

ECONOMIA & MERCADOS FINANCEIROS

ANDBANK
Private Bankers

Opinião Corporativa Mensal Andbank

Ago & Set 2018

**Opinião
Corporativa**
Agosto & Setembro 2018

***EUA e UE
buscam
abrandar
tensões
comerciais***



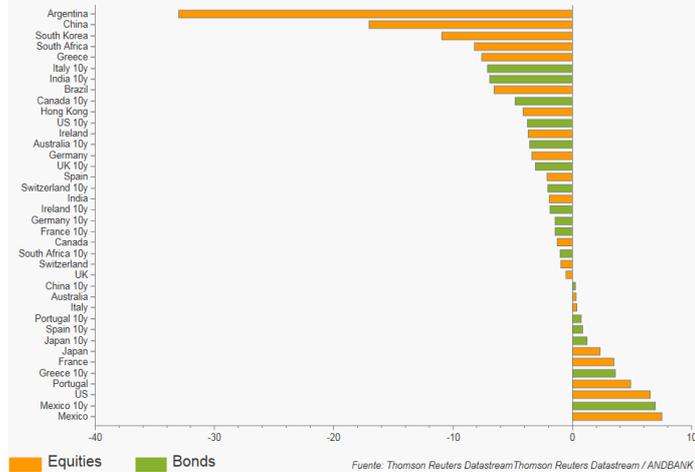
Alex Fusté
Economista Chefe Global
+34 673 041 058
+376 881 248
alex.fuste@andbank.com

SUMÁRIO EXECUTIVO

GRÁFICOS DO MÊS

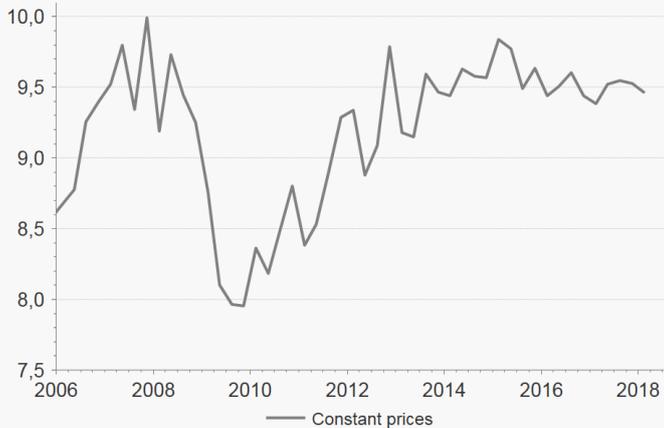
Equities and bonds total return index, USD

Percentage changes, year to date: 27/07/2018



Brexit - Business investment as a share of GDP

Per cent



EQUITIES

AÇÕES

Nos EUA, há forte perspectiva de crescimento do lucro por ação (LPA) no 2T18, porém isso não é suficiente para nos tornar otimistas nesta temporada de resultados. Acreditamos que o mercado terá que se concentrar cada vez mais na sustentabilidade do crescimento. Com relação às ações europeias, sem aumento das tensões no conflito tarifário, os índices ainda devem estar em ascensão. No ME, nossos índices preferenciais são o Brasil e a Índia (onde revisamos as previsões de crescimento do LPA de 11% para 11,7%). Os mercados que oferecem menores ganhos potenciais são México, EUA e Japão (que consideramos já estarem próximos do valor justo).

FI

RENDA FIXA

A perspectiva ainda é negativa para os títulos governamentais de longo prazo denominados em GBP, EUR e JPY, e, em menor grau, em USD. Temos uma meta para o rendimento dos títulos do Tesouro do Governo Americano de dez anos (10Y UST) em 3,20%. Um bom ponto de entrada nos títulos do Tesouro do Governo Americano de dez anos seria quando o rendimento real atingir 1%. Devido à nossa previsão para o IPC de 2,2%, o rendimento do título do Tesouro do Governo Americano de dez anos teria que subir para 3,2% para se tornar "BUY". Estamos mais preocupados com uma alta nas taxas não relacionadas às perspectivas de crescimento e inflação, resultando em uma demanda dos investidores por um rendimento adicional para manter os títulos de longo prazo. Mantemos nossa postura construtiva em relação ao endividamento dos mercados emergentes (média duração).



CRÉDITO CORPORATIVO

No mês passado observamos como os bancos italianos registraram ótima recuperação após a forte deterioração que se seguiu às eleições. Por outro lado, os setores que tiveram os piores desempenhos são aqueles mais afetados pelo conflito comercial (automóveis e materiais de base). No próximo mês esta dinâmica deverá continuar e observaremos um mercado de crédito bastante errático, devido à escassez de emissões de títulos e à expectativa dos investidores em relação aos resultados. Mantemos nossa postura pessimista para os títulos IG e HY denominados em euros. No espaço de crédito do USD, mantemos nossa postura construtiva para os títulos IG, e recomendamos maior cautela em relação aos títulos HY.



CÂMBIO

Nossas moedas preferenciais são CHF (-2,53 sigmas abaixo da média observada nos últimos 3 anos vs USD), BRL (-2,22 sigmas), AUD (-1,50 sigmas) e CAD (-1,07 sigmas). O dólar segue seu curso, com posições compradas por parte dos investidores. Atualmente, o mercado de futuros global detém posições compradas de US\$ 19,7 bilhões, o que não ocorria desde janeiro de 2017, quando a taxa de câmbio euro-dólar estava em 1,07, respaldada por expectativas econômicas muito favoráveis.



EUA Bem ancorado no ciclo econômico

Economia dos EUA. Bem ancorada no ciclo econômico

A taxa de desemprego registrou alta de 3,8% para 4% (a despeito dos bons números da folha de pagamento), já que muitas pessoas retornaram ao mercado de trabalho, elevando a taxa de participação da força de trabalho de 62,7% para quase 63%. Powel, do Fed, acredita que, embora o mercado de trabalho apresente retração, “sua retração não é excessiva”, já que mesmo um crescimento moderado dos salários é suficiente para estimular uma maior participação. Como os salários seguem melhorando gradualmente, a taxa de participação pode chegar aos 67% observados em 2000-2001. Esse potencial salto da taxa de participação pode significar um acréscimo de 7-8 milhões de novas folhas de pagamento ou 320 bilhões de extensão do consumo. Se isso for verdade, significa que os EUA poderiam estar ancorados no ciclo atual. Embora uma taxa de participação elástica possa impedir um aumento abrupto nos salários e uma indesejada aceleração da inflação, o mercado de trabalho parece estar suficientemente retraído a ponto de persuadir as empresas a aumentar os investimentos em tecnologia, o que deve impulsionar a produtividade e apoiar o crescimento.

A política parece não prejudicar a economia. Fatores de Risco

A disputa comercial entre os EUA, de um lado, e China e Europa, parece estar se acirrando. Entretanto, apesar da entrada em vigor das tarifas de aço e alumínio, o índice ISM dos EUA se fortaleceu em junho pelo segundo mês consecutivo, e as vendas no setor varejista subiram pelo quinto mês. Nossa previsão é de que os gastos reais dos consumidores acelerem significativamente no 2T para 2,8% (trimestre a trimestre, anualizado). As restrições comerciais crescentes surgiram como um risco essencial que poderia inviabilizar nosso cenário de crescimento construtivo. Nenhuma das ações comerciais até o momento é passível de exercer um impacto macroeconômico significativo. As tarifas direcionadas a setores industriais específicos são prejudiciais para os negócios afetados, porém em uma economia ampla e diversificada, essas políticas provavelmente não afetarão os dados agregados. Uma tarifa sobre US\$ 50 bilhões em importações parece substancial, mas em uma economia de US\$ 20 trilhões isso ainda representa uma parcela pequena da atividade geral. Ainda que o custo dessas tarifas fosse integralmente repassado aos consumidores, o núcleo da inflação observaria um choque pontual de aproximadamente 10bps. No entanto, existem provavelmente riscos indiretos não quantificáveis, uma vez que as cadeias de suprimento globais consistem em um complicado sistema interconectado.

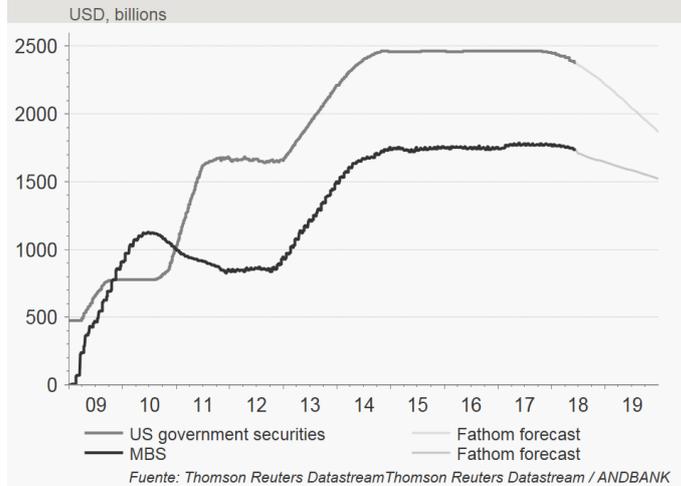
O prognóstico de mercado pelo Andbank

A perspectiva de crescimento do lucro por ação no 2T18 é forte, mas não é suficiente para nos tornar otimistas nessa temporada de resultados. Acreditamos que o mercado deverá se focar cada vez mais na sustentabilidade do crescimento e com condições de endurecimento em alguns aspectos (o fator impulsionador do dólar sobre o lucro por ação se dissipando e a alta nos custos operacionais), acreditamos na probabilidade de que o nível atual de crescimento, impulsionado por um benefício fiscal único, sofra uma queda significativa. Não desconsideramos que o S&P possa chegar a um ponto de saída de 2985. Entretanto, nossa experiência nos lembra de que os mercados ficam aquecidos diante de boas notícias. Considerando o clima de aperto do Fed e uma postura forte e prolongada da administração em questões comerciais, não qualificamos estas ações como boas notícias potenciais para os mercados acionários. Além disso, durante os anos de eleições de meio de mandato, o S&P 500 tipicamente não apresenta bom desempenho. Em relação à curva de rendimento, ela é a mais plana desde 2007, porém consideramos novos aumentos na taxa do Fed como condições econômicas favoráveis que levarão a rendimentos superiores. Os déficits crescentes nos EUA e o desenrolar gradual do balanço do Fed deverão levar a um aumento nos prêmios pela maturidade (term premiums), para atingir nosso alvo para os títulos do Governo Americano de 10 anos em 3,2%.

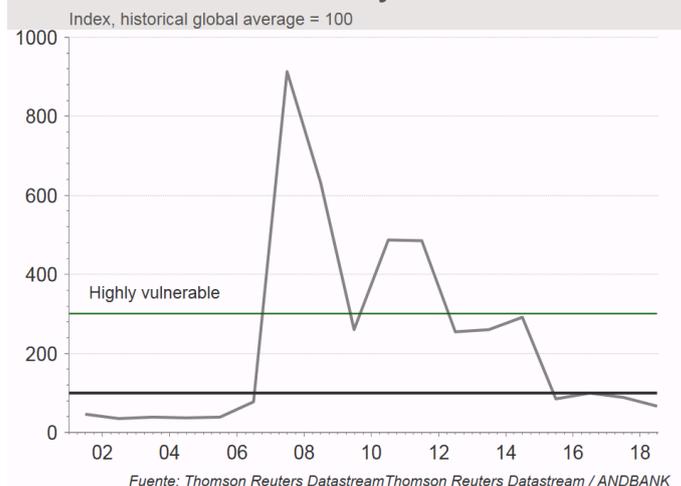
Mercado Financeiro

Ações – S&P: NEUTRO. Ponto central 2.715. Ponto de saída 2.985
Títulos – Títulos Governamentais: NEGATIVO (rendimento alvo Tesouro Americano de 10 Anos em 3,2%)
Crédito – CDX IG : NEUTRO (Spread Alvo 50)
Crédito – ICDX HY: NEUTRO (Spread Alvo 437)
Forex – CDX Índice : NEUTRO

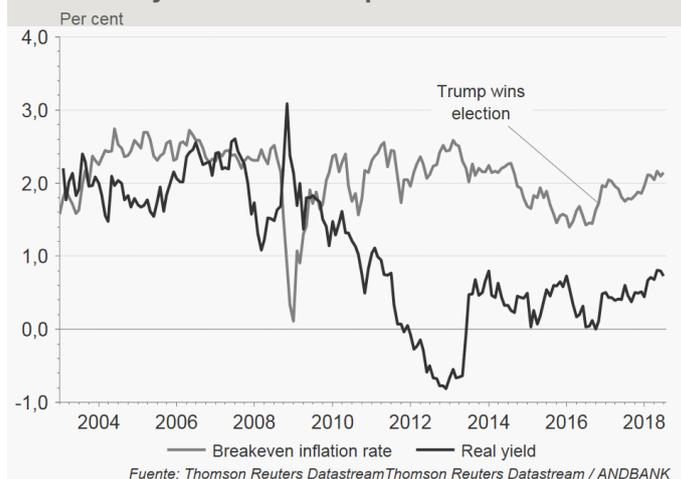
Federal Reserve assets held outright



US Financial Vulnerability Indicator



US ten-year TIPS decomposition





EUROPA

Os bons tempos voltaram

Guerra comercial. UE dividida sobre o acordo comercial com Trump

A notícia de um acordo entre os EUA e a UE foi bem-vinda pela Grã-Bretanha, enquanto os políticos alemães a saudaram como um "avanço" que poderia salvar milhões de empregos. No entanto, isso provocou revolta em Paris, em meio a temores de que ela deixaria a França aberta a uma invasão de comida americana e prejudicaria sua indústria agrícola. O Ministro francês da Economia, Le Maire, insistiu que "a agricultura continua fora do campo das discussões" e o presidente Macron disse que "não é a favor" das negociações que levam a um amplo acordo comercial. Macron diz que precisa ver mais detalhes sobre o acordo Trump-Juncker. Macron vai procurar esclarecimentos da Comissão Europeia sobre os elementos do acordo comercial, "temos algumas questões que vamos querer esclarecer nos próximos dias com os nossos parceiros europeus".

Números das atividades econômicas se recuperam

Bons tempos nas atividades econômicas? Isso pode ser verdade a julgar pela recuperação das "surpresas" macroeconômicas, com os números sobre serviços se estabilizando, os pedidos nas fábricas em alta, e os números de atividades comerciais em países vizinhos como o Reino Unido também em ascensão. Nós aferimos no nosso cenário uma recuperação gradual após um primeiro semestre mais fraco. Os números de inflação aumentaram em maio e devem continuar em níveis confortáveis pelo resto do ano, positivamente impactado, no caso do CPI principal, pelo maior preço da energia. Em junho, o crescimento de 2% nos preços foi registrado pelo CPI principal e 1% para o índice principal.

Dovish Draghi. Ainda apoia os mercados

O caminho do QE parece estar bem desenhado: as compras mensais serão reduzidas de setembro a dezembro (para € 15 bilhões), provavelmente terminando em 2018, com o primeiro aumento de taxa adiado até setembro / outubro ou mesmo dezembro de 2019. No Reino Unido, de acordo com os discursos mais recentes e melhoria dos dados, o BoE pode subir em agosto (já precificado e, portanto, deve ter impacto limitado sobre a libra esterlina, impulsionado basicamente pelo Brexit).

Política e ambiente do mercado financeiro

No âmbito político, o Brexit avança. A Primeira Ministra May acaba de apresentar seu White Paper para o Brexit, causando a renúncia de nove membros de sua equipe do governo. A proposta de May inclui um Brexit suave para mercadorias (provavelmente projetado para superar a questão das fronteiras irlandesas) e uma postura mais difícil para os serviços. Os detalhes da migração serão revelados no outono, mas a livre circulação de pessoas chegaria ao fim. May cedeu ao EJC, aceitando seu papel na supervisão de qualquer acordo comercial. Quanto às frentes italiana e alemã, mais tranquilidade em ambos os casos. Embora o governo italiano continue sendo uma fonte de incerteza, as dúvidas sobre a liderança de Merkel, questionadas pela controvérsia sobre a migração, se acalmaram. A cimeira europeia de junho terminou mais "descafeinada" do que o esperado. Poucos passos foram dados. Na sala de espera de dezembro; a transformação do MEE em um EMF, um orçamento da zona do euro para 2021-2027 e um esquema comum de seguro de depósito.

Perspectivas para os mercados financeiros

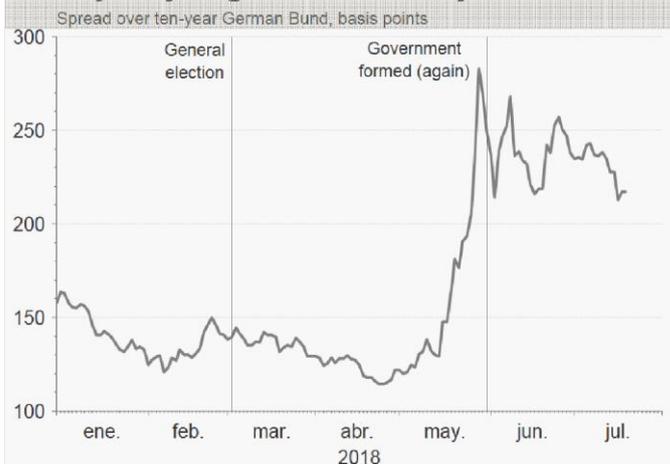
Renda variável (Stoxx Europe): POSITIVO (ponto central: 411; saída: 439)
 Renda variável (Euro Stoxx): POSITIVO. (ponto central: 413; saída: 454)
 Título do Governo (Países centrais): NEGATIVO (obj. TIR do Bund: 0,80%)
 Título do Governo (P. periféricos): NEGATIVO (ES 1,60%, IT 2,7%, PT 2,2%)
 Crédito (iTraxx Europe IG): NEGATIVO (objetivo diferencial : 85)
 Crédito (iTraxx Europe HY): NEUTRO-NEG (Spread objetivo: 330)
 Câmbio (EUR/USD): curto prazo NEUTRO; longo prazo NEGATIVO

Fathom economic sentiment indicators



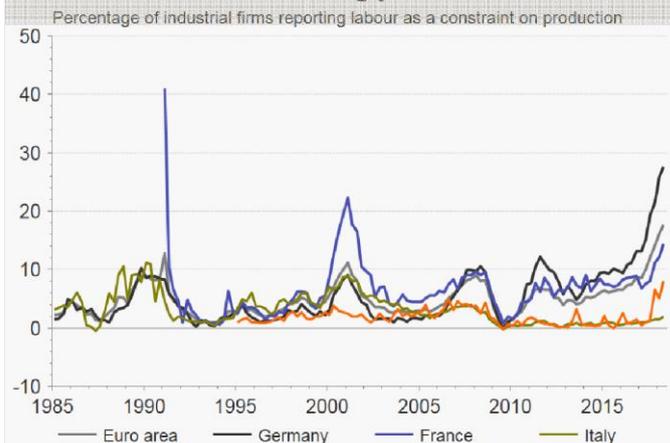
Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

Italy ten-year government bond yield



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

Euro area factors limiting production: labour



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK



CHINA

As tarifas dos EUA entraram em vigor. E agora?

Comércio: Os EUA foram os primeiros a atirar. Resposta branda de Pequim

Apesar de algumas manchetes perturbadoras em alguns jornais chineses mencionando uma declaração do Ministro do Comércio que “tendo se comprometido a não disparar o primeiro tiro, a China é forçada a contratar para defender os principais interesses nacionais”, preferimos enfatizar outras intervenções e avaliações realizadas por outras fontes governamentais, apontando para uma reação muito mais medida e pragmática. De acordo com o South China Morning Post, o presidente chinês Xi Jinping informou às autoridades chinesas que o país deve escolher suas batalhas cuidadosamente em meio às tensões comerciais crescentes, a fim de garantir que nada perturbe o processo de reforma e abertura do país. Outra revista econômica importante ressaltou que Xi lembrou repetidamente que, apesar de as provocações do presidente dos Estados Unidos Donald Trump significarem que Pequim deve retaliar, “devemos tentar conter os danos para evitar que o impasse comprometa o caminho escolhido”.

A China parece estar ponderando medidas brandas contra as tarifas dos EUA (sem prejudicar os interesses nacionais).

As medidas sendo implantadas incluem: suspensão de licenças para empresas americanas, adiamento da aprovação de fusões e aquisições envolvendo empresas americanas, ou o aumento de inspeções nos produtos americanos nas fronteiras. Ainda mais importante, o vice-ministro do Comércio Wang Shouwen pediu uma resolução para o conflito por meio de uma nova rodada de novas negociações bilaterais, em linha com a disposição das autoridades de Trump para retomar negociações de alto nível. Isso resultou em novas informações na mídia chinesa e ocidental, sugerindo que “as autoridades chinesas e norte-americanas levantam a possibilidade de retomar as negociações comerciais”. Esses relatórios ainda devem ser confirmados, uma vez que o ministro do Comércio da China declarou que “a China não tem estado em contato com os Estados Unidos em relação à retomada das negociações comerciais”.

Reação do mercado: fundos estrangeiros continuam entrando na China apesar da fraqueza do yuan

A desvalorização do yuan não afetou o apetite dos investidores estrangeiros pelos títulos chineses. Em junho o yuan registrou a maior queda mensal em relação ao dólar desde 1994, embora os investidores estrangeiros tenham investido mais em títulos domésticos chineses do que em qualquer outro período nos últimos dois anos. Esse contraste atesta a demanda externa por exposição ao mercado de títulos do país de US\$ 12 trilhões.

Desaceleração econômica confirmada, mas os dados concretos permanecem sólidos

PIB no 2T +6,7% a/a vs +6,8% no trimestre anterior. Produção industrial em junho +6,0% a/a vs +6,8% no mês anterior. Investimento em ativos fixos (acumulado do ano) +6,0% a/a vs +6,1% no mês anterior. Vendas no varejo +9,0% a/a vs +8,5% no mês anterior. Taxa de desemprego estável em 4,8%. Empréstimos em aberto +12,7% a/a vs 12,6% no mês anterior. A medida ampla de oferta monetária (M2) +8,0% a/a versus +8,3% no mês anterior. A produção de aço bateu recorde em junho e totalizou 80,2 milhões de toneladas, com produção média diária de 2,67 milhões de toneladas, acima do recorde de maio de 2,62 milhões de toneladas. Os lucros da SOE cresceram 23% a/a em 1S.

Mercados financeiros

Ações – Índice SHANGHAI : POSITIVO (ponto central 9,977)

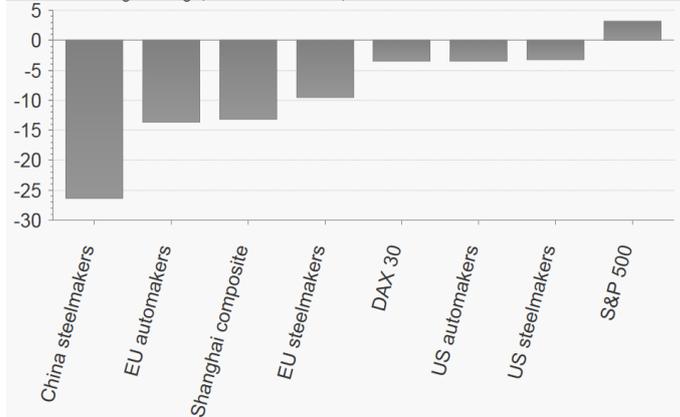
Ações – Índice SHENZHEN: POSITIVO (ponto central 1678)

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

Forex – CNY/USD: POSITIVO (alvo fundamental 6,50)

Performance following tariff announcement

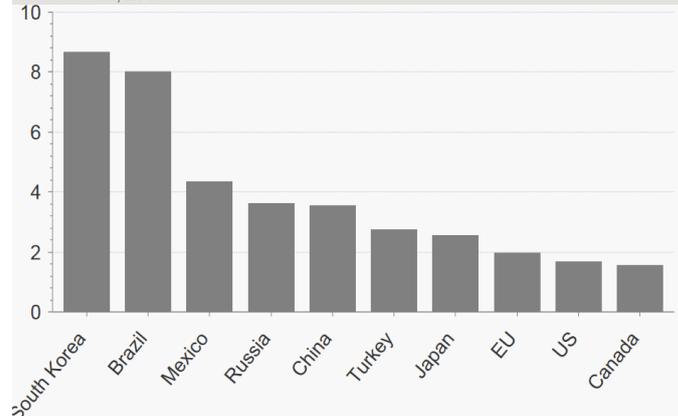
Percentage change, since 28/02/2018, in USD



Fuente: Thomson Reuters Datastream/Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

Weighted average tariff rates, all products

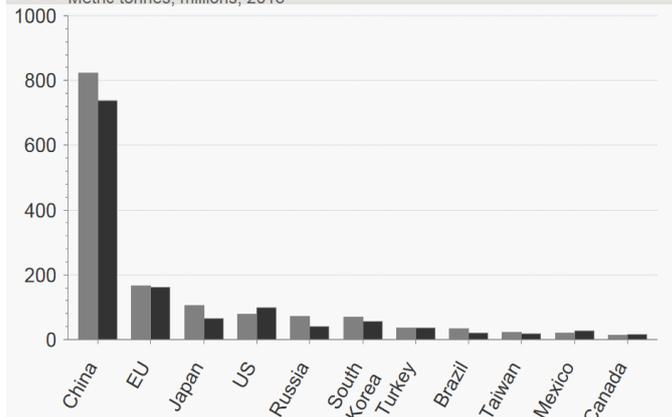
Per cent, 2016



Fuente: Thomson Reuters Datastream/Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

Steel production and consumption

Metric tonnes, millions, 2016



Fuente: Thomson Reuters Datastream/Thomson Reuters Datastream / ANDBANK



BRASIL

Candidatos começam a se consolidar

Eleições: Pouca mudança nas pesquisas, mas a consolidação está começando

Pouco mudou nas expectativas eleitorais, no que diz respeito às pesquisas. Jair Bolsonaro e Lula continuam duelando na liderança, dependendo das pesquisas e de sua metodologia. Ciro Gomes e Geraldo Alckmin disputam o segundo lugar. No entanto, à medida que o prazo para as candidaturas se aproxima, começamos a observar o processo de consolidação entre os principais nomes e partidos políticos, que é o principal indicador de como a eleição vai se realizar quando os comícios de fato começarem. Geraldo Alckmin tem agora o apoio do assim chamado "Centrão" (o mais pragmático e maior grupo de congressistas), que acrescenta considerável tempo de transmissão televisiva à campanha, e aumenta suas chances de um melhor desempenho em outubro. O suporte do Centrão será essencial para qualquer novo governo em termos de governabilidade.

Últimos movimentos do Congresso antes do recesso

Ao nos aproximarmos do recesso do Congresso, a Câmara dos Deputados deve votar a proposta de orçamento para o próximo ano. As medidas de contenção fiscal propostas pela equipe econômica do governo (tais como adiamento dos aumentos salariais do serviço público e reversão dos benefícios fiscais para alguns setores industriais selecionados) foram rejeitadas, aumentando ainda mais a pressão sobre o próximo presidente e o desafio de equilibrar os resultados fiscais. Essas medidas, entretanto, podem ser revertidas na próxima legislatura. Do lado positivo, o congresso aprovou recentemente a venda de alguns ativos públicos, incluindo a divisão de distribuição da Eletrobrás, a maior empresa de eletricidade do país e a "joia" de um ambicioso plano para vender ativos públicos. Antes do final do ano, o modelo a ser usado para a venda será anunciado, mas isso implicará a venda de um importante pacote de ações na empresa detidas pelo Estado, cujo controle totaliza atualmente cerca de 60%. Isso representa um alívio fiscal que pode ter um impacto positivo nos ativos brasileiros na última parte do ano, sobretudo se for acompanhado de um resultado eleitoral hipotético favorável à continuidade na agenda reformista, especialmente levando em conta o alto nível de liquidez nos bancos atualmente.

Política monetária: O Banco Central considera a inflação sob controle.

O Banco Central sinalizou que a perspectiva de inflação está sob controle nos próximos anos. O IPCA está projetado para fechar 2018 em 4,2% e permanecer em 4,1% em 2019 e 2020, considerando um caso básico de nível 3,70 BRL/USD e uma taxa Selic de 6,50% por ano.

Atividade econômica: dados contaminados devido à greve dos caminhoneiros

A greve dos caminhoneiros causou fortes efeitos sobre várias leituras econômicas. O consumo das famílias e a produção industrial diminuíram acentuadamente em junho. A inflação também subiu, com o IPCA marcando uma forte leitura mensal de 1,26% em junho, devido a um enorme choque nos preços dos alimentos e combustíveis. O IBC-Br (índice mensal de atividade econômica produzido pelo Banco Central) caiu 3,34% em maio (a pior leitura desde 2003). Entretanto, esperamos que esses efeitos se dissipem durante o ano, não sem deixar uma contribuição negativa para o PIB 2018.

Mercados financeiros

Ações – IBOVESPA: NEUT-POSIT (Alvo 84.000). Saída 88.200
Títulos – Títulos governamentais. Local: POSITIVO (rendimento alvo 10%)
Títulos – Títulos governamentais. USD: POSITIVO (rendimento alvo 5,3%. Spread 210 bp)
Fx – BRL/USD: POSITIVO (alvo médio prazo 3,50)

Brazil price/earnings, Datastream index



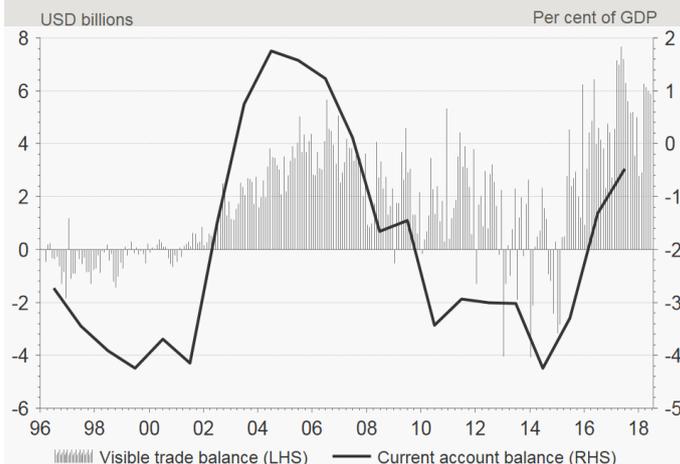
Fuente: Thomson Reuters Datastream/Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

Brazil benchmark government bonds



Fuente: Thomson Reuters Datastream/Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

Brazil current account



Fuente: Thomson Reuters Datastream/Thomson Reuters Datastream / ANDBANK



AÇÕES

Página 12

ÍNDICES ACIONÁRIOS GLOBAIS Análise Fundamental

Index	Andbank's Sales growth 2018	Sales per Share 2018	Andbank's Net Margin 2018	EPS 2018	EPS Growth 2018	Current PE with EPS 2017	Current PE Fw EPS 2018	PE estimate at Dec 18 EPS 2018	INDEX CURRENT PRICE	2018 Central Point Fundam range	2018 E[Perf] to Centr. Point	2018 Exit Point
USA S&P 500	5,6%	1.301	12,17%	158,3	18,8%	21,15	17,80	17,15	2.819	2.715	-3,7%	2.987
Europe - Stoxx Europe 600	5,2%	313	8,19%	25,7	6,6%	16,24	15,24	16,00	391	411	5,0%	439
Euro Zone - Euro Stoxx	5,2%	367	7,15%	26,2	6,4%	15,81	14,86	15,75	390	413	6,0%	454
Spain IBEX 35	5,0%	7.834	9,00%	705	3,3%	14,45	13,99	15,00	9.867	10.576	7,2%	11.633
Mexico IPC GRAL	7,2%	35.891	8,03%	2.881	5,7%	18,21	17,23	16,80	49.644	48.407	-2,5%	51.553
Brazil BOVESPA	7,2%	56.514	10,26%	5.798	11,6%	15,37	13,78	14,50	79.866	84.064	5,3%	88.267
Japan NIKKEI 225	5,1%	21.099	5,92%	1.248	6,6%	19,13	17,94	18,50	22.397	23.094	3,1%	25.403
China SSE Comp.	7,1%	2.831	8,77%	248	7,5%	12,43	11,57	12,00	2.870	2.977	3,7%	3.275
China Shenzhen Comp	7,3%	968	8,67%	84	9,3%	20,54	18,79	20,00	1.577	1.678	6,4%	1.846
India SENSEX	9,2%	15.530	11,70%	1.818	18,7%	24,51	20,65	21,50	37.530	39.079	4,1%	42.987
MSCI EM ASIA (MXMS)	6,8%	454	9,59%	44	8,8%	13,91	12,79	14,40	557	627	12,6%	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 subiu de 0,2 para 0,5 (em uma faixa de -10/+10), estabelecendo-se em uma área que sugere que o mercado acionário não está excessivamente aquecido, ou mesmo que o mercado pode estar ligeiramente sobrecomprado, e portanto o risco de uma contínua e justificada isenção de risco parece moderado.



ANÁLISE TÉCNICA

Cenário de Tendências. Suportes & resistências (1 mês)

S&P: MOVIMENTO LATERAL-POSITIVO

Suporte em 2,691. Resistência em 2,872

STOXX600: MOVIMENTO LATERAL

Suporte em 370. Resistência em 397

EUROSTOXX50: MOVIMENTO LATERAL-POSITIVO

Suporte em 3,261. Resistência em 3,596

IBEX: MOVIMENTO LATERAL

Suporte em 9,327. Resistência em 10,291

€\$: MOVIMENTO LATERAL-POSITIVO

Suporte em 1,15. Resistência em 1,185.

Óleo (WTI): MOVIMENTO LATERAL-POSITIVO

Suporte em 63,61. Resistência em 75,26.

Ouro: MOVIMENTO LATERAL-NEGATIVO

Suporte em 1.194. Resistência em 1.265

Obrigações do Tesouro Americano: LATERAL (perspectiva de preço)

Suporte em 2,71%. Resistência em 3,01%.



MERCADOS DESENVOLVIDOS Análise Fundamental

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

Swap spread: a margem de lucro do swap diminuiu para +5,6bps (de +7,4bps no mês passado). Para que esse spread se normalize em +10bps, com a taxa de swap ancorada na área de 2,2% 9expectativa de inflação de longo prazo), o rendimento do Tesouro dos EUA/10 anos deve deslocar -se para 2,1%.

Declive: A inclinação da curva de rendimento dos EUA reduziu durante o mês e ficou fixada em 26bps (de 35bps). Com o curto prazo normalizando-se em torno de 2,50% (atualmente em 2,6%), para atingir a inclinação média de 10 anos (172bps) o rendimento do EUA/10 anos deve deslocar -se para 4,2%.

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 "BUY".

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

Swap spread: a margem de lucro do swap subiu para 59bps (de 57bps no mês passado). Para que esse spread se normalize em 35bps, com a taxa de swap ancorada na área de 1,40% (hoje em 0,9%), o rendimento do Bund deveria avançar a 1,05% (ponto de entrada).

Declive: A inclinação da curva de rendimento do EUR reduziu para 91bps (de 101bps no mês passado). Com o curto prazo normalizando-se em torno de -0,50% (hoje a -0,63%), para atingir a inclinação média de 10 anos (130bps) o rendimento do Bund deveria aumentar 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 "BUY".

UK Gilt: Valor justo 1,9%. Teto 3,6%

Swap spread: a margem de lucro do swap subiu para 24bps (de 22bps no mês passado). Para que esse spread se normalize em 13bps, com a taxa de swap ancorada na área de 2% (hoje em 1,46%), %, o Gilt inglês/10 anos deve passar para 1,9%.

Declive : Com a inclinação de 2 anos normalizada em 2%, para atingir a inclinação média a 1,64%, o Gilt inglês/10 anos deve passar para 3,64%. Com a inclinação de 2 anos normalizada em 2%, para atingir a inclinação média a 1,62 %, o Gilt inglês/10 anos deve passar para 3,62 %.

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

TÍTULOS PERIFÉRICOS EUROPEUS

Alvos Fundamentais – rendimentos de 10 anos

Bono espanhol: rendimento alvo a 1,60%

Títulos italianas BTPI: rendimento alvo a 2,70%

Títulos gov. portuguesas: rendimento alvo a 2.20%

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

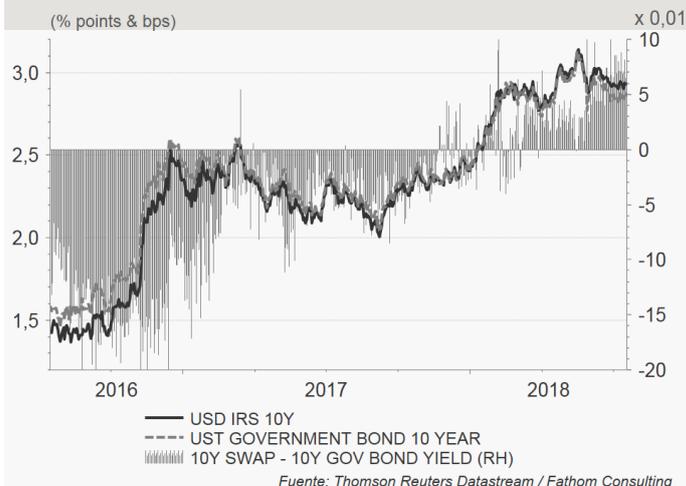
Títulos gov. gregas: rendimento alvo a 4,50%

TÍTULOS DE MERCADOS EMERGENTES Metas Fundamentais

Até agora, nossa regra geral para os títulos de obrigações do ME tem sido "comprar" quando as duas condições seguintes estiverem 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.

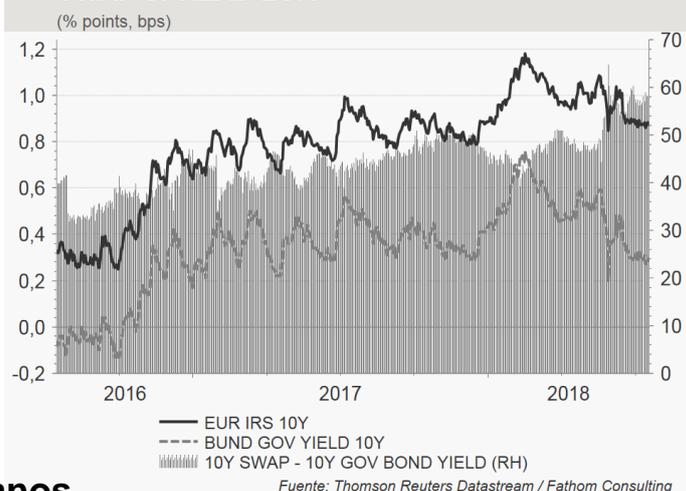
Supondo-se que a primeira condição seja atendida, nós somente deveríamos comprar as obrigações do ME que ofereçam um rendimento real de 2,50% ou mais.

SWAP SPREAD USD



Fuente: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting

SWAP SPREAD EUR



Fuente: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting

		10 Year CPI (y/y)		10 Year Yield Real	Projected change in Yield	Target Yield
		Yield Nominal	Last reading			
EM ASIA	Indonesia	7,65%	3,12%	4,53%	-1,00%	6,65%
	India	7,79%	5,00%	2,79%	-0,75%	7,04%
	Philippines	6,69%	5,20%	1,49%	-0,50%	6,19%
	China	3,47%	1,90%	1,57%	-0,50%	2,97%
	Malaysia	4,07%	0,81%	3,26%	-1,00%	3,07%
	Thailand	2,57%	1,42%	1,15%	-0,50%	2,07%
	Singapore	2,42%	0,57%	1,85%	-0,50%	1,92%
	South Korea	2,49%	1,51%	0,99%	0,00%	2,49%
	Taiwan	0,86%	1,39%	-0,53%	1,00%	1,86%
EME	Turkey	17,55%	15,39%	2,17%	-0,75%	16,80%
	Russian Fed	7,76%	2,30%	5,46%	-1,00%	6,76%
LATAM	Brazil	10,95%	3,53%	7,42%	-1,00%	9,95%
	Mexico	7,75%	4,70%	3,05%	-1,00%	6,75%
	Colombia	6,82%	3,20%	3,62%	-1,00%	5,82%
	Peru	5,74%	1,41%	4,33%	-1,00%	4,74%



CÂMBIO

TAXAS DE CÂMBIO

Alvos Fundamentais

EUR-USD: : Forte resistência a 1,26 // Alvo fundamental de médio prazo 1,15 // Alvo fundamental de longo prazo 1,03

Fluxos: O dólar segue seu curso, com posições compradas por parte dos investidores. Atualmente, o mercado de futuros global detém posições compradas de US\$ 19,7 bilhões, não vistas desde janeiro de 2017, quando a taxa de câmbio euro-dólar estava em 1,07, respaldada por expectativas econômicas muito favoráveis. **Perspectiva:** Nossa análise técnica no Comitê de Investimento indicou três coisas muito importantes: (1) O EUR/USD continua enfrentando uma resistência muito forte em 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 e em seguida para 1,03. Nossa discussão fundamental adere à nossa visão de baixa estrutural sobre o Euro.

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 19,15; **EUR-MXN:** Alvo 22

USD-BRL: Alvo 3,5; **EUR-BRL:** Alvo 4

USD-ARS: Alvo 30

RUB: NEUTRO

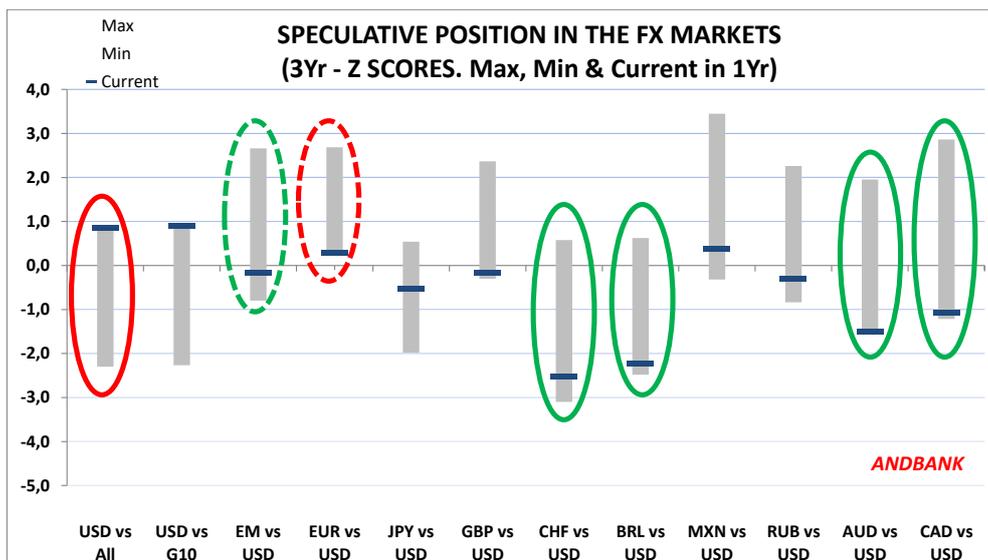
AUD: POSITIVO

CAD: POSITIVO

CNY: Alvo em 6,50

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	19,74	1,80	19,7	-28,2	-11,2	0,85
USD vs G10	20,11	1,89	20,1	-25,4	-8,8	0,90
EM	0,37	0,09	3,9	-0,8	2,4	-0,17
EUR	3,12	-0,46	23,4	3,1	15,4	0,28
JPY	-6,50	-2,01	0,6	-15,0	-8,1	-0,53
GBP	-3,18	0,18	4,3	-4,3	0,3	-0,17
CHF	-5,27	-0,21	0,2	-5,5	-2,2	-2,53
BRL	-0,70	0,01	0,7	-0,8	-0,1	-2,22
MXN	0,77	0,03	3,3	-0,5	1,9	0,39
RUB	0,30	0,05	1,2	-0,3	0,5	-0,31
AUD	-2,99	0,06	6,1	-3,2	1,5	-1,50
CAD	-3,60	0,43	6,1	-4,0	1,6	-1,07

ANDBANK



Nos círculos verdes, as moedas que favorecemos tecnicamente



QUADRO SUMÁRIO DOS RESULTADOS ESPERADOS

Página 17

Asset Class	Indices	Performance 1 month	Performance YTD	Current Price 30/07/2018	Central Point (Fundam range)	Exp. Perf. To Central Point
Equity	USA - S&P 500	3,4%	5,4%	2.819	2715	-3,7%
	Europe - Stoxx Europe 600	3,8%	0,7%	391	411	5,0%
	Euro Zone - Euro Stoxx	4,2%	1,3%	390	413	6,0%
	SPAIN - IBEX 35	3,2%	-1,8%	9.863	10576	7,2%
	MEXICO - MXSE IPC	6,4%	0,6%	49.644	48407	-2,5%
	BRAZIL - BOVESPA	9,6%	4,5%	79.866	84064	5,3%
	JAPAN - NIKKEI 225	-0,5%	-1,0%	22.397	23094	3,1%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	3,4%	-13,1%	2.870	2977	3,7%
	CHINA - SHENZEN COMPOSITE	-0,3%	-17,0%	1.577	1678	6,4%
	INDIA - SENSEX	6,4%	9,6%	37.530	39079	4,1%
	MSCI EM ASIA (in USD)	1,6%	-5,1%	557	627	12,6%
Fixed Income Core countries	US Treasury 10 year Govie	-0,6%	-3,2%	2,97	3,20	-0,6%
	UK 10 year Gilt	-0,3%	-0,3%	1,30	2,00	-5,0%
	German 10 year BUND	-0,9%	0,3%	0,42	0,80	-2,9%
	Japanese 10 year Govie	-0,6%	-0,4%	0,10	0,10	0,0%
Fixed Income Peripheral	Spain - 10yr Gov bond	-0,7%	2,2%	1,38	1,60	-1,2%
	Italy - 10yr Gov bond	-0,9%	-5,1%	2,78	2,70	1,8%
	Portugal - 10yr Gov bond	0,2%	2,2%	1,75	2,20	-2,8%
	Ireland - 10yr Gov bond	-0,6%	-1,4%	0,87	1,00	-0,7%
	Greece - 10yr Gov bond	0,9%	4,3%	3,80	4,50	-4,0%
Fixed Income Credit	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,4%	-0,3%	61,56	85	-1,7%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	1,6%	-0,8%	288,21	330	-1,3%
	Credit USD IG - CDX IG	0,5%	1,3%	58,30	50	1,0%
	Credit USD HY - CDX HY	1,4%	2,3%	330,41	437	-1,3%
Fixed Income EM Europe (Loc)	Turkey - 10yr Gov bond	-9,6%	-42,8%	17,55	13,50	50,0%
	Russia - 10yr Gov bond	0,1%	2,9%	7,76	6,70	16,2%
Fixed Income Asia (Local currency)	Indonesia - 10yr Gov bond	0,8%	-7,5%	7,65	6,50	16,8%
	India - 10yr Gov bond	1,5%	0,5%	7,79	6,75	16,1%
	Philippines - 10yr Gov bond	-1,3%	-9,5%	6,69	5,75	14,2%
	China - 10yr Gov bond	0,2%	5,2%	3,47	3,25	5,2%
	Malaysia - 10yr Gov bond	1,3%	1,0%	4,07	4,00	4,6%
	Thailand - 10yr Gov bond	0,0%	-1,0%	2,57	1,85	8,3%
	Singapore - 10yr Gov bond	0,5%	-2,4%	2,42	1,57	9,3%
	South Korea - 10yr Gov bond	-0,1%	0,5%	2,49	2,00	6,4%
	Taiwan - 10yr Gov bond	0,6%	1,2%	0,86	1,50	-4,3%
Fixed Income Latam	Mexico - 10yr Govie (Loc)	-0,2%	4,1%	7,75	8,00	5,8%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	1,3%	-3,5%	4,36	4,60	2,5%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	3,3%	0,3%	10,95	10,00	18,6%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	4,9%	-3,5%	5,54	5,30	7,5%
	Argentina - 10yr Govie (USD)	5,4%	-18,3%	8,50	7,20	18,9%
Commodities	Oil (WTI)	-6,4%	14,5%	69,2	50,00	-27,7%
	GOLD	-1,6%	-6,2%	1.221,9	1.100	-10,0%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	0,2%	-2,8%	1,167	1,15	-1,4%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	-0,1%	-2,9%	1,31	1,35	2,9%
	EURGBP (price of 1 EUR)	0,4%	0,1%	0,89	0,85	-4,2%
	USDCHF (price of 1 USD)	0,0%	2,0%	0,99	0,99	-0,6%
	EURCHF (price of 1 EUR)	0,3%	-0,8%	1,16	1,14	-2,0%
	USDJPY (price of 1 USD)	0,2%	-1,4%	111,08	111,20	0,1%
	EURJPY (price of 1 EUR)	0,4%	-4,1%	129,58	127,88	-1,3%
	USDMXN (price of 1 USD)	-6,6%	-5,2%	18,63	19,15	2,8%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-6,6%	-7,8%	21,73	22,02	1,4%
	USDBRL (price of 1 USD)	-5,1%	12,1%	3,71	3,50	-5,8%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-4,9%	9,0%	4,33	4,03	-7,1%
	USDARS (price of 1 USD)	-3,3%	46,8%	27,30	30,00	9,9%
	CNY (price of 1 USD)	2,5%	4,9%	6,83	6,50	-4,8%

* 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 (%)						
Cash	15,0	20,7	10,0	15,2	5,0	10,2	5,0	5,8
Short-Term debt & MM instrument	25,0	34,1	15,0	22,5	5,0	10,1	0,0	2,9
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		15,8		10,5		7,9		2,6
EU Gov & Municipals & Agencies		1,1		0,7		0,5		0,2
European Peripheral Risk		4,2		2,8		2,1		0,7
Credit (OECD)	20,0	14,0	20,0	14,0	15,0	10,5	5,0	3,5
Investment Grade USD		7,1		7,1		5,4		1,8
High Yield Grade USD		2,8		2,8		2,1		0,7
Investment Grade EUR		2,4		2,4		1,8		0,6
High Yield Grade EUR		1,7		1,7		1,3		0,4
Fixed Income Emerging Markets	5,0	5,3	7,5	7,9	10,0	10,5	15,0	15,8
Latam Sovereign		1,6		2,4		3,2		4,7
Latam Credit		1,3		2,0		2,6		3,9
Asia Sovereign		1,3		2,0		2,6		3,9
Asia Credit		1,1		1,6		2,1		3,2
Equity OECD	5,0	5,0	20,0	20,0	32,5	32,5	50,0	50,0
US Equity		1,8		7,0		11,4		17,5
European Equity		2,2		8,8		14,3		22,0
Japan Equity		1,1		4,2		6,8		10,5
Equity Emerging	0,0	0,0	5,0	4,8	10,0	9,5	10,0	9,5
Asian Equity		0,0		2,4		4,8		4,8
Latam Equity		0,0		2,4		4,8		4,8
Commodities	0,0	0,0	2,5	1,8	5,0	3,5	5,0	3,5
Energy		0,0		0,3		0,7		0,7
Minerals & Metals		0,0		0,4		0,9		0,9
Precious		0,0		0,7		1,3		1,3
Agriculture		0,0		0,3		0,6		0,6
Alternative Investments	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	2,8	5,0	5,5
REITs		0,0		0,0		0,7		1,4
Alt.Energy (wind, solar, etc)		0,0		0,0		0,6		1,1
Market Neutral		0,0		0,0		1,1		2,2
Volatility		0,0		0,0		0,4		0,8
Currency Exposure (European investor perspective)								
EUR		92,4		85,0		78,8		72,6
USD		7,6		15,0		21,2		27,4

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.