelo menos 16 de fevereiro. Assim, consideramos que o risco de paralisação poderá se repetir em breve. O teto da dívida, entretanto, deve ser elevado ou suspenso (aproximadamente) no final de março para evitar maiores choques ou cortes de gastos turbulentos.

Dado o impacto substancial das mudanças do imposto sobre os lucros das empresas, não surpreende que os investidores estejam atribuindo a reação de janeiro a redução da carga fiscal. Se os impostos fossem o fator determinante, os EUA estariam ultrapassando outras regiões e os diversos setores se beneficiariam mais das mudanças fiscais (por exemplo, o setor de energia e os setores de produtos de consumo não-essenciais) estariam liderando em setores com encargos fiscais menores (como cuidados de saúde e tecnologia).

S&P 500 versus P/L - Índice

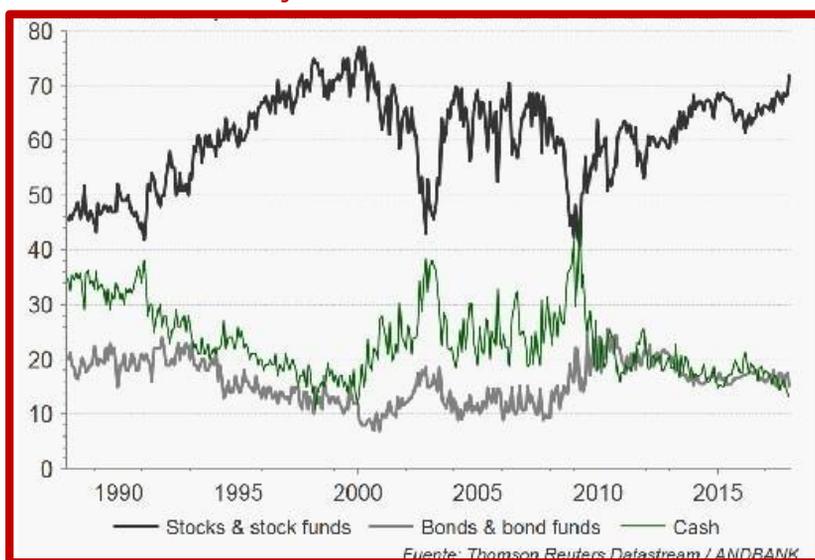


**Cenário econômico**

Esperamos que o impulso ascendente no crescimento continue a ser determinado por fortes investimentos. Os gastos com equipamentos melhoraram consistentemente nos EUA no ano passado e o crescimento atingiu 10,4% trimestre-a-trimestre no decorrer do ano de acordo com os dados trimestrais mais recentes. Uma melhoria nos gastos de capital em setores não-energéticos e uma recuperação no investimento de capitais no setor de mineração levaram a recente alta. O crescimento na confiança nos negócios e nos preços das commodities pode aumentar os riscos.

A recente robustez do mercado de trabalho confirma essa trajetória. A taxa de desemprego ficou em 4,1% em dezembro, assegurando a maior baixa em 17 anos. Além disso, ao justapor a baixa taxa de desemprego com a crescente taxa de participação da população entre 25-54 anos, fica demonstrado que o mercado de trabalho está realmente mais forte do que a análise do índice da taxa de desemprego isolada nos levaria a acreditar. Desde as quedas nos índices no final de 2015, a taxa de participação no mercado de trabalho vem aumentando. Ou seja, muitos trabalhadores desencorajados que não são contabilizados na taxa de desemprego, voltaram para a força de trabalho.

**EUA Alocação de ativos – Investidores EUA**



Porcentagem em cada setor econômico

**FED**

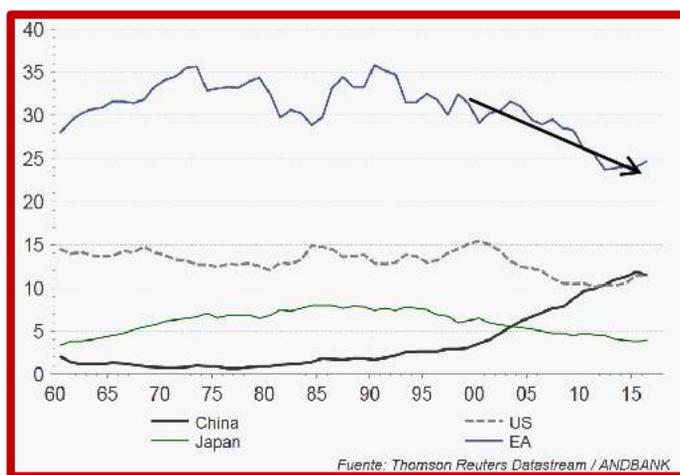
O forte crescimento global e o mercado de trabalho ajustado dos EUA devem manter o Fed no rumo para aumentar as taxas. Entretanto, a inexistência de pressões inflacionárias e a probabilidade de se apertar as condições financeiras neste ano sugerem que não há necessidade urgente de começar a subir os juros. Nosso cenário base indica que o Fed deve subir as taxas 2 ou 3 vezes ao longo do ano.

**O grau de confiança dos investidores:**

Os relatórios de lucro do quarto trimestre divulgados até agora, com o relato de pouco mais de 10% das empresas, são sólidos e promissores. O crescimento das receitas parece sólido (com crescimento das vendas em 7,6%). O índice S&P 500 subiu mais 5% no acumulado no ano e fomos surpreendidos com a rapidez no avanço das estimativas de ganho por ação após a assinatura do acordo fiscal. Houve um movimento de alta quase parabólico no ganho por ação do S&P para US\$ 152 em apenas 3 semanas (onde nossa estimativa inicial era de US\$ 140).

Enquanto isso, o múltiplo também tem aumentado, sugerindo que o mercado agora está esperando um novo aumento para US\$ 155 ou superior. Para nós, isto sugere fortemente que a taxa está totalmente precificada.

**Participação americana no comércio mundial**



**Mercados Financeiros**

**Ações (S&P):** NEUTRO (ponto central - 2713)/Saída em: 2985

**Títulos do governo:** NEGATIVOS (target do Título do Gov. EUA de 10 a. = 3%)

**Crédito Alto Rendimento (CDX IG):** POSITIVO (Spread alvo: 40; atualmente: 46)

**Crédito Alto Rendimento – ICDX HY:** NEGATIVO (spread alvo 406)

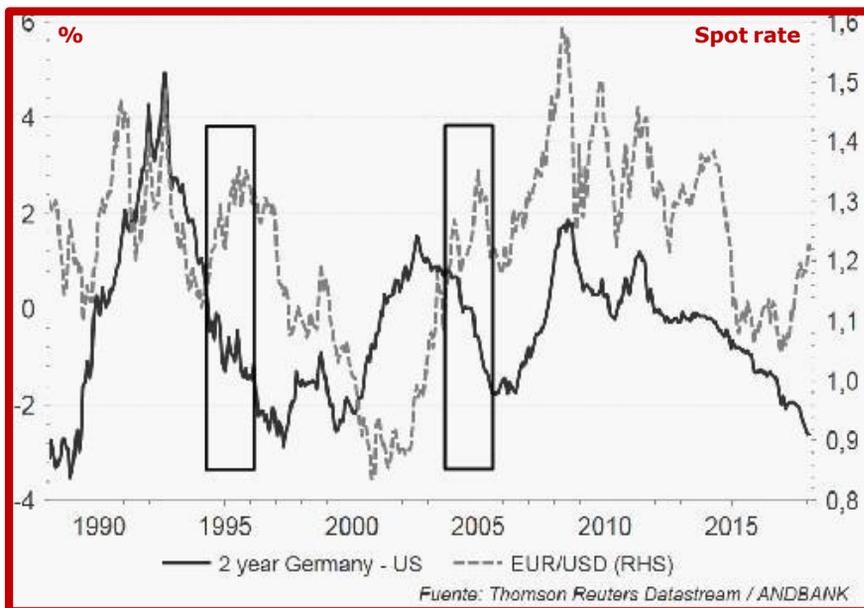
**Câmbio – Índice CDX:** NEUTRO

**EUROPA:**

**O recuo do BCE foi mais rápido do que o esperado?**

**Europa em fase de expansão**

A economia da zona do euro está caminhando em direção a uma ampla recuperação econômica. Dados objetivos e subjetivos permanecem favoráveis, com as estimativas tanto as oficiais quanto as do mercado apontando melhorias no crescimento para 2018. A Consensus Research subiu as suas estimativas do PIB de 1,9% para 2,2%, (acima da estimativa da Comunidade Europeia que era de 2,1%); a inflação deve tender, gradualmente, para alta a medida que o crescimento continua a se elevar. As expectativas de inflação do mercado também aumentaram desde dezembro, provavelmente refletindo o aumento dos preços do petróleo. Em 2018, os principais números do IPC começam baixos devido ao preço da energia, mas devem se recuperar e terminar 2018 em torno de 1,4% em relação ao ano anterior. No Reino Unido, é esperado um crescimento lento (PIB: 1,3% em relação ao ano anterior) e a previsão de inflação menor (2,6% no período homólogo).

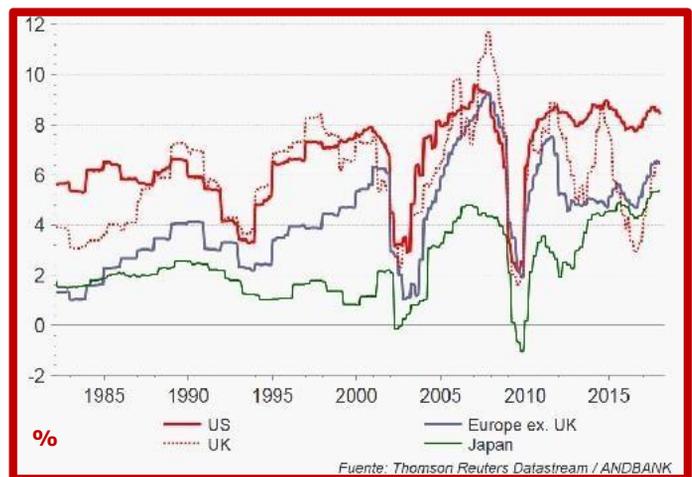


**Spread da taxa de juros**  
**X**  
**Euro/Dólar**

**O BCE está mais próximo de uma mudança de orientação**

As últimas atas do Banco Central Europeu (BCE) foram mais agressivas do que o esperado, aumentando a probabilidade de uma mudança na "formulação de políticas" (orientação para o futuro) na reunião de março. Junho seria, portanto, uma data adequada para anunciar as próximas etapas relativas ao programa de compras de ativos, que poderão ser prorrogadas até o final deste ano, mas em um grau "cosmético". A política de reinvestimento, de acordo com fontes do BCE, não será discutida até 2019. Os mercados financeiros já precificaram a primeira subida das taxas em janeiro de 2019 que, de acordo com alguns dos dirigentes do banco, estaria adiada. Outras questões-chave na próxima reunião podem ser a valorização do euro e a sucessão do Vice-presidente Vítor Constâncio, que conclui seu mandato em junho. Se Luís de Guindos for eleito para substituir Vítor Constâncio, aumentariam as chances de um futuro presidente alemão do BCE quando o mandato de Mário Draghi chegar ao fim (outubro de 2019). Nossa previsão é para o fim da flexibilização quantitativa no terceiro trimestre de 2018, e a primeira alta da taxa em meados de 2019.

**Margem de lucro líquido**



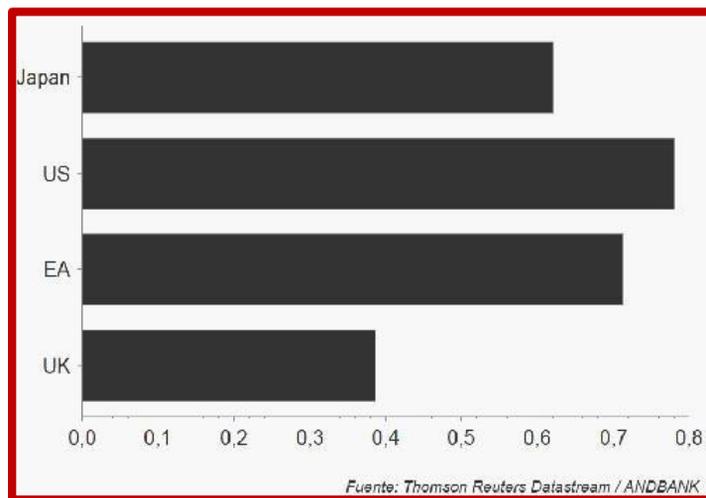
**Política europeia**

A Grande Coligação, que reunirá os dois maiores partidos, a União Democrática Cristã (CDU/CSU) e o Partido Social Democrata (SPD), está mais próxima na Alemanha. Um novo governo poderá ser nomeado antes da cúpula da União Europeia em 22 de março, onde Ângela Merkel quer apresentar sua agenda de reformas para a área do euro. Os ventos estão a favor de uma maior integração europeia (do Mecanismo de Estabilidade Europeu (ESM) para um Fundo Monetário Europeu (EFM)) e de flexibilidade fiscal. As eleições italianas acontecerão em 4 de março: As pesquisas mais recentes apontam que o Movimento 5 Estrelas terá o maior número de votos, seguido pelo Partido Democrático, pela Forza Itália e pela Liga do Norte. O resultado mais provável seria uma grande coalizão majoritária (de acordo com analistas), embora o Primeiro-Ministro Paolo Gentiloni tenha descartado essa possibilidade.

**O humor dos investidores**

Nós revisamos alguns *targets* ligeiramente para cima. Para a Stoxx Europe, aumentamos as margens (de 8,1% para 8,2%) e o crescimento do ganho por ação (EPS) (de 5,4% para 6,6%). Quanto ao Euro Stoxx, elevamos as margens (de 7,1% para 7,15%) e ganho por ação (EPS) para 6,4%.

**Crescimento do PIB – Percentual trimestral**



**Mercados Financeiros**

**Ações:**

**Stoxx Europa:** POSITIVO (ponto central 411). Ponto de Saída 439

**EURO STOXX:** POSITIVO (ponto central em 413) Ponto de Saída 454

**Títulos:**

**Principais governos:** NEGATIVOS (Target dos títulos alemães (Bund) em 0,90%)

**Mercados periféricos europeus:** NEGATIVOS (Espanha - 1,65%; Itália - 2,1%; Portugal - 2,2%)

**Crédito:**

**Itraxx Europa (IG):** NEGATIVO (spread alvo 75)

**Itraxx Europa (HY):** NEGATIVO (spread alvo 300)

**Câmbio Euro/Dólar:**

**POSITIVO** no curto prazo (1,26).

**NEGATIVO** no longo prazo (1,15)

**CHINA**

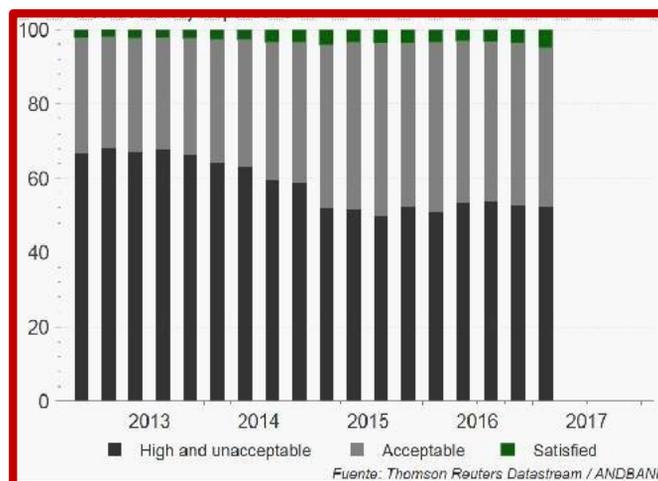
**Crescimento continua bastante estável e em alta**

**Economia estabilizada no final do ano**

De acordo com alguns relatórios independentes dirigidos aos acionistas lançados no final do ano, o crescimento em grande parte de 2017 foi rápido e bastante estável. De fato, o crescimento diminuiu na segunda metade de 2017, sendo fixado em 5,3% em novembro, mas com os ventos contrários ao crescimento perfeitamente identificados, tais como o Dia Internacional Contra a Poluição no norte da China, que afetou a produção industrial. Isso provavelmente explica a recente queda na produção de eletricidade. Os robôs construídos na China em 2017 chegaram a 131 mil (+ 68%), enquanto os veículos elétricos vendidos foram 720.000 (+ 51%). Em relação à arena da produtividade, o montante de novo crédito necessário para gerar cada dólar de produção econômica caiu para cerca de 28 centavos em 2017, de pouco mais de 30 centavos no ano anterior. O rendimento real disponível per capita na China foi de 25.974 Yuan (US\$ 4.033) em 2017, um aumento de 7,3% no ano (primeira aceleração do crescimento econômico desde 2010).

**Nível de satisfação com preços dos imóveis**

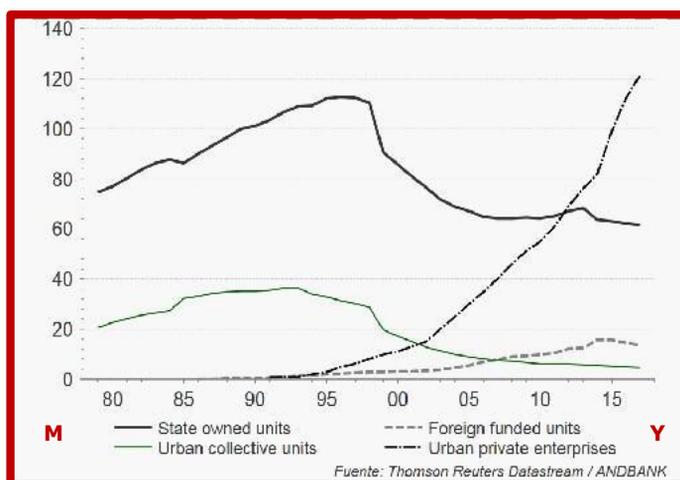
Porcentagem de respostas da pesquisa



**Nenhum aperto à vista que, em nossa visão, possa ofuscar os ativos chineses.**

Na China, os rendimentos dos títulos aumentaram de forma tardia e alguns analistas pensam que um crescimento dos preços (devido ao aumento do preço do petróleo e de outros materiais) poderia impulsionar as condições monetárias temporariamente. No entanto, nossas fontes esperam moderação no crescimento, o que poderia prevenir esse processo. Além disso, a recente força do Yuan compensa a necessidade de uma política monetária mais apertada (não é necessário defender a moeda por meio de ajustes) nem conter a inflação. Há uma visão generalizada de que as economias emergentes devem elevar as taxas de juros em resposta a taxas mais altas dos EUA se quiserem evitar uma liquidação de suas moedas: No entanto, há muitas evidências de que o que dita os movimentos monetários são mudanças nas perspectivas de retornos, e não os diferenciais das taxas de juros. E, nesse caso, nossa percepção é de que não houve mudanças no sentido de que os mercados de ações emergentes possam superar o mercado de ações dos EUA. O fato de que o custo do capital (taxas) deve permanecer estável e a moeda tem espaço para aumentar, significa que existe uma forte probabilidade de continuidade dos fluxos de capital, o que deverá, por sua vez, apoiar mais valorização do preço dos ativos, em um ciclo de auto reforço chamado de "ciclo de mérito triplo" (liberalização, desregulamentação, privatização).

**Empregos na China**



**Peculiaridades do modelo de política monetária da China.**

A China não usa o mesmo modelo que outros bancos centrais. Quase todos os bancos centrais estabelecem metas para taxas interbancárias de curto prazo com o objetivo de influenciar indiretamente os custos dos empréstimos. Em vez disso, até recentemente, o Banco Popular da China (PBoC) estabelecia um objetivo explícito para o crescimento amplo da moeda, utilizando cotas para empréstimos bancários. Isso acontece porque o foco é a quantidade de dinheiro, ao invés de seu preço, assim as taxas interbancárias podem flutuar de modo selvagem em resposta as oscilações na demanda de liquidez. Desde outubro de 2015, o PBoC começou a mudar os mecanismos e a colocar maior ênfase nas taxas interbancárias (usando suas operações no mercado aberto). Como resultado, as taxas chinesas se tornaram muito mais estáveis, e isso trouxe o PBoC mais próximo de uma política monetária ortodoxa, embora não tenha chegado a tanto.

**Câmbio Yuan/Dólar**



**Mercados Financeiros**

**Ações:**

**Índice Xangai:** POSITIVO (ponto central 3.672)

**Índice SHENZHEN:** POSITIVO (ponto central 2.181)

**Títulos do governo:**

**POSITIVO** (target rendimento de 3,25%)

**Câmbio:**

**Yuan/Dólar:** NEUTRO-POSITIVO (target de médio prazo 6,40)

**Japão****Apenas pequenas mudanças no ajuste das políticas****O BoJ está preparando o caminho para mudar a política**

No mês passado, o presidente do Banco do Japão (BoJ), Haruhiko Kuroda, participou de um painel do BCE sobre a importância da comunicação como ferramenta de política monetária. Nas semanas seguintes, Kuroda tem falado diariamente sobre a "taxa de reversão", o ponto em que a flexibilização monetária faz mais mal do que bem. Nossas fontes locais sugerem que, com suas palavras, Kuroda está insinuando rever sua posição ultra condescendente que começou em 2016, quando o BoJ abandonou seu target de flexibilização quantitativa em favor de um target de rendimento de títulos que classifica o rendimento do título do Governo do Japão de 10 anos (10Y JGB) em zero (lembra-se das palavras de Kuroda: "A forma mais adequada da curva de rendimento não pode ser alcançada pelo ajuste do montante da flexibilização quantitativa").

Agora o BoJ parece considerar que a forma mais adequada da curva de rendimento é mais íngreme do que está no momento atual. Isso pode parecer surpreendente, considerando que a inflação subjacente está em apenas 0,83% (longe do objetivo do BoJ de permitir que a inflação exceda a 2% por um período considerável), mas com a rentabilidade das empresas em níveis recordes, o mercado de trabalho ajustado e vários outros indicadores que mostram aumento acelerado dos preços, esta nova abordagem pode fazer mais sentido.

E com este pano de fundo, parece que o BoJ está focando agora nos danos que as taxas negativas tiveram para o setor financeiro. Em outras palavras, pode ser que tenhamos alcançado essa "taxa de reversão". Então, parece que agora o BoJ está preparando o caminho para mudar a política de modo a aliviar as pressões sobre os ganhos dos bancos japoneses. Há poucas razões para temer um recuo do BoJ nas suas políticas monetárias excepcionalmente livres. A mudança parece mirar o rendimento dos títulos do governo japonês de 5 anos em zero e permitir subir um pouco os rendimentos de títulos de prazos mais longos.

**Taxas interbancárias no Japão**

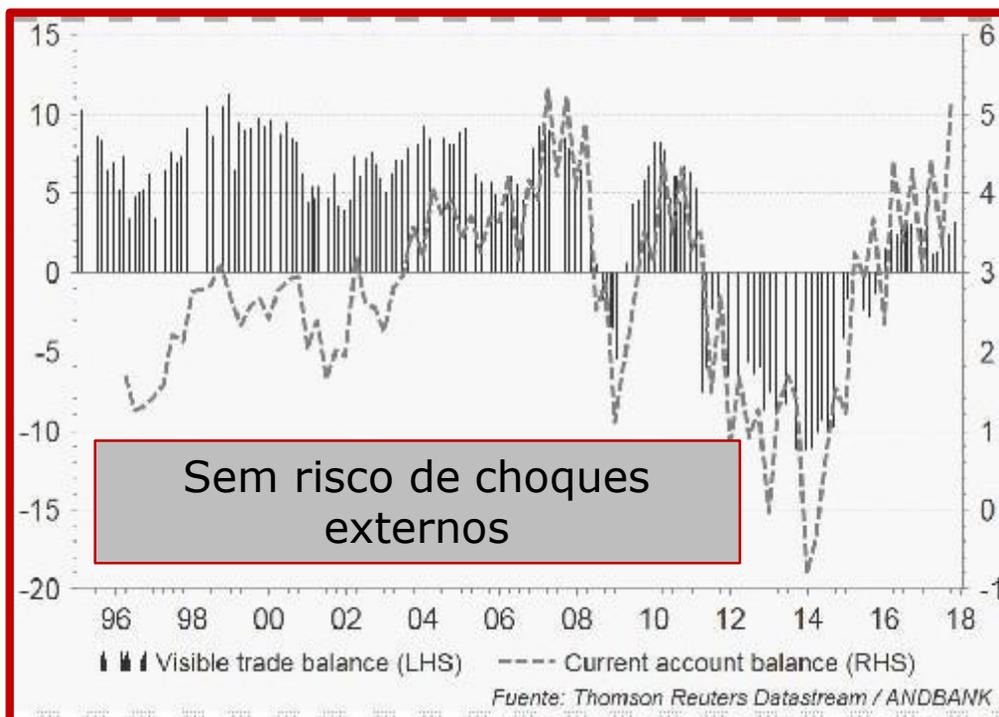
Valores em percentual

**Potenciais efeitos de mudanças nas políticas do Banco do Japão**

Qualquer alteração na política será susceptível de ser negativa para os títulos e favorável para o iene. A questão é se isso poderia prejudicar as ações japonesas.

Na verdade, durante os últimos 12 anos, a força do iene foi negativa para as ações, no entanto, nos últimos seis meses, esta forte correlação inversa se desfez, com as ações continuando a ter ganhos mesmo quando o iene esteve em alta (todos sabemos o papel que o BoJ realizou aqui). Temos motivos para acreditar que esse pode continuar sendo o caso: (1) Há poucas razões para que os investidores em ações se preocupem com a perspectiva de um recuo do BoJ. (2) O acúmulo em ações japonesas foi determinado por atores locais, com grande parte dos investidores estrangeiros ausentes. (3) O iene permanece profundamente subvalorizado (de acordo com a opinião geral), portanto, não significa necessariamente que um aumento no iene vá prejudicar severamente a participação de mercado dos exportadores japoneses. (4) Um iene mais forte levanta o poder de compra dos consumidores japoneses, pois reduz o custo dos insumos importados. (5) Os lucros das empresas permanecem elevados, cortesia da diretiva de Kuroda para reduzir os custos de financiamento das empresas. (6) Uma curva de rendimento mais acentuada (aparentemente a nova abordagem da política monetária) aumentará a rentabilidade do desprezado setor financeiro. O resultado é que, em conformidade com o que foi exposto até agora, nós defendemos manter as ações japonesas em nossas carteiras. Deixando o iene a descoberto em antecipação de ganhos na moeda.

**Japão: contas atuais**



## Mercados Financeiros

### Ações:

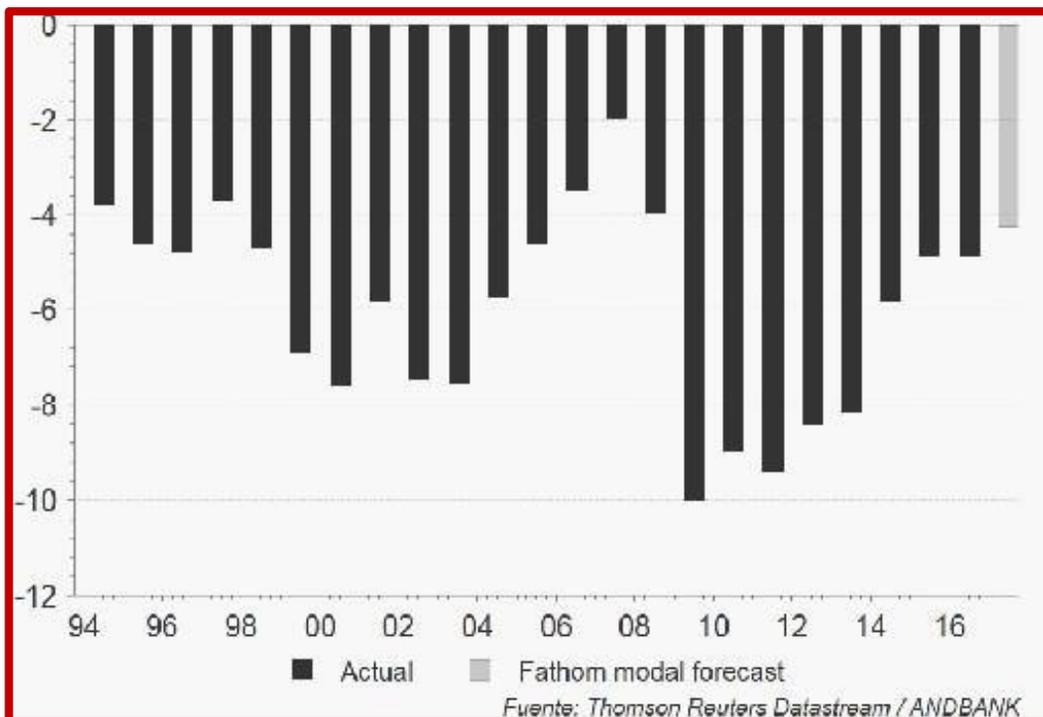
Nikkei 225: NEUTRO / POSITIVO (ponto central 23.718)

Títulos do governo: NEGATIVO.

### Câmbio Dólar/ene:

NEUTRO/POSITIVO Alvo a médio prazo em 112,5

## Japão – Equilíbrio do orçamento



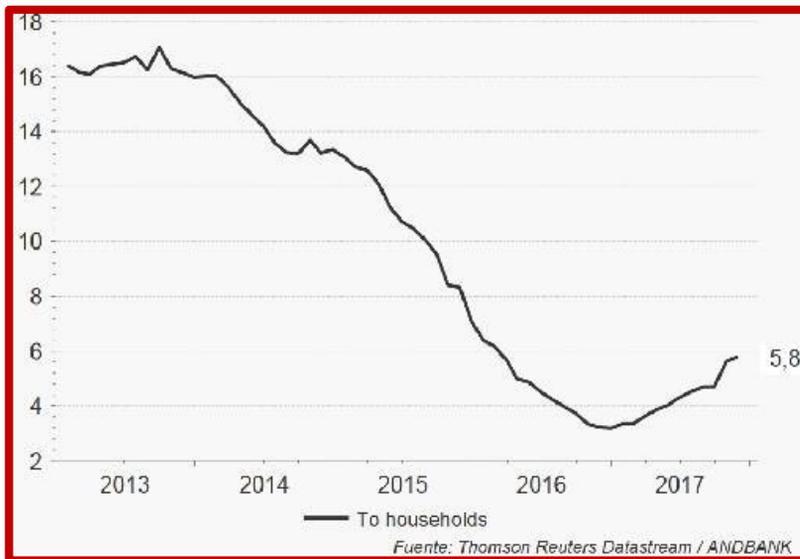
**BRASIL:**

**Precificado com perfeição?**

**Eleições: Aguardando os candidatos**

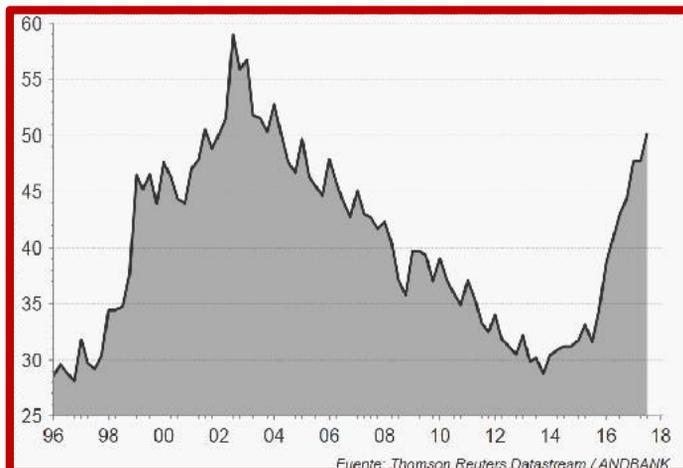
Lula foi condenado por unanimidade a 12 anos e 1 mês de prisão por corrupção e lavagem de dinheiro. O placar unânime de 3 x 0 foi considerado uma derrota esmagadora para Lula porque o impede de ter acesso a um recurso com base em embargo de divergência, que seria uma chance de se tentar modificar a condenação e um bom argumento para pedir a suspensão, nos tribunais superiores, dos votos que levaram a condenação. Neste contexto, Lula é inelegível, no entanto, pode solicitar a inscrição como candidato em 15 de agosto, embora tal registro possa ser contestado e ele vá depender de injunções em tribunais superiores para se manter como candidato. As discussões agora se concentram nos outros candidatos a presidente, e existem apenas conjecturas sobre os principais candidatos da esquerda e do centro.

**Oferta de crédito no Brasil**



**Situação fiscal: Sem boas notícias sobre a reforma da previdência:**

Apesar dos esforços do governo e de ter sido adiada várias vezes em 2017, o projeto de reforma da previdência deverá ser votado no dia 19 de fevereiro. O projeto de lei já foi diluído para acomodar uma gama mais ampla de interesses e demandas dos congressistas, e ainda há riscos de uma maior diluição, tendo em vista as dificuldades enfrentadas para se reunir o número necessário de votos - 308 de um total de 513. As recentes declarações de dirigentes-chave do governo, como Rodrigo Maia e Carlos Marun, tiveram impactos negativos. Acreditamos que o cenário mais provável é que o projeto de reforma da previdência social não será aprovado em 2018.

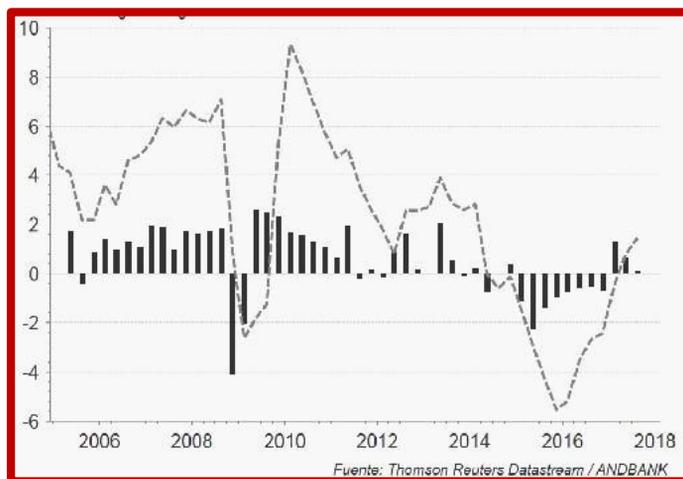


**Déficit no orçamento do governo do Brasil**

**Atividade econômica, inflação e o Banco Central. Perspectivas:**

O índice IBC-Br, um indicador da atividade econômica do Banco Central, aumentou 0,49% em novembro e 2,82% em relação ao ano anterior. O crescimento do PIB deverá ficar em cerca de 1,0% em 2017 e em 3.0% em 2018.

A inflação, medida pelo IPCA, encerrou 2017 em 2,95%, o menor valor anual desde 1998. Os preços dos alimentos e bebidas contribuíram fortemente para o resultado de baixa, enquanto houve aumentos nos preços de energia e transportes. A inflação deverá ser maior em 2018, mas ainda abaixo da meta do Banco Central de 4,5%. Isso dá espaço para que o BC continue com flexibilidade nas condições monetárias. Bom para a economia e para o mercado de ações.



**PIB do Brasil**

**Ativos e mercados financeiros do Brasil**

Afirmamos em dezembro de 2017 que havia um grande número de atores (Hedge Funds) que estavam mudando suas posições para o mercado de ações, e que isso pode continuar dando um impulso no mercado de ações. Previmos também que as vendas corporativas cresceriam 7,2% e as margens líquidas seriam fixadas em 10,2% (de 9,9%), com um crescimento de 11,6% de ganho por ação (EPS). Fixamos um preço fundamental para o Ibovespa a 82000 (uma valorização de + 10%). Mas nós já passamos desse nível: com menos incertezas no processo eleitoral, melhores perspectivas de recuperação econômica e taxas de juros mais baixas, reconhecemos que o cenário pode parecer óbvio para novos ganhos, entretanto, consideramos que, no momento, as boas notícias já foram precificadas.

**Mercados Financeiros:****Ações:**

**Ibovespa:** POSITIVO (Ponto central 82.000). Ponto de saída: 86.100.

**Títulos:**

**Títulos do governo em reais:** POSITIVO (target rendimento = 9,50%)

**Títulos do governo em dólar:** NEUTRO (spread target 210, rendimento 5,10%)

**Câmbio:**

**Real/Dólar:** NEUTRO (Target a médio prazo em 3,20)

## ENERGIA - PETRÓLEO

**Produção de petróleo bruto dos EUA atingiu a marca de 10 milhões de barris por dia.**

**Preço fundamental para o petróleo WTI em US\$ 45 por barril.  
Preço de venda acima de US\$ 60.  
Preço de compra abaixo de US\$ 35.**

*O aumento da produção de petróleo nos EUA acima da marca de 10 milhões bpd pode ajudar a levar os Estados Unidos a independência energética e na direção ao objetivo do presidente Trump de supremacia na área de energia, entretanto isso pode vir a ter alguns aspectos negativos: como a menor ênfase em energias renováveis, menos considerações com os riscos ambientais, ampliação da exposição a flutuações do mercado global de energia e, ainda, a questão da qualidade do óleo de xisto (que produz pouco diesel) que é um desafio para os refinadores.*

**(Fator de sustentação do preço)** – Os sauditas e a Rússia sinalizaram que podem estabelecer um acordo de cooperação depois de 2018: Depois de um encontro em Omã na reunião conjunta dos ministros que supervisionam os cortes na produção da OPEP, o ministro saudita da Energia, Al-Falih, disse que os produtores mundiais de petróleo concordam que devem continuar cooperando nos cortes de produção depois que seu acordo expirar no final do ano. Al-Falih disse que os cortes de produção ainda precisam incutir confiança suficiente na indústria petrolífera para que sejam feitos investimentos em projetos caros, e que ele queria fazer com que os investidores se sentissem confortáveis com as perspectivas a longo prazo do mercado. Ministro do petróleo russo, Alexander Novak, em uma entrevista conjunta com Al-Falih, no canal Bloomberg, disse que a Rússia está disposta a continuar cooperando com a OPEP após expirarem os cortes acordados. O cumprimento do pacto de corte de produção em 129% em dezembro (fonte: Comitê ministerial de acompanhamento OPEP/Não-OPEP).

**(Fator de sustentação do preço)** - Os mercados podem estar apoiados na alta recorde nas apostas dos fundos hedge. A Reuters noticiou que alguns analistas entendem que os mercados globais de petróleo continuam a ser sustentados pela alta dos fundos hedge e pelo posicionamento dos gestores de investimentos, que podem estabelecer os juros mínimos na economia de mercado. Os gestores de investimentos têm uma posição recorde de alta nos mercados futuros e de opções, que poderiam tornar improvável a queda dos preços.

**(Fator de não-sustentação do preço)** - Os produtores de xisto americanos podem vender com lucros depois de um aumento de 40% do preço do petróleo. Além disso, os preços mais altos quase sempre os levaram a impulsionar a perfuração (mesmo que eles incorram em perdas).

**(Fator de não-sustentação do preço)** - O relatório da AIE estima um crescimento constante na demanda de petróleo, mas o crescimento na produção dos EUA é explosivo: O relatório mensal do mercado de petróleo da AIE observou que o crescimento da demanda de petróleo para 2018 está inalterado em 1,3 milhões de bpd. A agência aumentou a estimativa da oferta não-OPEP para 1,7 milhões de bpd, observando o "crescimento explosivo" na produção de petróleo nos Estados Unidos à medida que os preços permanecem elevados. O relatório observou que o abastecimento de petróleo bruto dos EUA poderia passar 10 milhões bpd, o que os tornaria o segundo maior produtor atrás apenas da Rússia. O Wall Street Journal observou que a produção dos EUA representou a reposição de 60% dos cortes da OPEP.

**(Fator de não-sustentação do preço)** - As exportações de petróleo americano poderiam saltar 45% este ano: A Reuters noticiou que uma demanda robusta na Europa e na Ásia poderia impulsionar as exportações para 1,5 milhões bpd este ano, um aumento de 45% em relação a 2017. O artigo observou que as Américas poderiam se tornar o segundo maior fornecedor de petróleo da Ásia, atrás do Oriente Médio, até 2020.

**(Fator de não-sustentação do preço)** - A pesquisa da DNV (uma consultoria técnica para o setor de energia), descobriu que a maioria das empresas mundiais de petróleo e gás esperam aumentar os gastos de capital este ano, à medida em que a confiança aumenta. Segundo a pesquisa, 66% dos 813 executivos seniores entrevistados disseram que suas empresas aumentariam ou manteriam gastos de capital este ano, em comparação com apenas 39% no ano passado. E acrescenta que a confiança no crescimento da indústria aumentou para 63% este ano contra 32% no relatório do ano passado.

**Estímulos de longo prazo**

**(-)** As energias alternativas assumindo o seu papel: Os produtores de petróleo devem ter em mente que o valor das suas reservas é ditado por quanto tempo eles poderão produzir antes que as energias alternativas tornem o petróleo obsoleto. Para retardar ao máximo este prazo, é do interesse dos produtores manter o preço do petróleo o mais baixo possível (mantendo o custo de oportunidade das fontes de energia alternativas o mais elevado possível).

**(-)** Os problemas ambientais crescentes vão, gradualmente, tornar mais restritiva a produção e a legislação: Os produtores estão cientes de que o valor das suas reservas depende de quanto tempo poderão produzir nos níveis atuais antes que regulações ambientais mais duras entrem em vigor. Os crescentes problemas ambientais provavelmente continuarão a exercer grande pressão sob o mercado de combustíveis fósseis nas próximas décadas, o mais grave risco de Riad é ficar sentada sobre um mar de "reservas encalhadas" que já não possa extrair ou vender. Os produtores têm, portanto, um poderoso incentivo para monetizar as suas reservas o quanto antes.

**(-)** A reentrada do Irã é uma mudança no jogo equivalente a uma mudança estrutural no mercado global de energia.

**(-)** Os produtores da OPEP já não podem fixar os preços: Nos anos 70 e no início dos anos 2000, o cartel dos exportadores concordou em cortar a produção e a abordagem funcionou bem já que a principal concorrência era entre os produtores de petróleo (especialmente entre os produtores da OPEP e os não-membros da OPEP). A maior ameaça atualmente para qualquer produtor de petróleo convencional vem de produtores não-convencionais e fontes de energia alternativas. Um corte na energia convencional obtida do petróleo será facilmente compensado por um rápido aumento da produção de petróleo de xisto, o que significa que os produtores da OPEP não são mais capazes de fixar os preços.

**(-)** Os produtores de xisto aumentaram consideravelmente sua produção quando o preço do barril estava em US\$60,00: A AIE afirmou que o preço do petróleo a US\$60,00 seria suficiente para muitos produtores de xisto dos EUA reiniciarem a produção até então paralisada.

## Moedas: Alvos Fundamentais

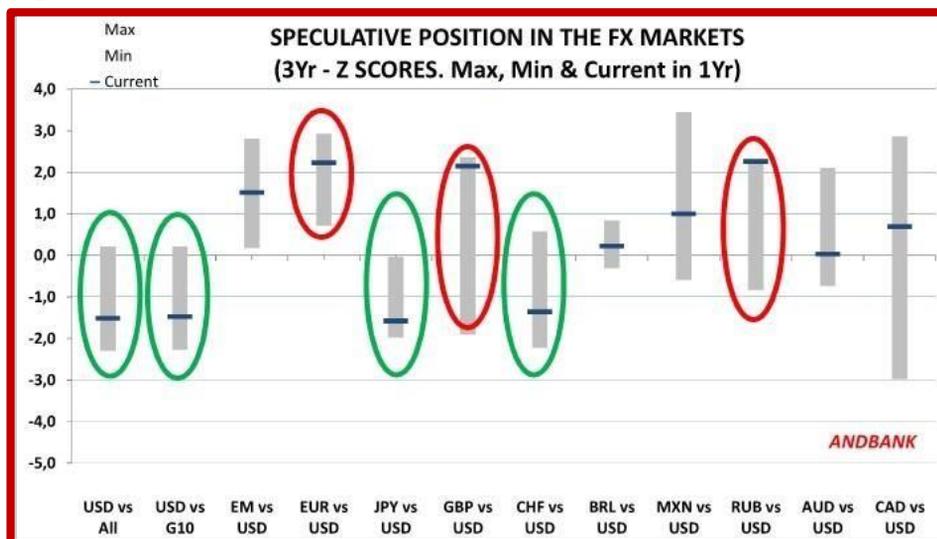
### Taxas de câmbio

#### Alvos fundamentais:

**EURO-DÓLAR:** (O posicionamento longo do euro é de +2,2 sigmas em um período de 3 anos). Target técnico de 1,26 / /Target fundamental a médio prazo em 1,15

**Fluxos:** Importantes posições curtas em dólar foram reconstruídas (o que explicaria a nova queda do dólar). A posição líquida em dólar caiu bruscamente novamente para -11,8 bilhões (de -2,4 bilhões no mês passado), coincidindo com um forte declínio no dólar. Esse posicionamento curto no mercado é estatisticamente significativo (-1,51 sigmas abaixo da média observada nos últimos 3 anos), o que torna o "dólar curto" ainda a posição mais movimentada globalmente. O posicionamento atual contrasta com os ganhos líquidos de US\$ 28,7 bilhões em setembro de 2016. Este valor sugere que o Dólar pode estar muito sobrevalorado. Enquanto isso, o posicionamento do euro representa a contrapartida do que é visto no dólar, com uma posição longa líquida de US\$ + 21,4 bilhões (a partir de US\$ +12, 47 bilhões no mês passado). Este posicionamento em euros representa +2,2 sigma com sobrevalorizado em uma base de três anos de z-score, sugerindo que o euro está sobrecomprado comparado a padrões históricos.

**As perspectivas:** Nossa análise técnica no âmbito do Comitê de Investimento indica três fatos muito importantes: A relação euro/dólar tem pela frente (e, provavelmente, alcançará) uma importante resistência em 1,26. (2) Este patamar de resistência deve funcionar bem (como no passado). Como tal, acreditamos que o euro não irá cruzar esta resistência. Posteriormente, a relação euro/dólar voltará para o intervalo médio; primeiro em direção a 1,14 (este ano, de acordo com nossa análise) e, em seguida, para níveis mais baixos. Nosso mais importante debate resultou em uma conclusão ampla: O dólar oferece um bom valor nos níveis atuais.



## ECONOMIA & MERCADOS FINANCEIROS

OPINIÃO CORPORATIVA

FEVEREIRO DE 2018

**IENE - DÓLAR: Alvo (112,5)**

**EURO – IENE: Alvo: 129,4.**

A análise de dados pelo modelo SMART Estimates (cujas previsões dos analistas tem, historicamente, mostrado os melhores resultados) fixaram o target de 2018 para a relação dólar/iene em 113,42 (um pouco acima da nossa previsão de 112,5). Em nossa opinião, apesar de ser barata a taxa de câmbio efetiva real (REER) em relação ao dólar, vários aspectos sugerem que o iene não pode se valorizar muito mais: (1) Os choques políticos na Europa parecem ter sido diluídos, o que significa que o fluxo para o porto seguro do Japão é menos provável agora. (2) o rendimento real é menor nos títulos do governo japonês, e com o título do governo japonês de 10 anos (JGB 10Y) fixado a 0%, há poucas perspectivas de que os rendimentos reais japoneses aumentem; (3) nós descartamos a opção de diminuição na compra de títulos depois que o Banco do Japão (BoJ) reiterou que pretende manter a sua política monetária ultra-frouxa, pelo menos até atingir a meta de inflação de 2% (inatingível no curto prazo); (4), enquanto isso, o Fed está determinado a continuar a aumentar as taxas, o que, por sua vez, aumentará os rendimentos reais em dólar; e (5) a perspectiva de o Fed reduzir seu balanço (retirar liquidez) torna o dólar mais atraente (ou iene menos atraente).

Currency	Mkt Value of	Change vs				Current
	Net positions in the currency (Bn \$)	last week in the currency (Bn \$)	1-yr Max (Bn \$)	1-yr Min (Bn \$)	1-yr Avg (Bn \$)	Z-score 3-yr
USD vs All	-11,80	-1,66	20,7	-21,1	-0,5	-1,51
USD vs G10	-9,01	-0,95	20,8	-17,9	1,7	-1,47
EM	2,79	0,72	3,9	0,0	2,2	1,51
EUR	21,38	-0,21	21,6	-7,9	7,5	2,23
JPY	-13,51	0,42	-3,0	-15,0	-8,7	-1,58
GBP	2,26	0,10	2,3	-8,4	-2,7	2,15
CHF	-2,75	0,04	0,2	-3,8	-1,5	-1,36
BRL	0,35	0,19	0,8	-0,1	0,3	0,22
MXN	1,25	0,47	3,3	-1,5	1,4	1,00
RUB	1,20	0,06	1,2	-0,3	0,5	2,26
AUD	0,80	0,38	6,1	-1,6	2,9	0,03
CAD	1,41	0,01	6,1	-7,3	0,7	0,69

**ANDBANK**

**GBP-USD:** Target: 1,35  
**EUR-GBP:** Target (0,85)  
**USD-CHF:** Target: 0,99  
**EUR-CHF:** Target: 1,14  
**USD-MXN:** Target: 18,8  
**EUR-MXN:** Target: 21,6  
**USD-BRL:** Target (3,20)

**EUR-BRL:** Target: 3,68  
**USD-ARS:** Target: 20  
**RUB:** NEGATIVO  
**AUD:** NEUTRO  
**CAD:** NEUTRO-NEGATIVO  
**CNY:** Target: 6,40.

ÍNDICES GLOBAIS DE AÇÕES:

PROBABILIDADE DE AVERSÃO AO RISCO (RISK-OFF)

**Índice Composto Global do Mercado de Ações do Andbank: Continuamos numa zona neutra com viés de venda.**

O nosso índice amplo passou de -4,5 no mês passado para -3,8 (em um intervalo entre -10/+10), se estabilizando numa zona que sugere que o mercado está, claramente, começando a operar em sobrecompra embora o risco de uma súbita aversão ao risco ainda pareça moderado.

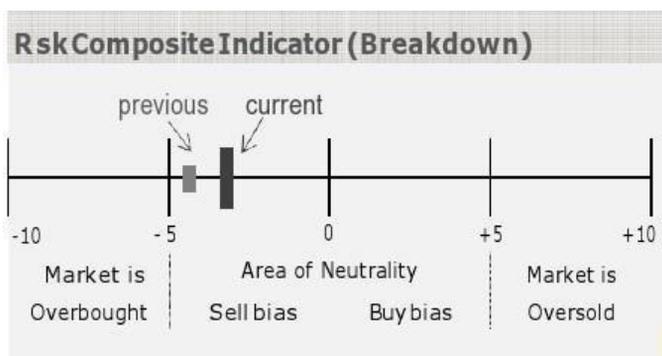
**Posicionamento:** Os pequenos investidores continuam investindo em fundos de ações devido à falta de alternativas (as taxas de depósito bancário dos EUA são coladas em zero). É digno de nota que o fornecimento global de capital caiu como em 2016 e que poucas mudanças são esperadas em 2018. As poucas ofertas públicas de ações (IPO) em conjunto com programas de recompra estão causando essa tensão. Considerando estes níveis baixos de oferta, o desempenho do mercado de capitais será impactado positivamente por qualquer aumento na demanda por ações. Além disso, o superavit de financiamento corporativo (a diferença entre fluxos de caixa e os investimentos em bens de capital) diminuiu, mas permanecerá em território positivo este ano, sustentando mais ações de recompra. Soma-se também os fundos hedge macro de ações beta S&P 500 retificarem suas posturas mais suaves, aumentando a tolerância ao risco, sustentados por dados positivos nos indicadores de confiança e numa forte dinâmica de crescimento.

**Índice de Confiança:** Os investidores colocaram US\$ 5,7 bilhões em cotas de fundos de investimentos (ETOS) durante a última semana, aproveitando o grande impulso e o humor de alta. O otimismo dos investidores atingiu os níveis mais altos de todos os tempos. Uma grande parte do excesso de dinheiro nas mãos dos investidores foi alocada nos últimos meses (não é mais o fator vento em popa), embora o nível atual permaneça abundante. O motivo é a fartura de liquidez global. O modelo de regressão da JP Morgan (usando a diferença entre a oferta de dinheiro global versus o target da demanda de moeda de médio prazo) afirma que a liquidez global terá novos aumentos neste ano. O P/L (preço/lucro) esperado para os próximos 12 meses a 18,47 está acima da sua média de 10 anos (14,2).

Risk Composite Indicator (Breakdown)

	Previous Month	Current Month
Buy signals	1	3
Positive Bias	3	1
Neutral	3	3
Negative Bias	5	5
Sell signals	10	9
<b>FINAL VALUATION</b>	<b>-4,5</b>	<b>-3,8</b>

Composição do Índice - Andbank



Andbank Índice GEM

Avaliação do Mercado

## Avaliação Fundamentalista:

Index	Sales	Net	Andbank's Andbank's		EPS Current PE estimate			INDEX CURRENT PRICE	2018 Central Point Fundam range	2018 E[Perf] to Centr. Poin	2018 Exit Point	E[Perf] to Exit point	
	per Share	Margin	Sales growth	Net Margin	EPS	Growth	PE with at Dec 18						
	2017	2017	2018	2018	2018	2018	EPS 2017	EPS 2018					
USA S&P 500	1.232	10,8%	5,3%	10,78%	140	4,9%	21,19	19,40	2.825	2.713	-3,9%	2.985	5,7%
Europe- Stoxx Europe6	298	8,1%	5,2%	8,19%	25,7	6,6%	16,46	16,00	396	411	3,7%	439	10,9%
EuroZone- EuroStoxx	349	7,1%	5,2%	7,15%	26,2	6,4%	16,13	15,75	397	413	3,9%	454	14,3%
Spain IBEX 35	7.713	9,2%	4,9%	9,19%	744	4,4%	14,64	15,00	10.428	11.154	7,0%	12.270	17,7%
Mexico IPC GRAL	33.496	8,1%	7,2%	8,03%	2.881	5,7%	18,54	17,00	50.536	48.983	-3,1%	52.167	3,2%
Brazil BOVESPA	52.724	9,9%	7,2%	10,26%	5.798	11,6%	16,14	14,15	83.858	82.008	-2,2%	86.108	2,7%
Japan NIKKEI 225	20.076	5,8%	5,1%	5,92%	1.248	6,6%	19,89	19,00	23.292	23.718	1,8%	26.089	12,0%
China SSE Comp.	2.642	8,7%	7,1%	8,77%	248	7,5%	15,11	14,80	3.488	3.672	5,3%	4.039	15,8%
China Shenzhen Comp	902	8,5%	7,3%	8,67%	84	9,3%	24,88	26,00	1.910	2.181	14,2%	2.399	25,7%
India SENSEX	14.218	10,8%	9,2%	11,06%	1.717	12,1%	23,53	21,90	36.034	37.608	4,4%	41.369	14,8%
MSCIEMASIA(MXMS)	425	9,4%	6,8%	9,59%	44	8,8%	16,04	14,40	642	627	-2,3%	690	7,5%

UPWARD REVISION      DOWNWARD REVISION      ANDBANK ESTIMATES

### ANÁLISE TÉCNICA

## Avaliação das tendências. Linhas de suporte e resistência

#### S & P: OTIMISTA

Suporte: 1&3 meses em 2,673

Resistência: 1&3 meses em 2.850/3,000

#### STOXX600:

##### MOVIMENTO LATERAL - ALTA

Suporte: 1&3 meses em 386/379

Resistência: 1&3 meses em 409/415

#### IBEX:

##### MOVIMENTO LATERAL - ALTA

Suporte: 1&3 meses em 9.889

Resistência: 1&3 meses em 10,758/11,184

#### EURO/DÓLAR: EM ALTA

Suporte: 1&3 meses em 1.1850/1,17

Resistência: 1&3 meses em 1,2600

#### Petróleo: OTIMISTA

Suporte: 1&3 meses em 55,82

Resistência: 1&3 meses em 67.2/74.9

#### Ouro:

##### MOVIMENTO LATERAL - ALTA

Suporte: 1&3 meses em 1,280/1,235

Resistência: 1&3 meses em 1,357/1,391

#### Títulos do Tesouro Americano: BAIXA (perspectiva de preços)

Suporte: 1&3 meses em 2,42

Resistência: 1&3 meses em 2,655%/2,82%

## RENDA FIXA - Títulos Governamentais

MERCADOS DESENVOLVIDOS  
**Avaliação fundamentalista**

### **Títulos do Tesouro Americano:**

**Taxa de juros mínima: 2,07%**

**Valor justo: 3,25%**

**Taxa de juros máxima: 3,8%**

**Margem de Swap:** A margem de swap subiu em um montante + 4pb (de +3pb no mês passado). Para esta margem se normalizar em +13pb, com a taxa de swap ancorada em torno de 2,2%, o rendimento do Título do Tesouro Americano de 10 anos (10Y UST) tem que avançar para 2,07%.

**Inclinação da curva de rendimento:** A inclinação da curva de rendimento dos EUA se nivelou novamente em 55pb (a partir de 66pb). Com a normalização em prazos mais curtos em 2,0% (hoje em 1,68%), para atingir a inclinação média de 10 anos (de 178pb), o rendimento em 10 anos do Título do Tesouro Americano (10Y UST) deve passar para 3,8%.

**Rendimento Real:** Um bom ponto de entrada nos Títulos do Tesouro Americano de 10 anos (10Y UST) será quando o rendimento real atingir 1%. Dada nossa previsão do IPC de 2,2%, o rendimento dos Títulos do Tesouro (UST) teria que aumentar para 3,2% para os títulos se tornarem "COMPRÁVEIS".

### **Títulos do Governo Alemão (GERBund):**

**Taxa de juros mínima: 0,80%**

**Valor justo: 1,05%**

**Taxa de juros máxima: 2,4%**

**Margem de Swap:** A margem de swap caiu para 46pb (de 51pb no mês passado). Para que a margem de swap se normalize em 35pb, com taxa de swap ancorada em torno de 1,40%, o rendimento do Bund teria que avançar para 1,05% (ponto de entrada).

**Inclinação da curva de rendimento:** A inclinação da curva de rendimento do Euro se nivelou em 112pb (de 109pb) Se os prazos mais curtos se normalizarem em torno de -0,50% (atualmente em torno de -0,60%), para chegar a média de 10 anos na inclinação da curva de rendimentos (129pb), o rendimento do Bund deveria alcançar 0,80%.

**Rendimento Real:** Um bom ponto de entrada nos Títulos do Governo Alemão (Bund) será quando o rendimento real atingir 1%. Dada nossa previsão do IPC de 1,2%, o rendimento dos Títulos do Governo Alemão precisa aumentar para 2,4% para que os títulos se tornem "COMPRÁVEIS".

## RENDA FIXA - Títulos Governamentais

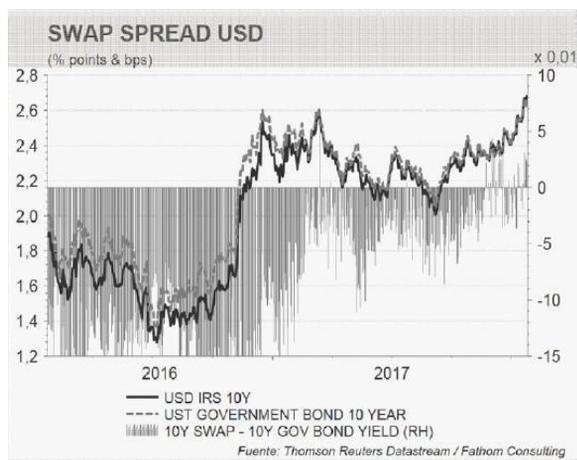
**Títulos do Governo do Reino Unido:**  
**Valor justo: 2,6%**  
**Taxa de juros máxima: 3,6%**

**Margem de Swap:** Esperamos que o swap chegue a 2,6% e a margem de swap se normalize em 15pb. Os títulos do Governo do Reino Unido devem chegar a 2,75%.

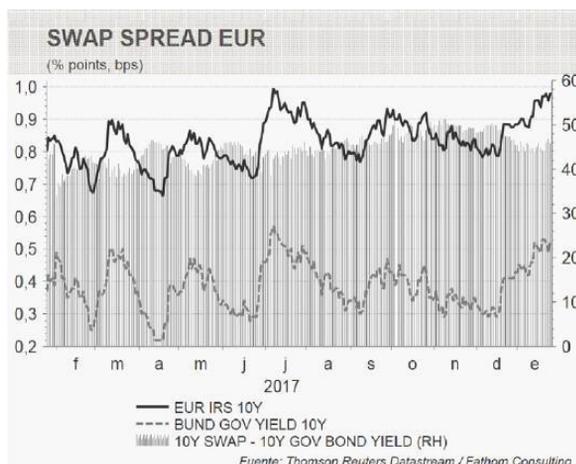
**Inclinação da curva de rendimento:** Normalizado em 1% há 2 anos, e com a inclinação da curva de rendimentos em 1,61%, o título do Governo do Reino Unido de 10 anos deve ir para 2,61% %

**Rendimento Real:** O rendimento real de 1% significa que o título do Governo do Reino Unido de 10 anos deve estar em 3,6%

### Margem de Swap do Dólar



### Margem de Swap do Euro



## TÍTULOS GOVERNAMENTAIS PERIFÉRICOS EUROPEUS

**Títulos da Espanha:** Target de Rendimento: 1,65% (de 1,75%)

**Títulos da Itália:** (BOND BTPI): Target de Rendimento: 2,10%

**Título de Portugal:** Target de Rendimento: 2,20%

**Título da Irlanda:** Target de Rendimento: 1,10%

**Título da Grécia:** Target de Rendimento: 4,50%

## TÍTULOS DOS MERCADOS EMERGENTES

Até agora, a regra de ouro para os títulos dos mercados emergentes tem sido "comprar" quando essas duas condições forem atendidas: 1) o rendimento real dos Títulos do Tesouro Americano estiver em ou acima de 1%; 2) O rendimento real dos títulos dos mercados emergentes estiverem 1,5% acima do rendimento real dos Títulos do Tesouro Americano.

Supondo que a primeira condição seja atendida, só deveríamos comprar esses títulos dos mercados emergente quando oferecerem um rendimento real igual ou superior a 2,50%.

		10 Year Yield Nominal	CPI (y/y) Last reading	10 Year Yield Real	Projected change in Yield	Target Yield
EM ASIA	Indonesia	6,12%	3,61%	2,51%	-0,75%	5,37%
	India	7,30%	4,88%	2,43%	-0,75%	6,55%
	Philippines	5,07%	3,30%	1,77%	-0,50%	4,57%
	China	3,93%	1,70%	2,23%	-0,75%	3,18%
	Malaysia	3,91%	3,38%	0,53%	0,00%	3,91%
	Thailand	2,29%	0,73%	1,56%	-0,50%	1,79%
	Singapore	2,10%	0,62%	1,48%	-0,50%	1,60%
	South Korea	2,59%	1,45%	1,14%	-0,50%	2,09%
	Taiwan	1,03%	1,18%	-0,15%	1,00%	2,03%
EME	Turkey	11,52%	11,92%	-0,40%	1,00%	12,52%
	Russian	7,38%	2,50%	4,88%	-1,00%	6,38%
LATAM	Brazil	9,84%	1,95%	7,89%	-1,00%	8,84%
	Mexico	7,50%	6,66%	0,84%	0,00%	7,50%
	Colombia	6,41%	4,13%	2,28%	-0,75%	5,66%
	Peru	5,00%	1,37%	3,63%	-1,00%	4,00%

ECONOMIA & MERCADOS FINANCEIROS  
OPINIÃO CORPORATIVA

FEVEREIRO DE 2018

**Quadro Resumo de Desempenho do Investimento:**

Asset Class	Indices	Performance		Current Price 31/01/2018	Central Point (Fundam range)	Exp. Perf. To Central Point
		MTD	YTD			
Equity	USA - S&P 500	6,7%	6,7%	2.825	2713	-3,9%
	Europe - Stoxx Europe 600	2,7%	2,7%	396	411	3,7%
	Euro Zone - Euro Stoxx	4,0%	4,0%	397	413	3,9%
	SPAIN - IBEX 35	5,1%	5,1%	10.428	11154	7,0%
	MEXICO - MXSE IPC	2,6%	2,6%	50.536	48983	-3,1%
	BRAZIL - BOVESPA	10,9%	10,9%	83.858	82008	-2,2%
	JAPAN - NIKKEI 225	2,3%	2,3%	23.292	23718	1,8%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	5,5%	5,5%	3.488	3672	5,3%
	CHINA - SHENZEN COMPOSITE	0,5%	0,5%	1.910	2181	14,2%
	INDIA - SENSEX	5,8%	5,8%	36.034	37608	4,4%
MSCI EM ASIA	9,3%	9,3%	642	627	-2,3%	
Fixed Income Core countries	US Treasury 10 year Govie	-2,0%	-2,3%	2,72	3,00	0,3%
	UK 10 year Gilt	-1,8%	-2,1%	1,45	2,00	-3,0%
	German 10 year BUND	-1,9%	-2,0%	0,68	0,90	-1,1%
	Japanese 10 year Govie	-0,4%	-0,4%	0,09	0,10	0,0%
Fixed Income Peripheral	Spain - 10yr Gov bond	1,5%	1,3%	1,40	1,65	-0,8%
	Italy - 10yr Gov bond	0,4%	0,0%	2,02	2,10	1,2%
	Portugal - 10yr Gov bond	0,4%	-0,1%	1,93	2,20	-0,4%
	Ireland - 10yr Gov bond	-3,6%	-3,6%	1,10	1,10	1,0%
	Greece - 10yr Gov bond	2,5%	3,7%	3,63	4,50	-3,6%
Fixed Income Credit	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,1%	0,1%	42,23	75	-1,3%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	0,2%	-0,2%	236,88	300	-0,4%
	Credit USD IG - CDX IG	0,0%	0,3%	47,30	41	2,1%
	Credit USD HY - CDX HY	0,1%	0,6%	298,25	417	0,6%
Fixed Income EM Europe (Loc)	Turkey - 10yr Gov bond	-0,6%	-0,7%	11,59	13,50	-3,7%
	Russia - 10yr Gov bond	2,4%	2,8%	7,31	6,67	12,4%
Fixed Income Asia (Local currcy)	Indonesia - 10yr Gov bond	-0,4%	0,1%	6,32	5,30	14,5%
	India - 10yr Gov bond	-0,4%	-0,3%	7,43	6,75	12,9%
	Philippines - 10yr Gov bond	-0,2%	0,7%	5,09	4,50	9,8%
	China - 10yr Gov bond	0,1%	-0,3%	3,91	3,25	9,2%
	Malaysia - 10yr Gov bond	0,2%	0,3%	3,92	4,00	3,3%
	Thailand - 10yr Gov bond	-0,1%	-0,2%	2,32	1,85	6,1%
	Singapore - 10yr Gov bond	-1,7%	-1,9%	2,24	1,57	7,6%
	South Korea - 10yr Gov bond	-2,0%	-2,3%	2,69	2,00	8,2%
	Taiwan - 10yr Gov bond	-1,0%	-0,8%	1,05	1,50	-2,5%
Fixed Income Latam	Mexico - 10yr Govie (Loc)	-0,5%	1,2%	7,64	7,75	6,8%
	Mexico - 10yr Govie (usd)	-0,9%	-0,9%	3,81	4,80	-4,1%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	2,8%	4,7%	9,77	9,55	11,5%
	Brazil - 10yr Govie (usd)	-0,2%	0,1%	4,80	5,10	2,4%
	Argentina - 10yr Govie (usd)	-3,0%	-3,7%	6,02	5,85	7,4%
Commodities	CRY	1,4%	2,2%	198,1	190,00	-4,1%
	Oil (WTI)	4,7%	6,8%	64,5	50,00	-22,5%
	GOLD	1,9%	2,7%	1.338,2	1.100	-17,8%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	3,2%	3,4%	1,240	1,15	-7,3%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	4,7%	4,7%	1,41	1,35	-4,6%
	EURGBP (price of 1 EUR)	-1,4%	-1,3%	0,88	0,85	-2,8%
	USDCHF (price of 1 USD)	-4,4%	-4,1%	0,93	0,99	5,8%
	EURCHF (price of 1 EUR)	-1,3%	-0,9%	1,16	1,14	-1,9%
	USDJPY (price of 1 USD)	-3,3%	-3,5%	108,76	112,50	3,4%
	EURJPY (price of 1 EUR)	-0,2%	-0,2%	134,89	129,38	-4,1%
	USDMXN (price of 1 USD)	-3,0%	-4,5%	18,77	18,80	0,2%
	EURMXN (price of 1 EUR)	0,1%	-1,2%	23,28	21,62	-7,1%
	USDBRL (price of 1 USD)	-1,7%	-4,0%	3,18	3,20	0,6%
	EURBRL (price of 1 EUR)	1,4%	-0,7%	3,94	3,68	-6,7%
	USDARS (price of 1 USD)	6,3%	5,4%	19,61	20,00	2,0%
	CNY (price of 1 USD)	-2,8%	-2,9%	6,32	6,40	1,3%

\* For Fixed Income instruments, the expected performance refers to a 12 month period

**ALOCÇÃO ESTRATÉGICA DE ATIVOS E TOLERÂNCIA AO RISCO**  
**Proposta de alocação mensal de ativos e moedas**

Classe de ativos	Conservador		Moderado		Equilibrado		Crescimento	
	Estratégia	Tática	Estratégia	Tática	Estratégia	Tática	Estratégia	Tática
<b>Investimentos de Alta Liquidez</b>	<b>15,0</b>	<b>22,4</b>	<b>10,0</b>	<b>16,2</b>	<b>5,0</b>	<b>11,0</b>	<b>5,0</b>	<b>7,3</b>
<b>Renda Fixa Curto Prazo</b>	<b>25,0</b>	<b>33,6</b>	<b>15,0</b>	<b>22,0</b>	<b>5,0</b>	<b>10,0</b>	<b>0,0</b>	<b>3,7</b>
<b>Renda Fixa (LP) OCDE</b>	<b>30,0</b>	<b>18,0</b>	<b>20,0</b>	<b>12,0</b>	<b>15,0</b>	<b>9,0</b>	<b>5,0</b>	<b>3,0</b>
USA Gov & Municipais e Agências		9,0		6,0		4,5		1,5
UE Gov & Municipais e Agências		1,8		1,2		0,9		0,3
Risco periférico europeu		7,2		4,8		3,6		1,2
<b>Crédito (OCDE)</b>	<b>20,0</b>	<b>16,0</b>	<b>20,0</b>	<b>16,0</b>	<b>15,0</b>	<b>12,0</b>	<b>5,0</b>	<b>4,0</b>
Grau de Invest. USD		8,0		8,0		6,0		2,0
Grau de Rend. Alto USD		3,2		3,2		2,4		0,8
Grau de Invest. EUR		3,2		3,2		2,4		0,8
Grau de Rend. Alto EUR		1,6		1,6		1,2		0,4
<b>Renda Fixa nos Mercados Emergentes</b>	<b>5,0</b>	<b>5,5</b>	<b>7,5</b>	<b>8,3</b>	<b>10,0</b>	<b>11,0</b>	<b>15,0</b>	<b>16,5</b>
LATAM Soberano		1,4		2,1		2,8		4,1
LATAM Crédito		1,4		2,1		2,8		4,1
Asia Soberano		1,4		2,1		2,8		4,1
Asia Crédito		1,4		2,1		2,8		4,1
<b>Ações (OECD)</b>	<b>5,0</b>	<b>4,5</b>	<b>20,0</b>	<b>18,0</b>	<b>32,5</b>	<b>29,3</b>	<b>50,0</b>	<b>45,0</b>
Ações USA		1,4		5,4		8,8		13,5
Ações Europa		2,3		9,0		14,6		22,5
Ações Japão		0,9		3,6		5,9		9,0
<b>Ações Emergentes</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,5</b>	<b>10,0</b>	<b>11,0</b>	<b>10,0</b>	<b>11,0</b>
Ações Asia		0,0		3,9		7,7		7,7
Ações Latam		0,0		1,7		3,3		3,3
<b>Commodities</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,0</b>	<b>5,0</b>	<b>4,0</b>	<b>5,0</b>	<b>4,0</b>
Energia		0,0		0,4		0,8		0,8
Minerais e Metais		0,0		0,5		1,0		1,0
Metais preciosos		0,0		0,9		1,8		1,8
Agricultura		0,0		0,2		0,4		0,4
<b>Investimentos Alternativos</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>5,0</b>	<b>5,5</b>
Fundos Imobiliários		0,0		0,0		0,6		1,1
Energia Alt. (etc. solar, vento)		0,0		0,0		0,4		0,8
Mercado neutro		0,0		0,0		1,1		2,2
Volatilidade		0,0		0,0		0,7		1,4
<b>Especulação Cambial (Perspectiva dos investidores europeus)</b>								
Euro		Dólar		86,5		79,3		72,5
Dólar		8,0		13,5		20,8		27,5

A alocação estratégica e tática de ativos são estratégias de investimento que visam equilibrar o risco e a recompensa, distribuindo os ativos de uma carteira de acordo com a tolerância ao risco de um indivíduo, horizonte de investimento e nossa própria projeção de desempenho para cada classe de ativos. A recomendação desta tabela de alocação de ativos foi preparada pelo Comitê de Alocação de Ativos do Andbank (AAC), composto por gerentes dos departamentos de gerenciamento de portfólio em cada uma das jurisdições em que operamos.

## Principais Contribuidores



**Giuseppe Mazzeo**  
US Rates & Equity.  
+1 786 471 2426



**Marian Fernández**  
Europe Macro, ECB & Gov. bonds.  
+34 639 30 4361



**J.A Cerdan**  
Europe Equity Strategist  
+376 874 363



**Andrés Pomar**  
Global Flow & Positioning  
+352 261 93925



**Eduardo Anton**  
US Credit & Quasi governments  
+1 305 702 0601



**Andrés Davila**  
Central America & Venezuela  
+507 297 5800



**Renzo Nuzzachi, CFA**  
Argentina Rates & FX  
+5982-626-2333



**David Tomas**  
Spain Macro, Politics & Equity  
+34 647 44 1007



**Jonathan Zuloaga**  
Mexico Rates, Equity & Fx  
+52 55 5377 2810



**Carlos Hernández**  
Global Technical Analysis  
+376 873 381



**Gabriel Lopes**  
Brazil Bonds & Equity  
+55 11 3095-7075



**Alicia Arriero**  
Europe Corporate Credit IG & HY  
+34 91 153 4117



**Alejandro Sabariego**  
Global Volatility & Risk Assessment  
+352 26 19 3925



**Alex Fusté**  
EM Asia & Japan Bonds, Equities & F  
Commodities: Energy & Precious  
+34 673 041 058

## ***Considerações Legais***

Todos os dados e seções deste documento foram elaboradas pela equipe de analistas financeiros do Andbank.

As opiniões nele contidas são baseadas em uma avaliação conjunta de estudos e relatórios elaborados por terceiros.

Estes relatórios contêm avaliações técnicas e subjetivas de dados e fatores econômicos e sócio-políticos relevantes, a partir dos quais os analistas ANDBANK extraíram dados, avaliaram e resumiram as informações mais importantes. Assim, consolidaram uma base consensual de análises sobre as quais elaboraram opiniões racionais relativas as questões aqui analisadas.

As opiniões e estimativas contidas neste documento são baseadas em eventos de mercado e condições que ocorreram até a data de publicação do documento e não podem, portanto, ser decisivas na avaliação de eventos após a data de publicação do mesmo. O ANDBANK se reserva a prerrogativa de ter pontos de vista e opiniões sobre ativos financeiros que podem diferir parcialmente ou totalmente do consenso do mercado.

Os índices do mercado foram selecionados de acordo com esses critérios únicos e exclusivos que o ANDBANK considera serem os mais adequados.

O ANDBANK não garante de forma alguma que as previsões e os fatos contidos neste documento serão, necessariamente, confirmados e, expressamente, adverte que o desempenho no passado não é guia para a performance futura. Explicita ainda que os investimentos analisados podem não ser adequados a todos os investidores e que investimentos podem variar ao longo do tempo sobre o seu valor e preço, e ainda que as mudanças na taxa de juro ou câmbio são fatores que podem alterar a precisão das opiniões aqui expressas.

## ***Considerações Legais***

Este documento não pode ser considerado de forma alguma uma proposta de venda ou oferta de produtos ou ativos financeiros aqui mencionados. Todas as informações incluídas servem ao único propósito de ilustração e não podem ser consideradas como único ou decisivo fator na escolha de se fazer um determinado investimento.

Outros fatores essenciais que também influenciam esta decisão não são analisados neste documento, incluindo o perfil de risco, a experiência e a habilidade do investidor, a situação financeira, o horizonte temporal e a liquidez do investimento.

Logo, o investidor é responsável pela busca e obtenção de adequada orientação financeira para ajudá-lo a avaliar os riscos, custos e outras características do investimento com o qual ele está disposto a se comprometer.

O ANDBANK expressamente se exime de qualquer responsabilidade pela exatidão e integridade das avaliações mencionadas neste documento ou por quaisquer erros ou omissões que possam ocorrer durante o processo de publicação deste documento.

Nem o ANDBANK nem o autor do documento serão responsáveis por quaisquer perdas que os investidores possam vir a incorrer, direta ou indiretamente, decorrentes de qualquer investimento realizado com base nas informações aqui contidas. As informações e opiniões contidas neste documento estão sujeitas a alteração sem aviso prévio.