

ECONOMIA & MERCADOS FINANCEIROS

ANDBANK
Private Bankers /

Opinião Corporativa Mensal Andbank

Global Strategic Outlook – Maio 2019

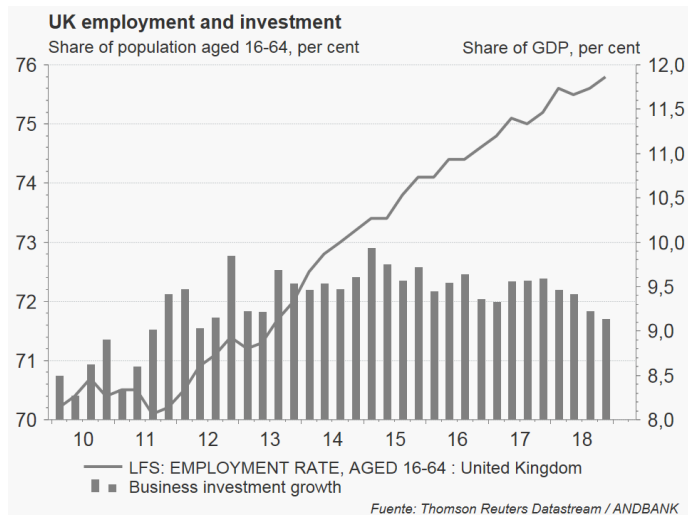
Opinião Corporativa *Maio 2019*

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

SUMÁRIO EXECUTIVO

GRÁFICO DO MÊS

(Atividades no RU, investimento & emprego permanecem vibrantes)



EQUITIES

AÇÕES

Enquanto a “pausa paciente” do Fed em relação ao aperto foi o árbitro final da recuperação em forma de V nas ações e no alto rendimento no início do ano, vários indicadores amplamente seguidos começaram a se tornar positivos, o que poderia fornecer suporte contínuo para os ativos de risco. **S&P:** NEUTRO (viés cauteloso), ponto central 2.800, ponto de saída 3.070. **Stoxx 600 Europe:** NEUTRO-POSITIVO, ponto central 395, ponto de saída 414. **Espanha (Ibex):** NEUTRO-POSITIVO, alvo 9.700. **Japão (N225):** NEUTRO (viés cauteloso), alvo 22.250. **China (Shenzhen):** NEUTRO-POSITIVO, alvo 1.857. **Índia (Sensex):** POSITIVO, alvo 40.850. **México:** NEUTRO. **Brasil:** NEUTRO.

FI

RENDA FIXA

UST 10Y: NEGATIVO, ponto de entrada 3%. **Bund alemão:** NEGATIVO, alvo 0,35. **Títulos do governo italiano:** POSITIVO, alvo 2,45%. **Títulos do governo português:** NEGATIVO, alvo 1,65%. **Títulos do governo irlandês:** NEUTRO, alvo 0,65%. **EM bonds Asia:** POSITIVO (damos preferência aos títulos da Índia, Indonésia, Malásia, Filipinas e China). **EM bonds Latam:** POSITIVO (damos preferência aos títulos do Brasil. Locais e USD, México, locais).

CRÉDITO CORPORATIVO

CRÉDITO CORPORATIVO

Apesar da forte oferta e da surpresa diante de dados negativos, a atividade de busca de rendimento continuou apoiando a resiliência do spread de crédito. Observamos alguns excessos no mercado de crédito e acreditamos que os títulos corporativos estarão suscetíveis a lucros após os movimentos fortes e positivos dos últimos meses. **Credit € IG (Itraxx):** NEGATIVO, alvo 92. **Credit € HY (Xover):** NEGATIVO, alvo 350. No mercado de USD, tanto os spreads de crédito como os de alta rentabilidade continuam a diminuir, uma vez que o quadro técnico continua muito favorável, graças aos baixos rendimentos a nível mundial e à baixa oferta de títulos líquidos. A oferta líquida foi menor nos últimos dois trimestres em relação a qualquer trimestre desde 3T11. **\$ CDX IG:** NEGATIVO, alvo 70. **Credit \$ CDX HY:** NEGATIVO, alvo 450.

CÂMBIO

CÂMBIO

Globalmente, as posições em dólar aumentaram novamente no mês passado. Embora não em níveis extremos, as posições compradas especulativas líquidas em dólar são consideráveis. Os especuladores financiaram as suas posições compradas em USD por meio de posições vendidas, principalmente nas moedas dos países desenvolvidos do G10. Visão cautelosa do USD em relação a uma ampla cesta de moedas. Moedas preferenciais: AUD, CAD e BRL. Perspectiva negativa para MXN, RUB e JPY.

COMMODITIES

COMMODITIES

A Casa Branca anunciou que não renovaria nenhuma outra isenção de sanções aos compradores de petróleo iraniano. A decisão de não renovar as isenções de sanções aos compradores de petróleo bruto iraniano ameaça pressionar a oferta global em um mercado que já enfrenta interrupções na oferta. Vender WTI acima de US\$ 65.





MACROECONOMIA

EUA

Lucro por Ação no 1T no caminho certo para crescimento de 2,5%

Fed

A abordagem paciente da normalização pelo Federal Reserve é acertada, em vista da incerteza sobre a inflação inicial e a moderada. De acordo com nossa projeção de referência, espera-se que os mercados de trabalho fiquem mais pressionados, e que o crescimento salarial se intensifique, o que provavelmente justifica um novo aumento da taxa no segundo semestre do ano.

Mercado acionário dos EUA

Enquanto a “pausa paciente” do Fed em relação ao aperto foi o árbitro final da recuperação em forma de V nas ações e no alto rendimento no início do ano, vários indicadores amplamente seguidos começaram a se tornar positivos, o que poderia fornecer suporte contínuo para os ativos de risco. Fica evidente que a temporada de resultados deste trimestre ajudará a orientar a direção do mercado, particularmente a orientação da administração. Com as estimativas em queda nas últimas semanas, as empresas que excederem as expectativas serão fundamentais para melhorar a orientação, e isso poderia impulsionar uma recuperação contínua das ações. Os resultados recentes de alguns dos maiores bancos parecem animadores, e estaremos observando de perto os relatórios da S&P no mês que vem. As expectativas de consenso são de contração nas margens em todos os 11 setores, com previsão de crescimento das mesmas de apenas 38% nas empresas S&P 500. Se houver surpresas históricas, o percentual de empresas com margem de lucro aumentaria para 56%. Até o momento, 18,6% das empresas de capitalização de mercado do S&P 500 registraram resultados no 1T. Os ganhos estão superando as previsões em 6,1%, com 80% das empresas excedendo suas estimativas finais. Isso se compara a 5,4% e 71%, respectivamente, nos últimos 3 anos. As receitas devem crescer 2,4% no 1T, com um crescimento negativo de -4,2% e -1,9%, respectivamente, nos lucros e no LPA. LPA caminha em direção a um crescimento de 2,5%, assumindo uma taxa típica para o restante da temporada. A volatilidade continua sendo uma ameaça à medida que avançamos no ciclo e, portanto, reiteramos nosso valor fundamental para o S&P de 2.800 até o final do ano.

Mercado de Títulos do Tesouro e Títulos Corporativos dos EUA

Pela primeira vez desde meados de 2007, o spread de 3 meses / 10 anos do Tesouro inverteu-se no início de abril, após leituras econômicas fracas na Europa. A inversão desse trecho da curva apenas sinalizou falsamente uma recessão próxima uma única vez, enquanto o desenrolar das recessões a seguir deve ser observado: o tempo médio para a recessão após as inversões históricas é de 27 meses. Assim, uma recessão pode ocorrer nos próximos 2,25 anos caso esta tendência continue. Atualmente, atribuímos uma probabilidade de ~ 21% de recessão nos próximos 12 meses. Acreditamos que a pressão descendente sobre os rendimentos esteja ligada a incertezas globais, tais como o Brexit e os riscos de recessão na Europa, bem como a um Federal Reserve mais conciliatório. Enquanto isso, as taxas dos EUA parecem ter se estabilizado em uma nova faixa, por conta da redução nas preocupações com o crescimento global em relação à recuperação do ISM - Índice da Atividade Industrial, melhora nos PMIs chineses, uma retórica otimista sobre o progresso comercial EUA-China e maior probabilidade de um resultado positivo no Brexit. Os títulos com vencimento em 10 anos estabilizaram-se em torno de 2,50%, com uma interrupção de cerca de 1,90%. Continuamos acreditando que 10Y oferece um ponto de entrada atrativo, em torno de 3%.

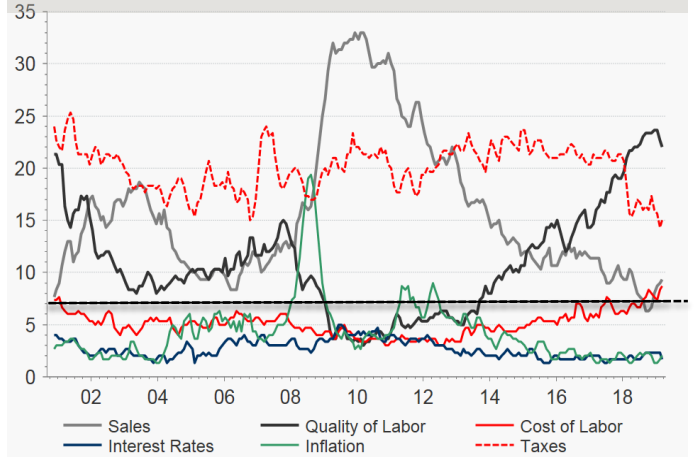
Tanto os spreads de crédito quanto os de alta rentabilidade continuam se estreitando, uma vez que o quadro técnico continua muito favorável, graças aos baixos rendimentos globais e à pequena oferta de títulos líquidos. A oferta líquida foi menor nos últimos dois trimestres comparado a qualquer trimestre desde 3T11. Continuamos observando excessos no mercado de crédito (perspectiva cautelosa). Consideramos prudente uma redução gradual do risco.

Mercados Financeiros

- Ações – S&P: NEUTRO-CAUTELOSO. Alvo 2.800. Ponto de saída 3.070
- Títulos – Títulos Governamentais: NEGATIVO. Ponto de entrada dos títulos 10 Anos Tesouro Americano em 3%)
- CDX IG: NEUTRO (Spread Alvo 70)
- CDX HY: NEGATIVO (Spread Alvo 450)
- Forex – DXY index: NEUTRO

US BUSINESSES ASSESSMENT (NFIB)

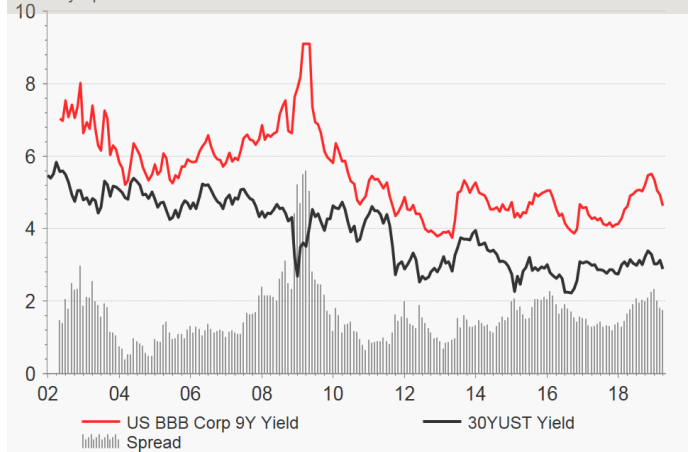
SINGLE MOST IMPORTANT PROBLEM



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

US Corp Bond Yield Vs 30YUST Yield

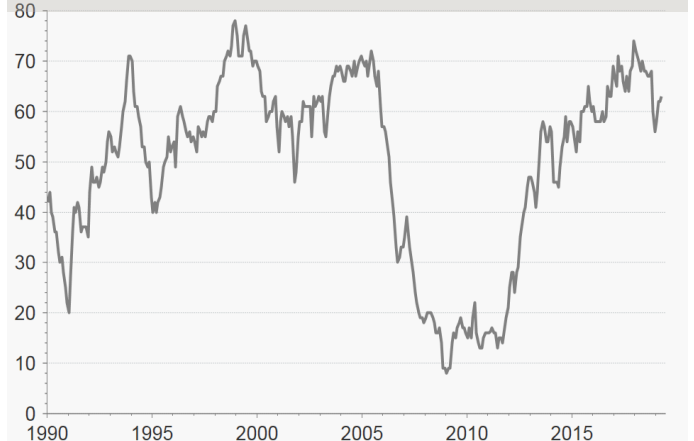
Key Spread



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

US NAHB housing market index

Index



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK



EUROPA Nem recessão, nem deflação...

A estabilização industrial pode estar mais perto

Poderíamos estar mais perto de algum alívio na frente industrial. Não observamos uma recuperação acentuada, e sim uma estabilização do lado industrial nos próximos meses. Mas isso, juntamente com sinais de apoio do setor de serviços, poderia pôr fim à longa fase de revisões para baixo do crescimento europeu. Enquanto as leituras gerais do IPC e do núcleo da inflação caíram em março (1,3% e 0,8% a.a., respectivamente), as expectativas de inflação tiveram ligeira recuperação em relação aos baixos níveis e estudos de mercado apontam para previsões estáveis de 5 anos. Não há previsão de pressão sobre os preços pelo BCE, mas também não há sinais de outros riscos.

ECB pronto para "ajustar todos os instrumentos, se necessário"

Após a reunião de março, onde um novo programa TLTRO foi anunciado, mais medidas poderiam ser tomadas, como o *depo tiering*. Embora ainda em fase preliminar, este instrumento será analisado nos próximos meses. O "depo tiering" já é aplicado por outros bancos centrais (BoJ e SNB) para suavizar o impacto de taxas negativas. O impacto agregado nos bancos europeus é incerto. Deveria ser positivo para os bancos centrais e bancos "semicore", os quais detêm mais reservas excedentes no BCE, mas são menos favoráveis aos periféricos. O efeito final depende da estrutura de ativos e passivos e do repasse às taxas de depósitos dos clientes. De acordo com algumas fontes do mercado, isso também poderia abrir a porta para novos cortes marginais nos depósitos. A divisão em camadas deve ser vista como uma ferramenta adicional potencial para reforçar as orientações futuras. Setembro, com estimativas macro atualizadas, poderia ser o momento mais provável para o BCE "ampliar seu kit de ferramentas".

"Flextensão" do Brexit

A UE concedeu uma "extensão flexível" à data do artigo 50 até 31 de outubro. Se o Reino Unido não ratificar um acordo antes de 23 de maio, o país realizará automaticamente as eleições do Parlamento Europeu. Como o Parlamento Britânico (apenas) concordou com a "saída sem saída", pelo menos dois cenários permanecem: ou a aprovação do Acordo de Retirada de maio, ou a mudança da estratégia e a revogação do artigo 50. Um acordo May-Corbyn não parece provável tantos meses antes do prazo. A questão continua sem solução, mas perdemos o sentido de urgência.

Mercado acionário

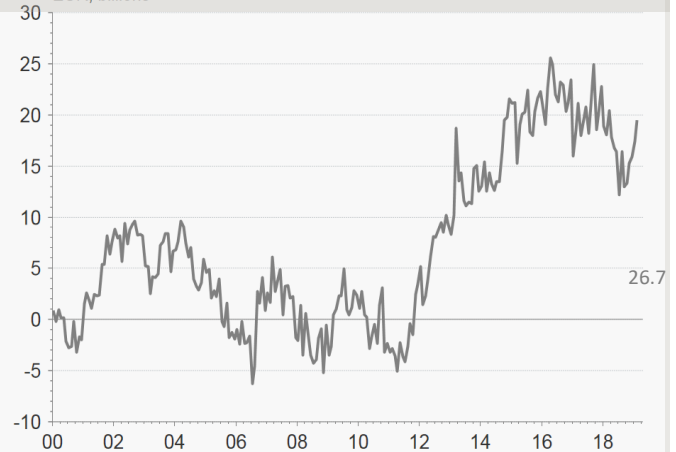
Modificamos ligeiramente nossos preços-alvo, depois de melhorar nossa perspectiva do Brexit, para refletir a consciência do BCE sobre os efeitos negativos de sua política de taxa negativa sobre os lucros dos bancos. No caso do Stoxx Europe 600, aumentamos o múltiplo de PE para 14,7x (de 14,25x). Nosso novo preço alvo para o Stoxx Europe 600 é 395, com ponto de saída em 415. Os bancos italianos e espanhóis poderiam ser favorecidos se o BCE mitigasse os efeitos das taxas negativas, já que os juros pagos pelos bancos em 2018 foram de aproximadamente 7 bilhões de euros. O principal problema dos bancos não está relacionado a níveis de capital, mas a rentabilidade. Atualmente há notícias de fusões e aquisições no setor (Unicredit, Commerzbank, Deutsche Bank, ING). As sinergias tornariam as empresas mais lucrativas, pelo menos no curto prazo.

Mercado financeiro

Ações – Stoxx Europe: NEUT-POSIT. Ponto central 395. Saída 415
Ações – Euro Stoxx: NEUT-POSITIVE. Ponto central 384. Saída 304
Títulos – Títulos governamentais: NEGATIVO (Bund rendimento alvo 0,35%)
Títulos – Periféricos: NEGATIVO (SP 1,35%, IT 2,45%, PO 1,65%)
Crédito – Itraxx Europe (IG): NEGATIVO (Spread Alvo 92)
Credit – Itraxx Europe (HY): NEGATIVO (Spread Alvo 350)
Forex – EUR/USD: NEGATIVO (1.125)

Euro area trade balance

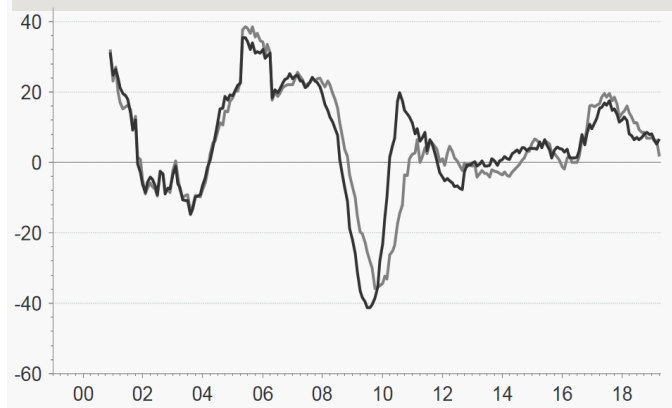
EUR, billions



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

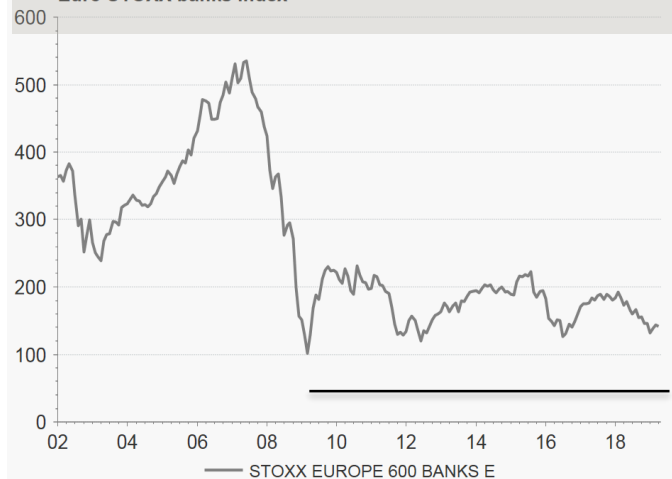
STOXX 600 - EPS

1Y % Change



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

Euro STOXX banks Index



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK



SPAIN

Domestic improvements still persist

Governance & Fiscal Policy

We enter the electoral week after a month of surveys, with a tie between the two blocks capable of forming a government. The most important finding in this period is that 30% of voters are still undecided. Though we think that this apparently high number of undecided voters will not change their support to another block, their indecision can favor the PSOE, while in the right-wing block we still have to still to see how much support PP is able to retain, as it is not clear what effect tactical voting may have. To further complicate the issue, the vetoes on possible alliances issued by various parties mean that we have to look further than a mere projection of results. We are thus considering the implications of four post-electoral scenarios, according to our estimate of the distribution of seats. The worst scenario is undoubtedly fresh elections, of which we still see a 10% probability.

Domestic improvements still persist

The data released for the first quarter of the year confirms the upturn in the domestic activity of the Spanish economy, with retail sales growing at 1.6% per annum in February, accelerating pace from January. The real estate market continues to improve in terms of both activity and prices. Consumer confidence also continues to rise, causing us to remain optimistic on domestic demand.

This, plus the optimism coming from the industrial sector (based on the outlooks issued in recent surveys) and an external sector still showing positive dynamics, justifies our confidence in our FY2019 GDP growth forecast of 2%-2.1%.

The debt service cost continues to decrease (falling from 2.8% of GDP in December to 2.3% in March). The foreign sector still does not requires net funding, so despite the increase in public expenditure, driven by this year's elections, we maintain our forecast of public deficit at 2.2%.

Spanish equities

After last month's rise to 9,700 points, we maintain our forecasts for the Ibex. The ECB's support for banks through a new TLTRO program, a potential *tiering* of negative depo rates, and the likelihood of concentration in the banking sector (the rumored mergers affecting several major banks in Europe will probably materialize) have brought the index close to our target. Though this has resulted in a rise in the PE ratio, we think it is too early to raise our projected margins and EPS. Recognizing a better risk perception for banks (30% of the Ibex35) it seems to us that is still too early to be more aggressive in our target price via PE expansion as well.

Spanish bonds

We continue to think that the 10-year Spanish government bond should trade with a 90 to 100 bp spread relative to the German bund. Since we have revised our medium-term target downward for the bund to around 0.35%, our target for the Spanish bono is 1.35%

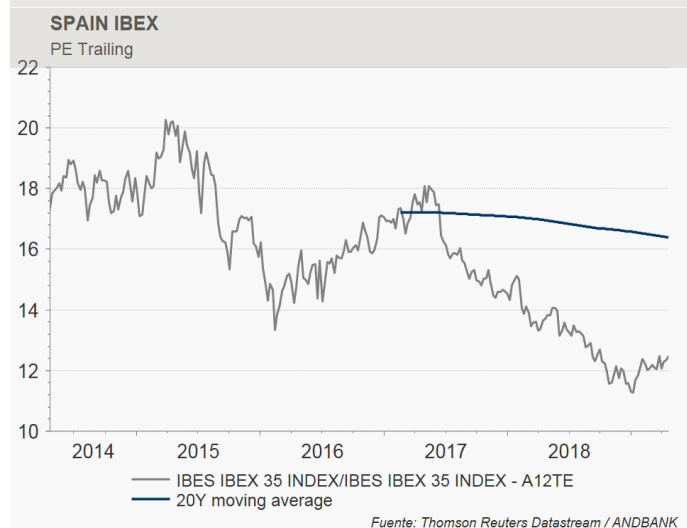
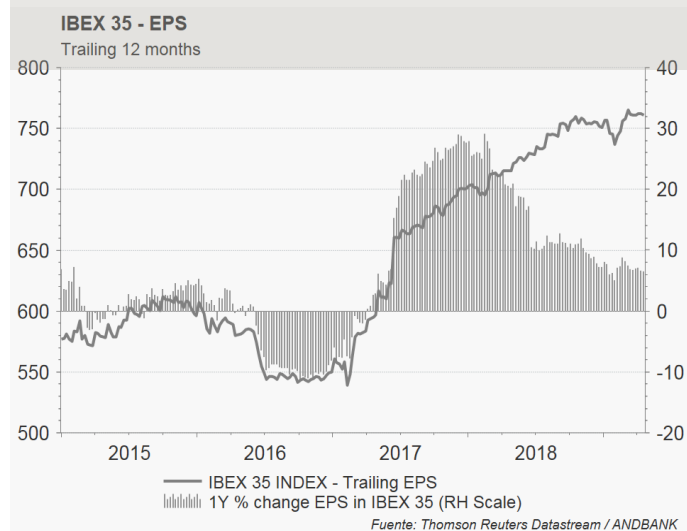
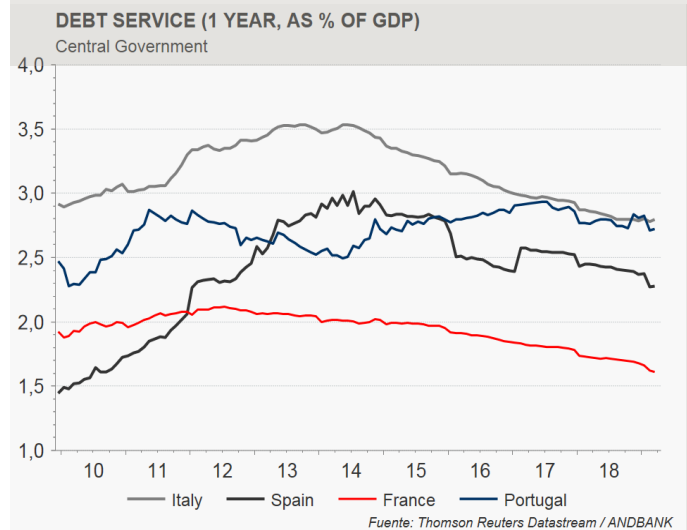
Financial market assessment

Equities – IBEX: NEUT-POSITIVE. Target 9,736. Exit point 10,200

Bonds – Government: NEGATIVE (BONO target yield 1.35%)

Credit – Investment grade: NEGATIVE

Credit – High yield: NEGATIVE





MACROECONOMIA

JAPÃO

Os EUA optam por um acordo rápido com o Japão em relação à agricultura

Negociações comerciais

O ministro da Economia do Japão, Toshihiko Motegi, declarou que nenhum acordo amplo foi realizado sobre questões comerciais com os EUA em abril. O USTR indicou preocupações com o déficit comercial "muito alto dos EUA com o Japão, enquanto Tóquio afirmou que rejeitaria quaisquer pedidos de cotas de automóveis ou provisões cambiais, embora esteja disposto a discutir a simplificação dos procedimentos alfandegários. O secretário de Agricultura dos EUA, Sonny Perdue, ressaltou que "os EUA querem chegar a um acordo comercial temporário limitado a produtos agrícolas com o Japão" antes de um acordo bilateral completo. Dito e feito. De acordo com um relatório do Nikkei, os EUA aceitaram a proposta do Japão de redução de tarifas em produtos agrícolas americanos que estão de acordo com a Parceria Trans-Pacífico. Alguns membros do governo americano pediram cortes mais profundos, mas os negociadores decidiram priorizar resultados rápidos que podem ser divulgados aos eleitores americanos. Os EUA também pareciam priorizar a velocidade nas negociações sobre automóveis e outros produtos industriais, evitando demandas potencialmente contenciosas como uma cota nas exportações de veículos japoneses para os EUA

Projeções indicam o BoJ como o maior detentor de títulos japoneses

O BoJ detinha mais de 28 trilhões de ienes (US\$ 250 bilhões) em ETFs no final de março, 4,7% da capitalização de mercado total da primeira seção da Bolsa de Valores de Tóquio. Supondo que o banco mantenha sua meta atual de 6 trilhões de ienes em novas aquisições por ano, suas participações se expandirão para cerca de 40 trilhões de ienes até o final de novembro de 2020. Isso o colocaria acima das participações do TSE do Fundo de Investimento de Pensão do Governo na primeira seção. mais de 6%. Mais importante, o BoJ tornou-se o principal acionista em 23 empresas e está entre os 10 maiores acionistas de 49,7% de todas as empresas listadas em Tóquio no final de março. Por trás dessa estratégia de abocanhar ações está a crença de que, mantendo o mercado estável, o BoJ apoiará a atividade econômica voltada para o futuro pelas empresas. O presidente do BoJ, Kuroda, afirmou que "os altos preços das ações têm um efeito positivo significativo sobre a economia, encorajando investimentos e elevando o sentimento do público". Embora saibamos que as compras do BoJ não pressionarão os preços, acreditamos que os efeitos colaterais (riscos negativos) superam claramente o potencial de crescimento. O programa de compra de ativos do BoJ está minando a disciplina do mercado, já que as empresas são recompensadas simplesmente por estarem nos principais índices de mercado, e não por terem estratégias de negócios inteligentes e lucrativas. Essa perturbação clara do funcionamento adequado do mercado deve estar refletida em algum ponto dos mercados financeiros japoneses, e suspeitamos que essa negligência deve estar tendo um impacto sobre o valor da moeda.

Economia

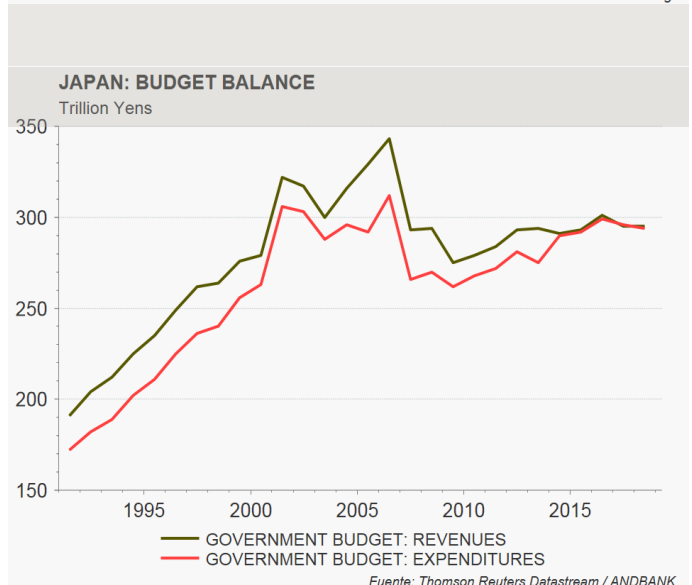
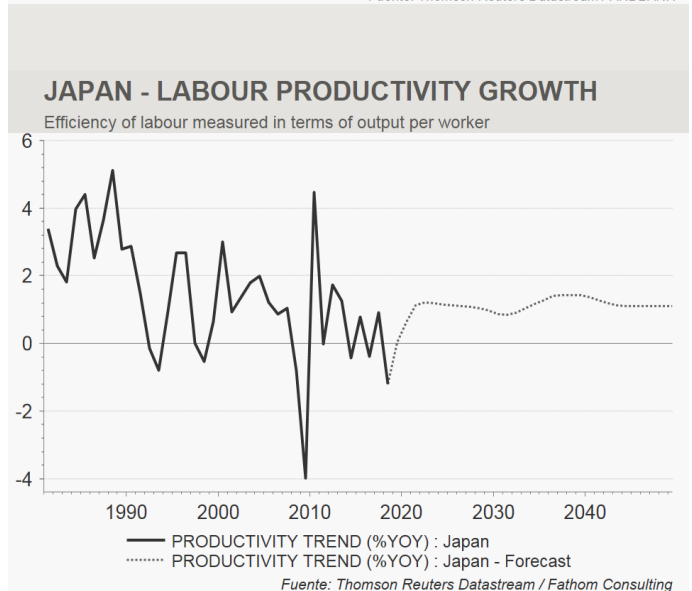
POSITIVOS: fevereiro revisou a produção industrial final + 0,7% m / m vs (2,5%) no mês anterior. Encomendas de máquinas nucleares de fevereiro + 1,8% m / m vs revisadas (5,4%) no mês anterior. Empréstimos bancários em março + 2,4% a / a vs 2,3% no mês anterior. Março CGPI (Índice de Preços de Bens de Capital) + 1,3% a.a. vs revisado + 0,9% no mês anterior. **NEGATIVOS:** Inquérito ao Observador da Economia de Março, índice das condições atuais de 44,8 vs 47,5 no mês anterior. Índice do Outlook 48,6 vs 48,9 no mês anterior. As expectativas são de que o Japão realize um aumento planejado do imposto sobre vendas para 10% em outubro (de 8%), provavelmente levando a economia a uma contração em 4T.

Mercados financeiros

Ações – N225: NEUTRO (cauteloso). Alvo 22.250 (Saída 23.300)

Títulos – Títulos Governamentais - Locais NEGATIVO. Rendimento alvo 0,10%

Forex – USD-JPY: NEGATIVO. Alvo de médio prazo 114





CHINA

Trade talks. Nearing the final round?

Trade

US Treasury Secretary Steven Mnuchin said that a US-China trade agreement would go “way beyond” previous efforts to open China’s markets to US companies and hoped that the two sides were “close to the final round” of negotiations. One of the key points for the advance in negotiations has been that the US has recently softened its demand for China to reduce state industrial subsidies. Citing US negotiators, Washington would have tempered demands that China curb industrial subsidies as a condition for a trade deal after strong resistance from Beijing, marking a retreat on a core US objective for the trade talks. The US has become resigned to securing less than they would like on curbing subsidies in order to secure a deal that meets Washington objectives in terms of forced technology transfers, improving intellectual property protection and widening access to China’s markets. In line with this “harmonious” thinking between the two countries, China is considering a US request to shift some tariffs on key agricultural goods to other products to boost the Trump administration’s clout with farmers ahead of the 2020 election. The US is seeking this shift as it does not plan to remove its own duties on \$50bn of Chinese imports even if the two sides manage to secure an agreement to end the trade war. The WSJ reported that as part of a prospective trade deal, the US and China have agreed on measures that would require greater disclosure of economic actions as a way of deterring Beijing from currency manipulation. While currency manipulation is already disallowed under the guidelines of international organizations such as the G20, these lack enforcement mechanisms. Regarding this last point of enforcement mechanisms, the US Treasury Secretary Steven Mnuchin said at the IMF meetings that the US is open to facing “repercussions” if it doesn’t live up to its commitments in a potential trade deal with China, acknowledging that the enforcement mechanism works in both directions.

Perhaps the most obvious reflection of all these advances is that China’s bond holdings increased \$4.2bn m/m in February to \$1.13tn, marking the third straight rise.

Economy: Chinese economy has been “generally stable”

According to China Association of Automobile Manufacturers (CAAM) data, China’s auto sales fell 5.2% y/y in March to 2.52M units, marking the ninth straight decline, though the smallest since August 2018. A CAAM official was optimistic amid support from recent VAT cuts and hopes to see a turning point around July and August. According to Xinhua, the Chinese economy has been “generally stable” with the stock market “showing signs of bottoming out and recovering.” The newspaper added that China will continue to implement prudent monetary policy and proactive fiscal policy this year.

Policy: China to further expand financial sector opening-up

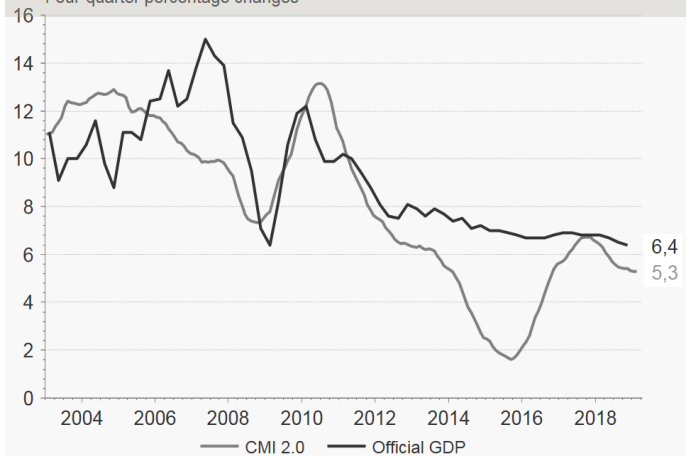
PBOC vice governor Chen Yulu stated that China will further expand the opening-up of its financial sector “in a systemic manner at the institutional level.” He added that the government is working toward treating Chinese and foreign-funded financial institutions “equally in a way that is more transparent and consistent with best international practices.” On FX, he reiterated China’s commitment to improving the exchange rate mechanism and keeping the RMB exchange rate in line with fundamentals at an adaptive equilibrium level.

Financial market outlook

- Equities – SHANGHAI Idx: NEUTRAL. Target price 3,460. Exit 3,529
- Equities – SHENZHEN Idx: NEUT-POSITIVE. Target 1,857. Exit 1,950
- Bonds – Govies: POSITIVE (target yield 2.75%)
- Forex – CNY/USD: NEUTRAL-POSITIVE (target 6.70)

Fathom China Momentum Indicator 2.0 and GDP

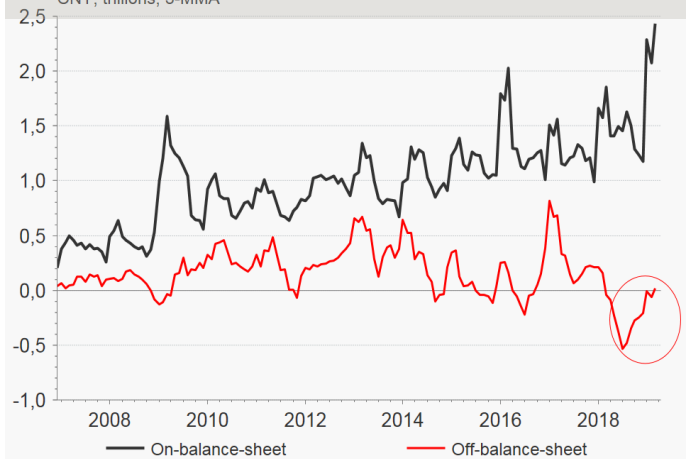
Four-quarter percentage changes



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

China net new total social financing

CNY, trillions, 3-MMA



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

China price/earnings, Datastream index

Ratio



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK



INDIA

The world's biggest democratic exercise kicks off (runs to May 19)

Elections

Confidence that Modi (a former tea-seller) can win a second term has grown in recent weeks. Earlier doubts followed a weak performance by his party late last year in elections in three states. However, sentiment has changed after India launched airstrikes against Pakistan in retaliation for a deadly car bombing. Voters appear to have liked Modi's strongman tactics. The market is pricing a Modi win as part of a coalition, compared to 2014 when his party won the first outright majority in three decades. We consider that stocks may rise further if Modi's BJP repeats its previous success.

Growth to pick up to 7.3 % in 2019 and 7.5% in 2020

According to the IMF's WEO, India is projected to grow at 7.3% in 2019 and 7.5 % in 2020, thus remaining the world's fastest growing major economy. In 2018, India's growth rate was 7.1%, as against China's 6.6%. Looking ahead, India's growth is expected to stabilize at 7% over the medium term, based on the continued implementation of structural reforms and the easing of infrastructure bottlenecks. However, the report also stressed that continued fiscal consolidation is needed to bring down India's public debt and secure the economy's growth prospects. "In the near term, growth should be supported by strengthening goods and services tax compliance and the important steps that have been taken to strengthen financial sector balance sheets, including through accelerated resolution of non-performing assets under a simplified bankruptcy framework".

"We are poised to become a US\$5trn economy in 2024"

Presenting the 2019-20 Budget, Finance Minister Piyush Goyal said the past five years of Prime Minister Narendra Modi-led government have witnessed a wave of next-generation structural reforms, which have set the stage for decades of high growth. Mr. Goyal also said the country is poised to become a USD 5-trillion economy in the next five years and aspires to become a USD 10-trillion economy in the next 8 years thereafter. During the last five years we have seen India being universally recognized as a bright spot of the global economy. IMF records show that India is the fastest-growing major economy in the world, with higher GDP growth in the past 5 years than under any previous government. From being the 11th largest economy in the world in 2013-14, India is now the 6th largest in the world. More importantly, besides generating high growth rate, the government managed to contain double-digit inflation and restored fiscal balance.

Mass production of iPhones will begin in India, not China

The president of Foxconn, Terry Gou, said that this year the iPhone will enter mass production in India. This is an important change for the largest Apple phone assembler, which has long concentrated such work in China. Apple has manufactured older phones at a plant in Bangalore for several years, but will now also assemble the latest models. Foxconn said it is ready to begin test production of the iPhones before starting large-scale assembly at its factory located in the city of Chennai (south of India). Why now? Apple has been losing share to local competitors such as Huawei and Xiaomi. Additionally, Indian legislation will help the Californian company avoid import tariffs of 20 percent.

Financial market outlook

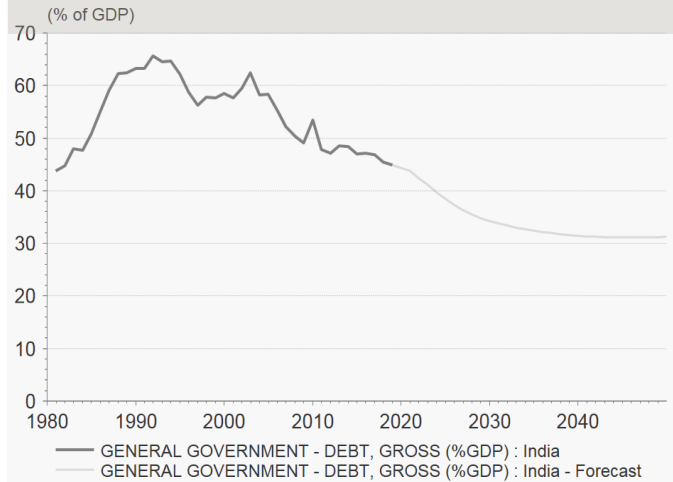
Equities – SENSEX Index: POSITIVE. Target price 40,850. Exit 42,885

Bonds – Govies: POSITIVE (target yield 6.80%)

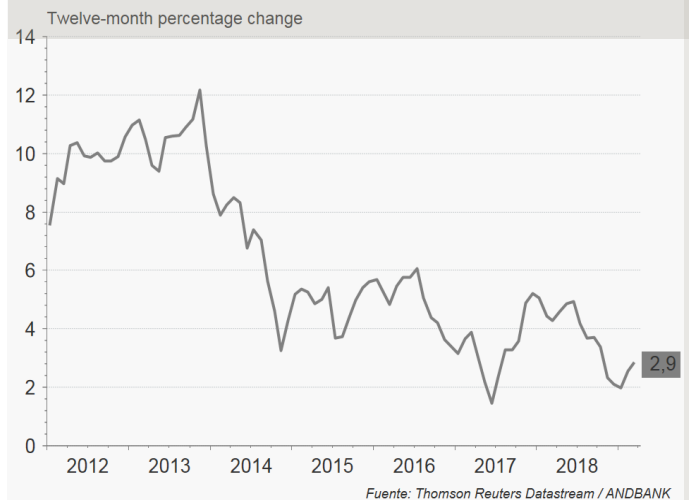
Bonds – Corporates: POSITIVE

Forex – INR/USD: STABLE (target 72)

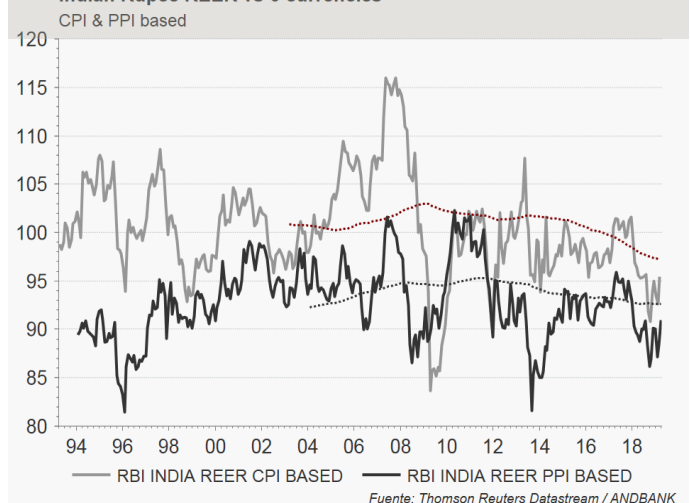
INDIA - GENERAL GOVERNMENT DEBT



India CPI



Indian Rupee REER vs 6 currencies





ISRAEL

The equity market has digested well the economic slowdown

Politics

The last few months were characterized by political uncertainty that affected Israeli capital markets. Elections for the Israeli parliament took place on April 9th and according to the results it appears that the current Israeli prime minister, Benjamin Netanyahu will hold his position and will lead the next government. The next minister of finance will have to deal with the deficit left by the previous government and reduce it.

Central Bank, Monetary Policy and growth outlook

Following the global slowdown, the Bank of Israel lowered its growth forecast for the coming year to 3.5% and left the interest rate at its current level of 0.25%. The recent strengthening of the shekel has made it difficult for the Monetary Committee to raise the interest rate. The IMF lowered its forecast growth for 2019 and 2020 even more than the Bank of Israel did, to 3.3%, and estimated that unemployment would rise to 3.9% - 4%, with an inflation forecast well anchored at 0.9% in 2019. The slowdown in business sector indicators last month strengthened the case for believing the economy will continue to slow.

Israeli Capital Markets. A quick assessment

Equity market: The Israeli stock market's financial reports season finished just before the elections to the Israeli parliament. Most companies, especially Small/Mid Cap ones, reported good results and continued growth. The Mid Cap index – TLV 90 has risen 12.6% YTD, compared to only 8.1% for the large cap TLV 35 index.

The TLV 90 (Mid caps) index includes many real estate companies which benefit from the low interest rate environment. Other companies in the TLV 90 are dual listed hi-tech companies who also trade in the U.S market. These tech companies, being highly correlated with the Nasdaq index, show double digit EPS growth and PE multiples. However, many local companies that are traded in the TLV 90 are priced around single digit PE multiples.

The large cap TLV 35 index is trading (as of April 21st) at its average PE ltm multiple of 14.2x, with a net 2018 earnings average growth of +10.2%.

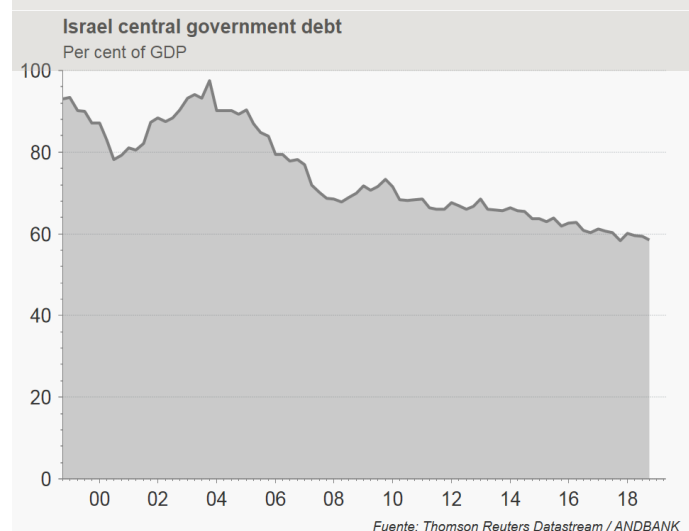
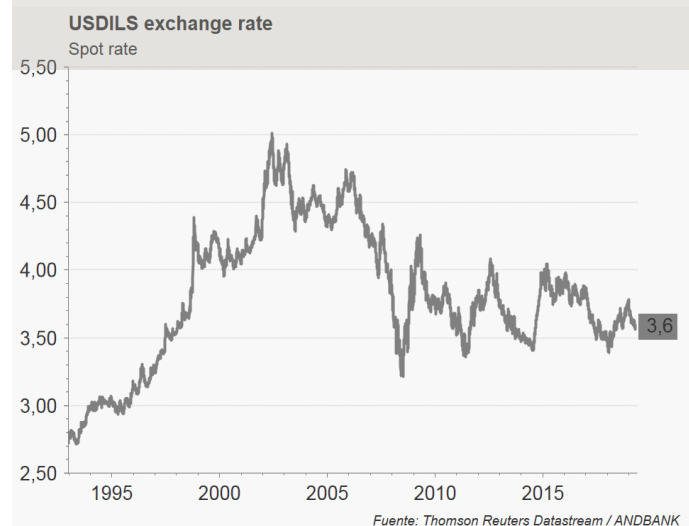
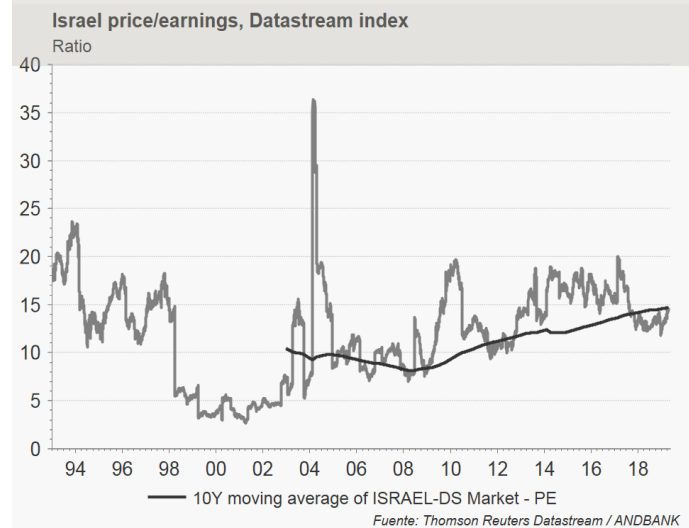
Bond market: The Israeli bond market reacted to the US yield rise as expected, with a yield rise. The rise in oil prices and other commodities that have a strong effect on the Israeli CPI, renewed concerns of a rate hike. A short 2-year government bond can yield almost 0.55%, while the longer 10 year bond can yield close to 2%. The Israeli investment grade index Tel-Bond60 trades at a spread of just 1.07% vs the lows of the last six years. The Israeli high yield index "Tel-Bond-Tsuot", trades at 312bps spread (just 1.5% above its all time low).

Fx: From the beginning of 2019 the Israeli Shekel has gained almost 6% against the Euro.

Financial market outlook

Equities – TLV35 Index: NEUTRAL (Fair valued)

Bonds – 10YGov USD: EXPENSIVE.





MACRO ECONOMY

MEXICO

We still see upside potential in debt instruments. Not so much in equities

Political Risk

Indicators of insecurity have worsened nationally in the first months of the year, leading society to begin to question the solvency and capabilities of the new government. On Monday, April 29 construction of the new Santa Lucia airport begins after the cancellation of the Texcoco airport.

Economics

Investment, industrial production and the sales of department stores and self-service stores in Mexico continue to decline. Investment was down by more than 6% at the end of 2018. However, industrial production managed to recover slightly in December, putting a brake on 3 consecutive months of downturn. Inflation in Mexico in the first half of April again broke through the upper range of Banxico's long-term target, at around 4.4%. Underlying inflation also exceeded analysts' expectations, reaching 3.94%.

Public Finance (February budget execution)

Revenues remain below budget, although they showed an improvement as the use of oil tankers declined. VAT revenues in particular were down, linked to the slowdown in the local economy. Expenditure was below budget, particularly planned expenditure. It should be noted that cumulative investment in February was down 5.8% year-on-year, the figures having been surprisingly positive in the first part of the year.

The total budget deficit was **27,626 MXN million** (better than expected), while the primary budget outturn reported a surplus.

Central Bank and Monetary Policy

Banxico is keeping its benchmark rate unchanged following its revised outlook on future Fed decisions, as well as recent reductions in growth and inflation estimates for the year. The prospect of Banxico continuing to raise its rate has virtually disappeared. In fact, there is an increased perception it may cut rates towards the end of the year (50 percent probability).

Investor mood for Mexican assets

Equities: Equities have rallied (+11.72% in the IPC Index and 18% in the main US stock indices), but internal and external risks remain in place. In particular, the possibility of economic slowdown means defensive stocks should be selected. There is also the risk inherent in the uncertainty surrounding AMLO's objectives as well as the possibility of revisions to the USMCA. Our 2019 fair value price for the IPC Index is 44,000, with an exit point at 46,200.

Fixed Income: We maintain a neutral to positive outlook, taking into account the downward movements throughout the entire reference curve thanks to the inflow of capital from carry trade activity. The M10 / UST10 spread is currently over 500 points, our target for this spread is 475bps. Given the local context, there is still a risk of Pemex's problems being transferred to Mexico's sovereign debt, which could put pressure on both the Mexican debt market and corporates. We expect USD / local debt spreads to remain unchanged at 175bps.

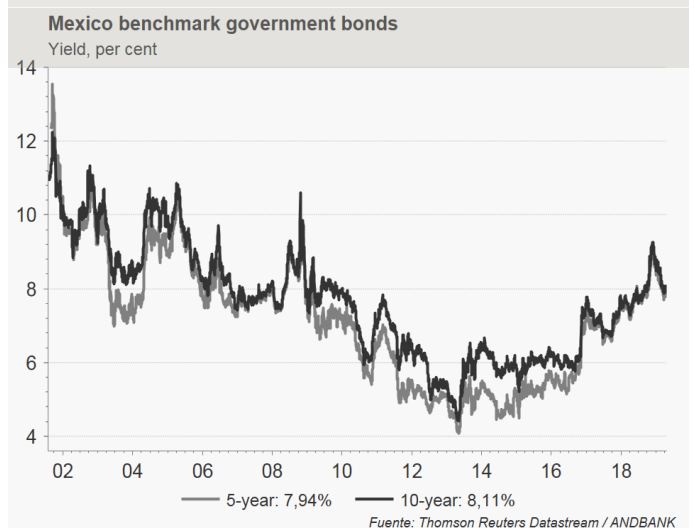
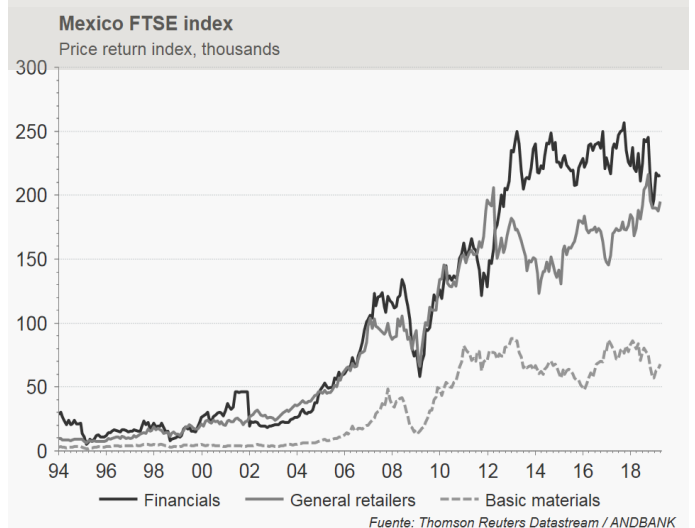
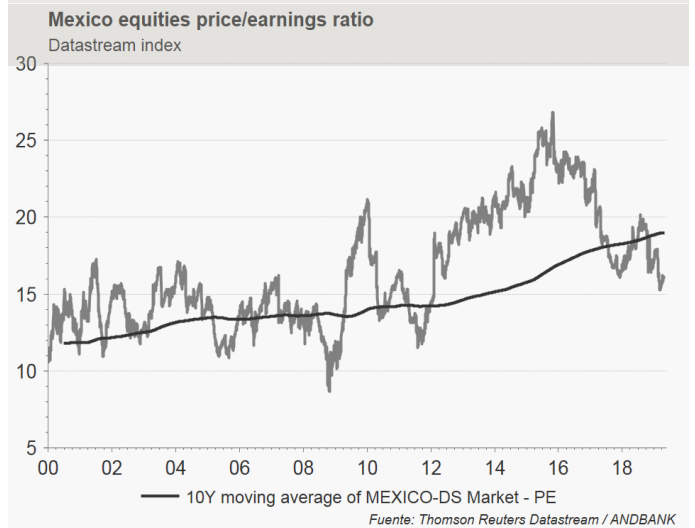
Financial market outlook

Equities – Mex IPC: NEUTRAL. Target 44,000. Exit 46,200

Bonds – Govies Local: NEUT-POS (Target spread 475, yield 7.75%)

Bonds – Govies USD: NEUTRAL (Target spread 175, yield 4.75%)

FX – MXN/USD: NEUTRAL-NEGATIVE (Mid-term target 20.00)





BRASIL

Reforma previdenciária enfrenta resistência política como esperado

Política: Agitação no front político

As últimas semanas foram agitadas no front político. Não está claro se o governo Bolsonaro, com sua “nova política”, pode trazer as reformas constitucionais de que precisa, e há uma maior incerteza sobre a extensão da economia potencial a ser alcançada quando a reforma da previdência estiver em vigor. O governo está lutando para que suas reformas passem pela Comissão Constitucional e de Assuntos Jurídicos (CCJ), um primeiro passo necessário para qualquer emenda à Constituição. O estágio do Comitê se concentra apenas em questões legais, e é considerado um processo mais fácil do que as etapas subsequentes no processo de reforma. A falta de coordenação dentro da base do Congresso do governo está permitindo que os congressistas da oposição adiem a aprovação da CCJ, a qual esperamos que seja obtida no final de abril. O projeto será encaminhado ao Comitê Especial, onde alguns ajustes são esperados. Acreditamos que a economia estimada será de cerca de BRL 700 bilhões até o final do processo (cerca de USD180 bilhões ou quase 9% do PIB).

Jair Bolsonaro está adotando uma abordagem diferente comparado aos presidentes anteriores com relação às negociações com o Congresso, baseada não em prover aos aliados cargos na estrutura do governo, mas em negociar interesses comuns com grupos específicos no Congresso. O sucesso desta “nova política” ainda é incerto, e provavelmente causará mais volatilidade nos mercados. No entanto, indica que haverá menos incentivos para a corrupção e uma abordagem mais republicana para a discussão política.

Economia: economistas ajustam suas projeções, atividade mais fraca à frente

Os dados econômicos mais recentes não foram animadores. O índice IBC-Br, indicador de atividade econômica produzido pelo Banco Central, ficou em -0,73% em fevereiro, bem abaixo das expectativas do mercado de -0,25%. Serviços e números do setor varejista foram os principais dados negativos neste mês. A recuperação do mercado de trabalho mais lenta do que o esperado está empurrando o consumo das famílias para baixo, enquanto os salários estão subindo mais lentamente do que o previsto. A inflação, no entanto, acelerou nos últimos dois meses, principalmente devido aos preços dos transportes e dos alimentos (estes últimos subiram 8,71% em relação ao ano anterior, contra um índice IPCA de 4,58% em março).

O Banco Central sinalizou que aguardará mais dados para decidir se cortará ou não a taxa Selic seguindo os últimos números de inflação. As projeções de crescimento do PIB foram ajustadas para baixo. De acordo com o “Boletim Focus” do Banco Central, a mediana do mercado projetada para o crescimento do PIB em 19 anos é agora de 1,71% (abaixo dos 2,50% no início do ano).

Os bancos reduziram suas carteiras de empréstimos nos últimos anos enquanto digeriam os efeitos da recessão em seus balanços, e estão prontos para emprestar novamente. Após a grave recessão de 2015-2016, as empresas sofreram desalavancagem, posicionando seus ganhos para se beneficiarem fortemente de uma recuperação econômica por meio da alavancagem operacional e financeira. Ao contrário de outros países emergentes, o Brasil manteve sua vulnerabilidade externa muito baixa, com um baixo déficit em conta corrente projetado, grandes entradas de IDE, reservas em moeda estrangeira e dívida pública externa líquida negativa.

Mercados financeiros

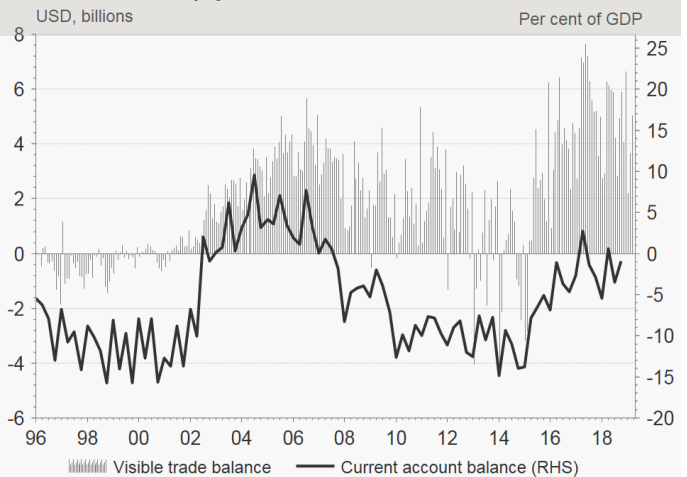
Ações – IBOVESPA: NEUTRO (Alvo 94.200. Saída 103.600)

Títulos – Títulos governamentais locais: POSITIVO (spread alvo 550bp. Rendimento 8,5%)

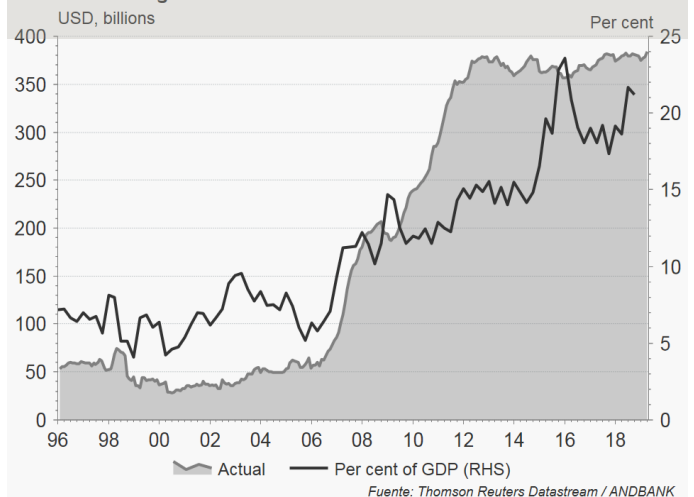
Títulos – Títulos governamentais - USD: POSITIVO (Spread alvo 150bp. Rendimento 4,5%)

FX – BRL/USD: NEUTRO (alvo de médio prazo 3,75)

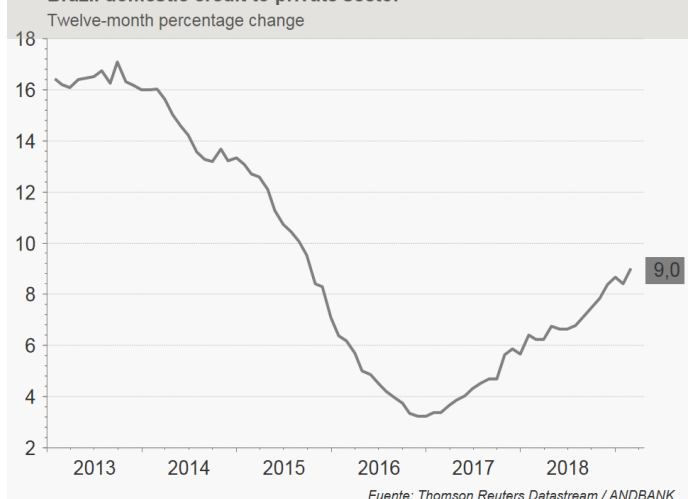
Brazil balance of payments



Brazil foreign reserves



Brazil domestic credit to private sector





ARGENTINA

All-in for reelection

Once again inflation figures were disappointing. Prices rose 4.7% MoM in March (vs +3.8% MoM in February and +4.05% expected) which translates to +54.7% YoY. Seasonal fluctuations were the most significant factor, with education and clothing seeing the highest increases (+17.9% MoM and +6.6% MoM, respectively). On the same day the inflation figures were released, the BCRA announced changes to its FX framework: ending daily adjustments to the NIZ (the lower and upper bands are now fixed at 39.755 and 51.448), with a commitment to not buy USD if the peso goes below the NIZ until June 30.

New package of economic and social measures

The next day the government announced: a) guidelines to keep the prices of 60 items, mostly food and beverages, frozen for 6 months (building on an existing initiative introduced under the Kirchner regimes); b) no further increases in electricity, gas and transport rates during the second half of the year; c) higher lending to pensioners and social security beneficiaries; d) measures to support SMEs (certain exemptions from export taxes). Some of these measures, particularly a) and c), aren't expected to have a significant economic impact but are actually intended to boost the government's approval ratings. On the other hand, tariff freezing will cost ARS 9BN (USD 214MN) and is expected to reduce 4Q19 inflation by 1-1.5 ppt. The government is using all the weapons it has left, applying short term patches that postpone the adjustment to next year in the hope that reelection will ease some pressures, such as FX, and finally bring country risk down significantly.

Country risk shoots up and the electoral race turns tougher

Country risk has jumped to 851, its highest level since 2014. In addition, the latest polls show support increasing for CFK (between 35.9% and 39.8%) while voting intentions for Macri are down to between 28.8% and 31.2%. Lavagna is in third place at around 16.5%, but is gaining ground against the other two candidates if the voting goes to ballottage. CFK and Macri appear tied with little difference in a ballottage. A Presidential decree has banned the use of collective party lists ("colectoras"), a tool the Peronists were trying to use in Buenos Aires province, in particular.

Some activity figures improving

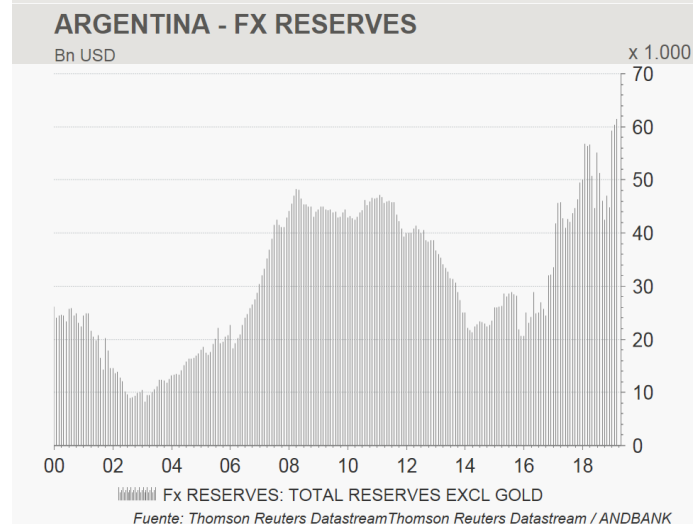
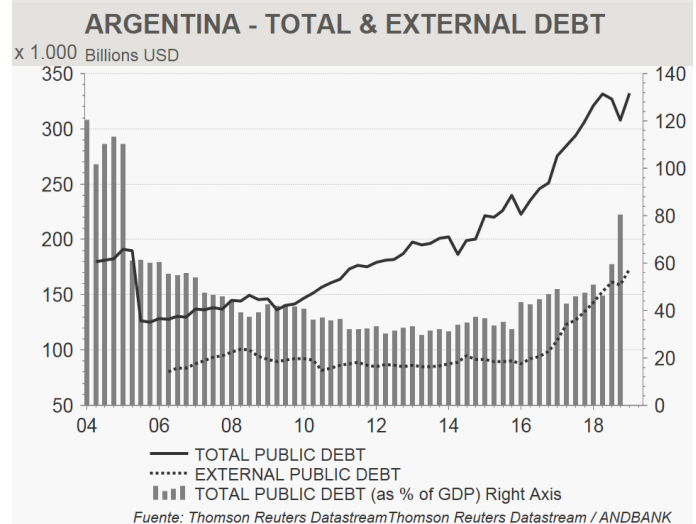
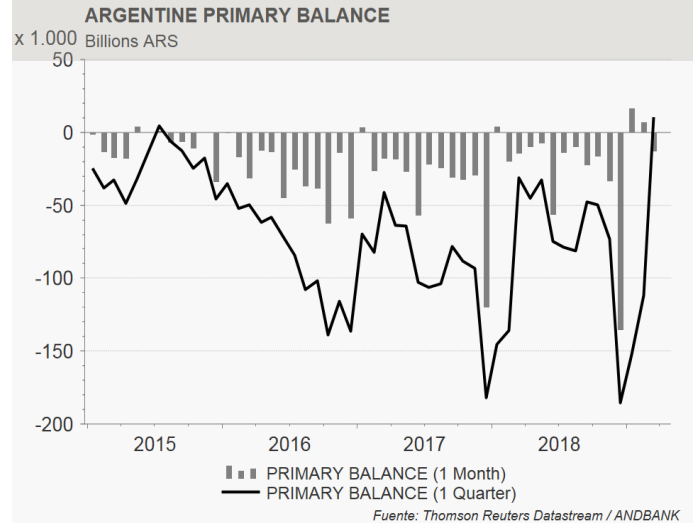
Industrial production dropped -8.5% YoY in February (vs -10.8% YoY in January) but increased +2.4% MoM. The same happened with construction activity, falling -5.3% YoY in February (vs -15.7% YoY in January) and growing +8.3% MoM, the second monthly increase in a row and the highest since March 2017. In its REM for March, the BCRA has revised its GDP growth forecast for 2019 upward from -1.3% to -1.2%, while the opposite happened for 2020, as it reduced its previous growth forecast from +2.5% to +2.4%.

Fx dynamics

On the 15th of April the BCRA started daily auctions for up to USD 60MN on behalf of the Treasury. In addition, agri-exports started to flow to the market in meaningful quantities. These, along with a reduced capital outflow risk, the changes to the FX framework and the shrinkage in ARS liquidity are supporting factors for the ARS. However, as we get closer to the elections, USD demand is expected to increase and, taking into account the BCRA's currently reduced capacity to intervene in FX, it makes sense that the latest REM shows an expected FX of 50 ARS/USD for December 2019.

Financial market outlook

Bonds – 10YGov USD: NEUTRAL-POSITIVE. (Target yield 9.50%)
FX – USD-ARS: NEGATIVE (2019 year-end target 47)





ÍNDICES ACIONÁRIOS GLOBAIS Análise Fundamental

Index	Andbank's Sales growth 2019	Sales per Share 2019	Projected Net Margin 2019	EPS 2019	EPS Growth 2019	Current PE ltm EPS 2018	Dec 2019 PE ltm EPS 2019	INDEX CURRENT PRICE	2019 Central Point (Fundam range)	2019 E[Perf] to Centr. Point	2018 Exit Point
USA S&P 500	5,5%	1.419	11,9%	168	2,7%	17,86	16,60	2.927	2.794	-4,6%	3.073
Europe - Stoxx Europe 600	5,3%	322	8,3%	27	3,1%	14,99	14,70	391	395	1,1%	414
Euro Zone - Euro Stoxx	3,4%	354	7,5%	27	2,3%	14,77	14,50	382	384	0,5%	404
Spain IBEX 35	3,5%	8.242	9,5%	779	3,5%	12,58	12,50	9.462	9.736	2,9%	10.223
Mexico IPC GRAL	6,7%	37.453	7,9%	2.975	1,0%	15,30	14,80	45.045	44.035	-2,2%	46.237
Brazil BOVESPA	7,1%	66.644	10,6%	7.080	8,1%	14,52	13,30	95.045	94.167	-0,9%	103.583
Japan NIKKEI 225	5,6%	22.928	6,3%	1.445	3,1%	15,39	15,40	21.557	22.250	3,2%	23.362
China SSE Comp.	8,0%	2.972	9,3%	277	12,2%	12,66	12,50	3.124	3.460	10,8%	3.529
China Shenzhen Comp	8,2%	1.603	6,3%	100	14,6%	19,26	18,50	1.688	1.857	10,0%	1.950
Hong Kong HANG SENG	3,0%	12.535	15,2%	1.905	5,4%	16,35	16,00	29.550	30.481	3,2%	32.005
India SENSEX	10,1%	18.808	10,9%	2.042	16,6%	22,27	20,00	39.024	40.843	4,7%	42.885
Vietnam VN Index	8,4%	690	9,0%	62	10,8%	17,33	17,00	974	1.059	8,7%	1.112
MSCI EM ASIA	7,3%	488	9,7%	47	12,6%	13,13	11,60	551	548	-0,5%	576

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION

ANDBANK ESTIMATES

FLUXOS GLOBAIS Por Tipo de Ativo & Região

FLOWS BY ASSET TYPE - AS OF 03/31/2019			
1D	1W	1M	1Y
NORTH AMERICA			
Asset Type	Flow \$B		
Bond	41.35		
Equity	2.23		
Mixed Assets	0.64		
Other	-3.94		
Money Market	-12.53		
EUROPE			
Asset Type	Flow \$B		
Bond	47.47		
Money Market	-1.44		
Other	-2.74		
Mixed Assets	-7.01		
Equity	-25.39		
ASIA			
Asset Type	Flow \$B		
Equity	4.42		
Bond	0.28		
Mixed Assets	-0.03		
Other	-0.12		
Money Market	-22.24		
GLOBAL			
Asset Type	Flow \$B		
Bond	96.88		
Mixed Assets	18.63		
Equity	-21.57		
Money Market	-49.58		
Other	-56.42		

© 2015 Thomson Reuters. All Rights Reserved

ANÁLISE TÉCNICA Cenário de Tendências Suportes & Resistências (1 mês)

S&P: LATERAL

Suporte em 2.785. Resistência em 2.940

STOXX600: LATERAL

Suporte em 372. Resistência em 394

EUROSTOXX: LATERAL

Suporte em 359. Resistência em 391

IBEX: LATERAL-POSITIVO

Suporte em 9.106. Resistência em 9.671

EUR-USD: LATERAL-POSITIVO

Suporte em 1.117. Resistência em 1.148

Oil (WTI): POSITIVO

Suporte em 57,8. Resistência em 71,4

Gold: LATERAL-NEGATIVO

Suporte em 1.255. Resistência em 1.324

Tesouro Americano (Perspectiva de rendimento): LATERAL

Suporte em 2,30%. Resistência em 2,80%



MERCADOS DESENVOLVIDOS

Análise Fundamental

Tesouro dos EUA Piso 2,45%. Valor justo 3,2%. Teto 3,60%

Swap spread: a margem de lucro do swap ficou negativa novamente a -2,5bp (de 8,4bp no mês passado). Para que esse spread se normalize em +5 bp, com a taxa de swap ancorada na área de 2,5% (expectativa de inflação), o rendimento do Tesouro dos EUA/10 anos deve deslocar -se para 2,45%.

Declive: A inclinação da curva de rendimento dos EUA subiu para 19bp (de 14bp no mês passado). Com o curto prazo normalizando-se em torno de 2% (atualmente em 2,4%), para atingir a inclinação média de 10 anos (de 161 bp) o rendimento do EUA/10 anos deve deslocar -se para 3,61%.

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%-2,25%, o rendimento em 10 anos do Tesouro dos EUA teria que subir para 3%-3.25% para se tornar "BUY".

Bund Alemão: Piso 0,64%. Valor justo 1,30%. Teto 2,2%

Swap spread: a margem de lucro do swap subiu para 50bp (de 46bp no mês passado). Para que esse spread se normalize em 36 bp, com a taxa de swap ancorada na área de 1,00% (atualmente em 0,57%), o rendimento do Bund deveria aumentar para 0,64% (ponto de entrada).

Declive: a inclinação da curva de rendimento do EUR caiu para 62bp (de 70bp no mês passado). Com o curto prazo normalizando-se em torno da área de 0% (atualmente em -0,56%), para atingir a inclinação média de 10 anos (130 bp) o rendimento do Bund deveria aumentar para 1,30%.

Rendimento real : um bom ponto de lançamento para o Bund alemão seria quando o rendimento real atingir 1%. Dada nossa previsão do IPC de 1,2%, o rendimento do Bund deveria aumentar para 2,2% para se tornar "BUY".

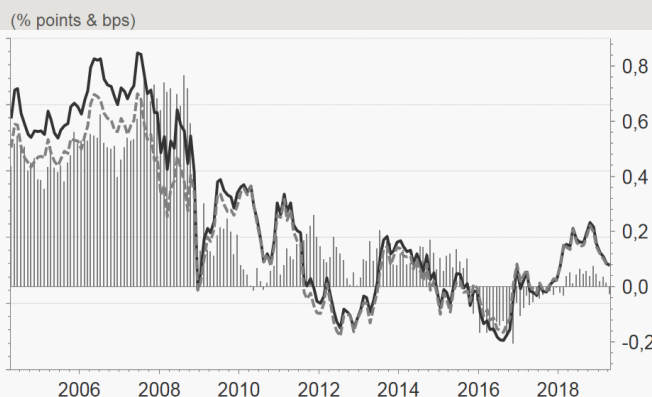
UK Gilt: Valor justo 1.9%. Teto 3.2%

Swap spread: a margem de lucro do swap caiu para 16bp (de 22bp no mês passado). Para que esse spread se normalize em 11 bp, com a taxa de swap ancorada na área de 2% (atualmente a com a taxa de swap ancorada na área de 2% (atualmente a 1,4%), o Gilt inglês/10 anos deve passar para 1,89%.

Declive: Com o título com vencimento de 2 anos normalizado a 1%, para atingir a inclinação média de 1,6%, o Gilt inglês/10 anos deve passar para 2,6%.

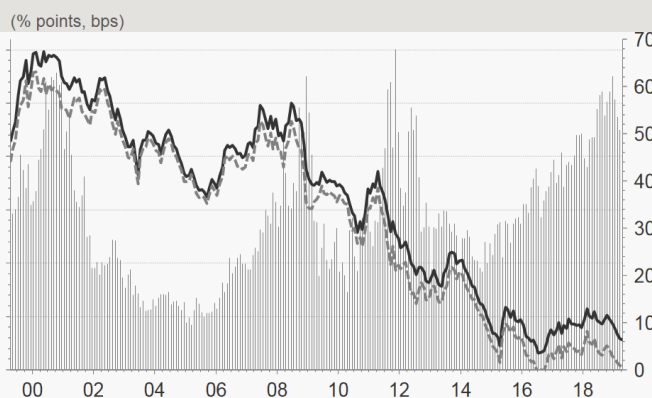
Rendimento real : As expectativas são de que a inflação para o ano fiscal de 19 seja de 2,2%. Um rendimento real de 1% significa que o Gilt inglês/10 anos deve passar para 3,2%.

SWAP SPREAD USD



Fuente: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting

SWAP SPREAD EUR



Fuente: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting

TÍTULOS PERIFÉRICOS EUROPEUS

Alvos Fundamentais – rendimentos de 10 anos

Bono espanhol: rendimento alvo 1,35%

Títulos Italianos BTPI: rendimento alvo 2,45%

Títulos Gov. portugueses: rendimento alvo 1,65%

Títulos Gov. irlandeses: rendimento alvo 0,65%

Títulos Gov. gregos: rendimento alvo 3,95%

TÍTULOS DE MERCADOS EMERGENTES

Alvos Fundamentais

Até o momento, nossa regra geral para os títulos EM tem sido "comprar" quando as duas seguintes condições 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 comprar apenas os títulos EM que ofereçam um rendimento real de 2,50% ou mais. Os mercados (e seus títulos governamentais) que atendem a esses requisitos estão sombreados em cinza.

		10 Year Yield Nominal	CPI (y/y) Last reading	10 Year Yield Real	Projected change in Yield	Target Yield
EM ASIA	Indonesia	7,68%	2,48%	5,20%	-1,00%	6,68%
	India	7,46%	2,81%	4,65%	-1,00%	6,46%
	Philippines	6,05%	3,30%	2,75%	-0,75%	5,30%
	China	3,40%	2,30%	1,10%	-0,50%	2,90%
	Malaysia	3,80%	-0,42%	4,23%	-1,00%	2,80%
	Thailand	2,42%	1,25%	1,17%	-0,50%	1,92%
	Singapore	2,13%	0,47%	1,66%	-0,50%	1,63%
	South Korea	1,81%	0,38%	1,43%	-0,50%	1,31%
	Taiwan	0,74%	0,57%	0,17%	0,00%	0,74%
EME	Turkey	17,52%	19,71%	-2,19%	1,00%	18,52%
	Russian Fed	8,26%	5,30%	2,96%	-0,75%	7,51%
LATAM	Brazil	8,97%	4,67%	4,30%	-1,00%	7,97%
	Mexico	8,10%	4,04%	4,06%	-1,00%	7,10%
	Colombia	6,48%	3,15%	3,33%	-1,00%	5,48%
	Peru	5,51%	2,23%	3,28%	-1,00%	4,51%



ENERGY – OIL

Fundamental view (WTI): Target range USD45-65/bbl.

Buy < USD45; Sell >65

Short-term drivers

(Price Positive) – The White House announced that it would not grant any more extensions to waivers on Iranian sanctions. Prices are still pushing higher despite pledges from Saudi Arabia and UAE to increase output if Iranian exports collapse. The decision to not renew sanctions waivers for buyers of Iranian crude threatens to squeeze global supplies in a market that is already facing supply disruptions. An Iranian military official said it would close the Strait of Hormuz if the country is prevented from using it.

(Price Negative) – Saudi Arabia, UAE pledge to boost output by 1.5M bpd. Saudi Arabia's energy minister Khalid Al-Falih said that the kingdom will work with other producers to ensure adequate supplies are available and that the market doesn't go out of balance. The Saudis and UAE could increase their combined production by 1.5M bpd within a short period, which is more than the 1.1M bpd of crude and condensate oil that Iran shipped in the first two weeks of April, and more than the 700-800K bpd that could be removed from the global markets in the short term due to the elimination of waivers. This is in line with Trump's statement that Saudi Arabia and other OPEC nations could "more than make up" for any shortfall Iranian exports. The comments followed a report last week suggesting that any decision by the Trump administration on Iran sanctions would likely be tied to production increases by Saudi Arabia. Assessing the impact of the end of waivers on global prices is difficult. The decision to not renew sanctions waivers for buyers of Iranian crude threatens to squeeze global supplies in a market that is already facing supply disruptions. At the same time, the decision could jeopardize the output cut deal between OPEC and its allies (giving place to a rise in global output). Analysts in the energy sector detailed how the decision will make it harder for OPEC and its allies to maintain supply discipline. Russia has already hesitated over extending the cuts, while increased output from Saudi Arabia could make it difficult to persuade others to limit their own production. Kuwait's oil minister Khaled Al Fadhel said that the American sanctions would be a hot topic at the Joint Ministerial Monitoring Committee meeting next month, but that a decision would be made only after reviewing oil prices and understanding how that would influence prices. Analysts from Barclays said that the decision to end waivers pushes up the Brent price forecast for this year by \$5 to \$70 a barrel, though argued the move doesn't affect the longer-term price outlook. The bank's analysts also said that the decision increases the risk of conflict in the Middle East

(Price Negative) – OPEC+ agreement was in danger of imploding at its December meeting amid acrimony around troubled states such as Venezuela and Libya as well as pressure from the US to keep prices low. Intervention from Russia was critical to resolving the crisis. As OPEC has recently lurched from crisis to crisis, Russia has used its influence as a major global producer to help. However, there has been recent uncertainty about whether Russia will continue to cooperate in the group's production-cut pact beyond June. In fact, reports have been released saying that Russian Finance Minister Anton Siluanov pointed his country faces a dilemma, either to lose market share to the US or quit the OPEC+ deal. Siluanov added that if the deal is abandoned, oil prices would go down but could pressure shale (where production costs are higher). The minister stressed there had been no decision made about the OPEC+ agreement beyond June.

(Price Negative) – EIA sees likely shale output rise in May: EIA's monthly Drilling Productivity Report shows US crude output from seven major shale formations is expected to rise in May by ~80K bpd to hit a record of 8.46M bpd. The article notes that the largest change is expected in the Permian, where output is expected to rise by 42K bpd to a new peak of 4.14M bpd. It adds that production growth in the Permian and other basins has slowed in response to Q4's price slump as well as spending cuts driven by investor pressure to focus on earnings growth, though it observes major oil companies are boosting their shale presence, particularly in the Permian.

Long-term drivers

(-) Alternative energies picking up the baton: Producers must bear in mind that the value of their reserves is dictated by the amount of time they can pump before alternative energies render oil obsolete. In order to push back this deadline as far as possible, it is in producers' interests to keep oil prices low for as long as possible (keeping the opportunity cost of alternative energy sources as high as possible).

(-) Growing environmental problems will gradually tighten legislation and production levels; the value of producers' reserves depends on the amount of time they can pump at current levels before tougher environment-inspired regulations come in. With growing environmental problems that will likely continue to put a lot of pressure on the market for fossil fuels over the coming decades, OPEC's most serious risk is of sitting on a big chunk of "stranded reserves" that it can no longer extract and sell. Producers therefore have a powerful incentive to monetize as much of their reserves as soon as they can.

(-) Are OPEC producers able to structurally fix prices? While it is true the agreement between the Saudis and Russia to strangle the global energy market has worked well in achieving a considerable increase in the price of oil, this has been at the cost of a loss of market share, meaning that OPEC producers are no longer able to easily fix prices without bearing costs. Back in the 1970s and the early 2000s, the exporters cartel agreed to cut output and the approach worked well, as the principal competition was among conventional oil producers (in particular between OPEC and non-OPEC producers). Today's biggest threat to any conventional oil producer comes from non-conventional producers and alternative energy sources. Energy cuts from conventional oil should therefore easily be offset (in theory) by a quick increase in shale oil production.



COMMODITIES

PRECIOUS METALS - GOLD

Fundamental price for gold at US\$1,100/oz. Sell above US\$1,300

Negative drivers

Gold in real terms: In real terms, the price of gold (calculated as the current nominal price divided by the US Implicit Price Deflator-Domestic as a proxy for the global deflator) fell to US\$1,144 (from US\$1,169 last month). In real terms, gold continues to trade well above its 20-year average of US\$899. Given the global deflator (now at 1.11258), for the gold price to stay near its historical average in real terms, the nominal price (or equilibrium price) must remain near US\$1,001.

Gold to Silver (Preference for store of value over productive assets): This ratio rose to 85.08x (from 84.99x last month) but still remains well above its 20-year average of 63x, suggesting that gold is expensive (at least relative to silver). For this ratio to reach its long-term average, assuming that silver is better priced than gold (which is highly probable), then the gold price should go to US\$946/oz.

Gold to Oil: This ratio fell during the month to 19.98x (from 22.25x last month), still well above its 20-year average of 14.99x. Considering our fundamental long-term target for oil of US\$50pb (our central target for the long term) and that the utility of oil relative to that of gold will remain unchanged, the price of gold must approach US\$750 for this ratio to remain near its LT average.

Speculative positioning: CFTC 100oz Active Future non-commercial contracts: Longs are now fixed at 199k (from 205k last month). Short contracts fell to 94.1k (from 126k). Thus, the net position rose to 105k contracts during the month (from +78k the previous month), suggesting that speculators' appetite for gold has "increased" somewhat recently.

Financial liberalization in China. Higher "quotas" each month in the QFII program are widening the investment alternatives for Chinese investors (historically focused on gold).

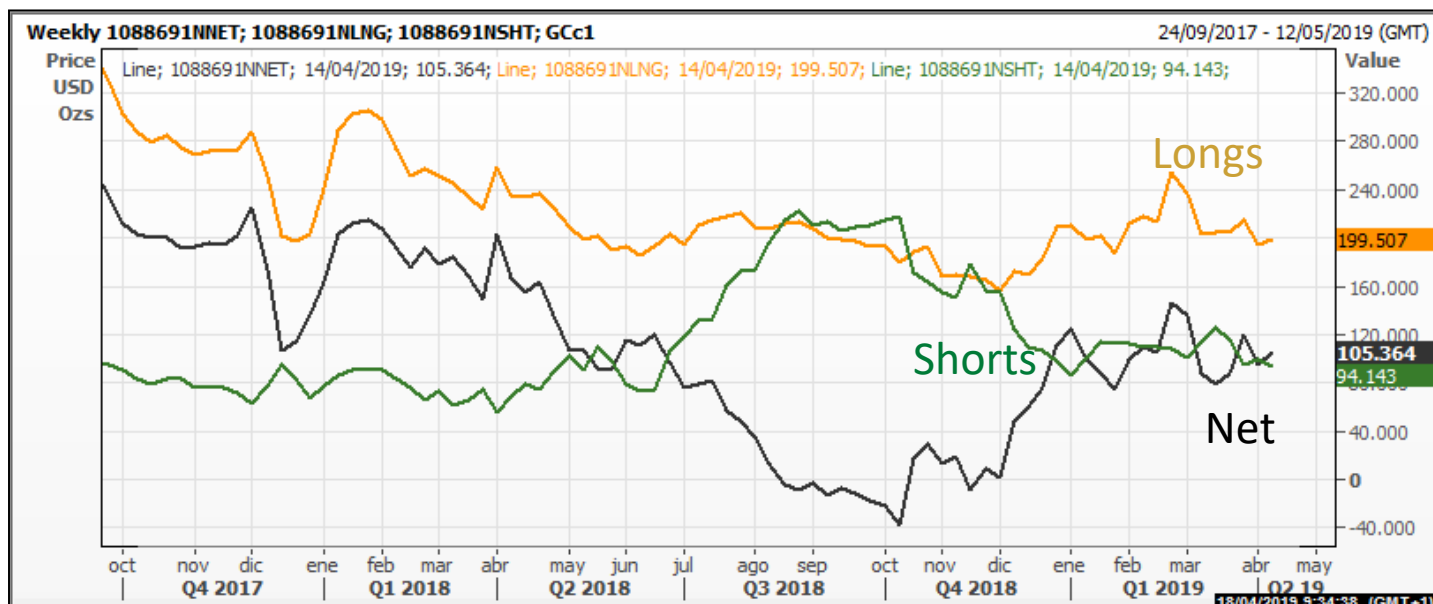
Demonetization in India. Demonetization forced millions of households to use formal banking services for the first time, helping to integrate them into the formal economy. The move will help mobilize billions of dollars in savings that were residing in unproductive physical assets such as gold.

Positive drivers

Gold to the S&P500: This ratio fell to 0.44x (from 0.46x last month) but is still well below its LT average of 0.60x. Given our target price for the S&P of US\$2,800, the price of gold must approach US\$1,680 for this ratio to remain near its LT average.

Negative yields still make gold attractive: The disadvantage of gold compared to fixed-income instruments (gold does not offer a coupon) is now neutralized, with negative yields in a large number of global bonds, although the importance of this factor is diminishing as yields continue to rise.

Relative share of gold: The total value of gold in the world is circa US\$6.9tn, a fairly small share (3.2%) of the total global cash market (212tn). The daily volume traded on the LBMA and other gold marketplaces is around US\$173bn (just 0.08% of the total in the financial markets).





CÂMBIO

TAXAS DE CÂMBIO

Análise de Fluxo & Alvos Fundamentais

EUR-USD: Alvo fundamental de médio prazo 2019 a 1.125

O posicionamento global do dólar aumentou no último mês no mercado de derivativos, com um escore z de 3 anos nos níveis de 1,30 (vs. 1,22 no mês anterior). Embora não em níveis extremos, as posições compradas especulativas líquidas em dólar são consideráveis. Não foi surpresa para nós que os especuladores tenham financiado suas posições compradas em USD por meio de posições vendidas em moedas desenvolvidas do G10 (GAB). Olhando a tabela (abaixo) em detalhe, podemos ver como a posição comprada em USD é essencialmente financiada por posições vendidas em EUR, CAD, AUD e CHF. É importante observar como os investidores também aumentaram sua posição líquida comprada em moedas de mercados emergentes (até um valor de mercado de 5 bilhões de dólares), alcançando um recorde de alta de 3 anos (conforme refletido por um escore Z de 2,33x). Isso sugere que os investidores acreditam que a economia dos EUA terá um bom desempenho, assim como as economias de mercado emergentes nos próximos meses. A outra leitura é que essas moedas EM agora estariam mais sobrecompradas do que sobrevendidas, especialmente no caso do MXN e do RUB. Este não seria o caso do BRL, que consideramos sobrevendido (como refletido pelo escore z de -1,07)

Nossa **discussão fundamental** adere à nossa visão negativa estrutural para o Euro, com um alvo de médio prazo de 1.125, sem descartar aumentos na moeda europeia para 1.15 devido a uma reversão dos fluxos especulativos. Nossa **análise técnica** dentro do Comitê de Investimentos indicou uma visão lateral-positiva de 1 mês, com EUR-USD enfrentando um suporte chave de 1.117, com resistência em 1.148.

USD-JPY: Alvo 114; EUR-JPY: Alvo 128,25

Em nossa opinião, vários aspectos sugerem que o JPY não deverá se valorizar em relação ao USD : (1) Embora o Fed indique que irá relaxar a redução de seu balanço, a verdade é que, embora a uma taxa menor, ele continuará a fazê-lo. Assim, enquanto o BoJ provavelmente continuará a expandir seu balanço e a oferta monetária, tornando o dólar mais atraente (ou JPY menos atraente). (2) Nós minimizamos a opção de redução após o BoJ reiterar que pretende manter sua política monetária ultra-frouxa, pelo menos até atingir a meta de inflação de 2% (inatingível no curto prazo); (3) Os rendimentos reais são menores nos JGBs, e com o JJ 10Y controlado em 0,10%, há poucas perspectivas de que os rendimentos reais japoneses aumentem..

GBP-USD: Alvo 1,37; EUR-GBP: Alvo 0,82

USD-CHF: Alvo 0,98; EUR-CHF: Alvo 1,10

USD-MXN: Alvo 20; EUR-MXN: Alvo 22,50

USD-BRL: Alvo 3,75; EUR-BRL: Alvo 4,22

USD-ARS: Alvo 47

USD-INR: Alvo 72

CNY: Alvo 6,7

RUB: NEGATIVO

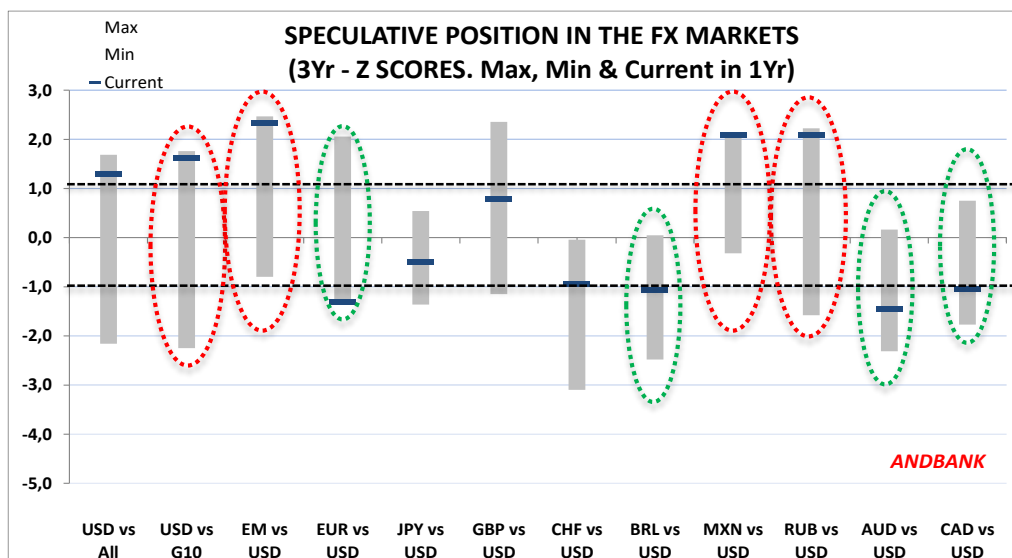
AUD: POSITIVO

CAD: POSITIVO



Currency	Mkt Value of Net positions in the currency (Bn \$)	Change vs last month (Bn \$)	1-yr Max (Bn \$)	1-yr Min (Bn \$)	1-yr Avg (Bn \$)	Current Z-score 3-yr
USD vs All	28,70	2,36	32,1	-28,2	13,9	1,30
USD vs G10	33,70	4,67	33,7	-25,4	14,4	1,62
EM	5,00	2,32	5,0	-0,8	1,3	2,33
EUR	-14,39	-3,70	23,4	-14,4	1,9	-1,32
JPY	-8,05	-1,45	0,6	-12,8	-5,6	-0,50
GBP	-0,53	2,47	4,3	-6,5	-2,2	0,79
CHF	-3,52	-0,63	0,0	-6,0	-3,2	-0,94
BRL	-0,38	-0,27	0,1	-0,8	-0,4	-1,07
MXN	4,11	2,16	4,1	-0,5	1,3	2,08
RUB	1,28	0,42	1,3	-0,2	0,4	2,09
AUD	-3,88	-0,78	1,4	-5,2	-2,8	-1,46
CAD	-3,24	-0,17	1,9	-5,0	-1,9	-1,05

ANDBANK



As moedas tecnicamente preferenciais estão circuladas em verde



QUADRO SUMÁRIO DOS RESULTADOS ESPERADOS

Página 17

Asset Class	Indices	Performance Last month	Performance YTD	Current Price	Fundamental Central Point 2019	Expected Performance 2019
Equity	USA - S&P 500	4,3%	16,8%	2.927	2794	-4,6%
	Europe - Stoxx Europe 600	3,5%	15,8%	391	395	1,1%
	Euro Zone - Euro Stoxx	4,9%	16,5%	382	384	0,5%
	SPAIN - IBEX 35	2,5%	0,11	9.462	9.736	2,9%
	MEXICO - MXSE IPC	4,9%	8,2%	45.045	44.035	-2,2%
	BRAZIL - BOVESPA	3,4%	8,1%	95.045	94167	-0,9%
	JAPAN - NIKKEI 225	4,4%	10,9%	21.557	22250	3,2%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	3,3%	28,4%	3.124	3460	10,8%
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	2,0%	37,9%	1.688	1857	10,0%
	INDIA - SENSEX	2,3%	8,3%	39.024	40.843	4,7%
MSCI EM ASIA (in USD)	3,5%	13,6%	551	548	-0,5%	
Fixed Income Core countries	US Treasury 10 year Govie	-0,9%	2,2%	2,52	3,00	-2,1%
	UK 10 year Gilt	-1,2%	1,2%	1,17	2,00	-5,9%
	German 10 year BUND	-0,5%	2,1%	-0,02	0,35	-2,9%
	Japanese 10 year Govie	-0,3%	0,3%	-0,05	0,10	-1,2%
Fixed Income Peripheral	Spain - 10yr Gov bond	-0,1%	3,3%	1,06	1,35	-1,6%
	Italy - 10yr Gov bond	-1,4%	1,6%	2,62	2,45	3,2%
	Portugal - 10yr Gov bond	0,9%	5,0%	1,15	1,65	-3,2%
	Ireland - 10yr Gov bond	0,1%	3,4%	0,50	0,65	-0,8%
	Greece - 10yr Gov bond	3,9%	9,7%	3,25	3,95	-3,4%
Fixed Income Credit	Credit EUR IG - Itraxx Europe	0,2%	1,0%	60,46	92	-1,9%
	Credit EUR HY - Itraxx Xover	0,8%	4,2%	248,72	350	-2,7%
	Credit USD IG - CDX IG	0,5%	1,1%	58,10	70	0,2%
	Credit USD HY - CDX HY	1,5%	5,0%	329,25	450	-1,2%
Fixed Income EM Europe (Loc)	Turkey - 10yr Gov bond	7,6%	-2,6%	16,80	15,00	31,2%
	Russia - 10yr Gov bond	1,0%	6,2%	8,25	7,70	12,7%
Fixed Income Asia (Local currency)	Indonesia - 10yr Gov bond	0,1%	4,5%	7,63	7,25	10,7%
	India - 10yr Gov bond	-0,2%	1,9%	7,42	6,80	12,4%
	Philippines - 10yr Gov bond	-0,8%	9,5%	6,12	5,75	9,1%
	China - 10yr Gov bond	-2,7%	-1,1%	3,41	2,75	8,7%
	Malaysia - 10yr Gov bond	0,0%	3,1%	3,85	3,25	8,6%
	Thailand - 10yr Gov bond	-0,5%	0,3%	2,42	2,00	5,8%
	Singapore - 10yr Gov bond	-0,7%	-0,3%	2,14	1,75	5,2%
	South Korea - 10yr Gov bond	-0,4%	1,0%	1,84	1,40	5,3%
	Taiwan - 10yr Gov bond	0,3%	1,1%	0,75	0,75	0,7%
Fixed Income Latam	Mexico - 10yr Govie (Loc)	-0,6%	6,9%	8,10	7,75	10,9%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	0,3%	6,3%	4,31	4,75	0,8%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	3,5%	4,7%	8,97	8,50	12,7%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	0,2%	5,7%	4,96	4,50	8,6%
	Argentina - 10yr Govie (USD)	-12,7%	-0,8%	12,04	9,50	32,4%
Commodities	Oil (WTI)	10,9%	45,1%	65,9	50,00	-24,1%
	GOLD	-2,6%	-0,6%	1.275,0	1.100	-13,7%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	-0,8%	-2,8%	1,115	1,125	0,9%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	-2,2%	1,1%	1,29	1,37	6,2%
	EURGBP (price of 1 EUR)	1,5%	-3,8%	0,86	0,82	-5,0%
	USDCHF (price of 1 USD)	2,6%	4,0%	1,02	0,98	-4,2%
	EURCHF (price of 1 EUR)	1,7%	1,1%	1,14	1,10	-3,4%
	USDJPY (price of 1 USD)	1,5%	2,4%	112,17	114,00	1,6%
	EURJPY (price of 1 EUR)	0,7%	-0,5%	125,12	128,25	2,5%
	USDMXN (price of 1 USD)	-1,5%	-2,9%	19,07	20,00	4,9%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-2,4%	-5,6%	21,25	22,50	5,9%
	USDBRL (price of 1 USD)	0,0%	2,9%	3,99	3,75	-6,1%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-0,8%	0,0%	4,45	4,22	-5,2%
	USDARS (price of 1 USD)	0,0%	16,6%	43,85	47,00	7,2%
	USDINR (price of 1 USD)	1,2%	0,6%	69,95	72,00	2,9%
	CNY (price of 1 USD)	-0,1%	-2,3%	6,72	6,70	-0,3%

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

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION



ALOCAÇÃO DE ATIVOS

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

Asset Class	Conservative		Moderate		Balanced		Growth	
	Strategic (%)	Tactical (%)	Strategic (%)	Tactical (%)	Strategic (%)	Tactical (%)	Strategic (%)	Tactical (%)
Cash	15,0	22,0	10,0	16,0	5,0	10,2	5,0	4,8
Short-Term debt & MM instrument	25,0	34,7	15,0	22,7	5,0	9,7	0,0	2,4
Fixed Income Long-Term - OECD	30,0	21,0	20,0	14,0	15,0	10,5	5,0	3,5
US Gov & Municipals & Agencies		16,8		11,2		8,4		2,8
EU Gov & Municipals & Agencies		1,1		0,7		0,5		0,2
European Peripheral Risk		3,2		2,1		1,6		0,5
Credit (OECD)	20,0	12,0	20,0	12,0	15,0	9,0	5,0	3,0
Investment Grade USD		7,2		7,2		5,4		1,8
High Yield Grade USD		1,8		1,8		1,4		0,5
Investment Grade EUR		2,4		2,4		1,8		0,6
High Yield Grade EUR		0,6		0,6		0,5		0,2
Fixed Income Emerging Markets	5,0	5,3	7,5	7,9	10,0	10,5	15,0	15,8
Latam Sovereign		1,3		2,0		2,6		3,9
Latam Credit		1,3		2,0		2,6		3,9
Asia Sovereign		1,8		2,8		3,7		5,5
Asia Credit		0,8		1,2		1,6		2,4
Equity OECD	5,0	5,0	20,0	20,0	32,5	32,5	50,0	50,0
US Equity		2,5		10,0		16,3		25,0
European Equity		1,8		7,0		11,4		17,5
Japan Equity		0,8		3,0		4,9		7,5
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	1,9	5,0	3,8	5,0	3,8
Energy		0,0		0,3		0,6		0,6
Minerals & Metals		0,0		0,5		0,9		0,9
Precious		0,0		0,8		1,5		1,5
Agriculture		0,0		0,4		0,8		0,8
Alternative Investments	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	2,9	5,0	5,8
REITs		0,0		0,0		0,9		1,7
Alt.Energy (wind, solar, etc)		0,0		0,0		0,7		1,4
Market Neutral		0,0		0,0		1,0		2,0
Volatility		0,0		0,0		0,3		0,6
Currency Exposure (European investor perspective)								
EUR		95,0		91,4		87,8		83,8
USD		5,0		8,6		12,2		16,2

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

Página 19

**Together
Everyone
Achieves
More**



Giuseppe Mazzeo
US Economics, Rates & Equity
+1 786 471 2426



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



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



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



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



David Tomas
Spain & Europe: Politics & Equity
+34 647 44 10 07



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



Carlos Hernández
Global Technical Analysis
+376 873 381



Gabriel Lopes
Brazil Bonds and Equity
+55 11 3095 7075



Victoria Gonzalez
Argentina: Macro, Politics, Bonds, FX
+598 2626 2333



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

LIMITAÇÃO DE RESPONSABILIDADE

Todas as notas e seções deste documento foram preparadas pela equipe de analistas financeiros do ANDBANK. As opiniões aqui expressas baseiam-se em uma avaliação combinada de estudos e relatórios elaborados por terceiros. Esses relatórios contêm avaliações técnicas e subjetivas de dados e fatores econômicos e sociopolíticos relevantes, a partir dos quais os analistas do ANDBANK extraem, avaliam e resumem as informações mais objetivas, concordam de forma consensual e produzem opiniões razoáveis sobre as questões aqui analisadas.

As opiniões e estimativas contidas neste documento baseiam-se em eventos e condições de mercado que ocorrem até a data da publicação do documento e, portanto, não podem ser decisivos na avaliação de eventos após a data de publicação do documento.

O ANDBANK pode ter opiniões e opiniões sobre ativos financeiros que podem diferir parcial ou totalmente do consenso de mercado. Os índices de mercado foram selecionados de acordo com os critérios exclusivos e exclusivos que o ANDBANK considera mais adequados.

O ANDBANK não garante de forma alguma que as previsões e fatos aqui contidos serão confirmados e adverte expressamente que o desempenho passado não é um guia para o desempenho futuro, que os investimentos analisados podem ser inadequados para todos os investidores, que os investimentos podem variar ao longo do tempo preço, e que mudanças na taxa de juros ou na taxa de câmbio são fatores que podem alterar a precisão das opiniões aqui expressas.

Este documento não pode ser considerado como uma proposta de venda ou oferta dos produtos ou ativos financeiros aqui mencionados, e todas as informações incluídas são fornecidas apenas para fins ilustrativos e não podem ser consideradas como o único fator na decisão de fazer um certo investimento .

Existem também fatores importantes adicionais que influenciam essa decisão e que não são analisados neste documento, incluindo o perfil de risco do investidor, experiência e experiência financeira, situação financeira, horizonte de tempo de investimento e a liquidez do investimento.

Como consequência, o investidor é responsável por buscar e obter o aconselhamento financeiro apropriado para ajudá-lo a avaliar os riscos, custos e outras características do investimento que ele está disposto a realizar.

O ANDBANK expressamente se isenta de qualquer responsabilidade pela exatidão e integridade das avaliações aqui mencionadas ou por quaisquer erros ou omissões que possam ocorrer durante o processo de publicação deste documento. Nem o ANDBANK nem o autor deste documento serão responsáveis por quaisquer perdas que os investidores possam incorrer, direta ou indiretamente, decorrentes de qualquer investimento feito com base nas informações aqui contidas.

As informações e opiniões aqui contidas estão sujeitas a alterações sem aviso prévio.