

ECONOMIA & MERCADOS FINANCEIROS

ANDBANK /
Private Bankers

Andbank Monthly Corporate Review

Abril 2018

Alex Fusté

Economista Chefe Global

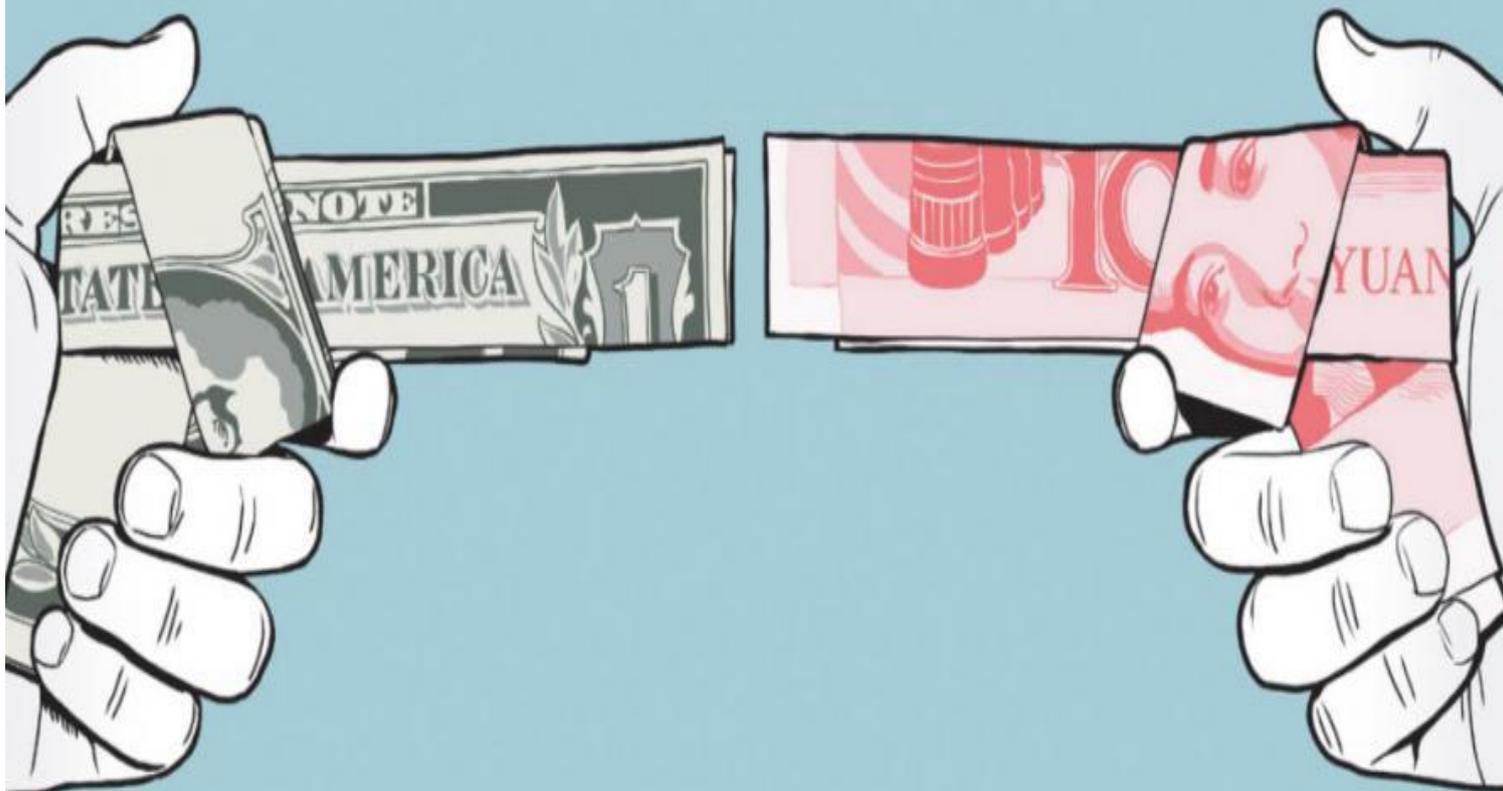
+34 673 041 058

+376 881 248

alex.fuste@andbank.com

Opinião Corporativa

Abril 2018

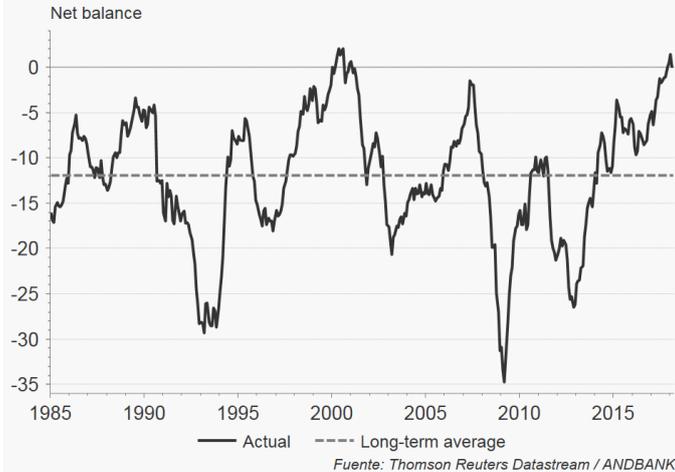


Cheng

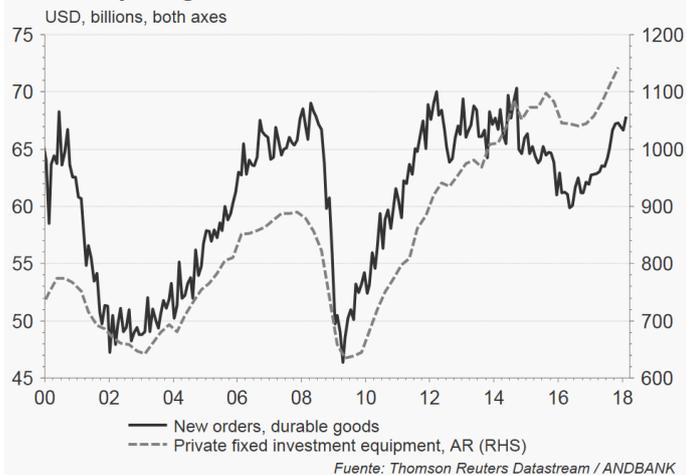
SUMÁRIO EXECUTIVO

GRÁFICOS DO MÊS

Has Euro area consumer confidence peaked?



US capital goods orders, ex-aircraft and defence



Page 2

EQUITIES

AÇÕES

A recente alta nos ganhos foi quase totalmente direcionada pelos cortes nos impostos dos EUA. Os aumentos de receita que resultaram dos cortes nos impostos são de qualidade muito inferior (o aumento nas estimativas do EPS - Lucro por Ação está ocorrendo abaixo da expectativa). Dessa forma, a disposição do mercado para pagar um P/L alto será menor. Consequentemente, não esperamos um retorno rápido dos múltiplos às altas anteriores, mas acreditamos que o S&P apresentará altas maiores antes do final do ano. Mantemos nossas metas para os índices europeus, onde ainda identificamos valor apesar da recente turbulência nas ações globais. Mantemos nossa perspectiva construtiva para os mercados acionários asiáticos.

FI

RENDA FIXA

Perspectiva negativa para os títulos públicos de longo prazo denominados em USD, EUR, GBP e JPY. Mantemos nosso alvo fundamental para o rendimento de 10 anos da UST em 3,25%, e nossas metas (pontos de entrada) para os títulos do governo europeu (Bund a 0,90%, Espanha a 1,65%, Itália a 2,1%, Portugal a 2,2%, Irlanda a 1,1% e Grécia a 4,5%). Ainda identificamos valor em alguns títulos do governo, especialmente na Ásia, onde o recente aumento nas taxas nominais deixou os rendimentos reais em níveis atraentes (> 250bps). Na América Latina, identificamos pouco valor nos títulos denominados em USD para o México e o Brasil. Gostamos dos títulos argentinos denominados em USD.



CRÉDITO CORPORATIVO

Obrigações com Grau de Investimento em USD - Positivo (alvo para o CDX IG a 45). Obrigações de alto rendimento em USD - Cauteloso (alvo para o CDX HY em 413, atualmente em 338). Obrigações com Grau de Investimento em EUR - Negativo (alvo para o Itraxx Europe a 75). Obrigações de alto rendimento em EUR - Neutro / Cauteloso (alvo para o Xover a 300. Atualmente a 290)



CÂMBIO

O EUR / USD enfrenta uma forte linha de resistência a 1,26, a qual acreditamos que não será quebrada. Em seguida, o EUR / USD retornará à faixa de médio prazo: primeiramente para 1,15 (este ano, de acordo com esta análise). Nossa discussão fundamental sugere que o USD ofereça um valor satisfatório nos níveis atuais.



COMMODITIES

O governo Trump busca acelerar o processo de arrendamento do Refúgio Nacional de Vida Selvagem do Ártico, no Alasca, onde existem entre 4,3 bilhões e 11,8 bilhões de barris de petróleo recuperáveis. A fracassada recertificação do acordo com o Irã poderia levar outros países a reduzir as compras de petróleo bruto iraniano, o que poderia, em teoria, retirar um grande número de barris de petróleo do mercado. Em nossa opinião, o preço do petróleo cruzou a parte superior de uma faixa essencial.



EUA O risco de recessão permanece baixo

Spread de OIS? Sem estresse no setor bancário

A verdadeira razão para o salto no spread Libor-OIS é a decisão do Fed de fornecer menos dólares para um sistema (economia) em plena expansão com necessidades crescentes de capital de giro (veja o gráfico 1). Não há estresse no setor bancário em si.

O risco de recessão nos EUA continua baixo: Perspectiva

Os dados objetivos vêm se mostrando surpreendentemente fracos para iniciar o ano, mas ainda esperamos que o crescimento continue superando as tendências. Os fundamentos subjacentes permanecem fortes, e por enquanto estamos encarando a fraqueza de curto prazo como uma correção temporária: (1) O mercado de trabalho continua superando as expectativas, com ganhos de emprego chegando a 313,000 em fevereiro. (2) A ascensão salarial de 2,6% em fevereiro provavelmente sustentará o crescimento da renda das famílias. (3) A renda disponível foi impulsionada ainda mais pelos cortes nos impostos, com medidas de confiança do consumidor nos níveis mais altos ou mais próximos dos vários anos. (4) A taxa de poupança, que diminuiu acentuadamente nos últimos anos, mostrou uma modesta recuperação em janeiro. (5) Os lucros das empresas e as alterações fiscais favoráveis devem apoiar uma reaceleração nos investimentos em equipamentos empresariais.

Tensões comerciais

Os altos gastos com investimentos devem levar a um déficit comercial mais amplo, porém isso pode ser parcialmente compensado por um dólar mais fraco e uma forte demanda global, impulsionando as exportações. As políticas comerciais prejudiciais são um risco, mas é improvável que as tarifas direcionadas de forma restrita tenham um efeito direto significativo sobre o crescimento. Ainda consideramos essa teatralidade comercial mais como táticas de negociação do que uma ameaça real.

Fed & inflação

O presidente do Fed poderia estar considerando um ritmo mais agressivo de aumento dos juros, embora alguns aspectos tenham mitigado as preocupações dos participantes do mercado em relação ao superaquecimento iminente na economia, trazendo um pouco de alívio aos investidores: (2) uma leitura de 1,8% na inflação subjacente em comparação ao mesmo período do ano e (3) uma potencial guerra comercial. Nosso caso base requer que o Fed realize 3 altas, e ainda não excluimos uma possível quarta alta em 2018.

O sentimento de mercado do Andbank

O aumento recente nos ganhos foi quase que totalmente direcionado pelos cortes nos impostos, com relativamente pouco desvio para cima no EBIT / EBITDA. Os aumentos de receita devidos aos cortes nos impostos são de qualidade muito inferior (o aumento nas projeções de EPS está ocorrendo abaixo da expectativa). Assim, o mercado estará menos disposto a pagar um PL alto. Após a correção do mercado, este foi depreciado em uma base PE, com seu PE antecipado abaixo da média de 2017. Em uma projeção futura, o EPS mais elevado e gastos de capital crescentes devem ter efeitos positivos sobre o crescimento e margens de receita (via produtividade). Em janeiro, o mercado ignorou tudo isso, e simplesmente negociou em linha com as revisões do EPS. Em fevereiro houve um ajuste abrupto a esse respeito, o que achamos pertinente, e é por isso que os PE não retornarão às máximas. Em outras palavras, a compressão do PL que vivenciamos não se deve totalmente ao aumento das taxas de juros e da volatilidade, como muitos acreditaram em fevereiro.

Perspectiva dos mercados financeiros

Ações – S&P: NEUTRA (ponto central 2715). Ponto de saída : 2985

Títulos Públicos : PESSIMISTA (10Y UST rendimento alvo 3,2%)

Crédito – CDX IG : NEUTRA (Spread Alvo 45)

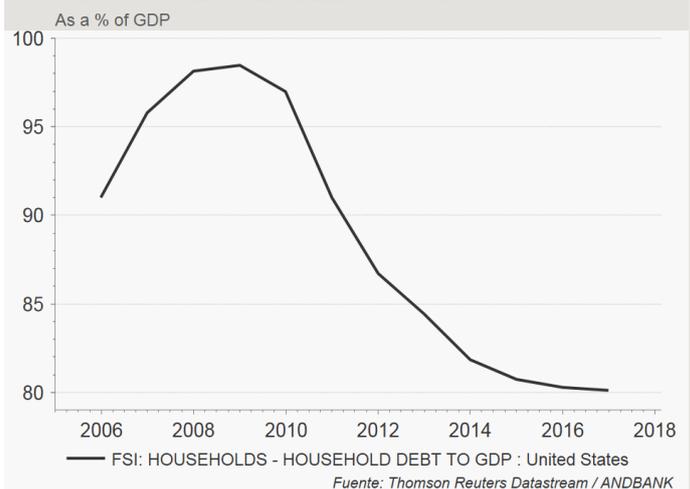
Crédit – ICDX HY: PESSIMISTA (Spread Alvo 413)

Câmbio – índice CDX : OTIMISTA

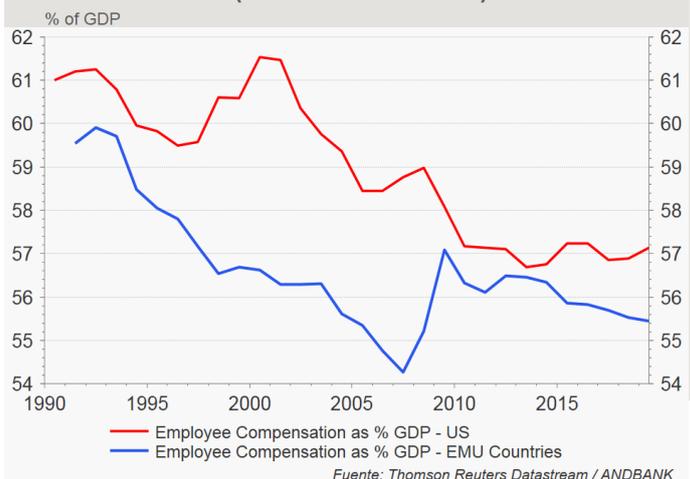
US - True Money Supply vs Nominal GDP growth



US - HOUSEHOLD DEBT TO GDP



WAGE SHARE (US vs EURO ZONE)





EUROPA

O sentimento parece ter atingido seu ponto máximo

Os dados subjetivos desapontam, mas ainda estão em linha com o crescimento

O sentimento parece ter atingido seu ponto máximo tanto na zona do euro quanto no Reino Unido, em claro contraste com o aumento nas pesquisas dos EUA. Embora as macro surpresas positivas tenham diminuído, não as consideramos como uma ameaça. As leituras do IGC ainda estão em linha com nossas projeções de crescimento. O crescimento permanece sólido e generalizado.

As projeções do IPC do BCE foram ligeiramente reduzidas para 2019. A inflação deverá aumentar gradualmente ao longo do ano, à medida que o crescimento prosseguir.

BCE: Um pequeno passo em direção à normalização

A reunião de março do BCE afastou a possibilidade de um aumento nas compras de ativos (acordado por unanimidade). Nenhuma outra medida, como o aumento das taxas de juros, foi discutida. Nossas expectativas em relação ao processo de normalização permanecem inalteradas. Junho parece ser o mês no qual serão anunciados os próximos passos. Nosso cenário é que o QE seja mantido até dezembro, e não há previsão de alta nas taxas até meados de 2019. Draghi destacou dois riscos principais para a perspectiva econômica: protecionismo e desregulamentação financeira.

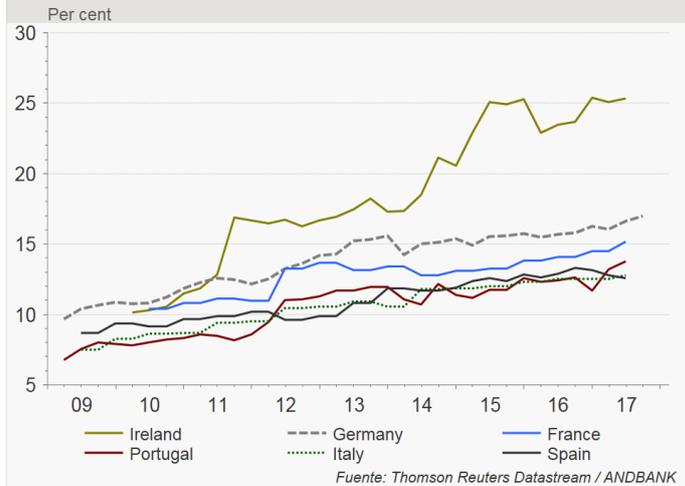
Política: Governo italiano, uma questão em aberto

As eleições na Itália tiveram um resultado inconclusivo, embora a mensagem tenha sido bastante clara, com os partidos tradicionais miseravelmente derrotados, enquanto os partidos anti-establishment dominaram as urnas. Por enquanto, cinco cenários poderiam se desdobrar: 1) Uma coalizão populista entre o Movimento Cinco Estrelas + Liga do Norte; 2) uma grande coalizão entre DP LN + FI; 3) PD + 5M; 4). Nenhum acordo foi feito para formar uma coalizão, e um governo presidencial é declarado; ou 5) novas eleições são convocadas. Uma opção do governo presidencial pode ser o cenário central. Mas isso pode durar pouco e não levar às reformas tão necessárias. Por outro lado, uma coalizão entre o Movimento Cinco Estrelas e LN, embora complicada (agendas diferentes), tornou-se mais provável. Este último seria o pior resultado para os mercados: seria financeiramente desafiador (metas de redução de impostos ao implementar uma renda mínima universal) e poderia reverter algumas das reformas estruturais implementadas (por exemplo, a reforma previdenciária). Em relação ao eixo franco-alemão, espera-se que as reformas da zona do euro sejam impulsionadas, provavelmente tendo que esperar até a cúpula de junho. Quanto ao Brexit, um acordo sobre o período de transição, que se estende por 21 meses até o final de 2020, acaba de ser celebrado. Durante este período, o Reino Unido não participará em nenhuma decisão, e estará vinculado às regras da UE, a fim de desfrutar de todas as vantagens de membro da UE. As diferenças persistem em vários domínios: a fronteira irlandesa, os serviços financeiros, a união aduaneira, o papel do Tribunal de Justiça Europeu, etc. "Nada está acordado até que tudo esteja acordado".

Perspectiva dos mercados financeiros

Ações – Stoxx Europe: OTIMISTA (ponto central 411). Saída 439
Equities - Euro Stoxx: OTIMISTA (ponto central 413). Saída 454
Títulos – Principais governos: PESSIMISTA (Bund rendimento alvo 0.90%)
Títulos – Periféricos : PESSIMISTA (SP 1,65%, IT 2,1%, PO 2,2%)
Crédito – Itraxx Europe (IG) : PESSIMISTA (Spread alvo 75)
Crédito – Itraxx Europe (HY) : NEUT-PESSIMISTA (Spread alvo 300)
Câmbio – EUR/USD: Curto Prazo PESSIMISTA (1,26). Longo Prazo PESSIMISTA (1,15)

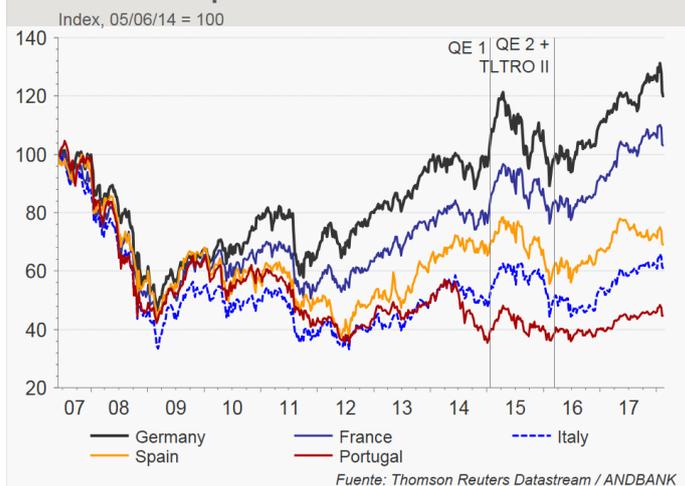
Euro area banks tier 1 capital ratio



Net profit margins



Euro area equities





CHINA

A nova equipe macroeconômica da China

A melhor equipe econômica enfatiza a continuidade na política interna e a capacidade de projetar os interesses da China

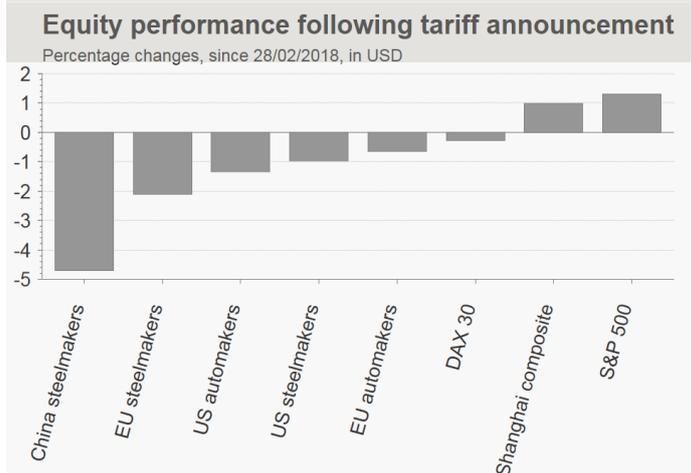
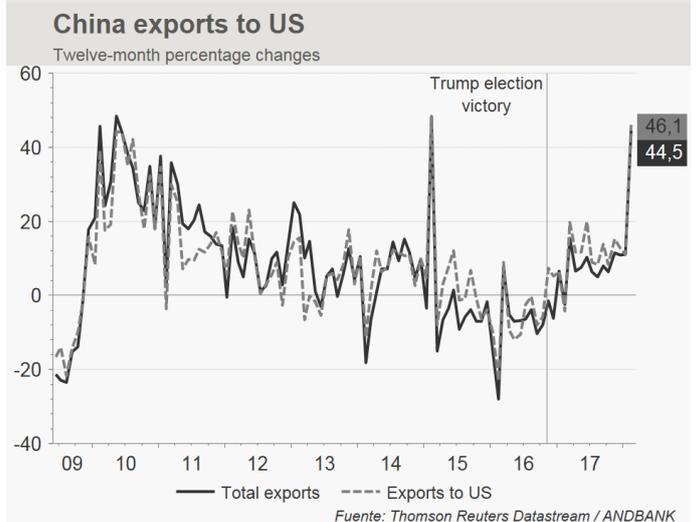
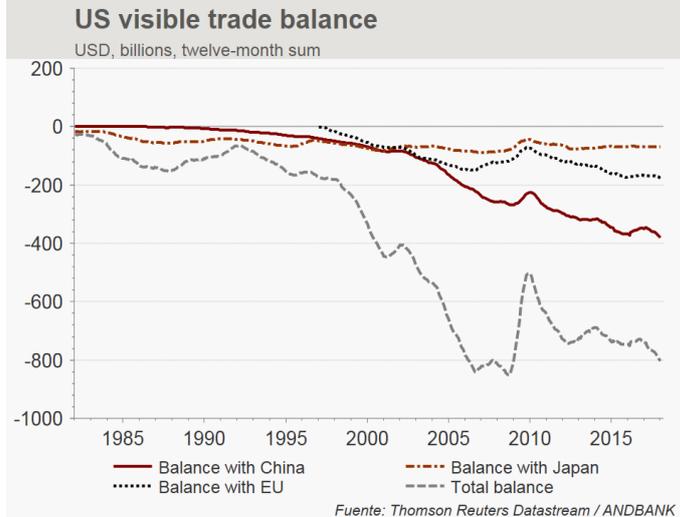
(1) O novo vice-primeiro-ministro, Liu He, já assumiu iniciativas como a reforma no lado da oferta e a redução do risco financeiro. Ele provavelmente administrará o Comitê de Estabilidade Financeira e de Desenvolvimento para supervisionar todas as autoridades regulatórias financeiras. (2) O novo vice-presidente Wang Qishan, ex-líder da campanha anti-corrupção de Xi, lidará com as tensões crescentes nas relações econômicas sino-americanas. (3) A cadeira do ministro das finanças foi para Liu Kun, focada principalmente em temas como a promoção de programas de parceria público-privada, corte de taxas e reforma das compras governamentais. (4) No Banco do Povo da China, Yi Gang é promovido para suceder a Zhou Xiaochuan. Ph.D da Universidade de Illinois, ele é provavelmente o candidato mais adequado para comunicar as intenções do PBOC aos mercados. A iniciativa parece um compromisso para animar o mercado, e envia uma mensagem clara de que Xi respeita o profissionalismo, e que a direção da política monetária permanecerá inalterada. Yi administra efetivamente o PBOC no dia-a-dia, e está totalmente comprometido com as prioridades políticas, como a conclusão do processo de liberalização do ajuste das taxas de juros e da taxa de câmbio. Ele assumirá um banco central mais poderoso, que recentemente garantiu a autoridade necessária para elaborar regulamentos importantes para os setores bancário e de seguros. Isso deve minimizar as chances de a política do banco central ser prejudicada por outros órgãos regulatórios.

China enfrenta o desafio de reduzir o superávit comercial dos EUA.

Assistiremos a mais cenas teatrais protecionistas da Casa Branca. Na verdade, Trump está tentando impor tarifas de até 60 bilhões de dólares sobre as importações chinesas, e terá como alvo os setores de tecnologia e telecomunicações. **O argumento a favor da calma é simples:** (1) As transações comerciais não determinam os saldos comerciais, e os aumentos individuais das tarifas exercem baixo impacto econômico. (2) As tarifas de metais eram bem menores do que a ameaça original, com exceções automáticas para o Canadá e o México e potencial para outras isenções. (3) As autoridades chinesas estão procurando manter uma postura estratégica em relação aos movimentos comerciais do presidente Trump. Em uma perspectiva temporal mais a longo prazo, no entanto, há questões que merecem atenção vigilante: (1) Considerando a renúncia do conselheiro econômico Gary Cohn e a aparente ascendência da facção guerreira comercial e da equipe de segurança nacional, somada às eleições próximas do Congresso, é quase certo que veremos mais fogo cerrado nas ações comerciais. (2) A principal política decretada (déficits maiores) levará a um déficit comercial mais amplo. (3) Um dos principais eventos será a renegociação do Nafta. Um caso mais provável é que a renegociação do Nafta se arraste de forma não-conclusiva neste ano e seja transferida para o próximo ano. Uma possibilidade mais terrível é que, depois de meses de discussões inconclusivas, Trump se retire formalmente do Nafta. Isso é improvável, em nossa opinião, uma vez que levaria a um nível de caos considerável nas cadeias de produção norte-americanas, e os efeitos econômicos poderiam ser relevantes. A China enfrenta o desafio de reduzir seu déficit comercial com os EUA em US\$ 100 bilhões, um obstáculo fundamental, já que seu superávit em conta corrente já caiu para 2,4% do PIB, de 9,9% em 2007.

Perspectiva dos mercados financeiros

Ações – Índice SHANGHAI: PESSIMISTA (ponto central 3,672)
Ações – Índice SHENZHEN: PESSIMISTA (ponto central 1,930)
Títulos Públicos : OTIMISTA (rendimento alvo 3,25%)
Câmbio – CNY/USD: NEUTRA (alvo médio prazo 6,40)





BRASIL

Taxa Selic mais baixa em meio à recuperação

Eleições: Nenhum desenvolvimento relevante no mês passado

O mês teve poucas manchetes políticas sobre as eleições presidenciais deste ano. O ex-presidente Lula foi a prisão. Os outros candidatos estão trabalhando para consolidar suas candidaturas com os atores locais. Apesar de sua enorme impopularidade, o presidente Michel Temer está disposto a buscar a reeleição, de acordo com as notícias locais. Esse movimento pode ser visto como um meio de capitalizar mais tarde o candidato mais forte de centro-direita, à medida que as pesquisas começam a se tornar mais relevantes. Além disso, a intervenção federal no estado do Rio de Janeiro (que também suspendeu a reforma da previdência social) é vista como uma forma de abordar o caso da segurança pública, embora pouco efeito prático tenha sido visto até agora. O principal evento foi o assassinato de um membro do conselho da cidade do partido de esquerda PSOL no Rio, que levou várias pessoas a protestos contra a própria intervenção.

Política monetária: Finalizando o ciclo (parte II)

Os índices de inflação ainda surpreendem positivamente o mercado e o Banco Central. O IPCA ficou em 0,32% m/m em fevereiro, com os preços principais e básicos em queda. Energia e combustíveis foram os principais impulsionadores. O Banco Central ainda tem previsão de 4,20% para o IPCA deste ano, enquanto a mediana da projeção do mercado está em 3,63%. Interessante ressaltar que a pior projeção para o IPCA para este ano é de 4,3%, já abaixo do alvo central de 4,5%.

Atividade Econômica: sinais positivos à frente

Os principais indicadores apontam para uma expansão em várias frentes da economia. O Markit PMI Composite subiu para 52,7 pontos em fevereiro, com ganhos equilibrados nas leituras industriais e de serviços. No setor agropecuário, o IBGE (Instituto Nacional de Estatística) espera outro grande ano para as safras de grãos, com 227 milhões de toneladas. O índice de atividade do Banco Central (IBC-Br) ficou em -0,56%, superior à expectativa de mercado de -0,80%. Boas notícias sobre as receitas fiscais do governo central em janeiro, atingindo R\$ 155 bilhões, no melhor mês desde 2014.

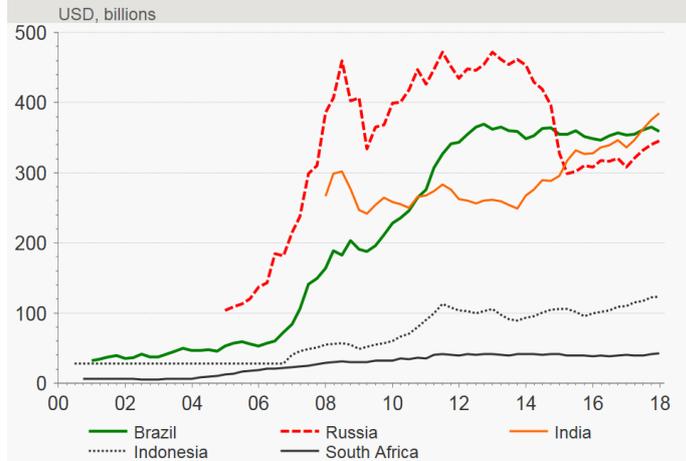
Sentimento do mercado

Ações: NEGATIVO. Nosso alvo para o Ibovespa é de 82.000 pontos. Ponto de saída a 86.100. A recuperação econômica e as taxas de juros mais baixas devem impulsionar os resultados das empresas. No entanto, muito disso já está precificado pelo mercado acionário. **Títulos do governo:** NEUTRO. A dinâmica da dívida pública de longo prazo dependerá de reformas e, portanto, de eleições. No curto prazo, os rendimentos dos títulos provavelmente permanecerão estáveis. A expectativa do mercado para a taxa Selic caiu para 6,50% ao ano. Isso está bem em linha com nossa visão. A taxa de juros real de longo prazo, NTN-B 2026, está atualmente em 4,65% ao ano. (nosso alvo para dez / 18: 4,55% p.a.)

Mercados Financeiros

Ações – IBOVESPA: PESSIMISTA (Alvo 82,000). Saída 86,100
Títulos Públicos – Gov. Local: OTIMISTA (rendimento alvo 9,50% - rendimento real 4,55%)
Títulos Públicos. USD: PESSIMISTA (rendimento alvo 5,35%. Spread 210bp)
Câmbio – BRL/USD: NEUTRA (alvo médio prazo 3,20)

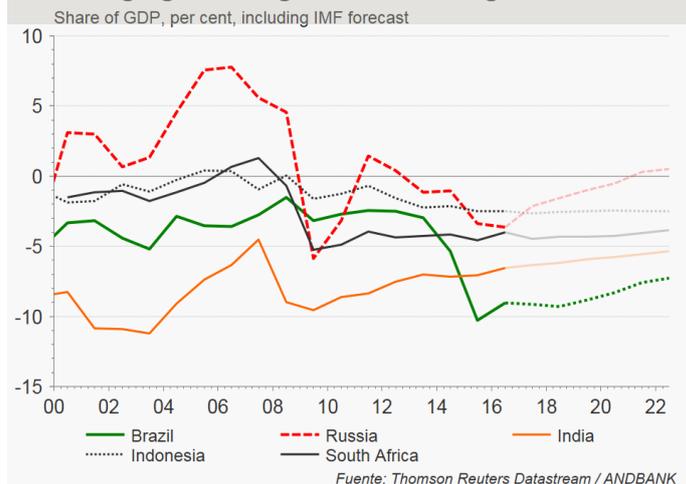
Emerging market official reserves



Brazil government debt



Emerging market government budget balances





AÇÕES

ÍNDICES DE AÇÕES GLOBAIS Avaliação fundamental

Index	Sales per Share 2017	Net Margin 2017	Andbank's Sales growth 2018	Andbank's Net Margin 2018	EPS 2018	Growth 2018	Current PE with EPS 2017	Current PE Fw EPS 2018	PE estimate at Dec 18	INDEXT CURRENT PRICE	2018 Central Point Fundam range	2018 E[Perf] to Centr. Point	2018 Exit Point
USA S&P 500	1.232	10,8%	5,6%	12,17%	158,3	18,8%	19,37	16,31	17,15	2.582	2.715	5,2%	2.987
Europe - Stoxx Europe 600	298	8,1%	5,2%	8,19%	25,7	6,6%	15,31	14,36	16,00	368	411	11,4%	439
Euro Zone - Euro Stoxx	349	7,1%	5,2%	7,15%	26,2	6,4%	15,09	14,18	15,75	372	413	11,0%	454
Spain IBEX 35	7.461	9,2%	5,0%	9,13%	715	4,8%	13,99	13,36	15,00	9.553	10.729	12,3%	11.802
Mexico IPC GRAL	33.496	8,1%	7,2%	8,03%	2.881	5,7%	16,81	15,90	17,00	45.827	48.983	6,9%	52.167
Brazil BOVESPA	52.724	9,9%	7,2%	10,26%	5.798	11,6%	16,29	14,60	14,15	84.666	82.008	-3,1%	86.108
Japan NIKKEI 225	20.076	5,8%	5,1%	5,92%	1.248	6,6%	18,27	17,13	18,50	21.389	23.094	8,0%	25.403
China SSE Comp.	2.642	8,7%	7,1%	8,77%	248	7,5%	13,58	12,64	14,80	3.136	3.672	17,1%	4.039
China Shenzhen Comp	902	8,5%	7,3%	8,67%	84	9,3%	24,00	21,96	23,00	1.842	1.930	4,7%	2.123
India SENSEX	14.218	10,8%	9,2%	11,06%	1.717	12,1%	21,71	19,35	21,00	33.238	36.063	8,5%	39.669
MSCI EM ASIA (MXMS)	425	9,4%	6,8%	9,59%	44	8,8%	14,75	13,56	14,40	590	627	6,2%	690

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION

ANDBANK ESTIMATES

ÍNDICES GLOBAIS DE AÇÕES: PROBABILIDADE DE AVERSÃO AO RISCO (RISK-OFF)

Avaliação Tática

Indicador Composto Global do Mercado de Ações do Andbank: Continuamos em uma área de neutralidade com um viés de venda.

Nosso índice amplo passou de -3,3 no mês passado para -1 (em um intervalo de -10 / + 10), estabelecendo-se em uma área que sugere que o mercado de ações não está mais sobrecomprado e, portanto, o risco de uma venda sustentada e justificada agora é baixo.

Sentimento: 1) A relação P/E de 12m em diante da SPX permanece em uma baixa de 17,15, ainda acima da média de 10 anos (14,3), entretanto, baixou drasticamente em relação a janeiro. 2) Mais da metade das ações da NYSE (54% das empresas) estão sendo negociadas acima de sua média móvel de 200 dias, ligeiramente acima do valor do mês passado (53%). As métricas de sentimento estão menos estressadas agora em relação ao mês passado.

Fluxos: Os ETFs US Equity atraíram mais de US \$ 18,8 bilhões na terceira semana de março, sendo a quarta semana consecutiva de entradas. Os ETFs da S&P 500 registraram as maiores entradas, graças ao movimento positivo do mercado após a correção de fevereiro.

Posicionamento dos especuladores: Depois que o mercado caiu em fevereiro, os especuladores adotaram uma postura mais defensiva em março.

ANÁLISE TÉCNICA

Cenário de tendências (1mês). Suportes & resistências (1 & 3 meses)

S&P: MOVIMENTO LATERAL-ALTA

Suporta 1&3 meses a 2,532. Resistência 1&3 mês a 2,872/3,000.

STOXX600: MOVIMENTO LATERAL

Suporta 1&3 meses a 365. Resistência 1&3 mês a 388/415

IBEX: MOVIMENTO LATERAL-BAIXA (1m) // MOVIMENTO LATERAL (3m)

Suporta 1&3 meses a 9,360/9,236. Resistência 1&3 meses a 10,211/10,643

€/€: MOVIMENTO LATERAL-BAIXA (1m) // BAIXA (3m)

Suporta 1&3 meses a 1.20/1.17. Resistência 1&3 meses a 1,266

Petróleo: MOVIMENTO LATERAL (1m) // MOVIMENTO LATERAL-ALTA (3m)

Suporta1&3 meses a 58 / 55,82. Resistência 1&3 meses a 63,4/74,9

Ouro: MOVIMENTO LATERAL-BAIXIA

Suporta 1&3 meses a 1,295/1,257. Resistência 1&3 meses a 1,374/1,391

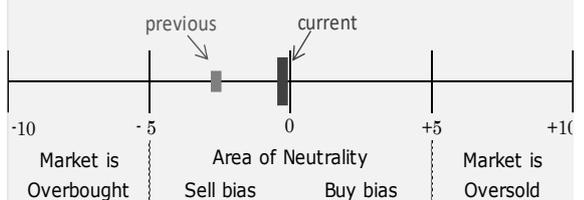
Títulos do Tesouro Americano: MOVIMENTO LATERAL (projeção de preço)

Suporta 1&3 meses a 2.65%. Resist. 1&3 meses a 3,02%

Risk Composite Indicator (Breakdown)

	Previous Month	Current Month
Buy signals	3	5
Positive Bias	1	1
Neutral	5	5
Negative Bias	2	5
Sell signals	10	5
FINAL VALUATION	-3,6	-1,0

Risk Composite Indicator





RENDA FIXA – TÍTULOS PÚBLICOS

MERCADOS DESENVOLVIDOS

Avaliação fundamental

Títulos do Tesouro dos EUA: Piso 2,07%. Valor de mercado 3,25%. Teto 4%

Spread de swap: o spread de swap subiu para + 3bps (de -3 pb no mês passado). Para que esse spread se normalize a + 13pb, com a taxa de swap ancorada na área de 2,2%, o rendimento de 10Y UST teria que passar a 2,07%.

Inclinação: A inclinação da curva de juros dos EUA se achatou drasticamente este mês para 56pb (de 70pb). Com o final curto se normalizando em direção a 2,25% (hoje em 2,27%), para atingir a inclinação média de 10Y (de 175pb), o rendimento de 10Y UST deve passar a 4%.

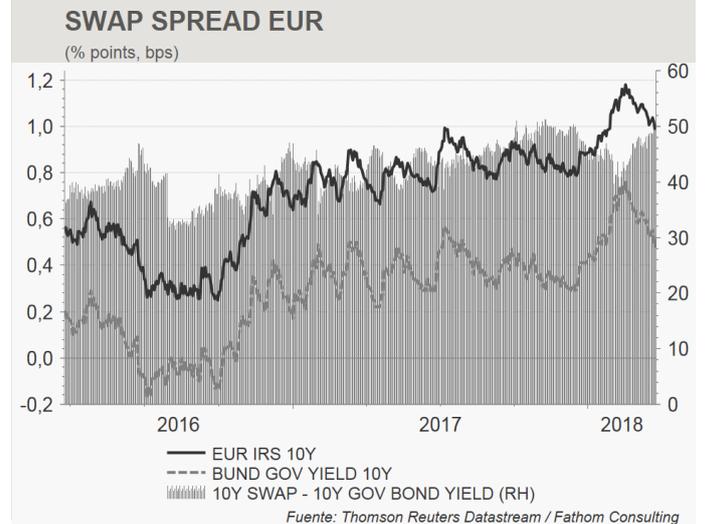
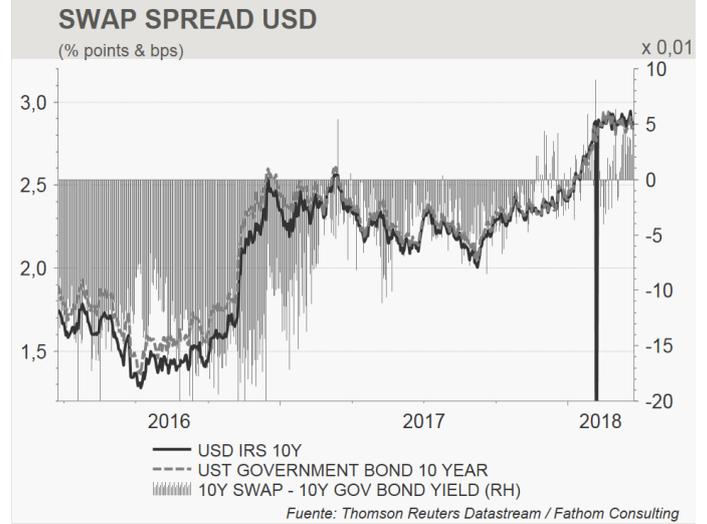
Rendimento real: Um bom ponto de entrada no 10Y UST seria quando o rendimento real atingir 1%. Dada a nossa previsão de CPI de 2,2%, o rendimento da UST teria que subir para 3,2% para se tornar "BUY".

GER Bund: Piso 0,80%. Valor de Mercado 1,05%. Teto 2,4%

Spread de swap: O spread de swap subiu para 49 pb (de 48 pb no mês passado). Para o spread de swap se normalizar a 35pb, com a taxa de swap ancorada na área de 1,40% (hoje em 1,0%), o rendimento do Bund teria que passar a 1,05% (ponto de entrada).

Inclinação: A inclinação da curva do EUR diminuiu para 116bps (de 125bps no último mês). Se a ponta curta "normalizar" na área de -0,50% (hoje em -0,64%), para atingir a inclinação da curva de rendimento médio dos 10 anos (130bps), o rendimento do Bund teria que passar para 0,80%.

Rendimento real: Um bom ponto de entrada no Bund alemão seria quando o rendimento real atingir 1%. Dada a nossa previsão de IPC de 1,4%, o rendimento do Bund teria que subir para 2,4% para se tornar uma "COMPRA".



TÍTULOS PERIFÉRICOS EUROPEUS

Alvos Fundamentais - 10Y YIELDS

Título espanhol: rendimento alvo a 1,65% (de 1,75%)

Título BTPI italiano : rendimento alvo a 2,10%

Título do governo português: Rendimento alvo a 2,20%

Título do governo irlandês: Rendimento alvo a 1,10%

Título do governo grego: Rendimento alvo a 4,50%

TÍTULOS DE MERCADOS EMERGENTES

Alvos fundamentais

Até o momento, nossa regra geral para os bônus EM tem sido "buy" (compra) quando as duas condições a seguir são atendidas: 1) o rendimento real do Tesouro dos EUA é igual ou superior a 1%; e 2) os rendimentos reais das obrigações EM estão 1,5% acima do rendimento real da UST.

Assumindo que a primeira condição seja atendida, devemos apenas comprar esses títulos EM oferecendo um rendimento real de 2,50% ou mais

		10 Year Yield Nominal	CPI (y/y) Last reading	10 Year Yield Real	Projected change in Yield	Target Yield
EM ASIA	Indonesia	6,55%	3,25%	3,30%	-1,00%	5,55%
	India	7,34%	5,27%	2,07%	-0,75%	6,59%
	Philippines	5,92%	4,00%	1,92%	-0,50%	5,42%
	China	3,74%	1,80%	1,94%	-0,50%	3,24%
	Malaysia	3,94%	3,48%	0,46%	0,00%	3,94%
	Thailand	2,38%	0,72%	1,66%	-0,50%	1,88%
	Singapore	2,29%	0,36%	1,93%	-0,50%	1,79%
	South Korea	2,54%	1,03%	1,51%	-0,50%	2,04%
	Taiwan	1,00%	1,18%	-0,18%	1,00%	2,00%
EME	Turkey	12,31%	10,35%	1,96%	-0,50%	11,81%
	Russian Fed	7,04%	2,50%	4,54%	-1,00%	6,04%
LATAM	Brazil	9,48%	2,07%	7,41%	-1,00%	8,48%
	Mexico	7,37%	6,76%	0,61%	0,00%	7,37%
	Colombia	6,52%	3,68%	2,84%	-0,75%	5,77%
	Peru	5,11%	1,25%	3,86%	-1,00%	4,11%



MOEDAS

TAXAS DE CÂMBIO

Alvos Fundamentais

EUR-USD: Alvo Técnico de Curto Prazo 1.26 / Alvo Fundamental de Médio Prazo 1.15

Fluxos Mantidas as posições curtas importantes em USD (o posicionamento atual dos contratos futuros em USD vale US \$ -25,87 bilhões, veja a tabela abaixo) e esse posicionamento curto de mercado é agora muito mais significativo do ponto de vista estatístico (-2,18 sigmas abaixo da média nos últimos 3 anos) o que torna o “USD Short” ainda a posição mais concorrida globalmente. O posicionamento atual contrasta com os + US \$ 28,7 bilhões líquidos observados em setembro de 2016. Este número sugere que o USD permanece claramente sobrevalorado. Enquanto isso, o posicionamento do EUR representa a contrapartida do que é visto no USD, com uma posição líquida longa de USD + 21,87 bilhões. Este posicionamento de EUR representa um excesso de peso de +1.96 sigma em uma base de z-score de três anos, sugerindo que o EUR é sobrecomprado sob uma perspectiva histórica.

Perspectiva: Nossa análise técnica dentro do Comitê de Investimentos indicou três pontos muito importantes: (1) O EUR / USD enfrenta uma resistência muito importante em 1,26. (2) Esse nível de resistência deve funcionar bem (como aconteceu no passado). Por conseguinte, acreditamos que o euro não irá ultrapassar esta resistência. (3) Depois disso, o EUR / USD voltará à faixa de médio prazo; primeiramente para 1,15 (este ano, de acordo com esta análise) e depois para níveis mais baixos. Nossa discussão mais relevante resultou em uma conclusão ampla: O USD oferece valor nos níveis atuais

NOVO! USD-JPY: alvo 111,2; EUR-JPY: alvo 127,8

As Estimativas Inteligentes (aquelas previsões que historicamente apresentaram melhores resultados) fixam o alvo de 2018 para o USD / JPY em 1109 (acima da nossa previsão de 111,2). Em nossa opinião, apesar de serem baratos em REER em relação ao USD, vários aspectos sugerem que o JPY não deveria apreciar muito mais: (1) Choques políticos na Europa agora parecem reduzidos, significando que os fluxos seguros no Japão são menos prováveis agora. (2) Os rendimentos reais são mais baixos nos JGBs, e com o JB 10Y controlado a 0%, há poucas perspectivas de que os rendimentos reais japoneses aumentem; (3) Minimizamos a opção de redução após o BoJ ter reiterado que pretende manter sua política monetária ultra-frouxa, pelo menos até atingir o alvo de inflação de 2% (inatingível no curto prazo); (4) Enquanto isso, o Fed deve continuar aumentando as taxas, o que, por sua vez, elevará os rendimentos reais em USD; e (5) A perspectiva de o Fed encolher seu balanço (retirada de liquidez) torna o dólar mais atraente (ou o iene menos atraente).

GBP-USD: alvo 1.35; EUR-GBP: alvo ~0.85

USD-CHF: alvo 0.99; EUR-CHF: alvo 1.14

USD-MXN: alvo 18.8; EUR-MXN: alvo 21.6

USD-BRL: alvo 3.20; EUR-BRL: alvo 3.68

NEW! USD-ARS: Alvo 22

RUB: NEUTRA-PESSIMISTA

AUD: NEUTRA

CAD: NEUTRA-PESSIMISTA

CNY: Alvo 6,40

Currency	Mkt Value of Net positions in the currency (Bn \$)	Change vs last week in the currency (Bn \$)	1-yr Max (Bn \$)	1-yr Min (Bn \$)	1-yr Avg (Bn \$)	Current Z-score 3-yr
USD vs All	-25,87	-8,58	14,9	-25,9	-6,2	-2,18
USD vs G10	-23,05	-8,65	16,4	-23,1	-3,5	-2,23
EM	2,82	-0,08	3,9	0,8	2,7	1,29
EUR	21,87	-0,80	23,1	-2,9	12,4	1,96
JPY	-0,44	8,90	-0,4	-15,0	-9,5	0,42
GBP	3,02	2,32	3,0	-8,1	-1,3	2,11
CHF	-1,25	-0,38	0,2	-3,8	-1,6	-0,30
BRL	-0,42	-0,01	0,7	-0,4	0,2	-0,72
MXN	2,44	0,11	3,3	-0,3	2,0	1,49
RUB	0,79	-0,17	1,2	-0,3	0,5	1,03
AUD	0,62	0,68	6,1	-1,6	2,6	-0,10
CAD	-2,10	-3,60	6,1	-7,3	0,8	-0,54

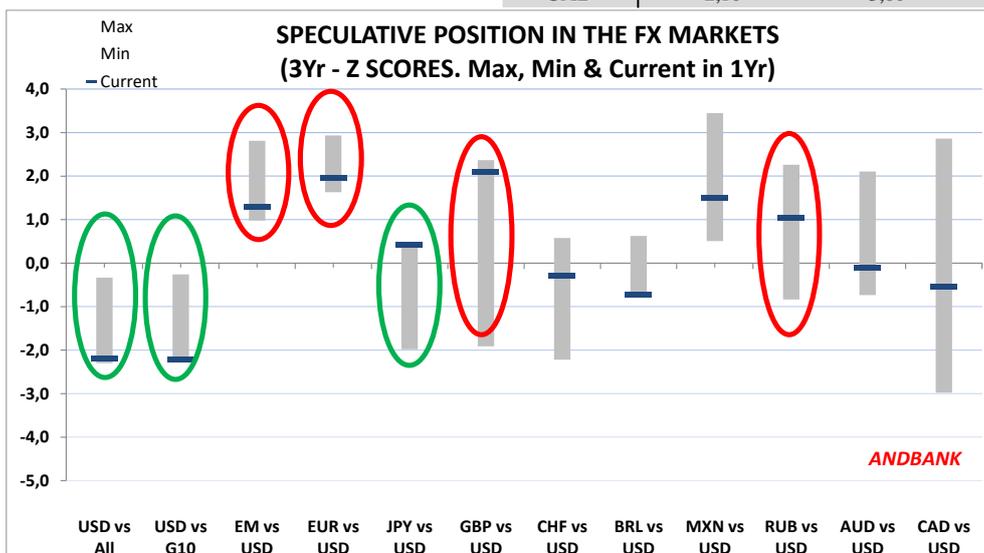




TABELA DE RETORNOS ESPERADOS

Asset Class	Indices	Performance	Performance	Current Price	Central Point	Exp. Perf. To
		MTD	YTD	03/04/2018	(Fundam range)	Central Point
Equity	USA - S&P 500	-2,2%	-3,4%	2.582	2715	5,2%
	Europe - Stoxx Europe 600	0,0%	-4,7%	368	411	11,4%
	Euro Zone - Euro Stoxx	0,0%	-3,0%	372	413	11,0%
	SPAIN - IBEX 35	0,0%	-4,4%	9.555	10729	12,3%
	MEXICO - MXSE IPC	-0,6%	-7,1%	45.827	48983	6,9%
	BRAZIL - BOVESPA	-0,8%	10,8%	84.666	82008	-3,1%
	JAPAN - NIKKEI 225	-0,3%	-6,0%	21.389	23094	8,0%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	-0,2%	-4,4%	3.136	3672	17,1%
	CHINA - SHENZEN COMPOSITE	0,2%	-2,2%	1.842	1930	4,7%
	INDIA - SENSEX	0,9%	-2,4%	33.234	36063	8,5%
MSCI EM ASIA (in USD)	0,0%	0,6%	590	627	6,2%	
Fixed Income Core countries	US Treasury 10 year Govie	1,4%	-2,0%	2,73	3,25	-2,1%
	UK 10 year Gilt	1,5%	-1,0%	1,34	2,00	-4,3%
	German 10 year BUND	1,5%	-0,5%	0,49	0,90	-2,9%
	Japanese 10 year Govie	0,1%	0,1%	0,04	0,10	-0,5%
Fixed Income Peripheral	Spain - 10yr Gov bond	2,7%	3,6%	1,15	1,65	-3,2%
	Italy - 10yr Gov bond	2,5%	2,2%	1,78	2,10	-1,2%
	Portugal - 10yr Gov bond	2,5%	2,9%	1,60	2,20	-3,6%
	Ireland - 10yr Gov bond	1,4%	-1,8%	0,89	1,10	-1,0%
	Greece - 10yr Gov bond	0,1%	-0,5%	4,24	4,50	1,1%
Fixed Income Credit	Credit EUR IG - Itraxx Europe	-0,1%	-0,4%	60,31	75	-1,3%
	Credit EUR HY - Itraxx Xover	0,0%	-1,3%	283,14	300	0,3%
	Credit USD IG - CDX IG	-0,3%	0,1%	67,62	45	1,5%
	Credit USD HY - CDX HY	-0,5%	-0,3%	360,28	413	1,4%
Fixed Income EM Europe (Loc)	Turkey - 10yr Gov bond	-3,6%	-4,3%	12,28	13,00	6,5%
	Russia - 10yr Gov bond	0,5%	6,2%	7,04	6,70	9,8%
Fixed Income Asia (Local curncy)	Indonesia - 10yr Gov bond	0,5%	-1,0%	6,58	5,30	16,8%
	India - 10yr Gov bond	3,6%	1,3%	7,39	6,75	12,5%
	Philippines - 10yr Gov bond	0,5%	-4,9%	5,90	5,25	11,1%
	China - 10yr Gov bond	1,1%	1,9%	3,73	3,25	7,6%
	Malaysia - 10yr Gov bond	0,8%	0,9%	3,94	4,00	3,4%
	Thailand - 10yr Gov bond	-0,2%	-0,2%	2,38	1,85	6,6%
	Singapore - 10yr Gov bond	0,5%	-1,9%	2,28	1,57	8,0%
	South Korea - 10yr Gov bond	1,1%	-0,7%	2,55	2,00	6,9%
	Taiwan - 10yr Gov bond	0,4%	-0,1%	0,98	1,50	-3,2%
Fixed Income Latam	Mexico - 10yr Govie (Loc)	2,1%	4,6%	7,37	8,00	2,3%
	Mexico - 10yr Govie (usd)	0,6%	-2,0%	4,02	5,25	-5,8%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	0,7%	8,7%	9,48	9,50	9,3%
	Brazil - 10yr Govie (usd)	0,8%	-0,5%	4,97	5,35	1,9%
	Argentina - 10yr Govie (usd)	1,2%	-6,0%	6,42	6,25	7,8%
Commodities	Oil (WTI)	0,7%	4,3%	63,0	45,00	-28,6%
	GOLD	0,5%	3,0%	1.341,0	1.100	-18,0%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	-0,8%	2,5%	1,230	1,15	-6,5%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	1,1%	3,9%	1,40	1,35	-3,9%
	EURGBP (price of 1 EUR)	-1,9%	-1,4%	0,88	0,85	-2,8%
	USDCHF (price of 1 USD)	1,6%	-2,0%	0,96	0,99	3,4%
	EURCHF (price of 1 EUR)	0,7%	0,5%	1,18	1,14	-3,3%
	USDJPY (price of 1 USD)	-0,2%	-6,0%	105,88	111,20	5,0%
	EURJPY (price of 1 EUR)	-1,1%	-3,7%	130,24	127,88	-1,8%
	USDMXN (price of 1 USD)	-2,6%	-7,2%	18,24	18,80	3,1%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-3,5%	-4,8%	22,44	21,62	-3,7%
	USDBRL (price of 1 USD)	3,1%	-0,1%	3,31	3,20	-3,3%
	EURBRL (price of 1 EUR)	2,2%	2,5%	4,07	3,68	-9,6%
	USDARS (price of 1 USD)	-0,9%	8,2%	20,11	22,00	9,4%
	CNY (price of 1 USD)	-0,5%	-3,5%	6,28	6,40	1,9%

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



ALOCAÇÃO DE ATIVOS

ALOCAÇÃO ESTRATÉGICA DE ATIVOS & TOLERÂNCIA AO RISCO
Proposta mensal de alocação de ativos & câmbio

Asset Class	Conservative		Moderate		Balanced		Growth	
	Strategic (%)	Tactical (%)						
Money Market	15,0	23,0	10,0	16,7	5,0	11,3	5,0	7,3
Fixed Income Short-Term	25,0	33,0	15,0	21,5	5,0	9,7	0,0	3,7
Fixed Income (L.T) OECD	30,0	18,0	20,0	12,0	15,0	9,0	5,0	3,0
US Gov & Municipals & Agencies		9,0		6,0		4,5		1,5
EU Gov & Municipals & Agencies		1,8		1,2		0,9		0,3
European Peripheral Risk		7,2		4,8		3,6		1,2
Credit (OECD)	20,0	16,0	20,0	16,0	15,0	12,0	5,0	4,0
Investment Grade USD		8,0		8,0		6,0		2,0
High Yield Grade USD		3,2		3,2		2,4		0,8
Investment Grade EUR		3,2		3,2		2,4		0,8
High Yield Grade EUR		1,6		1,6		1,2		0,4
Fixed Income Emerging Markets	5,0	5,5	7,5	8,3	10,0	11,0	15,0	16,5
Latam Sovereign		1,4		2,1		2,8		4,1
Latam Credit		1,4		2,1		2,8		4,1
Asia Sovereign		1,4		2,1		2,8		4,1
Asia Credit		1,4		2,1		2,8		4,1
Equity OECD	5,0	4,5	20,0	18,0	32,5	29,3	50,0	45,0
US Equity		1,4		5,4		8,8		13,5
European Equity		2,3		9,0		14,6		22,5
Japan Equity		0,9		3,6		5,9		9,0
Equity Emerging	0,0	0,0	5,0	5,5	10,0	11,0	10,0	11,0
Asian Equity		0,0		3,9		7,7		7,7
Latam Equity		0,0		1,7		3,3		3,3
Commodities	0,0	0,0	2,5	2,0	5,0	4,0	5,0	4,0
Energy		0,0		0,4		0,8		0,8
Minerals & Metals		0,0		0,5		1,0		1,0
Precious		0,0		0,9		1,8		1,8
Agriculture		0,0		0,2		0,4		0,4
Alternative Investments	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	2,8	5,0	5,5
REITs		0,0		0,0		0,6		1,1
Alt.Energy (wind, solar, etc)		0,0		0,0		0,4		0,8
Market Neutral		0,0		0,0		1,1		2,2
Volatility		0,0		0,0		0,7		1,4

Currency Exposure (European investor perspective)				
EUR		91,1	84,0	78,4
USD		8,9	16,0	21,6

A alocação estratégica e tática de ativos consiste em estratégias de investimento que visam equilibrar o risco e o retorno, alocando os ativos de um portfólio de acordo com a tolerância a risco, o horizonte de investimento e o desempenho projetado para cada classe de ativos. Essa tabela de alocação de ativos recomendada foi preparada pelo Comitê de Alocação de Ativos do Andbank (AAC), composto por gerentes dos departamentos de gestão de portfólio em cada uma das jurisdições em que operamos.



PRINCIPAIS COLABORADORES

Together
Everyone
Achieves
More



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



Marian Fernández
Europe Macro, ECB & Gov. bonds.
+34 639 30 43 61



J.A Cerdan
Europe Equity Strategist
+376 874 363



Andrés Pomar
Global Flow & Positioning
+352 26193925



Eduardo Anton
US Corporate Credit IG & HY
+1 305 702 0601



Andrés Davila
Central America & Venezuela
+507 2975800



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



David Tomas
Spain Macro, Politics & Equity
+34 647 44 10 07



Jonathan Zuloaga
Mexico Rates, Equity & Fx
+52 55 53772810



Carlos Hernández
Global Technical Analysis
+376 873 381



Gabriel Lopes
Brazil Bonds and Equity
+55 11 3095 7075



Alicia Arriero
Europe Corporate Credit IG & HY
+34 91 153 41 17



Alex Fusté
EM Asia & Japan: Bonds, Equities & FX
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.