

# ECONOMIA & MERCADOS FINANCEIROS

Andbank Monthly Corporate Review

Junho 2018

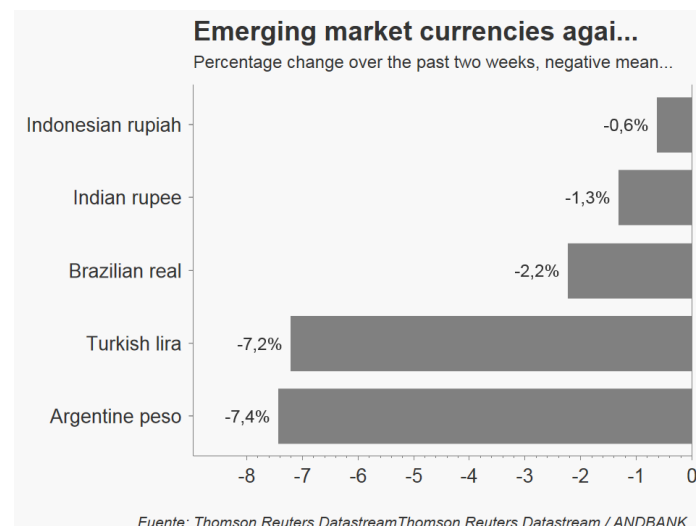
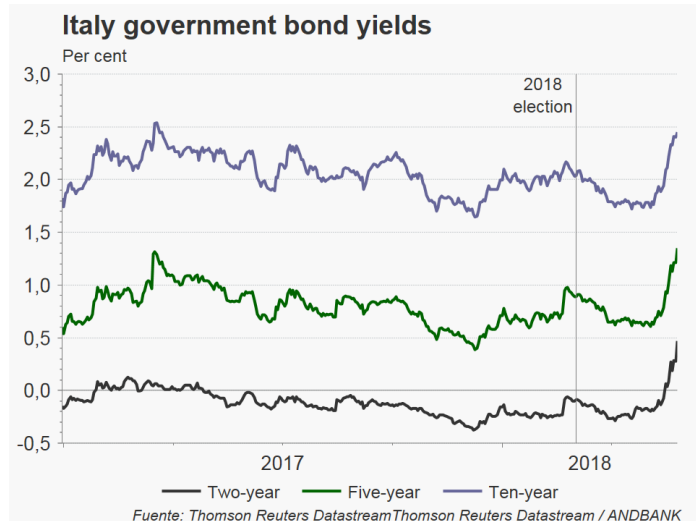


Opinião  
Corporativa  
Junho 2018

**Alex Fusté**  
Economista Chefe Global  
+34 673 041 058  
+376 881 248  
[alex.fuste@andbank.com](mailto:alex.fuste@andbank.com)

## SUMÁRIO EXECUTIVO

### GRÁFICOS DO MÊS



#### EQUITIES

### AÇÕES

Os planos de revisão tributária e de gastos dos EUA pressionaram o crescimento e os rendimentos. Ainda vemos o ambiente global como positivo para os ativos de risco. Continuamos construtivos em relação à divulgação de resultados, esperando uma margem alta, em uma mistura de crescimento orgânico e fluxo fiscal. Nossos mercados preferenciais são a Europa e algumas apostas específicas na Ásia e na América Latina. Os mercados que oferecem menos ganhos potenciais são os do Japão e dos EUA (que acreditamos já estarem a um valor justo). Nenhuma alteração em nossos alvos fundamentais neste mês. Ainda enxergamos valor apesar da recente turbulência nas ações globais.

#### FI

### RENDA FIXA

Observamos mais altas nos rendimentos, ou mesmo uma manutenção do ritmo acelerado dos últimos meses. Nossa preocupação maior seria um aumento das taxas não relacionadas às perspectivas de crescimento, como aquela impulsionada pelo receio de as projeções inflacionárias dos bancos centrais ficarem abaixo da curva ou o rendimento extra demandado pelos investidores para manter os títulos de longo prazo (resultando em um aumento real dos rendimentos). Perspectivas ainda negativas para os títulos públicos de longo prazo denominados em EUR, GBP e JPY e, em menor grau, em USD.



### CRÉDITO CORPORATIVO

Acreditamos que ainda há risco de queda no crédito europeu, com foco na Itália (onde é improvável que a situação se estabilize rapidamente) e de que os spreads de crédito retardem os movimentos nos mercados periféricos. Porém, existe um "certo nível de flexibilidade em relação ao programa CSPP (programa de compra de ativos do setor empresarial) do BCE", portanto as compras sob o programa CSPP podem crescer novamente. Em euros, permanecemos negativos em relação às títulos com grau de investimento IG e cautelosos em relação aos títulos de alto rendimento HY. Em USD, as recentes preocupações com o aumento dos rendimentos dos títulos do tesouro americano pressionaram fortemente os spreads de crédito com grau de investimento. Continuamos neutros para IG e HY.



### CÂMBIO

O maior declive do recente movimento de alta do USD coincide perfeitamente com o corte generalizado de posições vendidas em dólar. A posição comercial mais concorrida do mundo é agora o comércio de "Longo Prazo" (apesar dos recentes cortes nos títulos de longo prazo), sugerindo que o euro permanecerá sobrecomprado em relação ao dólar. Nossas moedas preferenciais são CHF, BRL e AUD.



### COMMODITIES

Análises recentes sugerem que o impacto econômico de um possível choque no preço do petróleo a US\$ 100 pode ser muito menos doloroso para os EUA do que em 2011, estimulando os produtores convencionais e não convencionais a continuar elevando o preço do petróleo bruto. Dito isso, o IEA sugere que "preços mais altos poderão restringir a demanda". Em nossa opinião, o preço do petróleo cruzou a parte superior de um intervalo fundamental.





## EUA

### Uma chance de afastar ideias sobre um ciclo de alta acelerado

#### Risco de recessão nos EUA permanece baixo

As vendas no varejo aumentaram em abril, com sólido crescimento dos gastos (ganhos em 9 das 13 categorias). Enquanto isso, a produção industrial dos EUA aumentou 0,7% mês a mês, posicionando o crescimento ano a ano em 3,5%. O índice de produção (percentual de crescimento anualizado de 3 m/ 3 m) foi de 5,8% em abril. O mercado de trabalho continua saudável, embora o crescimento da folha de pagamento tenha desacelerado nos dois últimos relatórios. O nível baixo e contínuo de pedidos iniciais de seguro-desemprego e os quase 6 milhões de vagas de emprego abertas em toda a economia sugerem que as empresas ainda estão procurando contratar, apontando para um ritmo contínuo no mercado de trabalho.

#### Fed: Dados de inflação decepcionam

O núcleo da inflação do IPC decepcionou em abril; o índice ano a ano permaneceu inalterado em 2,1%, abaixo da expectativa generalizada de uma alta para 2,2%. No entanto, os detalhes parecem mais construtivos do que o título sugere, já que a categoria mais estável permanece sólida (residencial) enquanto alguns componentes voláteis tiveram desempenho inferior (tarifas aéreas). O último IPC poderia baixar o índice ano a ano para 1,8% de 1,9%. A decepção no IPC ocorreu após quatro meses de leituras muito sólidas, quando a média anualizada estava em 2,9%. Os números mais recentes não alteram nossa expectativa de mais uma alta em 13 de junho. A projeção mediana atual do Fed de 1,9% do Núcleo do Índice de Preços PCE no final de 2018 ainda parece inalterada, mas o último relatório provavelmente dá ao comitê a chance de recuar da ideia de um ciclo de altas acelerado, por conta da fraca recuperação nos níveis salariais e da incerteza contínua sobre a política comercial.

#### O prognóstico de mercado pelo Andbank

Os planos de revisão fiscal e gastos dos EUA pressionaram o crescimento e os lucros. Vemos o ambiente global como positivo para os ativos de risco, mas esperamos retornos mais suaves e maior volatilidade nos próximos meses. Quanto aos ganhos, os números dos EUA são mais que excelentes, porém uma parcela substancial disso está ligada às mudanças no sistema tributário dos EUA. A verdadeira história do mês tem sido o mercado de títulos dos EUA. O rendimento dos títulos do Tesouro a 10 anos aumentou 66 bps no acumulado do ano, enquanto, ao mesmo tempo, o avanço do mercado começou a cair, com o S&P 500 subindo apenas 1½%. Acreditamos que as ações continuarão compensadoras, embora em níveis mais moderados, já que o temor do aumento das taxas de juros continuará sendo o foco dos investidores nos próximos meses. Observamos mais altas nos rendimentos, até mesmo no ritmo acelerado dos últimos meses. E acreditamos que os ativos de risco podem se sair bem neste cenário: o maior crescimento implica em ganhos corporativos mais sólidos. Observamos mais altas nos rendimentos, ou mesmo uma manutenção do ritmo acelerado dos últimos meses. Nossa preocupação maior seria um aumento das taxas não relacionadas às perspectivas de crescimento, como aquela impulsionada pelo receio de as projeções inflacionárias dos bancos centrais ficarem abaixo da curva ou o rendimento extra demandado pelos investidores para manter os títulos de longo prazo (resultando em um aumento real dos rendimentos). No entanto, observamos um apetite contínuo do investidor por lucros, bem como fatores estruturais - menor crescimento potencial, envelhecimento das populações, etc. - mantendo as taxas baixas em relação ao passado. Enquanto a curva de rendimento nominal se achatou, a curva de rendimento real está inclinada.

#### Mercados Financeiros

Ações – S&P: NEUTRO. Ponto Central 2,715. Ponto de Saída 2,985

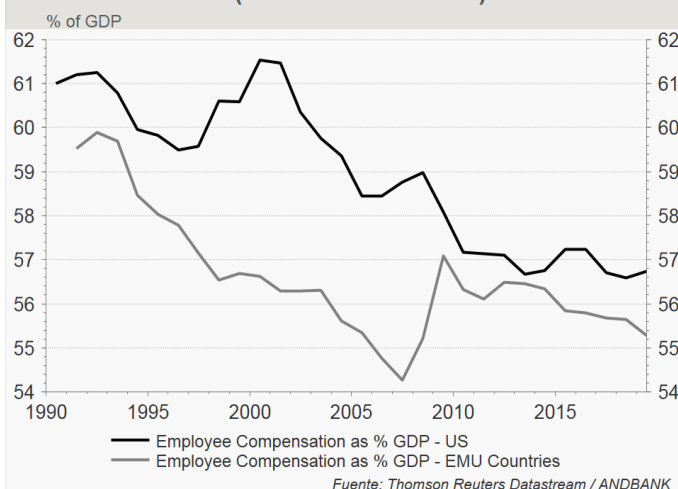
Títulos – Títulos públicos / Títulos governamentais : NEGATIVO (rendimento alvo 10 Anos Tesouro Americano 3,2%)

Títulos – CDX IG : NEUTRO ( Spread Alvo 50)

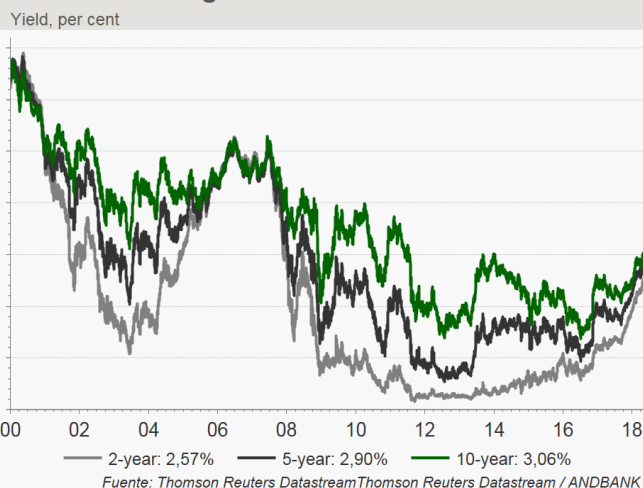
Crédito – ICDX HY: NEUTRO-NEGATIVO (Spread Alvo 437)

Câmbio – CDX index: NEUTRO

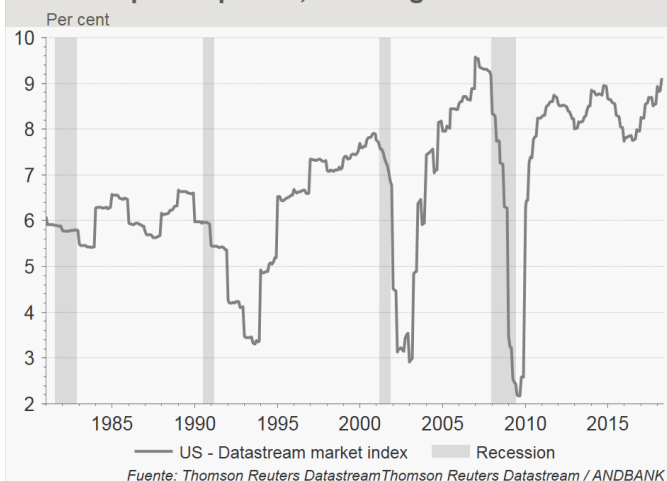
#### WAGE SHARE (US vs EURO ZONE)



#### US benchmark government bonds



#### US corporate profits, net margin





# EUROPA

## Consideramos a recente desaceleração como uma parada na metade de um ciclo

### Risco Político

Os principais riscos italianos continuam altos, com as eleições antecipadas (nosso cenário central) como uma possibilidade mais próxima, uma vez que o presidente italiano rejeitou a escolha dos partidos populistas de um ministro das finanças eurocético. O risco seria que a decisão de Matarrella resultasse em uma radicalização do eleitor nas próximas eleições. A boa notícia seria que a Liga do Norte parece ter se fortalecido nas pesquisas, enquanto o movimento Cinco Estrelas teria perdido terreno, o que poderia aumentar a probabilidade de uma coalizão de centro-direita nas eleições. No fechamento deste documento, o Movimento Cinco Estrelas está considerando propor o impeachment do Presidente Mattarella; enquanto isso, o presidente convocou o ex-diretor executivo do FMI, Cottarelli, que pode ser solicitado a tentar formar um governo interino. Basta recordar que o pior resultado para os mercados (uma coligação entre o movimento Cinco Estrelas e a Liga do Norte) tornou-se realidade após um acordo dos dois principais partidos de medidas que implicaram em um aumento adicional do déficit público entre 3% e 5% do PIB. À medida que nos aproximamos da Cúpula Europeia, as expectativas se atenuam devido não só ao "silêncio" da Alemanha, mas também à clara falta de apoio de outros países (Áustria, Finlândia, Países Baixos). A Cúpula corre o risco de ser "descafeinada". Alguns passos adicionais sobre a União Bancária ainda estão na agenda, como a transformação do ESM em um EMF. Há poucas esperanças de um orçamento maior para 2021-2027, um esquema comum de seguro de depósito ou um Ministério das Finanças europeu. Uma União do Capital mais integrada também terá que esperar até 2019.

### Macrodados continuam no lado negativo. O BCE em modo silencioso

As "surpresas econômicas" europeias fecharam em baixa, enquanto os PMIs continuaram no lado negativo. Continuamos a encarar isso como uma parada na metade de um ciclo e não como uma mudança de tendência para uma fase negativa. Os números da inflação decepcionaram em abril, especialmente as leituras principais, provavelmente impactadas por um efeito de calendário. A inflação deve subir gradualmente durante o ano, à medida que o crescimento aumenta e os preços de energia mais elevados, a partir do 2S2017, afetam os números principais, mas estão longe de se auto sustentarem. Junho ou até julho parecem datas mais prováveis para o BCE lançar luz sobre os passos para a normalização. Após uma deterioração generalizada e rápida dos dados, o BCE quer ter certeza de que assistimos a um período de desaceleração transitório. É provável que opte por reduzir as suas compras de títulos para zero até o final de 2018, após uma fase de redução gradual. As expectativas em relação a um aumento primeiro das taxas foram postergadas para meados de 2019.

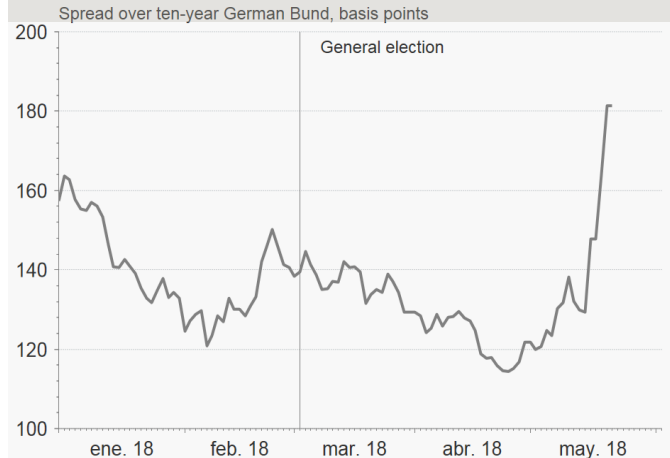
### Ambiente do Mercado Financeiro

Os rendimentos do bund alemão beneficiaram-se da mudança "sem risco" dos últimos desenvolvimentos na Itália. O spread dos títulos do tesouro é o mais amplo desde 1989! Os prêmios de risco dos periféricos começaram a subir, mesmo antes que a turbulência política italiana entrasse em cena.

### Mercados financeiros

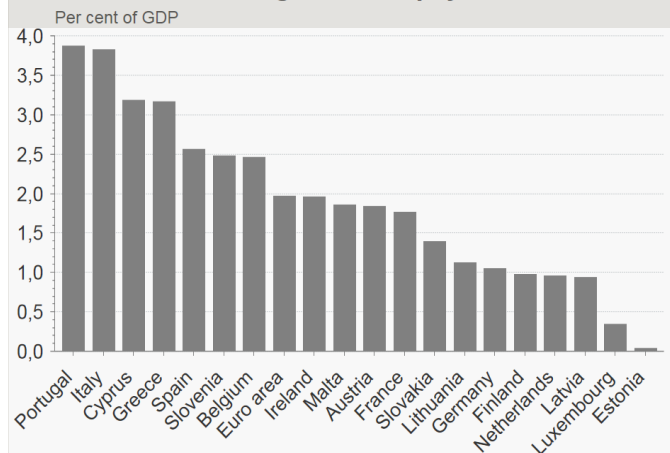
- Ações – Stoxx Europe: POSITIVO. Ponto central 411. Ponto de saída 439
- Ações - Euro Stoxx: POSITIVO. Ponto central 413. Ponto de Saída 454
- Títulos públicos / Títulos Governamentais NEGATIVO (rendimento alvo do Bund 0,90%)
- Títulos – Periféricos: NEGATIVO (SP 1,65%, IT 2,5%, PO 2,2%)
- Crédito – Itraxx Europe (IG): NEGATIVO (rendimento alvo 85)
- Credit – Itraxx Europe (HY) : NEUTR-NEGAT (rendimento alvo 330)
- Forex – EUR/USD: ST NEUTRO / LT NEGAT (1,15)

### Italy ten-year government bond yield



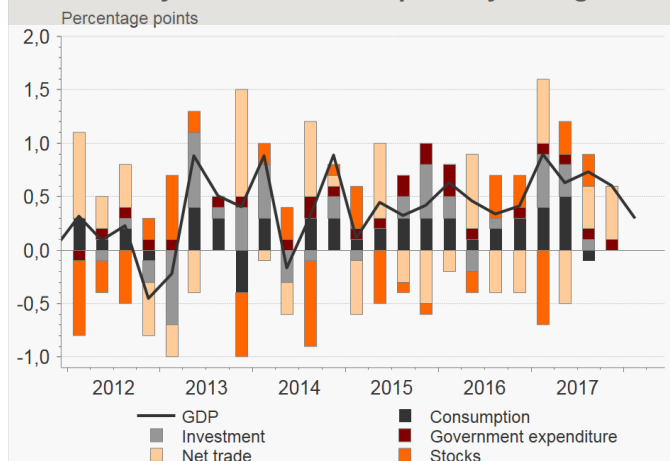
Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

### Euro area sovereign interest payments liabilities



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

### Germany contributions to quarterly GDP growth



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK



# CHINA

## Alívio nas tensões comerciais

### Tensões comerciais

O presidente dos EUA, Donald Trump, afirmou que estava trabalhando com o presidente chinês, Xi Jinping, para manter a ZTE (Telecomunicação) em operação. A intervenção ocorre menos de um mês antes de a ZTE ser atingida por uma ordem proibindo empresas norte-americanas de vender componentes para as empresas chinesas por violar as sanções dos EUA ao Irã e à Coreia do Norte. Espera-se pouca oscilação no yuan nos próximos meses, enquanto as autoridades mantêm controle sobre a moeda até que fique claro se a disputa comercial com os EUA irá se agravar. As projeções indicam que o yuan será negociado em base estável a 6,36 em um ano.

### BPC continuará implementando uma política monetária neutra para permitir reformas estruturais do lado da oferta

O BPC implementará adequadamente uma política monetária cautelosa e neutra para criar um ambiente financeiro moderado para a reforma estrutural do lado da oferta. O BPC manterá a continuidade e a estabilidade das políticas, atribuirá importância à orientação das expectativas e manterá a liquidez em um nível razoável. O BPC investiu em linhas de crédito de médio prazo (MLF) de US\$ 24,63 bilhões e injetou US\$ 13 bilhões em recursos através de empréstimos suplementares caucionados. Participantes do mercado acreditam que o BPC pode reduzir o coeficiente de reserva obrigatória (RRR) duas ou três vezes este ano.

### Reformas (abertura do mercado financeiro)

(1) O BPC planeja exigir que algumas das plataformas de pagamento do país transfiram os fundos dos clientes a uma conta de custódia central. Os relatórios enquadraram o movimento como uma precaução antes de abrir o mercado de plataformas de pagamento ao capital estrangeiro. (2) A China Securities Regulatory Commission (Comissão de Regulamentação de Valores Mobiliários da China) investigará os fundos de bônus para garantir que eles tenham controles de risco adequados. A investigação incluirá averiguar se os fundos das empresas individuais estão mesclando títulos de alto risco entre eles, em meio a suspeitas de coberturas de fachada. (3) Os spreads de crédito chineses atingiram seu nível mais amplo em quase dois anos nesta semana, seguindo novas regulamentações que solaparam premissas de longa data sobre garantias implícitas em dívidas ligadas a governos locais.

### Orçamentos de longa data sobre garantias implícitas em dívida ligadas a governos locais.

O endividamento continua crescendo a um ritmo sustentável (+ 12,7% aa), enquanto o BPC mantém a oferta monetária M2 a+ 8,3% aa. As vendas de veículos de passageiros cresceram 11,2%; as vendas de utilitários cresceram 13% a / a. No entanto, a associação do setor manteve-se cautelosa, citando baixas vendas no ano anterior como um fator a ser considerado no atual crescimento de dois dígitos.

O IPC continua sob controle (em + 1,8% aa, contra 2,1% no mês passado). Mas o PPI subiu para + 3,4% a / a (vs. 3,1% no mês passado)

### Mercado corporativo: Lucros dos bancos comerciais sobem no 1T

Os bancos comerciais da China registraram lucro líquido combinado de CNY522.2B (US\$ 82.2B) a / a no 1T. No final de março, o índice de inadimplência de bancos comerciais situou-se em 1,75%, praticamente estável em relação ao final de 2017

### Mercados financeiros

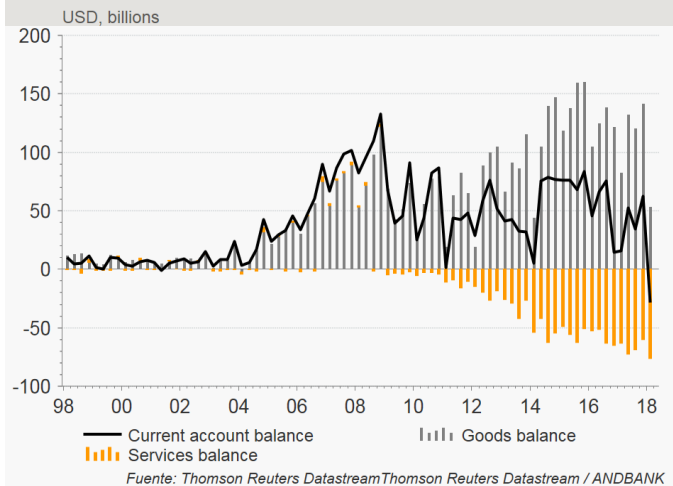
Ações – Índice SHANGHAI : POSITIVO (ponto central 3.474)

Ações – Índice SHENZHEN: POSITIVO (ponto central 1.930)

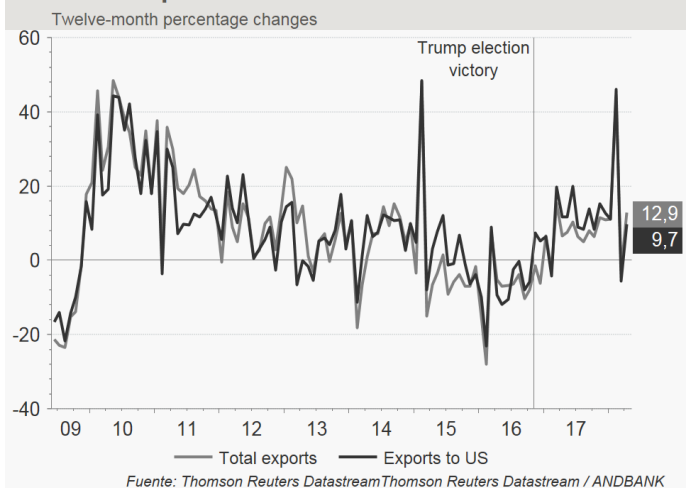
Títulos – Governamentais: POSITIVO (rendimento alvo 3,25%)

Forex – CNY/USD: POSITIVO (alvo fundamental 6,00)

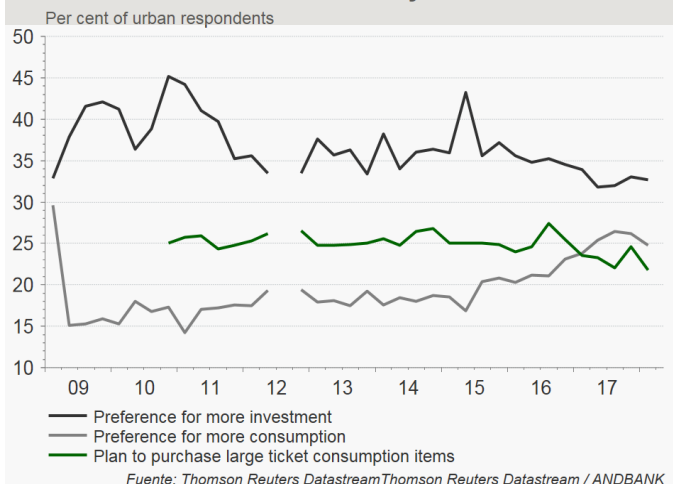
### China current account balance



### China exports to US



### China urban consumer surveys





## BRASIL Permanece a incerteza eleitoral

### Eleições: Nenhuma mudança até o momento; a fragmentação persiste

Pesquisas recentes indicam pouca mudança no cenário fragmentado que tem sido uma das características dessas eleições. Jair Bolsonaro, o candidato de direita, está mantendo seus índices em cerca de 20% das intenções dos eleitores. Geraldo Alckmin, o candidato centrista mais alinhado com as reformas fiscais orientadas para o liberalismo, ainda carece de impulso nas pesquisas, mantendo cerca de 8% a 10% das intenções de voto. Ciro Gomes e Marina Silva, representando a esquerda e o centro-esquerda, respectivamente, ganharam um pouco de terreno recentemente. Joaquim Barbosa, ex-juiz da Suprema Corte, saiu da disputa, estreitando um pouco mais o leque de candidatos considerados "de fora". No geral, a situação não mudou em termos do nível de incerteza em torno dessas eleições, que pode ser resumido como uma primeira rodada com um grande número de candidatos posicionados de maneira uniforme. Acreditamos que esse número deve ser reduzido nos próximos meses, quando o eleitorado for pressionado a decidir efetivamente seu voto.

### Política monetária: Finalizando o ciclo (parte IV)

O Banco Central surpreendeu o mercado com sua última decisão sobre política monetária. Apesar dos sinais de que a decisão provavelmente seria de mais um corte de 25bps, o BC manteve a taxa básica de juros em 6,50% ao ano. Em seu comunicado, o comitê do conselho disse que o equilíbrio do risco, principalmente do exterior, levou à decisão. A recente volatilidade do mercado e o risco de queda nas economias emergentes contribuíram para uma postura mais cautelosa. No entanto, a taxa Selic está em baixa histórica e em território expansionista.

### Macro & Fiscal: Dados fracos e mais revisão para baixo

Os últimos dados econômicos foram mais uma vez fracos. Apesar dos dados mais fracos, mantemos nossa visão construtiva sobre a recuperação cíclica do Brasil. O índice IBC-Br caiu 0,74% em março, abaixo da mediana de expectativa de mercado de -0,10%. O consumo de serviços e varejo contribuiu negativamente. A inflação é novamente surpreendente, refletindo o crescimento abaixo do esperado. O índice IPCA subiu 0,22% em abril, situando-se em 2,68% a / a, abaixo das expectativas do mercado de +0,28%.

As receitas fiscais são surpreendentemente positivas. Mesmo quando se exclui as receitas pontuais, as principais receitas fiscais do governo aumentaram 4,5% em termos reais em relação ao ano anterior. As expectativas de crescimento do PIB para o ano de 2018 estão em torno de 2,3% a 2,5%.

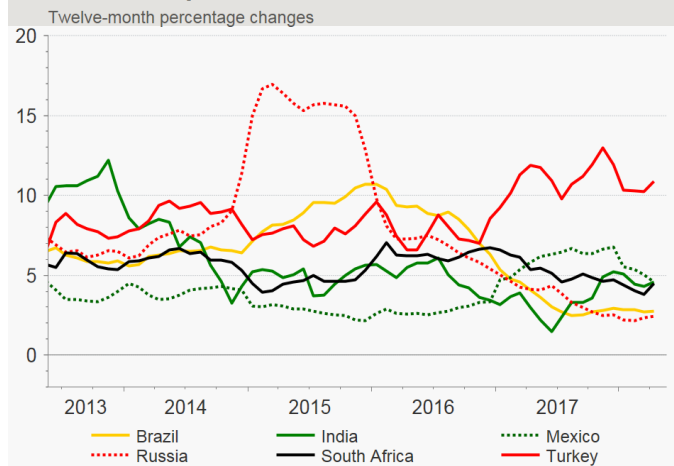
### O prognóstico de mercado pelo Andbank

**Ações:** A recuperação econômica e as taxas de juros mais baixas devem ajudar a impulsionar os resultados das empresas, mas grande parte do efeito já foi precificado pelo mercado acionário. Mantemos nosso PL em 14,5 e nosso EPS projetado em 5.978, resultando em um preço-alvo de 84.000). **Títulos:** A dinâmica da dívida pública de longo prazo dependerá de reformas e, portanto, de eleições. No curto prazo, os rendimentos dos títulos ainda podem sofrer alguma volatilidade (à medida que o índice do dólar subir). No entanto, não há queda forte do dólar frente às moedas emergentes, portanto não deve haver uma maior deterioração da dívida brasileira.

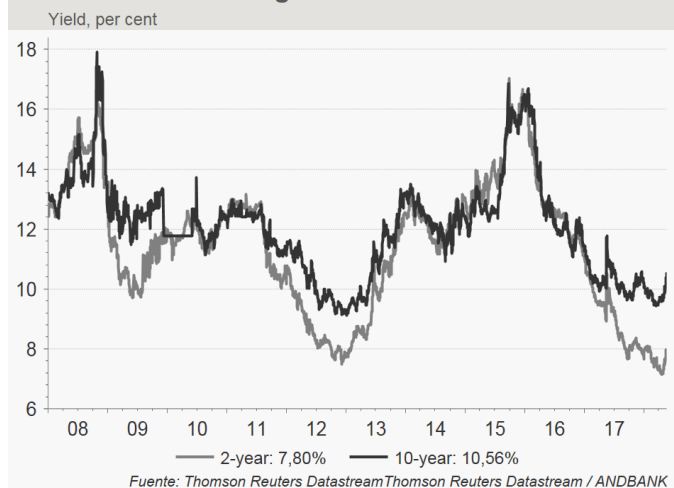
### Mercados financeiros

**Ações** – IBOVESPA: NEUT-POSIT (Alvo 84.000). Ponto de saída 88.200  
**Títulos** – Governamentais Locais : POSITIVO (rendimento alvo 9,5% - rendimento real 5,5%)  
**Títulos** – Governamentais. USD: POSITIVO (rendimento alvo 5,3%. Spread 210bp)  
**Fx** – BRL/USD: POSITIVO (alvo médio prazo 3,40)

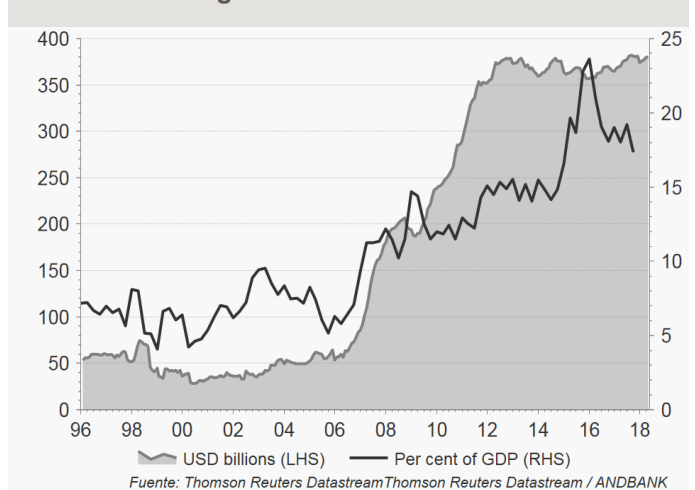
### Consumer price index



### Brazil benchmark government bonds



### Brazil foreign reserves







## ÍNDICES GLOBAIS DE AÇÕES Análise Fundamental

Index	Sales per Share 2017	Net Margin 2017	Andbank's Sales growth 2018	Andbank's Net Margin 2018	EPS 2018	Current Growth 2018	Current PE with EPS 2017	Current PE Fw EPS 2018	PE estimate at Dec 18 EPS 2018	INDEX 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%	20,42	17,19	17,15	2.721	2.715	-0,2%	2.987
Europe - Stoxx Europe 600	298	8,1%	5,2%	8,19%	25,7	6,6%	16,21	15,20	16,00	390	411	5,3%	439
Euro Zone - Euro Stoxx	349	7,1%	5,2%	7,15%	26,2	6,4%	15,75	14,81	15,75	388	413	6,4%	454
Spain IBEX 35	7.461	9,2%	5,0%	9,13%	715	4,8%	14,28	13,63	15,00	9.750	10.729	10,0%	11.802
Mexico IPC GRAL	33.496	8,1%	7,2%	8,03%	2.881	5,7%	16,55	15,65	16,80	45.105	48.407	7,3%	51.553
Brazil BOVESPA	52.724	9,9%	7,2%	10,26%	5.798	11,6%	14,61	13,10	14,50	75.921	84.064	10,7%	88.267
Japan NIKKEI 225	20.076	5,8%	5,1%	5,92%	1.248	6,6%	19,38	18,18	18,50	22.690	23.094	1,8%	25.403
China SSE Comp.	2.642	8,7%	7,1%	8,77%	248	7,5%	13,58	12,64	14,00	3.135	3.474	10,8%	3.821
China Shenzhen Comp	902	8,5%	7,3%	8,67%	84	9,3%	23,53	21,53	23,00	1.806	1.930	6,8%	2.123
India SENSEX	14.218	10,8%	9,2%	11,06%	1.717	12,1%	22,96	20,48	21,00	35.165	36.063	2,6%	39.669
MSCI EM ASIA (MXMS)	425	9,4%	6,8%	9,59%	44	8,8%	14,67	13,49	14,40	587	627	6,8%	690

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION

ANDBANK ESTIMATES

## ÍNDICE BOLSISTA GLOBAL: PROBABILIDADE SEM RISCO Avaliação Tática

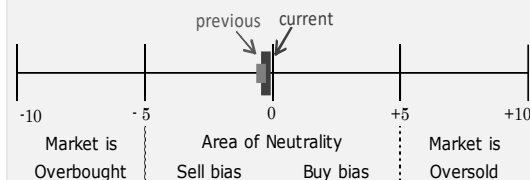
**Indicador GEM (Global Exchange Market) composto do Andbank: permanecemos em uma área de neutralidade. Nenhum risco iminente de sell-off sustentável.**

Nosso índice amplo permaneceu estável a -0,5 (em uma faixa de -10/+10), estabelecendo-se em uma área que sugere que o mercado acionário não está mais sobrevalendo, e portanto, o risco de uma contínua isenção de risco é reduzido.

### Risk Composite Indicator (Breakdown)

	Previous Month	Current Month
Buy signals	3	3
Positive Bias	2	2
Neutral	9	9
Negative Bias	4	4
Sell signals	3	3
<b>FINAL VALUATION</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>

### Risk Composite Indicator



## ANÁLISE TÉCNICA

### Cenário de Tendências. Suportes & resistências (1 mês)

#### S&P: MOVIMENTO LATERAL -POSITIVO

Suporte em 2,594. Resistência em 2,800.

#### STOXX600: MOVIMENTO LATERAL -POSITIVO

Suporte em 384. Resistência em 404.

#### STOXX600: MOVIMENTO LATERAL

Suporte em 3448. Resistência em 3714

#### IBEX: MOVIMENTO LATERAL

Suporte em 9.417. Resistência em 10.400.

#### €\$: MOVIMENTO LATERAL

Suporte em t 1.166. Resistência em t 1,21.

#### Oil (WTI): MOVIMENTO LATERAL -POSITIVO

Suporte em 61,8. tResistência em 74,9. Alvo 85,49

#### Gold: MOVIMENTO LATERAL

Suporte em 1.277. Resistência em 1.365

#### Títulos do Tesouro Americano : NEGATIVO (perspectiva de preço)

Resistência em 3,22%.



## MERCADOS DESENVOLVIDOS

### Análise Fundamental

**Tesouro dos EUA: Piso 2,1%. Valor justo 3,2%. Teto 4%**

#### Swap spread:

O spread do swap subiu para 3,1bps (de + 2,2bps no mês passado). Para que este spread se normalize a + 10bps, com a taxa de swap ancorada na área de 2,2% (expectativa de inflação a longo prazo), o rendimento do Tesouro dos EUA/10 anos teria que se mover para 2,1%.

**Declive:** A inclinação da curva de juros dos EUA permaneceu estável durante o mês a 51pb (a partir de 50pb). Com o final curto se normalizando em direção a 2,25% (hoje em 2,46%), para atingir a inclinação média de 10Y (de 175pb), o rendimento do Tesouro dos EUA/10 anos teria que passar para 4%.

**Rendimento real:** Um bom ponto de entrada no Tesouro dos EUA/10 anos seria quando o rendimento real atingisse 1%. Dada a nossa previsão de CPI de 2,2%, o rendimento do Tesouro dos EUA/10 anos teria que subir para 3,2% para se tornar COMPRA\*.

**Bund alemão: Piso 0,80%. Valor justo 1,05%. Teto 2,4%**

**Swap spread:** O swap spread subiu para 51bps (de 46bps no mês passado). Para o swap spread 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 se mover para 1,05% (ponto de entrada).

**Declive:** A inclinação da curva do euro ficou estável em 119bps (de 117bps no mês passado). Se a ponta curta "normalizar" na área de -0,50% (hoje em -0,60%), para atingir a inclinação da curva de rendimento médio dos 10 anos (130bps), o rendimento do Bund teria que passar a 0,80%.

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

**Gilt inglês: Valor justo 2,3%. Teto 3,6%**

**Swap spread:** O spread de swap aumentou para 16bps (de 10bps no mês passado). Para que o spread de swap se normalize em 14pb, com a taxa de swap ancorada na área de 2,5% (hoje em 1,68%), o Gilt inglês/10 anos deve mudar para 2,35%.

**Declive:** Com a inclinação de 2 anos normalizada em 2%, para atingir a inclinação média em 1,62%, o Gilt inglês/10 anos deve passar para 3,62%.

**Rendimento real:** Um rendimento real de 1% significa que o Gilt inglês/10 anos deve ser de 3,6%. Um rendimento real de 1% significa que o Gilt inglês/10 anos deve ser de 3,6%

### TÍTULOS PERIFÉRICOS EUROPEIAS

#### Metas Fundamentais – rendimentos de 10 anos

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

Títulos italianas BTPI: rendimento alvo a 2,50%

Títulos gov. portuguesas: rendimento alvo a 2,20%

Títulos gov. irlandesas: rendimento alvo a 1,10%

Títulos gov. gregas: rendimento alvo a 4,50%

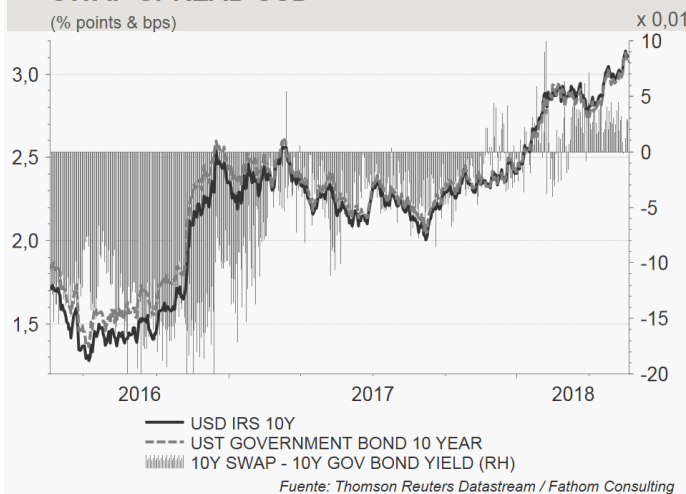
### TÍTULOS DE MERCADOS EMERGENTES

#### Metas Fundamentais

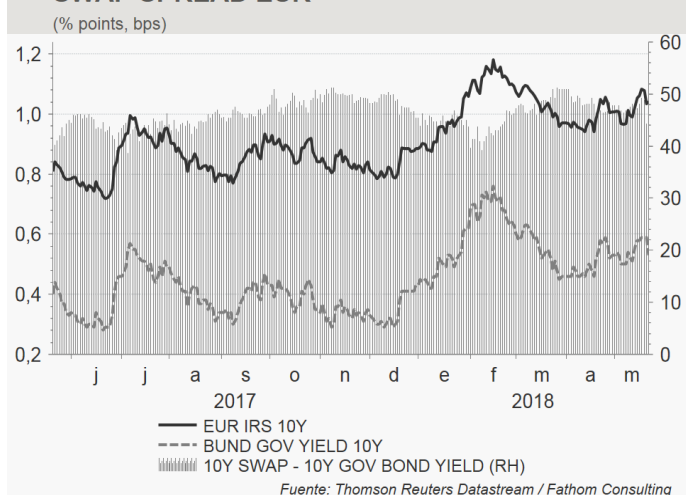
Até agora, nossa regra geral para os títulos do ME tem sido "comprar" quando as duas condições seguintes estejam reunidas: 1) o rendimento real do Tesouro dos EUA for igual ou superior a 1%; e 2) os rendimentos reais das títulos do ME estiverem a 1,5% acima do rendimento real do Tesouro dos EUA.

Supondo-se que a primeira condição seja atendida, nós somente deveríamos comprar os títulos do ME que ofereçam um rendimento real de 2,50% ou mais.

#### SWAP SPREAD USD



#### SWAP SPREAD EUR



		10 Year Yield Nominal	CPI (y/y) Last reading	10 Year Yield Real	Projected change in Yield	Target Yield
EM ASIA	Indonesia	7,10%	3,40%	3,70%	-1,00%	6,10%
	India	7,73%	4,34%	3,40%	-1,00%	6,73%
	Philippines	6,15%	4,30%	1,85%	-0,50%	5,65%
	China	3,61%	2,10%	1,51%	-0,50%	3,11%
	Malaysia	4,23%	1,27%	2,96%	-0,75%	3,48%
	Thailand	2,63%	0,84%	1,79%	-0,50%	2,13%
	Singapore	2,60%	0,25%	2,35%	-0,75%	1,85%
	South Korea	2,65%	1,35%	1,31%	-0,50%	2,15%
	Taiwan	1,01%	1,64%	-0,63%	1,00%	2,01%
EME	Turkey	13,63%	10,24%	3,40%	-1,00%	12,63%
	Russian Fed	7,30%	2,40%	4,90%	-1,00%	6,30%
LATAM	Brazil	10,86%	1,56%	9,30%	-1,00%	9,86%
	Mexico	7,62%	5,07%	2,55%	-0,75%	6,87%
	Colombia	6,64%	3,15%	3,49%	-1,00%	5,64%
	Peru	5,84%	0,34%	5,50%	-1,00%	4,84%





CÂMBIO

CÂMBIO

**Metas Fundamentais**

**EUR-USD: Forte resistência em 1,26 // Meta fundamental de médio prazo 1,15**

**Fluxos:** A maior parte da recente alta do USD coincide perfeitamente com o corte generalizado de posições vendidas em dólar, com as posições do mercado global em USD tendo passado de US\$ 28 bilhões em contratos de curto prazo há três meses para os uma posição de \$ -11 bilhões atualmente. Portanto, a magnitude da recuperação do dólar (+ 5,8% de alta no índice do USD) tem sido altamente consistente com a do montante nocional desfeito (redução de 17 bilhões no short nocional líquido). Dito isto, as posições vendidas em USD ainda persistem (US\$ -11,02 bilhões), embora isso não seja mais estatisticamente significativo (-1,07 sigmas abaixo da média de 3 anos). Agora, a posição comercial mais concorrida em todo o mundo é o comércio de "Longo Prazo" (apesar do recente corte nas posições longas em euros), sugerindo que o euro permanece sobrecomprado. Um desenrolar completo dos shorts em dólar seria consistente com um índice em dólar 3,75% maior do que os níveis atuais. No entanto, achamos que tal eliminação completa de curtos em USD é improvável no curto prazo, uma vez que exigiria uma reavaliação completa do mercado no ambiente global. Perspectiva: Nossa análise técnica dentro do Comitê de Investimentos indicou três coisas muito importantes: (1) O EUR / USD enfrenta uma resistência muito forte 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 para o intervalo de médio prazo; primeiro para 1,15 (este ano, de acordo com esta análise) e depois para níveis mais baixos. Nossa discussão mais fundamental adere à nossa visão estrutural de baixa do euro.

**USD-JPY: Alvo 111,2; EUR-JPY: Alvo 127,8**

Smart Estimates ((os analistas que historicamente mostraram os melhores resultados) fixam o alvo para 2018 para o USD / JPY em 1109 (acima da nossa previsão de 111,2). Na 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 mitigados, tornando os fluxos em busca de segurança para o Japão menos prováveis. (2) Os rendimentos reais são mais baixos nos JGBs, e com o 10Y JGB controlado a 0%, há poucas perspectivas de aumento nos rendimentos reais japoneses; (3) Nós minimizamos a opção de redução após o BoJ ter reiterado que pretende adotar sua política monetária super-frouxa no mínimo até atingir o alvo de inflação de 2% (inatingível no curto prazo); (4) Enquanto isso, o Fed deve continuar elevando as taxas, o que por sua vez elevará os rendimentos reais em USD; e (5) A perspectiva de redução no balanço do Fed (retirando liquidez) torna o USD mais atraente (ou o JPY menos apelativo).

**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 3,30; EUR-BRL: Alvo 3,8**

**USD-ARS: Alvo 22**

**RUB: NEUTRO**

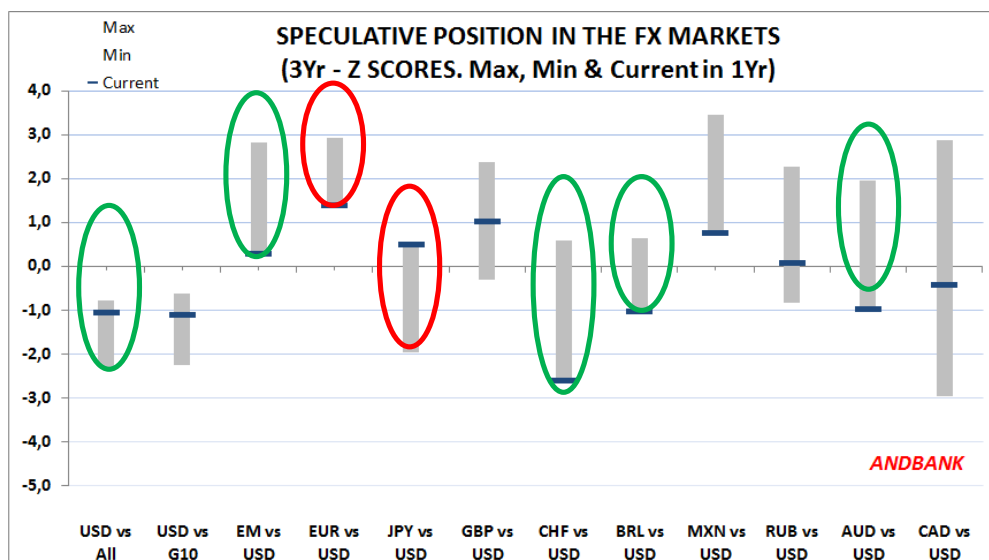
**AUD: POSITIVO**

**CAD: NEUTRO**

**NOVO! CNY: Alvo 6,00. POSITIVO**

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	-11,02	2,29	6,9	-28,2	-11,6	-1,07
USD vs G10	-9,95	1,77	9,0	-25,4	-8,8	-1,13
EM	1,07	-0,52	3,9	1,1	2,8	0,28
EUR	17,03	-0,83	23,4	6,2	15,5	1,38
JPY	0,42	1,04	0,4	-15,0	-8,8	0,50
GBP	0,47	-0,29	4,3	-4,3	0,0	1,03
CHF	-4,54	-0,47	0,2	-4,5	-1,6	-2,61
BRL	-0,70	0,02	0,7	-0,7	0,1	-1,05
MXN	1,34	-0,61	3,3	0,8	2,2	0,76
RUB	0,44	0,07	1,2	-0,3	0,5	0,08
AUD	-1,73	-0,48	6,1	-1,7	2,0	-0,97
CAD	-1,84	0,00	6,1	-7,3	1,1	-0,44

ANDBANK



Nos círculos em verde, as moedas que favorecemos do ponto de vista técnico



QUADRO SUMÁRIO DOS RENDIMENTOS ESPERADOS

Página 17

Asset Class	Indices	Performance 1 month	Performance YTD	Current Price 28/05/2018	Central Point (Fundam range)	Exp. Perf. To Central Point
<b>Equity</b>	USA - S&P 500	2,8%	1,8%	2.721	2715	-0,2%
	Europe - Stoxx Europe 600	1,2%	0,5%	390	411	5,3%
	Euro Zone - Euro Stoxx	-0,6%	1,3%	388	413	6,4%
	SPAIN - IBEX 35	-2,3%	-2,2%	9.750	10729	10,0%
	MEXICO - MXSE IPC	-6,7%	-8,6%	45.105	48407	7,3%
	BRAZIL - BOVESPA	-11,8%	3,3%	75.921	84064	10,7%
	JAPAN - NIKKEI 225	2,7%	-1,2%	22.690	23094	1,8%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	1,7%	-5,2%	3.135	3474	10,8%
	CHINA - SHENZEN COMPOSITE	1,7%	-4,9%	1.806	1930	6,8%
	INDIA - SENSEX	0,0%	3,3%	35.165	36063	2,6%
	MSCI EM ASIA (in USD)	-0,6%	0,0%	587	627	6,8%
<b>Fixed Income Core countries</b>	US Treasury 10 year Govie	0,4%	-3,2%	2,93	3,20	-0,4%
	UK 10 year Gilt	0,9%	-0,7%	1,32	2,00	-4,6%
	German 10 year BUND	1,8%	0,8%	0,34	0,90	-4,3%
	Japanese 10 year Govie	0,1%	0,1%	0,03	0,10	-0,5%
<b>Fixed Income Peripheral</b>	Spain - 10yr Gov bond	-1,8%	0,9%	1,50	1,65	-0,3%
	Italy - 10yr Gov bond	-6,9%	-4,5%	2,66	2,50	2,9%
	Portugal - 10yr Gov bond	-2,8%	-0,3%	2,02	2,20	-0,2%
	Ireland - 10yr Gov bond	0,1%	-2,1%	0,95	1,10	-0,7%
	Greece - 10yr Gov bond	-4,9%	-1,0%	4,37	4,50	1,6%
<b>Fixed Income Credit</b>	Credit EUR IG-Itraxx Europe	-0,2%	-0,5%	65,22	85	-2,1%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	-0,6%	-1,4%	298,42	330	-1,0%
	Credit USD IG - CDX IG	0,2%	0,7%	63,50	50	1,6%
	Credit USD HY - CDX HY	0,4%	1,0%	343,06	437	0,1%
<b>Fixed Income EM Europe (Loc)</b>	Turkey - 10yr Gov bond	-10,3%	-13,4%	13,63	13,50	14,7%
	Russia - 10yr Gov bond	0,1%	5,3%	7,30	6,70	12,1%
<b>Fixed Income Asia (Local currency)</b>	Indonesia - 10yr Gov bond	-1,6%	-4,2%	7,10	6,50	11,9%
	India - 10yr Gov bond	0,8%	-0,3%	7,73	6,75	15,6%
	Philippines - 10yr Gov bond	1,2%	-6,1%	6,15	5,75	9,3%
	China - 10yr Gov bond	0,3%	3,4%	3,61	3,25	6,4%
	Malaysia - 10yr Gov bond	-0,5%	-0,9%	4,23	4,00	6,1%
	Thailand - 10yr Gov bond	-1,7%	-1,9%	2,63	1,85	8,9%
	Singapore - 10yr Gov bond	0,1%	-4,1%	2,60	1,57	10,8%
	South Korea - 10yr Gov bond	-0,1%	-1,2%	2,65	2,00	7,9%
	Taiwan - 10yr Gov bond	0,1%	-0,1%	1,01	1,50	-3,0%
<b>Fixed Income Latam</b>	Mexico - 10yr Govie (Loc)	-0,7%	3,8%	7,62	8,00	4,6%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	0,2%	-3,7%	4,30	4,60	1,9%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	-9,6%	-1,4%	10,94	9,50	22,4%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	-1,9%	-3,2%	5,39	5,30	6,1%
	Argentina - 10yr Govie (USD)	-3,1%	-10,8%	7,12	6,20	14,4%
<b>Commodities</b>	Oil (WTI)	-1,0%	12,3%	67,9	45,00	-33,7%
	GOLD	-1,2%	-0,3%	1.298,7	1.100	-15,3%
<b>Fx</b>	EURUSD (price of 1 EUR)	-3,7%	-3,1%	1,163	1,15	-1,1%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	-3,4%	-1,5%	1,33	1,35	1,5%
	EURGBP (price of 1 EUR)	-0,4%	-1,7%	0,87	0,85	-2,5%
	USDCHF (price of 1 USD)	0,3%	1,9%	0,99	0,99	-0,5%
	EURCHF (price of 1 EUR)	-3,5%	-1,2%	1,15	1,14	-1,6%
	USDJPY (price of 1 USD)	0,0%	-3,0%	109,33	111,20	1,7%
	EURJPY (price of 1 EUR)	-3,7%	-5,9%	127,14	127,88	0,6%
	USDMXN (price of 1 USD)	4,7%	-0,3%	19,59	19,00	-3,0%
	EURMXN (price of 1 EUR)	0,7%	-3,4%	22,77	21,85	-4,0%
	USDBRL (price of 1 USD)	5,8%	12,0%	3,71	3,40	-8,3%
	EURBRL (price of 1 EUR)	1,8%	8,5%	4,31	3,91	-9,3%
	USDARS (price of 1 USD)	20,4%	32,9%	24,71	25,00	1,2%
	CNY (price of 1 USD)	1,0%	-1,7%	6,40	6,00	-6,2%

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

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION



## ALOCAÇÃO DE ATIVOS

Page 18

### ALOCAÇÃO ESTRATÉGICA DE ATIVOS & TOLERÂNCIA DE RISCO Recursos mensais e proposta de alocação monetária

Asset Class	Conservative		Moderate		Balanced		Growth	
	Strategic (%)	Tactical (%)	Strategic (%)	Tactical (%)	Strategic (%)	Tactical (%)	Strategic (%)	Tactical (%)
<b>Money Market</b>	<b>15,0</b>	<b>22,3</b>	<b>10,0</b>	<b>16,1</b>	<b>5,0</b>	<b>10,3</b>	<b>5,0</b>	<b>4,5</b>
<b>Fixed Income Short-Term</b>	<b>25,0</b>	<b>35,2</b>	<b>15,0</b>	<b>22,8</b>	<b>5,0</b>	<b>9,7</b>	<b>0,0</b>	<b>2,3</b>
<b>Fixed Income (L.T) OECD</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>
US Gov & Municipals & Agencies		12,6		8,4		6,3		2,1
EU Gov & Municipals & Agencies		1,8		1,2		0,9		0,3
European Peripheral Risk		3,6		2,4		1,8		0,6
<b>Credit (OECD)</b>	<b>20,0</b>	<b>14,0</b>	<b>20,0</b>	<b>14,0</b>	<b>15,0</b>	<b>10,5</b>	<b>5,0</b>	<b>3,5</b>
Investment Grade USD		7,7		7,7		5,8		1,9
High Yield Grade USD		2,8		2,8		2,1		0,7
Investment Grade EUR		2,1		2,1		1,6		0,5
High Yield Grade EUR		1,4		1,4		1,1		0,4
<b>Fixed Income Emerging Markets</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 Sovereign		1,4		2,1		2,8		4,1
Latam Credit		1,1		1,7		2,2		3,3
Asia Sovereign		1,9		2,9		3,9		5,8
Asia Credit		1,1		1,7		2,2		3,3
<b>Equity OECD</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>20,0</b>	<b>20,0</b>	<b>32,5</b>	<b>32,5</b>	<b>50,0</b>	<b>50,0</b>
US Equity		1,5		6,0		9,8		15,0
European Equity		2,5		10,0		16,3		25,0
Japan Equity		1,0		4,0		6,5		10,0
<b>Equity Emerging</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>10,0</b>	<b>10,0</b>	<b>10,0</b>	<b>10,0</b>
Asian Equity		0,0		3,0		6,0		6,0
Latam Equity		0,0		2,0		4,0		4,0
<b>Commodities</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>2,5</b>	<b>1,9</b>	<b>5,0</b>	<b>3,8</b>	<b>5,0</b>	<b>3,8</b>
Energy		0,0		0,4		0,8		0,8
Minerals & Metals		0,0		0,4		0,8		0,8
Precious		0,0		0,8		1,5		1,5
Agriculture		0,0		0,4		0,8		0,8
<b>Alternative Investments</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>2,5</b>	<b>3,3</b>	<b>5,0</b>	<b>6,5</b>
REITs		0,0		0,0		0,8		1,6
Alt.Energy (wind, solar, etc)		0,0		0,0		0,5		1,0
Market Neutral		0,0		0,0		1,5		2,9
Volatility		0,0		0,0		0,5		1,0
<b>Currency Exposure (European investor perspective)</b>								
EUR		92,9		85,7		80,1		73,9
USD		7,1		14,3		19,9		26,1

A alocação estratégica e tática de ativos representa as estratégias de investimento que visam o equilíbrio entre o risco e a recompensa mediante a repartição dos ativos de uma carteira, de acordo com uma tolerância individual ao risco, o horizonte de investimento, e nosso próprio desempenho projetado para cada classe de ativos. Este Quadro de recomendação de alocação de ativos foi preparado pelo Comitê de alocação de ativos da Andbank - Asset Allocation Committee (AAC), incluindo os gerentes dos departamentos de gerenciamento de carteira 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



**Ricardo Braga**  
Brazil Macro, Politics & Rates  
+55 11 3095 7075



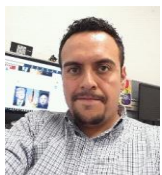
**Andrés Davila**  
Central America & Venezuela  
+507 2975800



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



**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



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



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