

Fim do isolamento de Trump?

**Opinião
Corporativa**

Maio 2018

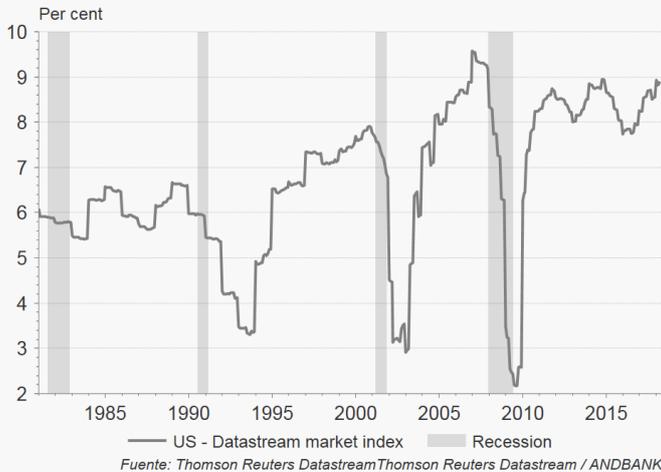
Alex Fusté
Economista Chefe Global
+34 673 041 058
+376 881 248
alex.fuste@andbank.com



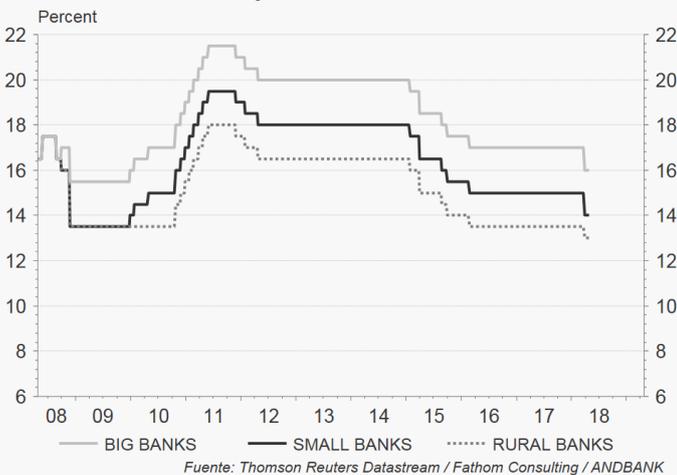
SUMÁRIO EXECUTIVO

GRÁFICOS DO MÊS

US corporate profits, net margin



China reserve requirement ratios



EQUITIES

AÇÕES

Os mercados acionários têm oscilado recentemente entre a esperança e o medo. No entanto, até o momento a esperança e o medo estão equilibrados, levando a um padrão de zigue-zague bastante explícito nas ações. Permanecemos construtivos em relação à divulgação de resultados, esperando uma margem bastante alta proveniente de uma combinação entre crescimento orgânico e fluxo tributário. Os mercados europeus são nossos mercados preferenciais, além de algumas apostas específicas na Ásia. Mantivemos nossos principais alvos inalterados, exceto no Brasil (revisamos nossos múltiplos PL para cima) e na China (revisamos nossas projeções para baixo). Ainda enxergamos valor apesar da recente turbulência nas ações globais.

FI

RENDA FIXA

A perspectiva ainda é negativa para os títulos públicos de longo prazo denominados em EUR, GBP e JPY e, em menor grau, em USD. Um aparente abrandamento das tensões comerciais e uma reação quase imperceptível ao aumento do risco geopolítico elevaram os rendimentos e baratearam os títulos de curto prazo. Ainda enxergamos um risco de aumento nos rendimentos e manutenção de um viés de curta duração. Com o front end totalmente valorizado em função das altas da taxa do Fed (Reserva Federal), acreditamos que a venda de títulos agora será liderada pelo back-end no curto prazo.



CRÉDITO CORPORATIVO

A distribuição de risco permanece centrada no aspecto negativo do crédito europeu. Os mercados já precificam uma maior integração na área do euro, e acreditamos que esta dinâmica permanecerá em vigor, mas a resistência às eurovisões de Macron em alguns países centrais poderá se tornar uma fonte de volatilidade. Continuamos negativos para as obrigações com grau de investimento IG e para os títulos de alto rendimento HY em EUR. Nos papéis em dólar, permanecemos positivos para as IG e neutros para os HY.



CÂMBIO

A magnitude da recuperação do dólar (alta de 1,7% no índice do dólar na semana) tem sido bastante consistente com a magnitude do valor nocional que se desdobra (redução de 4,37 bilhões em posições vendidas líquidas). Algumas posições vendidas em USD importantes persistem, significando que o dólar ainda oferece um bom valor nos níveis atuais.



COMMODITIES

O otimismo do mercado foi alimentado tanto pelo pacto de corte de produção da OPEP quanto pelas tensões geopolíticas. A disposição do cartel e seus aliados para pressionar demasiadamente o mercado só contribuiu nesse sentido. Se o acordo com o Irã não se realizasse, poderia levar outros países a reduzir as compras de petróleo bruto iraniano, o que teoricamente poderia 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

Esperamos que as tensões comerciais fiquem bem aquém de um conflito em larga escala

Comércio

As tarifas com alvos limitados dificilmente exercerão um impacto macroeconômico significativo; entretanto, uma escalada das sanções comerciais pode prejudicar a confiança dos empresários. Por enquanto, esperamos que as mudanças reais nas políticas fiquem bem abaixo desse cenário adverso.

O risco de recessão nos EUA permanece baixo

O crescimento dos EUA apresentou leve desaceleração nos últimos dias, embora os fundamentos subjacentes permaneçam fortes. Esperamos que o estímulo fiscal e a força contínua no mercado de trabalho levem a um forte aumento da renda das famílias e impulsionem a taxa de crescimento nos próximos trimestres. Com a tendência crescente de empréstimos a taxas fixas de longa duração a famílias e empresas nos últimos anos, as taxas mais elevadas deverão ter um impacto limitado.

Fed & inflação

Jay Powell, o novo presidente do Fed (Reserva Federal), admitiu que alguns elementos da nova legislação fiscal dos EUA poderiam incrementar os investimentos e conseqüentemente a produtividade, assim como a participação da força de trabalho. No entanto, Powell também afirmou que os banqueiros centrais dos EUA detinham visões distintas sobre o efeito dos cortes fiscais. Powell costuma defender políticas monetárias mais suaves, implicitamente aceitando metas de inflação elevadas. **Antecipamos outros dois aumentos na taxa este ano**, com baixa probabilidade de um quarto aumento, uma vez que o Fed está combinando aumentos na taxa a um nível de oferta monetária bem abaixo do crescimento nominal do PIB. Os aumentos na taxa de inflação e a redução no balanço do Fed, além de prováveis demandas de capital de giro, poderiam levar a um aperto nas condições financeiras no final deste ano, visando manter uma faixa de crescimento restrita a níveis equilibrados.

Inflação: alguns vetores apontam para um movimento sustentável de alta inflacionária. Aumento dos níveis salariais, crescimento acima da tendência, déficits crescentes, dólar mais fraco e uma provável política comercial restritiva.

O prognóstico de mercado pelo Andbank

Os mercados acionários têm oscilado recentemente entre a esperança e o medo. No entanto, até o momento a esperança e o medo estão equilibrados, levando a um padrão de zigue-zague bastante explícito nas ações. Nos últimos meses, o mercado apresentou forte estreitamento, um sinal clássico de deterioração subjacente. Entretanto, positivos em relação ao período de divulgação de resultados, esperando uma margem bastante alta que resulta da combinação entre crescimento orgânico e fluxo fiscal. Ganhos robustos devem ajudar o mercado a equilibrar os riscos negativos, impulsionando altas. Mas devemos prestar atenção aos primeiros sinais de pressão sobre as margens como um indício de desaceleração do crescimento dos lucros no final deste ano.

Obrigações: A incerteza sobre o impacto econômico do estímulo fiscal seqüencial sem precedentes neste ponto do ciclo econômico, no qual a capacidade produtiva ociosa já é muito baixa, acarreta uma gama mais ampla de resultados de políticas. Mantemos nossa visão de risco apontando para um movimento mais elevado nos rendimentos de longo prazo e para a manutenção de um viés de curta duração.

Mercados Financeiros

Ações – S&P: NEUTRO. Ponto central 2.715. Ponto de saída 2.985

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

Crédito – CDX IG : POSITIVO (Spread alvo 45)

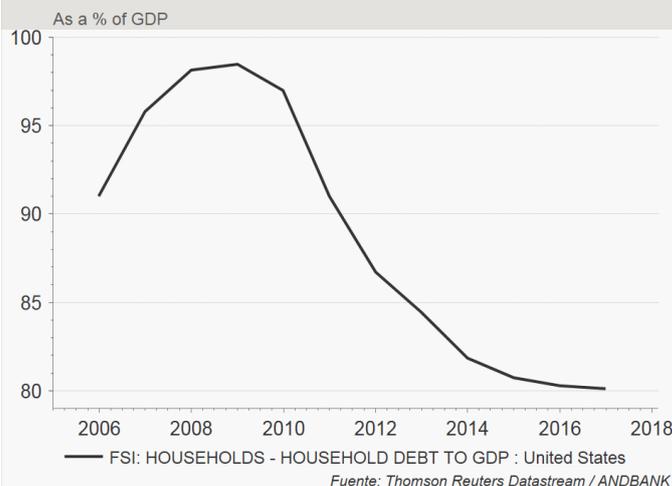
Crédito – ICDX HY: NEUTRO (Spread alvo 413)

Forex – Índice CDX: POSITIVO

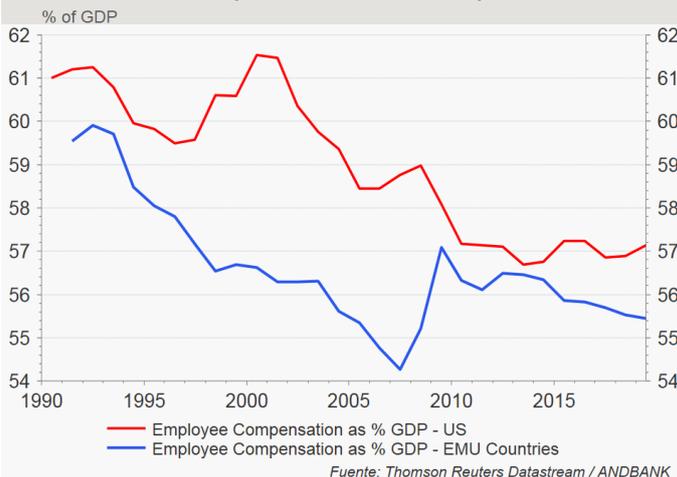
US - True Money Supply vs Nominal GDP growth



US - HOUSEHOLD DEBT TO GDP



WAGE SHARE (US vs EURO ZONE)





EUROPA Tomando fôlego

Dados: A desaceleração não prejudica o crescimento

As surpresas macroeconômicas na zona do euro alcançaram um território negativo. Assim, embora as leituras do PMI tenham se mantido negativas, as mesmas permanecem expansivas, e acreditamos que não imponham um risco significativo para o crescimento, embora possam reconhecidamente impedir novas atualizações de previsão do PIB. Consideramos isso como uma interrupção no meio de um ciclo, e não como um desvio de tendência para uma fase negativa. Draghi já reconheceu o abrandamento dos indicadores de atividade no primeiro trimestre, mas há um forte consenso no BCE com relação à continuidade da recuperação. A confiança do consumidor permanece alta, enquanto o setor industrial sofreu mais com a força do euro e temores de uma guerra comercial. Registramos sinais positivos no front salarial, embora ainda não haja sinais de pressões inflacionárias (mercados de trabalho fragmentados, poder de negociação limitado, etc.). A inflação deverá subir gradualmente ao longo do ano com a retomada do crescimento e a alta nos preços de energia a partir do 2S2017 impactando os principais indicadores, mas permanece longe de ser auto-sustentável.

Banco Central: Uma normalização muito lenta

A última ata teve um tom conciliador e enfatizou que o processo de normalização da política monetária provavelmente será muito lento. A próxima reunião do BCE parece ser um não-evento. As fases do processo em direção à normalização serão provavelmente esclarecidos somente em junho ou até mesmo julho. O BCE provavelmente decidirá, em seguida, a redução de suas compras de títulos para zero até o final de 2018, após uma fase de redução gradual. Os últimos rumores indicam um BCE que ainda não discutiu o rumo da taxa de juros após o QE (relaxamento quantitativo). As expectativas em relação ao primeiro aumento na taxa foram adiadas até meados de 2019. Quanto ao BoE (Banco da Inglaterra), o governador Carney frustrou as expectativas de um aumento de preço (amplamente difundido) em maio: "não é um negócio fechado". Os números do IPC e as vendas no varejo apresentaram queda recentemente, enquanto o mercado de trabalho permanece sólido.

Preparando a agenda para a cúpula de junho da UE

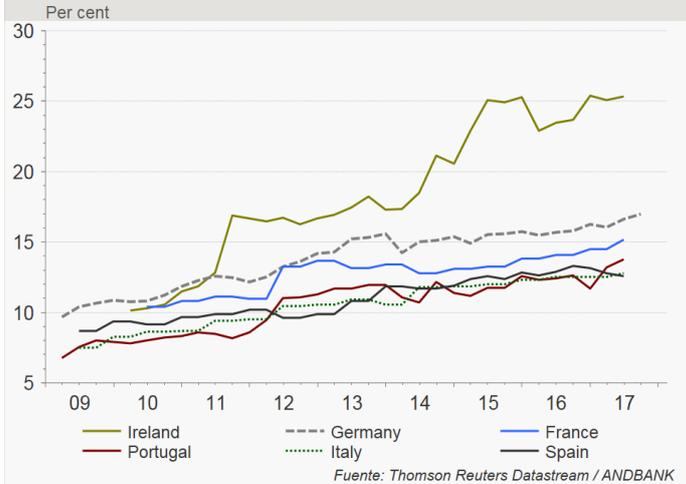
A integração da zona do euro está de volta ao debate político. Apesar das abordagens distintas, a nova chefe do SPD (Andrea Nahles) apoia novas ações afirmando que a política da EU será implementada como estabelecido na Coalizão GroKo. A finalização da União Bancária e o começo das discussões sobre a capacidade orçamentária comum estão entre os futuros desafios. O Ministro das Finanças Scholz e o presidente do Banco Central da Alemanha rejeitaram a proposta de Christine Lagarde para criação de um "fundo emergencial" incluindo contribuições anuais da Alemanha de 11 bilhões de euros. Nesse ínterim, Scholz afirma que o Fundo Monetário Europeu "é convincente e tem poder de escolha". Outros desmembramentos ocorrerão na Cúpula de 28-29 de junho.

Na Itália, o próximo passo de Matarrella pode ser a nomeação do porta-voz da Câmara como o novo mediador para determinar a possibilidade de obter a maioria dos votos. A administração de um presidente interpartidário pode ser o cenário central, embora provavelmente tenha vida curta.

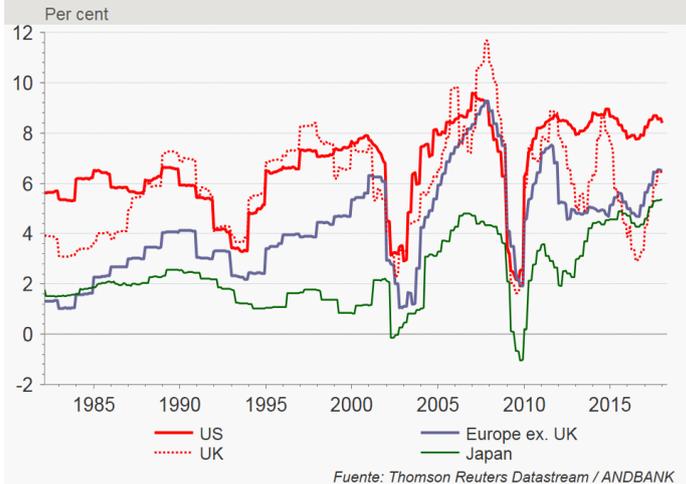
Mercados financeiros

Ações – Stoxx Europe: POSITIVO. Ponto central 411. Ponto de saída 439
Ações - Euro Stoxx: POSITIVO. Ponto central 413. Ponto de saída 454
Obrigações – Títulos públicos / obrigações governamentais: NEGATIVO (rendimento alvo 10 Anos Tesouro Americano 0,90%)
Obrigações – Periférico: NEGATIVO (SP 1,65%, IT 2.1%, PO 2.2%)
Crédito – Itraxx Europe (IG) : NEGATIVO (Spread alvo 85)
Crédito – Itraxx Europe (HY) : NEUT-NEGAT (Spread alvo 330)
Forex – EUR/USD: ST NEUTRAL / LT NEGAT (1,15)

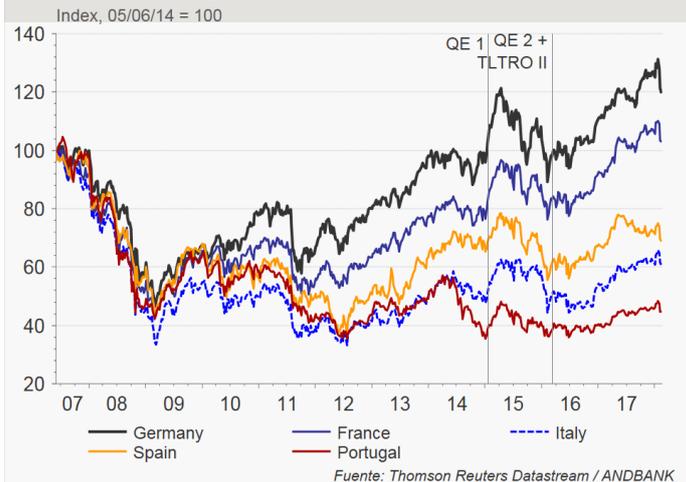
Euro area banks tier 1 capital ratio



Net profit margins



Euro area equities





CHINA

Banco Central da China anuncia corte no RRR alvo

Macroeconomia: PIB do 1T cresce 6.8% ano a ano

Um estudo da Bloomberg demonstrou, com base no consenso das previsões para o PIB da China no 1T, um crescimento de 6,8% a/a, seguindo o mesmo ritmo do trimestre anterior, e bem acima do alvo do governo de 6,5%. Os economistas esperam um crescimento de 6,5% em 2018.

A China planeja desenvolver um sistema portuário moderno de livre comércio na região de Hainan: foi divulgada a diretriz oficial para um plano que visa consolidar a região de Hainan como um porto moderno de livre comércio até 2035. Um porto de livre comércio é a forma mais aberta de zona econômica do mundo. que traz prosperidade a locais como Cingapura e Hong Kong, graças às suas políticas preferenciais abrangentes de comércio e investimento.

Mercado corporativo: lucros das estatais sobe 19,4% no 1T

As empresas estatais registraram aumento de 19,4% em seu lucro líquido no 1T. As receitas totais subiram 8,7% no ano. Enquanto isso, o setor privado continua crescendo, com um total de empresas industriais privadas com faturamento anual acima de CNY 20M (USD 3.18 M). Foram CNY 222.000 em 2017, um aumento de 17,5% em relação aos últimos cinco anos ou 57,7% do total. O setor privado representou 22,3% do total de ativos industriais até o final de 2017, um aumento de 2,4 pp em relação a 2012.

O percentual de vendas das empresas cotadas em bolsa fora de seu país de origem saltou para 13 com base na média ponderada de capitalização de mercado, o nível mais alto registrado nos últimos 10 anos.

Banco Central da China anuncia corte no RRR alvo

O BC chinês anunciou na terça-feira um corte no coeficiente de reserva obrigatória (RRR) de 100 bp para a maioria dos bancos comerciais e estrangeiros em 25 de abril. De acordo com o banco central, os fundos liberados serão utilizados para financiar as linhas de crédito de médio prazo. O banco central afirmou que adotará uma política monetária cautelosa e neutra, manterá um nível estável e razoável de liquidez e supervisionará o crescimento moderado do crédito financeiro e do financiamento social. As ações se alinham às diversas iniciativas políticas da China, tais como o desenvolvimento regional rural e o crédito a pequenas empresas. O governador Yi Gang recentemente declarou que as políticas de crédito serão aplicadas de forma proativa.

Endividamento dentro do limite oficial

Xinhua citou dados do Ministério das Finanças que demonstram que o saldo da dívida pública totalizou CNY 16.61T (\$2.64T) no final de março, dentro do limite oficial. As autoridades determinaram que o limite máximo da dívida pública local este ano deve atingir CNY 20.99T.

China deve desregulamentar as taxas de depósito bancário

O China Securities Journal discutiu o estabelecimento pelas autoridades de um teto implícito para as taxas de depósito bancário, permitindo que as mesmas sejam impulsionadas por rendimentos de títulos ou outras taxas de mercado. Ao permitir que os bancos atraiam mais depósitos, as medidas também visam reduzir a pressão de liquidez derivada de maiores restrições impostas aos produtos de gestão patrimonial.

Mercados Financeiros

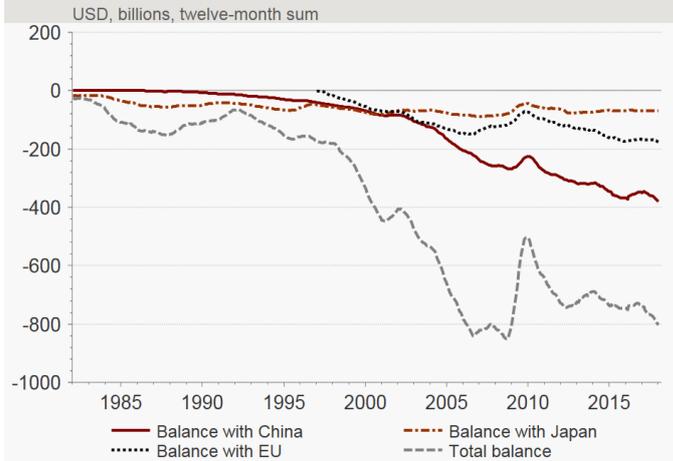
Ações NOVO! – ÍNDICE SHANGHAI: POSITIVO (ponto central 3.474)

Ações – Índice SHENZHEN : POSITIVO (ponto central 1.930)

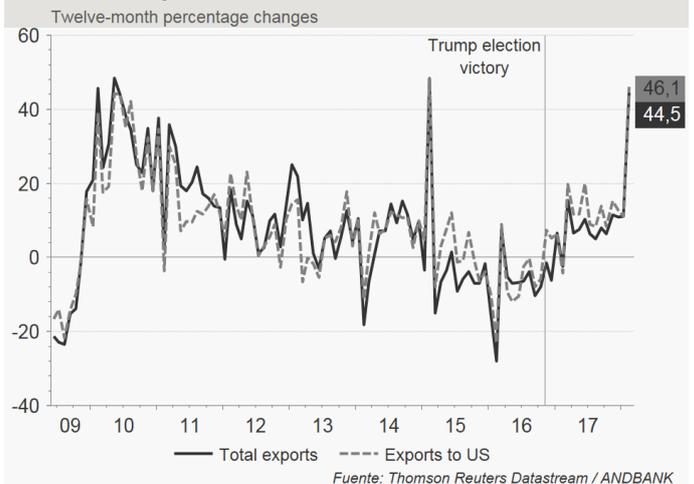
Obrigações – Governamentais: POSITIVO (rendimento alvo 3,25%)

Forex NOVO! – CNY/USD: NEUTRO (alvo a médio prazo 6,00)

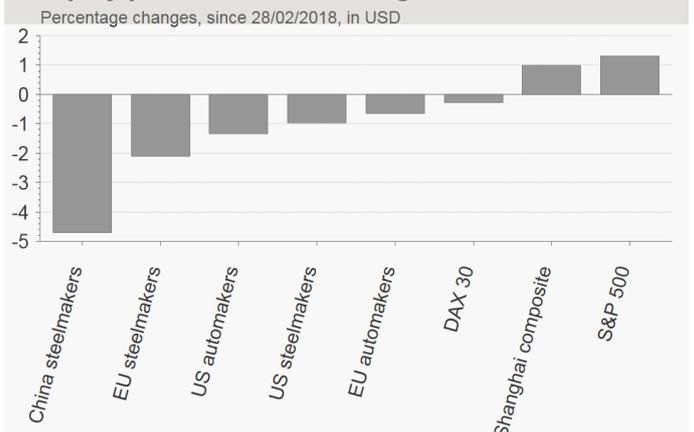
US visible trade balance



China exports to US



Equity performance following tariff announcement





BRASIL

Ainda há muita incerteza em relação aos candidatos

Política

Com o cronograma eleitoral ainda em seus estágios iniciais, houve poucos desenvolvimentos significativos no último mês. Após o prazo de 7 de abril, quando os potenciais candidatos tiveram que se desligar de suas funções e partidos atuais, assistimos ao que já era esperado. O ex-ministro da Fazenda, Henrique Meirelles, renunciou para concorrer ao cargo presidencial. Consideramos sua candidatura fraca, já que ele não é conhecido do público em geral e tem pouco alcance regional. Há um grande número de candidatos potenciais e provavelmente assistiremos a um movimento de consolidação à medida que as pesquisas se tornarem mais relevantes. O importante é que, apesar da prisão de Lula, ainda há muita incerteza em relação aos candidatos mais fortes e qual deles poderia chegar ao segundo turno. O quadro provavelmente ficará mais claro em julho, após a Copa do Mundo, quando a coalizão partidária estará mais amadurecida.

Política monetária: Finalizando o ciclo (parte III)

Os dados de inflação recentes, medidos pelo IPCA, foram moderados e mais uma vez ficaram abaixo das expectativas do mercado. O número mais recente é de 0,09% para o mês de março (2,68% a/a), igual à menor taxa alcançada durante a vigência do Plano Real (que estabilizou a inflação em 1994). Nesse cenário, o Banco Central reduziu a taxa de juros em 0,25%, para 6,50% ao ano, como esperado. No entanto, a declaração quase garantiu a realização de um corte adicional de 25 bps, surpreendendo o mercado. Novos cortes dependerão de uma inflação benéfica e das condições econômicas globais.

Atividade econômica: previsão do consenso sobre o PIB sofre redução

A recuperação cíclica continua, embora os dados mais recentes tenham ficado abaixo do esperado. Os números de produção industrial, serviços e consumo das famílias nos últimos meses ficaram abaixo das projeções dos analistas de mercado. O emprego formal e a geração de empregos também registraram recuperação a um ritmo mais lento. O crescimento da previsão sobre o consenso do PIB passou para 2,5%, ao percentual anterior de 3,0%.

O prognóstico de mercado pelo Andbank

Ações: a recuperação econômica e taxas de juro mais baixas devem ajudar a impulsionar os resultados corporativos, porém o efeito já foi amplamente precificado pelo mercado acionário. Revisamos nosso PL futuro para cima, de 14,1 para 14,5, resultando em um aumento no preço alvo (veja abaixo).
Obrigações governamentais: A dinâmica da dívida pública de longo prazo dependerá de reformas, e consequentemente de eleições. No curto prazo, os rendimentos das obrigações provavelmente continuarão estáveis. Reduzimos as projeções inflacionárias (de 5% para 3,5%, com um rendimento alvo real de 5,5%, resultando em um novo rendimento alvo de 9%).

Mercados financeiros

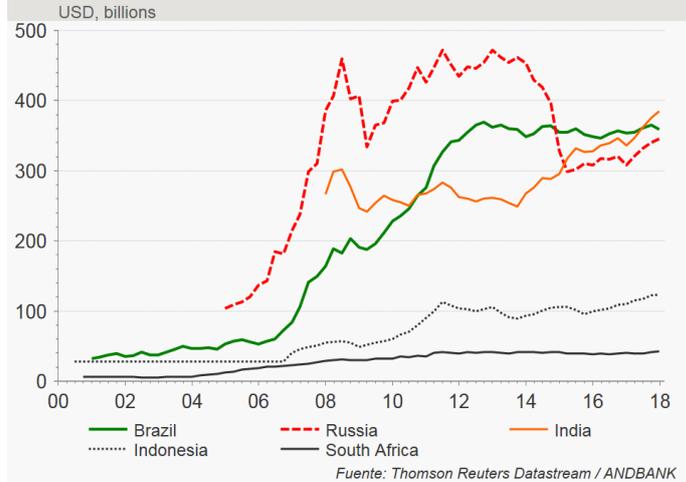
Ações – IBOVESPA: NEGATIVO (Alvo 84.000). Ponto de saída 88.200

Obrigações – Governamentais. Local: POSITIVO (rendimento alvo 9,0% - rendimento real 5,5%)

Obrigações – Governamentais. USD: NEGATIVO (rendimento alvo 5,3%. Spread 210bp)

Fx – BRL/USD: NEUTRO (alvo médio prazo 3.30)

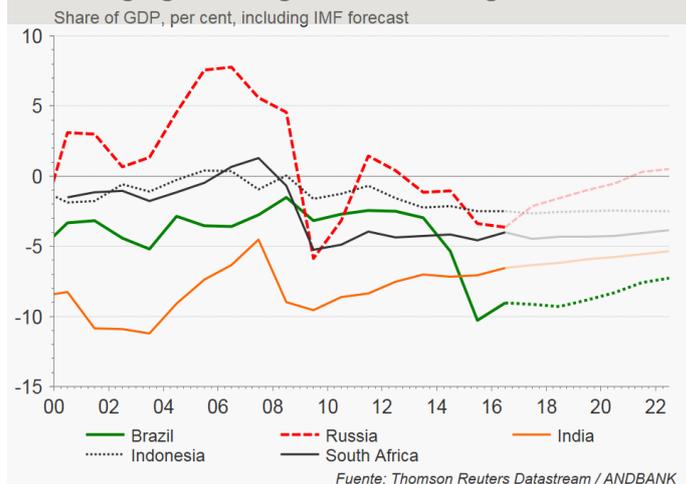
Emerging market official reserves



Brazil government debt



Emerging market government budget balances





AÇÕES

Página 12

ÍNDICES ACIONÁRIOS GLOBAIS Análise Fundamental

Index	Sales per Share 2017	Net Margin 2017	Andbank's Sales growth 2018	Andbank's Net Margin 2018	EPS 2018	Current PE with EPS 2017	Current PE Fw EPS 2018	PE estimate at Dec 18	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%	20,02	16,86	17,15	2.669	2.715	1,7%	2.987
Europe - Stoxx Europe 600	298	8,1%	5,2%	8,19%	25,7	6,6%	16,00	15,01	16,00	385	411	6,6%	439
Euro Zone - Euro Stoxx	349	7,1%	5,2%	7,15%	26,2	6,4%	15,84	14,88	15,75	390	413	5,8%	454
Spain IBEX 35	7.461	9,2%	5,0%	9,13%	715	4,8%	14,62	13,95	15,00	9.981	10.729	7,5%	11.802
Mexico IPC GRAL	33.496	8,1%	7,2%	8,03%	2.881	5,7%	17,77	16,81	16,80	48.422	48.407	0,0%	51.553
Brazil BOVESPA	52.724	9,9%	7,2%	10,26%	5.798	11,6%	16,58	14,86	14,50	86.139	84.064	-2,4%	88.267
Japan NIKKEI 225	20.076	5,8%	5,1%	5,92%	1.248	6,6%	19,19	18,00	18,50	22.468	23.094	2,8%	25.403
China SSE Comp.	2.642	8,7%	7,1%	8,77%	248	7,5%	13,35	12,42	14,00	3.082	3.474	12,7%	3.821
China Shenzhen Comp	902	8,5%	7,3%	8,67%	84	9,3%	23,14	21,17	23,00	1.776	1.930	8,6%	2.123
India SENSEX	14.218	10,8%	9,2%	11,06%	1.717	12,1%	22,96	20,47	21,00	35.160	36.063	2,6%	39.669
MSCI EM ASIA (MXMS)	425	9,4%	6,8%	9,59%	44	8,8%	14,60	13,42	14,40	584	627	7,3%	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 isenção de risco sustentado.

Nosso índice geral passou de -1 no mês passado para -0,5 (em uma faixa de -10/+10), estabelecendo-se em uma área que sugere que o mercado acionário permaneça sobre-eminentemente, embora o risco de uma contínua isenção de risco pareça moderado.

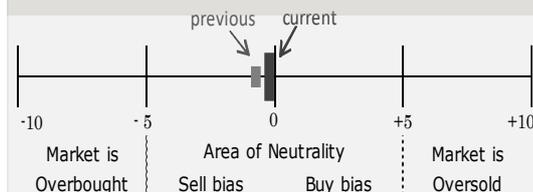
Posicionamento e fluxo (Otimista): Os investidores reduziram sua exposição aos mercados acionários, com as estratégias dos Fundos Hedge e dos alocadores de Ativos neutras. As estratégias estão abaixo do peso, trazendo nossa leitura destes indicadores para um viés mais otimista (abordagem contrária). Além disso, os fluxos dos fundos de índices (Exchange Trade Funds – ETFs) registraram vendas significativas.

Prognóstico (Neutro): Leituras mistas destes índices, com coeficientes da Associação Americana de Investidores Individuais (AAII) e NAAIM apresentando leituras negativas e apontando para outras quedas nas ações. A amplitude do mercado (número de empresas que negociam seu nível médio móvel acima de 200 dias) normalizou-se recentemente e nos fornece um viés neutro.

Risk Composite Indicator (Breakdown)

	Previous Month	Current Month
Buy signals	5	3
Positive Bias	1	2
Neutral	5	9
Negative Bias	5	4
Sell signals	5	3
FINAL VALUATION	-1,0	-0,5

Risk Composite Indicator



ANÁLISE TÉCNICA

Cenário de Tendências. Suportes & resistências (1 mês)

S&P: MOVIMENTO LATERAL

Suporte em 2.532. Resistência em 2.800. Alvo: 3.053

STOXX600: MOVIMENTO LATERAL

Suporte em 360. Resistência em 388. Alvo: 400

IBEX: MOVIMENTO LATERAL

Suporte em 9.327. Resistência em 10.211. Alvo: 11.140

€/\$: MOVIMENTO LATERAL-NEGATIVO

Suporte em 1.215. Resistência em 1,255. Alvo: 1,17

Óleo: MOVIMENTO LATERAL-POSITIVO

Suporte em 59,97. Resistência em 74,9.. Alvo 76,5

Ouro: MOVIMENTO LATERAL-NEGATIVO

Suporte em 1.295. Resistência em 1.374

Obrigações do Tesouro Americano: LATERAL (perspectiva de preço)

Suporte em 2,65%. Resistência em 3,02%.



MERCADOS DESENVOLVIDOS Análise Fundamental

Tesouro dos EUA Piso 2.1%. Valor justo 3,2%. Teto 4%

Swap Spread: a margem de lucro do swap caiu para 2,2bps (de +3bps no mês passado). Para que esse spread se normalize em +10bps, com a taxa de swap ancorada na área de 2,2%, o rendimento do Tesouro dos EUA/10 anos deve deslocar-se para 2,1%.

Declive: A inclinação da curva de rendimento dos EUA continuou reduzindo neste mês para 51bps (de 56bps). Com o curto prazo normalizando-se em torno de 2,25 % (hoje a 2,46%), para atingir a inclinação média de 10 anos (175bps) o rendimento do Tesouro dos EUA/10 anos deve deslocar-se para 4%.

Rendimento real: Um bom ponto de lançamento para o rendimento em 10 anos do Tesouro dos EUA seria quando o rendimento real atingir 1%. Dada nossa previsão do IPC de 2,2%, o rendimento em 10 anos do Tesouro dos EUA teria que subir para 3,2% para se tornar "COMPRA".

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

Swap spread: a margem de lucro do swap caiu para 46bps (de 49bps no mês passado). Para que esse spread se normalize em 35bps, com a taxa de swap ancorada na área de 1.40% (hoje a 1,0%), o rendimento do Bund deveria deslocar-se para 1,05% (ponto de entrada).

Declive: A inclinação da curva de rendimento do EUR ficou estável a 117bps (de 16bps no mês passado). Com o curto prazo normalizando-se em torno de -0.50% (hoje a -0.60%), para atingir a inclinação média de 10 anos (130bps) o rendimento do Bund deve deslocar-se para 0,80%.

Rendimento real: um bom ponto de lançamento para o Bund alemão seria quando o rendimento real atingir 1%. Dada nossa previsão do IPC de 1.4%, o rendimento do Bund deveria aumentar para 2.4% para se tornar uma "COMPRA".

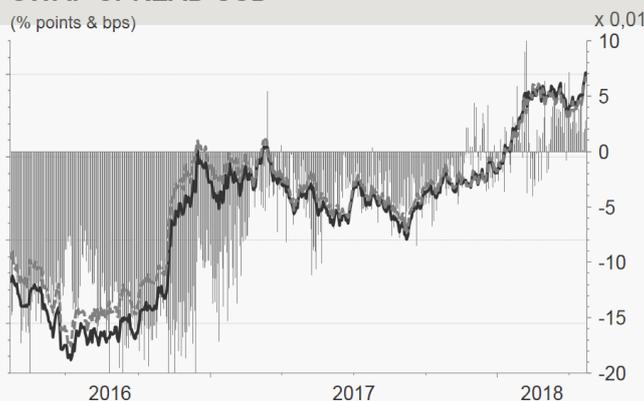
Gilt inglês: Valor justo 2,3%. Teto 3,6%

Swap spread: a margem de lucro do swap caiu para 10bps (Para que esse spread se normalize em 14bps, com a taxa de swap ancorada na área de 2,5% (hoje a 1,64%), o Gilt inglês/10 anos deve atingir 2,35%.

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

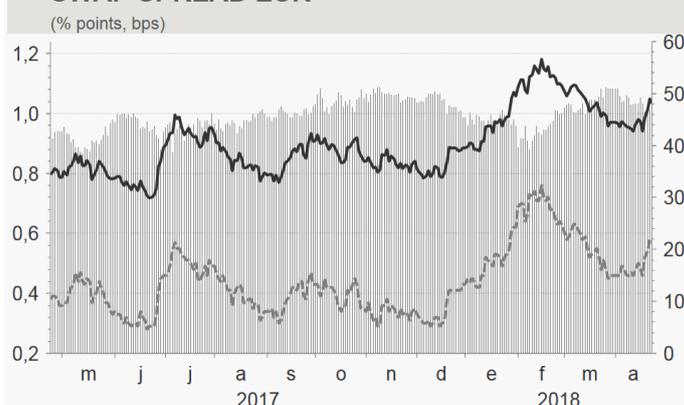
Rendimento real: um rendimento real de 1% significa que o Gilt inglês/10 anos deveria posicionar-se a 3,6%.

SWAP SPREAD USD



Fuente: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting

SWAP SPREAD EUR



Fuente: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting

OBRIGAÇÕES PERIFÉRICAS EUROPEIAS

Metas Fundamentais – rendimentos de 10 anos

Bono espanhol: rendimento alvo a 1.65% (de 1,75%)
Obrigações italianas BTP1: rendimento alvo a 2,10%
Obrigações gov. portuguesas: rendimento alvo a 2,20%
Obrigações gov. irlandesas: rendimento alvo a 1,10%
Obrigações gov. gregas: rendimento alvo a 4,50%

OBRIGAÇÕES DE MERCADOS EMERGENTES

Metas Fundamentais

Até agora, nossa regra geral para os títulos de obrigações 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 obrigações 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 as obrigações do ME que ofereçam 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	6,84%	3,40%	3,44%	-1,00%	5,84%
	India	7,76%	4,34%	3,43%	-1,00%	6,76%
	Philippines	6,24%	4,30%	1,94%	-0,50%	5,74%
	China	3,61%	2,10%	1,51%	-0,50%	3,11%
	Malaysia	4,13%	1,27%	2,86%	-0,75%	3,38%
	Thailand	2,40%	0,84%	1,56%	-0,50%	1,90%
	Singapore	2,59%	0,25%	2,34%	-0,75%	1,84%
	South Korea	2,61%	1,35%	1,26%	-0,50%	2,11%
	Taiwan	1,01%	1,64%	-0,63%	1,00%	2,01%
EME	Turkey	12,22%	10,24%	1,99%	-0,50%	11,72%
	Russian Fed	7,23%	2,40%	4,83%	-1,00%	6,23%
LATAM	Brazil	9,59%	1,56%	8,03%	-1,00%	8,59%
	Mexico	7,44%	5,07%	2,37%	-0,75%	6,69%
	Colombia	6,46%	3,15%	3,31%	-1,00%	5,46%
	Peru	5,55%	0,34%	5,22%	-1,00%	4,55%



MOEDAS

TAXAS DE CÂMBIO

Metas fundamentais

EUR-USD: Forte resistência a 1,26 // Alvo fundamental de médio prazo 1,15

Fluxos: A maior parte da recente alta no USD coincide perfeitamente com o corte geral de posições vendidas em dólar, com a posição em dólar no mercado global passando de US\$-28 bilhões em contratos vendidos na semana passada para uma posição de US\$-23 bilhões no final do mês. Portanto, a magnitude da recuperação do dólar (aumento de 1,7% no índice do dólar na semana) tem sido muito consistente com a magnitude do montante notional que se desdobra (redução de 4,37 bilhões em posições vendidas líquidas - veja a tabela.). Assim, importantes posições vendidas em USD ainda persistem (US\$ -23,81bi), sendo estas estatisticamente significativas (-1,86 sigmas abaixo da média de 3 anos), posicionando o "USD Short" como a posição comercial mais concorrida globalmente, e sugerindo que o USD permaneça claramente sobrevendido. Um desdobramento total das posições vendidas em dólar estaria consistente com o índice do dólar 6,2% superior aos níveis atuais. No entanto, acreditamos que essa eliminação completa de posições vendidas em dólar seja improvável no curto prazo, uma vez que exigiria uma reavaliação completa do ambiente do mercado global. **Perspectiva:** Nossa análise técnica no Comitê de Investimento indicou três pontos muito importantes: (1) O EUR/USD enfrenta uma resistência muito importante a 1,26. (2) Este nível de resistência deve funcionar bem (como já ocorreu). Dessa forma, acreditamos que o EUR não irá ultrapassar esta resistência. (3) Em seguida, o EUR/USD retornará à faixa de médio prazo; primeiramente para 1,15 (este ano, conforme esta análise) e depois para níveis mais baixos. Nossa discussão fundamental resultou em uma ampla conclusão: O USD oferece valor aos níveis atuais.

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

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

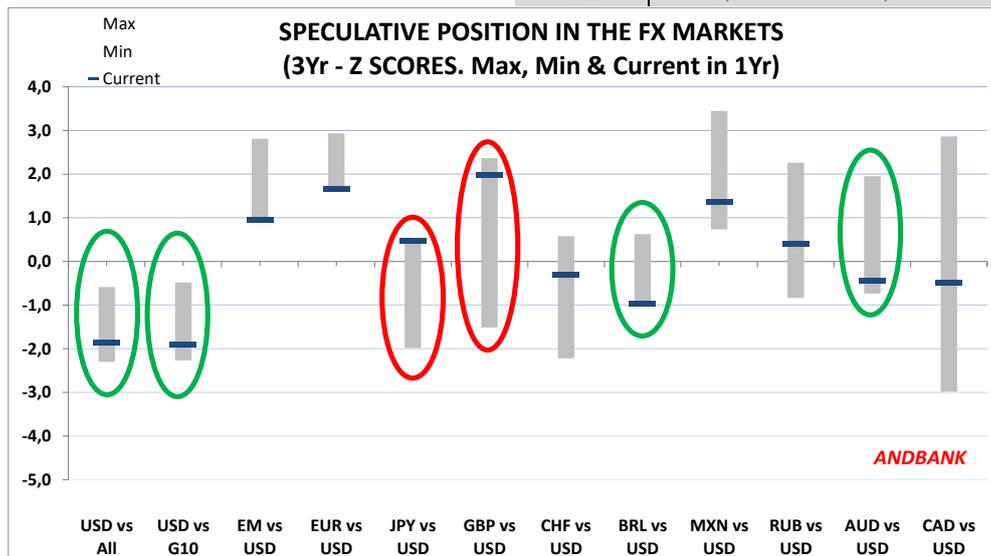
AUD: POSITIVO

CAD: NEUTRO

NEW! 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	-23,81	4,37	12,1	-28,2	-10,1	-1,86
USD vs G10	-21,51	3,93	14,3	-25,4	-7,3	-1,92
EM	2,30	-0,44	3,9	1,5	2,8	0,95
EUR	19,97	-3,46	23,4	-0,2	14,7	1,66
JPY	0,07	-0,24	0,4	-15,0	-9,1	0,47
GBP	3,26	-1,00	4,3	-6,6	-0,3	1,98
CHF	-1,31	0,05	0,2	-3,8	-1,6	-0,30
BRL	-0,62	0,04	0,7	-0,7	0,1	-0,97
MXN	2,36	-0,46	3,3	0,4	2,2	1,37
RUB	0,56	-0,01	1,2	-0,3	0,5	0,41
AUD	-0,26	0,53	6,1	-1,6	2,2	-0,44
CAD	-1,96	0,46	6,1	-7,3	0,9	-0,48

ANDBANK





QUADRO SUMÁRIO DOS RENDIMENTOS ESPERADOS

Página 17

Asset Class	Indices	Performance 1 month	Performance YTD	Current Price 30/04/2018	Central Point (Fundam range)	Exp. Perf. To Central Point
Equity	USA - S&P 500	3,4%	-0,1%	2.669	2715	1,7%
	Europe - Stoxx Europe 600	3,8%	-1,2%	385	411	6,6%
	Euro Zone - Euro Stoxx	4,3%	1,0%	390	413	5,8%
	SPAIN - IBEX 35	4,0%	-1,2%	9.981	10729	7,5%
	MEXICO - MXSE IPC	5,7%	-2,2%	48.422	48407	0,0%
	BRAZIL - BOVESPA	1,7%	13,1%	86.139	84064	-2,4%
	JAPAN - NIKKEI 225	6,8%	-1,3%	22.468	23094	2,8%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	-2,6%	-6,8%	3.082	3474	12,7%
	CHINA - SHENZEN COMPOSITE	-4,3%	-6,5%	1.776	1930	8,6%
	INDIA - SENSEX	5,7%	2,7%	35.160	36063	2,6%
	MSCI EM ASIA (in USD)	-1,0%	-0,5%	584	627	7,3%
	Fixed Income Core countries	US Treasury 10 year Govie	-1,6%	-3,6%	2,96	3,20
UK 10 year Gilt		-0,6%	-1,7%	1,44	2,00	-3,5%
German 10 year BUND		-0,5%	-1,0%	0,56	0,90	-2,3%
Japanese 10 year Govie		-0,1%	0,0%	0,05	0,10	-0,4%
Fixed Income Peripheral	Spain - 10yr Gov bond	-0,7%	2,9%	1,25	1,65	-2,4%
	Italy - 10yr Gov bond	0,5%	2,7%	1,73	2,10	-1,8%
	Portugal - 10yr Gov bond	-0,1%	2,8%	1,63	2,20	-3,5%
	Ireland - 10yr Gov bond	-0,4%	-2,2%	0,95	1,10	-0,5%
	Greece - 10yr Gov bond	3,1%	2,8%	3,86	4,50	-2,5%
Fixed Income Credit	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,2%	-0,2%	56,53	85	-1,5%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	0,8%	-0,5%	262,66	330	-1,3%
	Credit USD IG - CDX IG	0,3%	0,6%	60,10	45	2,0%
	Credit USD HY - CDX HY	1,2%	0,7%	337,55	413	1,2%
Fixed Income EM Europe (Loc)	Turkey - 10yr Gov bond	1,3%	-3,1%	12,23	13	6,1%
	Russia - 10yr Gov bond	-1,3%	4,9%	7,27	6,70	11,8%
Fixed Income Asia (Local currency)	Indonesia - 10yr Gov bond	-2,4%	-3,5%	6,95	5,80	16,2%
	India - 10yr Gov bond	-2,4%	-1,1%	7,76	6,75	15,8%
	Philippines - 10yr Gov bond	-3,0%	-7,9%	6,33	5,75	11,0%
	China - 10yr Gov bond	1,4%	3,2%	3,60	3,25	6,4%
	Malaysia - 10yr Gov bond	-1,5%	-0,6%	4,16	4,00	5,4%
	Thailand - 10yr Gov bond	0,0%	-0,2%	2,40	1,85	6,8%
	Singapore - 10yr Gov bond	-2,3%	-4,2%	2,59	1,57	10,8%
	South Korea - 10yr Gov bond	-0,2%	-0,9%	2,60	2,00	7,4%
	Taiwan - 10yr Gov bond	-0,2%	-0,2%	1,01	1,50	-2,9%
Fixed Income Latam	Mexico - 10yr Govie (Loc)	0,0%	4,7%	7,44	8,00	3,0%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	-1,9%	-3,9%	4,29	4,60	1,8%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	-0,2%	8,6%	9,59	9,00	14,3%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	-0,7%	-1,2%	5,11	5,30	3,5%
	Argentina - 10yr Govie (USD)	-1,0%	-7,1%	6,60	6,20	9,8%
Commodities	Oil (WTI)	8,1%	12,7%	68,1	45,00	-33,9%
	GOLD	-1,4%	1,5%	1.321,9	1.100	-16,8%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	-1,4%	1,1%	1,213	1,15	-5,2%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	-1,9%	2,0%	1,38	1,35	-2,0%
	EURGBP (price of 1 EUR)	0,4%	-0,9%	0,88	0,85	-3,2%
	USDCHF (price of 1 USD)	3,4%	1,4%	0,99	0,99	0,0%
	EURCHF (price of 1 EUR)	2,0%	2,5%	1,20	1,14	-5,2%
	USDJPY (price of 1 USD)	3,0%	-3,2%	109,03	111,20	2,0%
	EURJPY (price of 1 EUR)	1,6%	-2,2%	132,27	127,88	-3,3%
	USDMXN (price of 1 USD)	2,0%	-5,3%	18,61	18,80	1,0%
	EURMXN (price of 1 EUR)	0,6%	-4,2%	22,58	21,62	-4,3%
	USDBRL (price of 1 USD)	4,4%	4,3%	3,46	3,30	-4,5%
	EURBRL (price of 1 EUR)	2,9%	5,5%	4,19	3,80	-9,5%
	USDARS (price of 1 USD)	2,0%	10,3%	20,51	22,00	7,2%
	CNY (price of 1 USD)	0,9%	-2,7%	6,33	6,00	-5,3%

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



ALOCAÇÃO DE ATIVOS

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

Asset Class	Conservative		Moderate		Balanced		Growth	
	Strategic (%)	Tactical (%)						
Money Market	15,0	22,0	10,0	15,7	5,0	9,8	5,0	3,8
Fixed Income Short-Term	25,0	35,0	15,0	22,5	5,0	9,4	0,0	1,9
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		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
Credit (OECD)	20,0	14,0	20,0	14,0	15,0	10,5	5,0	3,5
Investment Grade USD		7,0		7,0		5,3		1,8
High Yield Grade USD		3,5		3,5		2,6		0,9
Investment Grade EUR		2,1		2,1		1,6		0,5
High Yield Grade EUR		1,4		1,4		1,1		0,4
Fixed Income Emerging Markets	5,0	6,0	7,5	9,0	10,0	12,0	15,0	18,0
Latam Sovereign		1,8		2,7		3,6		5,4
Latam Credit		1,5		2,3		3,0		4,5
Asia Sovereign		1,5		2,3		3,0		4,5
Asia Credit		1,2		1,8		2,4		3,6
Equity OECD	5,0	5,0	20,0	20,0	32,5	32,5	50,0	50,0
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
Equity Emerging	0,0	0,0	5,0	5,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Asian Equity		0,0		3,0		6,0		6,0
Latam Equity		0,0		2,0		4,0		4,0
Commodities	0,0	0,0	2,5	1,9	5,0	3,8	5,0	3,8
Energy		0,0		0,4		0,8		0,8
Minerals & Metals		0,0		0,5		0,9		0,9
Precious		0,0		0,6		1,1		1,1
Agriculture		0,0		0,5		0,9		0,9
Alternative Investments	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	3,0	5,0	6,0
REITs		0,0		0,0		0,8		1,5
Alt.Energy (wind, solar, etc)		0,0		0,0		0,5		0,9
Market Neutral		0,0		0,0		1,2		2,4
Volatility		0,0		0,0		0,6		1,2
Currency Exposure (European investor perspective)								
EUR		92,3		85,0		79,4		73,6
USD		7,7		15,0		20,6		26,4

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



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



Andrés Davila
Central America & Venezuela
+507 2975800



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



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



Gabriel Lopes
Brazil Bonds and Equity
+55 11 3095 7075



Carlos Hernández
Global Technical Analysis
+376 873 381



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



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