

ECONOMIA & MERCADOS FINANCEIROS

Opinião Corporativa Mensal Andbank

Novembro 2018

*"As correções no
mercado de ações,
embora dolorosas
à época, são na
verdade uma parte
muito saudável de
todo o mecanismo
"(R. Chernow)"*

Opinião Corporativa

Novembro 2018

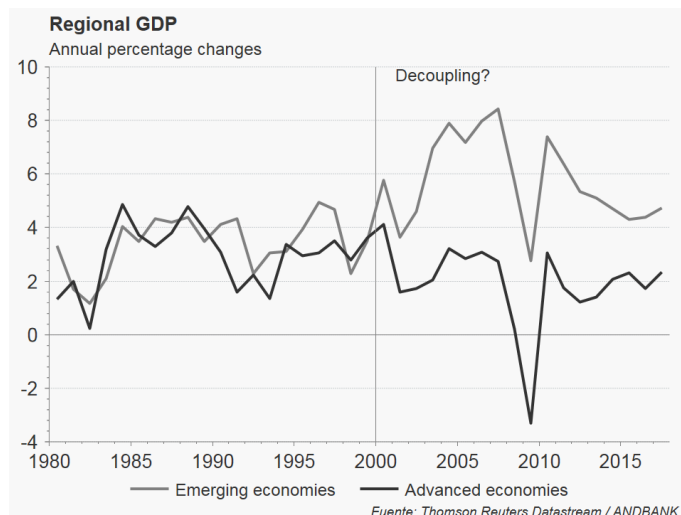
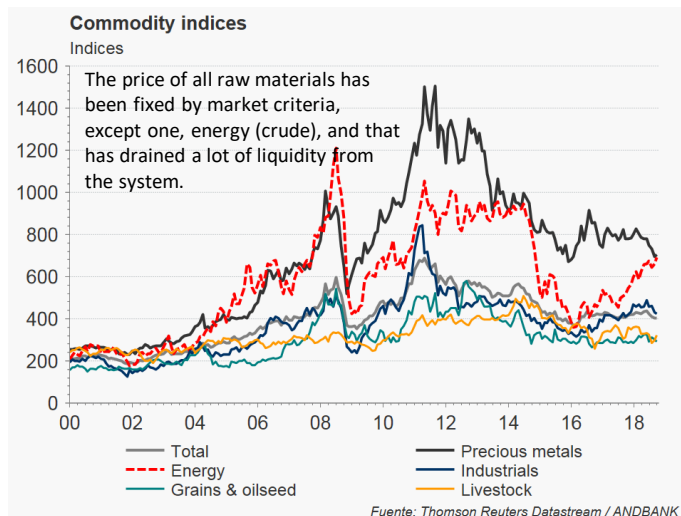
*Um guia para
navegar em uma
tempestade
financeira*



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

SUMÁRIO EXECUTIVO

GRÁFICOS DO MÊS



AÇÕES

Página 2

EQUITIES

Apesar de ainda estarmos no início da temporada de divulgação do terceiro trimestre e com 17% das empresas do S&P500 já divulgando seus resultados, observa-se que 87% excederam suas previsões, com média de ganhos de 21,3% de lucros e 7,4% de vendas. Não é incomum que os mercados permaneçam nervosos por algum tempo após um pico no VIX, mas apoiamos a visão de que o amplo mercado poderá se recuperar até o final do ano. Ainda consideramos que o S&P esteja sendo negociado a um valor justo, e damos preferência a Europa, Ibex, Japão e Índia.

FI

RENDA FIXA

Com o aumento de oito vezes das taxas de curto prazo pelo Fed neste ciclo, alguns questionam se outros aumentos irão prejudicar o crescimento econômico e os ativos de risco, tornando o título da UST 10Y um refúgio seguro. Não consideramos a trajetória atual do Fed uma ameaça iminente ao crescimento econômico e aos mercados. Aumentamos nosso nível de valor justo para o rendimento de 10Y UST para 3,25%, e deixamos o Bund em 0,8%. Em geral, continuamos cautelosos com a dívida periférica, que consideramos cara. Seguimos projetando retornos positivos para os títulos ME em moeda forte.



CRÉDITO CORPORATIVO

Observamos spreads mais amplos nos títulos corporativos europeus e norte-americanos ao longo do último mês, sem notícias do BCE, más notícias das frentes italiana e do Brexit e uma deterioração do sentimento dos investidores. As compras líquidas do CSPP do BCE demonstram estabilidade, mas dificilmente impedirão o alargamento estrutural do spread. Continuamos cautelosos em relação ao crédito denominado em euros, e fixamos nossas metas para os índices EUR IG e HY em 92 e 316 bps, respectivamente. Nossa perspectiva é mais neutra em relação ao crédito em USD, fixando nossas metas para o CDX IG e HY em USD a 60 e 400.



CÂMBIO

As posições compradas líquidas em dólar estenderam-se novamente, com posicionamento dos investidores mundiais em USD atingindo US\$ 28,46 bilhões, claramente acima das altas alcançadas em meados de agosto. Isso significa que há pouco espaço para uma depreciação maior da moeda estrangeira. De forma geral, damos preferência ao USD vs GBP e EUR. Tecnicamente (fluxos), preferimos o AUD (-2,25 sigmas abaixo da média observada nos últimos 3 anos vs USD), o BRL (-1,20 sigmas) e o JPY (-1,1 sigmas).



COMMODITIES

Há uma corrida para obtenção de licenças de perfuração no Colorado. Platts informa que as atividades de licenciamento de perfuração em todo o estado atingirá um nível recorde este ano, à medida que os produtores se preparam para a possível aprovação da Proposição 112 do estado. A produção de xisto nos EUA deve atingir níveis recordes em novembro. O preço fundamental justificável, em nossa opinião, estaria em torno de US\$ 50.



MACROECONOMIA

Página 3

EUA

O risco de recessão continua baixo

Ritmo da Atividade Econômica

O mercado de trabalho dos EUA continua gerando ganhos de emprego sólidos; a confiança dos empresários permanece em alta, enquanto a confiança das pequenas empresas estão nos maiores níveis de todos os tempos. Os gastos dos consumidores ainda são altos por conta do aumento nos salários, enquanto o investimento em negócios permanece sólido por conta das regras de depreciação favoráveis. O Now tracker, publicado pelo Federal Reserve Bank de Atlanta para o PIB do terceiro trimestre, estava em 3,8%. É provável que os incentivos fiscais continuem favoráveis durante grande parte de 2019, embora o forte crescimento e os apertados mercados de trabalho apontem para um aumento da inflação. O núcleo da inflação se estabilizou perto da meta de 2,0% do Fed, e esperamos que continue se movimentando lateralmente em uma faixa estreita. Os cronogramas de reembolso do Medicare indicam algumas desvantagens para os preços dos serviços de saúde, e um mercado imobiliário mais fraco deve conduzir a uma inflação imobiliária lateral. Estas são duas das maiores categorias do núcleo PCE, e devem manter a inflação global ancorada em torno de 2,0%. Dada a extensão da expansão atual - a segunda mais longa no período pós-Segunda Guerra Mundial, há preocupações em relação ao fim do ciclo. O crescimento mais robusto dos salários e o aumento da inflação levarão a um aperto contínuo na política, com o objetivo de alcançar uma desaceleração induzida pela mesma. No entanto, embora haja pouca dúvida sobre a maturidade da expansão econômica, os principais indicadores econômicos e financeiros que monitoramos ainda sugerem um risco baixo de recessão no curto prazo.

Fatores de Risco

O cessar-fogo comercial dos EUA com a Coreia, Japão, México / Canadá e a UE permite que os EUA mantenha foco total em sua "guerra" comercial contínua com a China. Ainda imaginamos que tanto a China quanto os EUA buscam uma longa batalha, até que ambos os lados sofram um impacto significativo e continuem considerando as tensões comerciais atuais como uma entre várias outras ameaças aos mercados financeiros.

Resultados Corporativos

No desânimo que paira sobre o mercado de ações deste mês, as maiores quedas ocorreram nas ações de tecnologia e estoques discricionários do consumidor que dominaram esse ciclo, ou de pequenas empresas que foram as maiores beneficiárias da reforma tributária e da política protecionista de Washington. Apesar de estarmos ainda no início da temporada de divulgação de resultados do terceiro trimestre, 17% das empresas S&P500 já divulgaram seus resultados; observa-se que 87% superaram suas previsões, com ganhos médios de 21,3% nos lucros e 7,4% nas vendas. Os indicadores econômicos, especialmente aqueles baseados em emprego, também reforçam o apetite pelas barganhas geradas pela liquidação. Acreditamos em uma possível recuperação no mercado até o final do ano, em direção ao nosso ponto de saída de 2.985 para o S&P500. Mais além observamos uma tendência de convergência das previsões de ganhos futuros começando a se normalizar. As margens podem ficar pressionadas à medida que os salários, as taxas de juros e os custos de energia continuem subindo, compensando os efeitos positivos dos cortes fiscais permanentes. Historicamente, investir em períodos de forte volatilidade normalmente traz retornos positivos nos meses subsequentes. No entanto, não é incomum que os mercados permaneçam nervosos por algum tempo após um pico no índice VIX. Deixamos nosso ponto médio para o S&P500 inalterado em 2.715, com ponto de saída em 2.985.

Mercados Financeiros

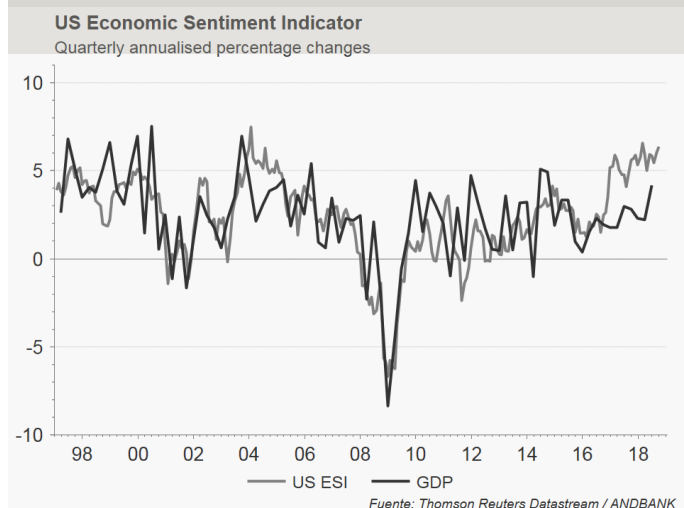
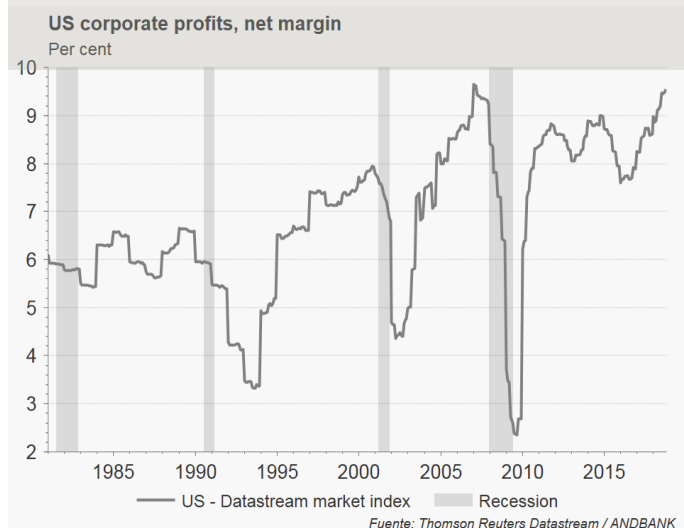
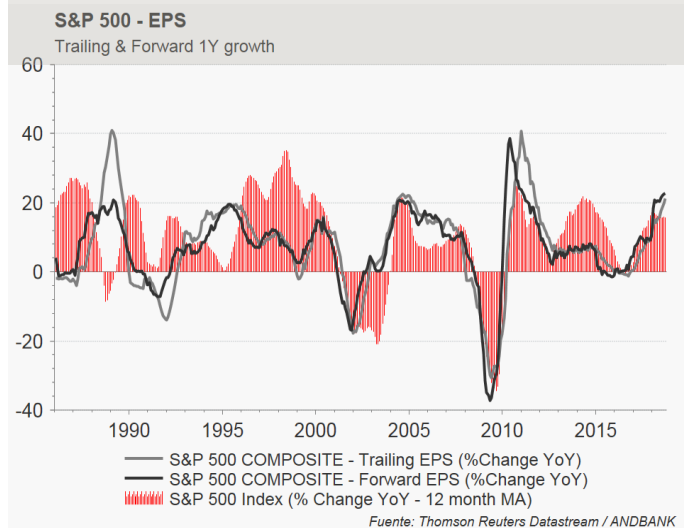
Ações – S&P: NEUTRO. Ponto central 2.715. Ponto de saída 2.985

Títulos – Títulos Governamentais NEGATIVO (rendimento alvo 10 Anos Tesouro Americano em 3,25%)

Novo! Crédito – CDX IG : NEUTRO (Spread Alvo 60)

Novo! Crédito– CDX HY: NEGATIVO (Spread Alvo 400)

Forex – Índice CDX : NEUTRO





MACROECONOMIA

Página 4

EUROPA

Itália: Imprevisível

Atividade

O macro cenário europeu permanece praticamente inalterado, com pessimismo na indústria e as melhores notícias provenientes do mercado de trabalho (revisão salarial para cima e queda na taxa de desemprego, por exemplo). Com o spread entre os levantamentos de fabricação europeus e norte-americanos perto do limite superior, não esperamos que essa diferença aumente como ocorreu nos últimos nove meses. Os números do IPC permanecem próximos aos níveis do mês passado: 2,1% para o IPC principal e 0,9% para o índice central. Apesar dos números, a mensagem positiva do BCE foi reforçada: “espera-se uma forte recuperação da inflação subjacente” decorrente da tendência altista dos salários.

O Funil do BCE

Na próxima reunião do BCE, o foco será a estratégia de reinvestimento: composição, prazo. Não há discussões cruciais sobre a primeira alta ou a trajetória da taxa. O consenso espera um aumento da taxa de depósitos em outubro de 2019, quando Draghi termina seu mandato, chegando a zero até o início de 2020, enquanto o mercado está precificando mais rapidamente (primeira alta até setembro). Se a inflação surpreender e subir, a “normalização” dos depósitos pode começar mais cedo.

Itália & Brexit: a “História Sem Fim”

A Itália tornou-se a principal fonte de risco, com as questões de orçamento e de déficit questionadas tanto interna quanto externamente. Esperamos que a CE rejeite o orçamento italiano, dando à Itália três semanas adicionais para revisar seus números e reapresentá-los. Eventualmente, a CE poderia desencadear um Procedimento de Déficit Excessivo (PDE) que levaria alguns meses e poderia culminar em uma multa para a Itália. As reações negativas no mercado poderiam ser mais convincentes do que as da CE, com os políticos italianos sinalizando uma mudança de metas caso o spread alcançasse 400 pb.

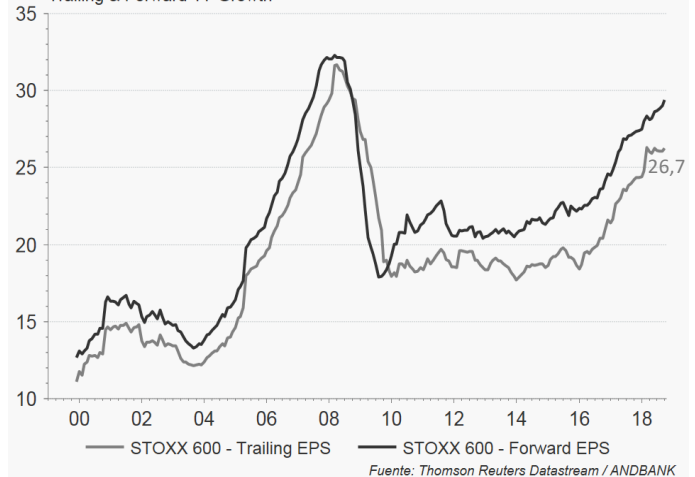
Quanto ao Brexit, nenhum outro passo foi dado na última Cúpula Europeia, embora a vontade de negociar permaneça sem um calendário explícito. Do lado positivo: um tom mais conciliatório de Macron, a “pressão” de Merkel para buscar soluções criativas e a opção de um período de transição mais longo além de dezembro de 2020. Do lado negativo, “nenhum progresso” foi feito em relação ao principal ponto de discórdia da fronteira irlandesa, e May depende do apoio do Partido Unionista Democrático (DUP) da Irlanda do Norte. Mais respostas do que perguntas sobre o Brexit: um acordo final será cumprido? Em caso afirmativo, ele será aprovado pelo parlamento britânico? Ou será convocado um segundo referendo ou convocadas novas eleições? Não há nenhuma solução simples à vista: um acordo ao estilo norueguês não satisfaria os Brexiteiros, e uma solução estilo Canadá não evitaria uma rígida fronteira irlandesa. Um sindicato aduaneiro temporário poderia funcionar? Embora não incontroverso (o Reino Unido não poderia celebrar novos tratados comerciais com terceiros), ele criaria mais espaço para respirar e evitaria uma fronteira difícil.

Mercados Financeiros

Ações – Stoxx Europe: POSITIVO. Ponto central 372. Ponto de Saída 400
Ações – Euro Stoxx: POSITIVO. Ponto central 380. Ponto de saída 420
Títulos – Títulos governamentais: NEGATIVO (rendimento alvo do Bund 0,80%)
Títulos – Periféricos : NEGATIVO (SP 1,60%, IT 3,5%, PO 2,2%)
Crédito – Itraxx Europe (IG): NEGATIVO (Spread alvo 92)
Crédito – Itraxx Europe (HY) : NEUTR-NEGAT (Spread alvo 316)
Forex – EUR/USD: ST NEUTRO / LT NEGAT (1.15)

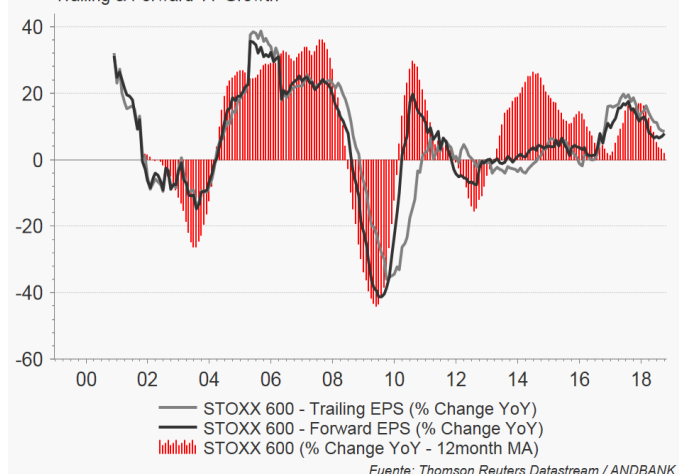
STOXX 600 - EPS

Trailing & Forward 1Y Growth



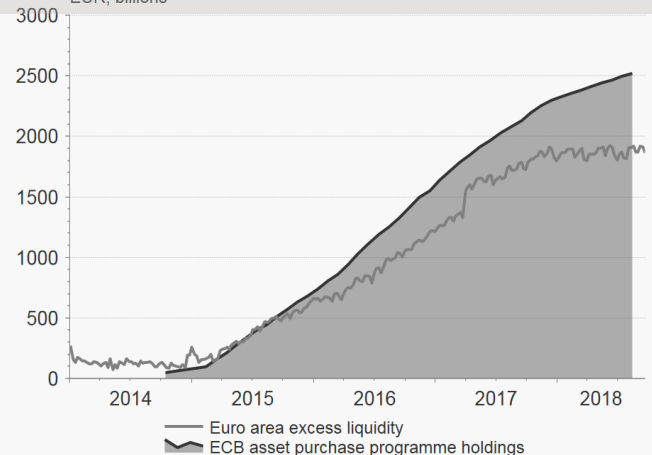
STOXX 600 - EPS

Trailing & Forward 1Y Growth



ECB excess liquidity

EUR, billions





MACROECONOMIA

Página 7

CHINA

A Revolução fiscal mais significativa em 38 anos, combinada à flexibilização monetária

A nova lei IIT representa uma redução significativa na carga tributária

O limite de isenção de imposto de renda está sendo elevado para 36.000 renmibi (de 18.000 renmibi). A alíquota de imposto de renda de 20% só será aplicada a partir do limite de 144.000 renmibi (ao invés de 54.000 renmibi como anteriormente). A alíquota de 25% será aplicada a partir do limite de 300.000 renmibi (acima do limite de 108.000 renmibi). A dedução básica padrão deve ser elevada de 3.500 iuanes / mês para 5.000 iuanes / mês. Uma proposta mais relevante é a introdução de itens dedutíveis adicionais específicos, que incluem não apenas as despesas relacionadas à educação dos dependentes e doenças graves, mas também deduções relativas a educação continuada, custos de moradia tais como juros hipotecários ou despesas de aluguel (os valores dedutíveis ainda serão liberados). Espera-se que a nova lei IIT seja implementada em duas fases. Na fase 1, com vigência a partir de 1º de outubro de 2018, a nova tabela de impostos seria implementada para renda de emprego tributável e renda derivada de operações de produção e negócios por domicílios industriais e comerciais individuais. A emenda geral entraria em vigor a partir de 1º de janeiro de 2019 (fase 2).

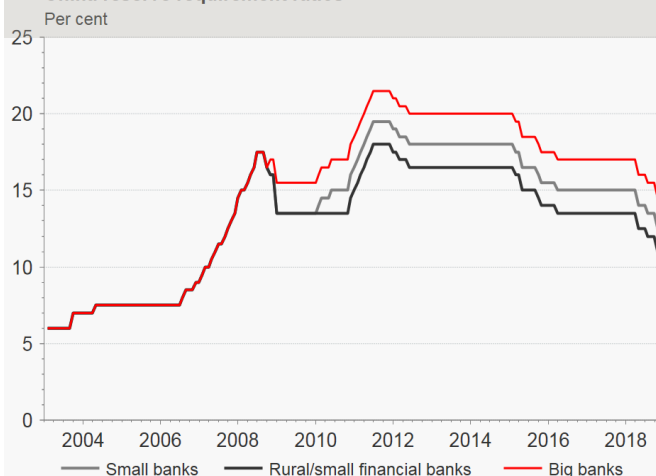
A China também está intensificando sua flexibilização monetária

No domingo, o Banco Popular da China anunciou que a partir de 15 de outubro reduzirá o índice de exigência de reserva (RRR) para os bancos em 100 pb (após os cortes em abril e junho). Os grandes bancos estatais terão um RRR de 14,5% (de 15,5%), e para os bancos menores o RRR será de 12,5%. A medida injetará uma quantia bruta de RMB1,2 tn no sistema financeiro (RMB 750 bilhões em termos líquidos, uma vez que uma parte dessa injeção de liquidez será usada para pagar a linha de financiamento devida em 15 de outubro). Essa injeção é maior do que as duas injeções anteriores, o que significa que as autoridades de Pequim estão acelerando o ritmo de estímulo monetário, provavelmente porque já sentem a pressão das medidas comerciais de Donald Trump. Esta medida visa reduzir os custos de financiamento bancário e de financiamento das empresas (aumentando a liquidez bancária). As reservas estrangeiras não estão mais crescendo (e elevando o balanço do PBOC para alimentar novas injeções no sistema). Como resultado, o PBOC tem apenas uma forma de aumentar a liquidez: reduzir periodicamente o RRR a fim de manter o excesso de liquidez no sistema e evitar uma alta nas taxas interbancárias. O lado negativo do corte no RRR (em um momento em que o Fed está pressionando as taxas) é que o PBOC apresentará uma maior volatilidade na taxa de câmbio. O corte do RRR não tem grandes consequências direcionais, mas um dos objetivos é apoiar os bancos, e consequentemente o mercado acionário chinês. Do ponto de vista da lucratividade dos bancos, os cortes no RRR são preferíveis às injeções de liquidez por meio de linhas de financiamento do PBOC. A escala de flexibilização monetária de Pequim é mais modesta se comparada ao último ciclo de flexibilização (2014-2015), quando o PBOC reduziu as taxas de juros de referência em 125 pb em apenas 12 meses. Se houver um acirramento da guerra comercial, Pequim aplicará políticas mais favoráveis. A combinação de cortes no RRR, redução das taxas interbancárias, aumento dos empréstimos bancários, aceleração das emissões de títulos governamentais locais e cortes potenciais nas taxas de referência ajudarão a manter o crescimento do crédito estável, em torno de 10% a 12% ano-a-ano, mantendo o ritmo de atividade atual.

Mercados Financeiros

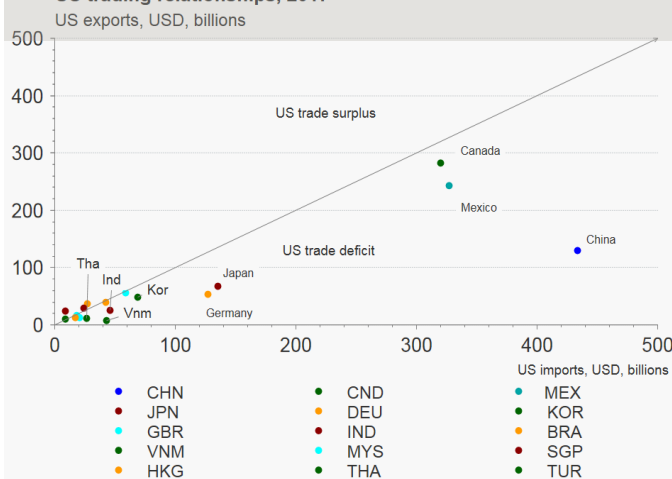
Ações – Índice SHANGHAI: NEUTRO (ponto central 2.729)
Ações – Índice SHENZHEN: POSITIVO (ponto central 1.385)
Títulos – Títulos Governamentais: POSITIVO (rendimento alvo 3,25%)
Forex – CNY/USD: NEGATIVO (alvo 7,00)

China reserve requirement ratios



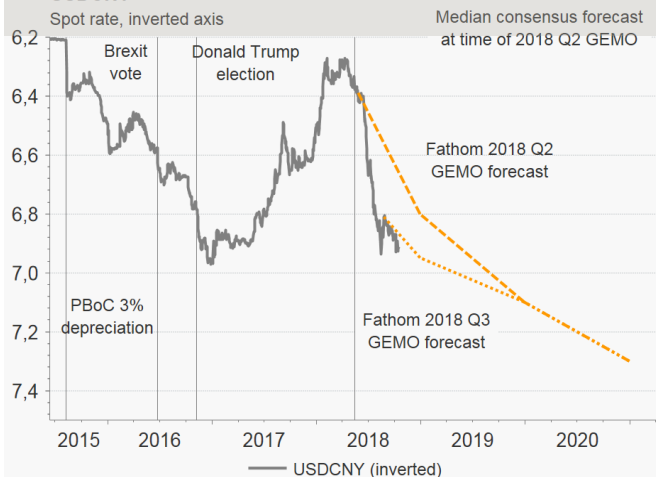
Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

US trading relationships, 2017



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

USDCNY



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK



MACROECONOMIA

Página 10

BRAZIL

Eleições: o ato final

Política. Bolsonaro provavelmente será eleito president

Uma vez confirmada a vitória de Bolsonaro, a atenção do mercado se voltará para a composição de sua equipe econômica e para os primeiros sinais de como será a relação entre o Executivo e o Congresso. A equipe de Bolsonaro sinalizou que poderiam manter alguns membros da atual equipe econômica. Na frente do Congresso, o cenário é mais nublado. O Congresso passou por uma renovação considerável. Um grande número de parlamentares eleitos estará lá pela primeira vez, o que aumenta a incerteza sobre como o apoio do governo vai se desenrolar. Por outro lado, o PSL (partido de Bolsonaro) cresceu substancialmente de 8 para 52 membros eleitos: atrás apenas do PT, com 56 membros. O MDB (Partido de Michel Temer) e o PSDB foram os principais perdedores nesta eleição para o Congresso.

Economia: Melhores dados de curto prazo

O IBC-Br (índice de atividade econômica calculado pelo banco central) registrou alta de 0,47% em agosto - acima das expectativas do mercado (mediana de 0,25%). A indústria e os serviços foram grandes contribuintes, assim como melhores safras agrícolas (especialmente café). A taxa de empregos líquida também surpreendeu positivamente em setembro, chegando a 137.300 novos empregos (líquidos). A inflação, por outro lado, ficou em 0,48% em setembro (4,53% ano-a-ano, na meta central). No âmbito da política monetária, o banco central manteve a taxa Selic em 6,50%, como esperado pelos players do mercado.

Uma rápida avaliação da situação do mercado financeiro

A recuperação econômica e as taxas de juros mais baixas deverão impulsionar os resultados das empresas. A dinâmica da dívida pública de longo prazo dependerá das reformas implementadas pelo novo governo. Consideramos as intenções iniciais como suporte de crédito para os instrumentos de dívida do Brasil. A curto prazo, o rendimento dos títulos provavelmente permanecerá estável. Porém, acreditamos que o rendimento dos títulos de dez anos locais poderia cair para 10% até o final do ano, com o bônus em dólar fixado em 5,5%. Continuamos neutros no BRL. Apesar da considerável incerteza política, observaremos o BRL sendo negociado a BRL 3,80 / USD no curto prazo.

Mercados Financeiros

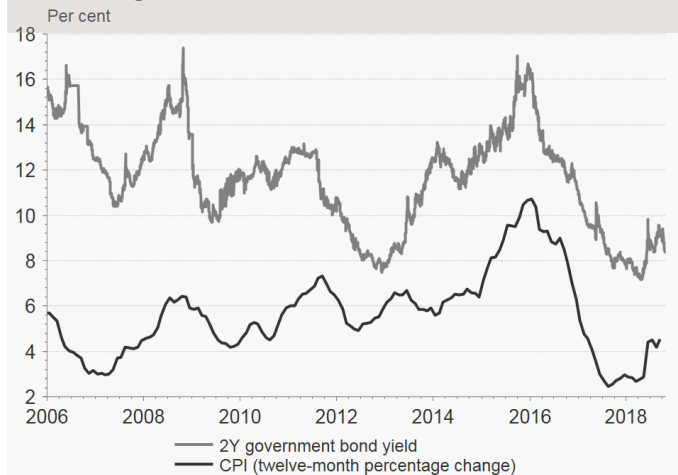
Ações – IBOVESPA: NEUT-POSIT (Alvo 87.000). Saída 91.300

Títulos – Títulos Governamentais. Local: POSITIVO (rendimento alvo 10%)

Títulos – Títulos Governamentais. USD: POSITIVO (rendimento alvo 5,50%. Spread 330bp)

FX – BRL/USD: POSITIVO (alvo médio prazo 3,80)

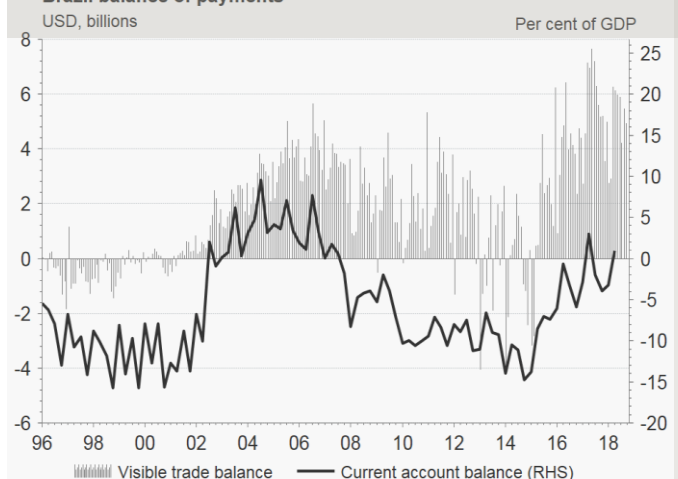
Brazil 2Y government bond & CPI



BRICS PES



Brazil balance of payments



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	E[Perf] to Exit point
USA S&P 500	5,6%	1.301	12,17%	158,3	18,8%	19,81	16,68	17,15	2.640	2.715	2,8%	2.987	13,1%
Europe - Stoxx I	5,2%	313	8,19%	25,7	6,6%	14,51	13,61	14,50	349	372	6,5%	398	14,0%
Euro Zone - Eur	5,2%	367	7,15%	26,2	6,4%	13,88	13,05	14,50	342	380	11,2%	418	22,3%
Spain IBEX 35	5,0%	7.834	8,80%	689	1,0%	12,67	12,55	14,00	8.650	9.651	11,6%	10.617	22,7%
Mexico IPC GRUPO	7,2%	35.891	8,03%	2.881	5,7%	16,79	15,89	16,00	45.776	46.101	0,7%	49.098	7,3%
Brazil BOVESPA	7,2%	56.514	10,26%	5.798	11,6%	16,13	14,46	15,00	83.845	86.963	3,7%	91.311	8,9%
Japan NIKKEI 225	5,0%	21.087	5,92%	1.248	6,5%	18,16	17,05	18,50	21.269	23.080	8,5%	25.388	19,4%
China SSE Composite	7,1%	2.831	8,77%	248	7,5%	11,26	10,47	11,00	2.599	2.729	5,0%	3.002	15,5%
China Shenzhen	7,3%	968	8,67%	84	9,3%	16,82	15,38	16,50	1.291	1.384	7,3%	1.523	18,0%
India SENSEX	9,2%	15.530	10,66%	1.656	8,13%	21,78	20,14	21,00	33.349	34.772	4,3%	38.249	14,7%
MSCI EM ASIA (excl. Japão)	6,8%	454	9,59%	44	8,8%	11,83	10,87	11,50	473	501	5,8%	551	16,4%

UPWARD REVISION

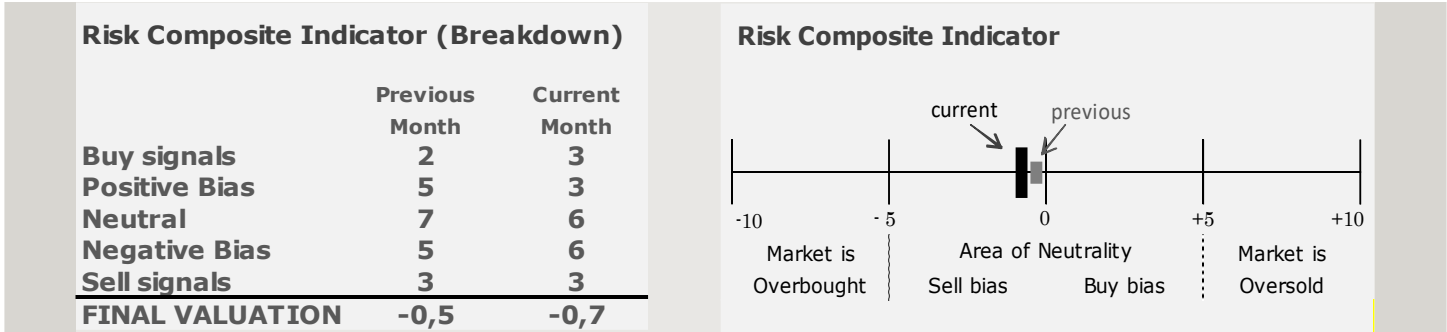
DOWNWARD REVISION

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 baixou de -0,7 para -0,5 (em uma faixa de -10/+10), estabelecendo-se em uma área que sugere que o mercado acionário não está excessivamente aquecido e permanece em território neutro (em termos de flow stress), 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 Suporte em 2.676. Resistência em 2.939	EURUSD: MOVIMENTO LATERAL Suporte em 1.129. Resistência em 1.185
STOXX600: MOVIMENTO LATERAL Suporte em 351. Resistência em 386	Óleo (WTI): MOVIMENTO LATERAL-POSITIVO Suporte em 66,90. Resistência em 76,96
EUROSTOXX50: MOVIMENTO LATERAL Suporte em 3.156. Resistência em 3.453	Ouro: MOVIMENTO LATERAL-POSITIVO Suporte em 1.180. Resistência em 1.265
IBEX: NEGATIVO Suporte em 8.500. Resistência em 9.665	MOVIMENTO LATERAL-POSITIVO Suporte em 3,00%. Resistência em 3,22%.



RENDA FIXA - GOVERNOS

Página 13

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 +9bps (de +5bps no mês passado). Para que esse spread se normalize em +5bps, com a taxa de swap ancorada na área de 2,5% (expectativa de inflação de longo prazo), o rendimento do Tesouro dos EUA/10 anos deve deslocar -se para 2,45%.

Declive: A inclinação da curva de rendimento dos EUA permaneceu estável em 28bps (de 26bps). Com o curto prazo normalizando-se em torno de 2,50% (atualmente em 2,87%), para atingir a inclinação, 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 60bps (de 54bps no mês passado). Para que esse spread se normalize em 36bps, com a taxa de swap ancorada na área de 1,40% (hoje em 0,99%), o rendimento do Bund deveria aumentar para 1,04% (ponto de entrada).

Declive: A inclinação da curva de rendimento do EUR permaneceu estável em 99bps (de 98bps no mês passado). Com o curto prazo normalizando-se em torno da área de -0,50% (hoje em -0,59%), 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 16bps (para que esse spread se normalize em 12bps, com a taxa de swap ancorada na área de 2% (hoje em 1,6%), o Gilt inglês/10 anos deve passar para 1,88%.

Declive : Com a inclinação de 2 anos normalizada em 1,5%, para atingir a inclinação média a 1,65%, o Gilt inglês/10 anos deve passar para 3,15%.

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

TÍTULOS PERIFÉRICOS EUROPEUS

Alvos Fundamentais – rendimentos de 10 anos

Bono espanhol: rendimento alvo em 1,60%

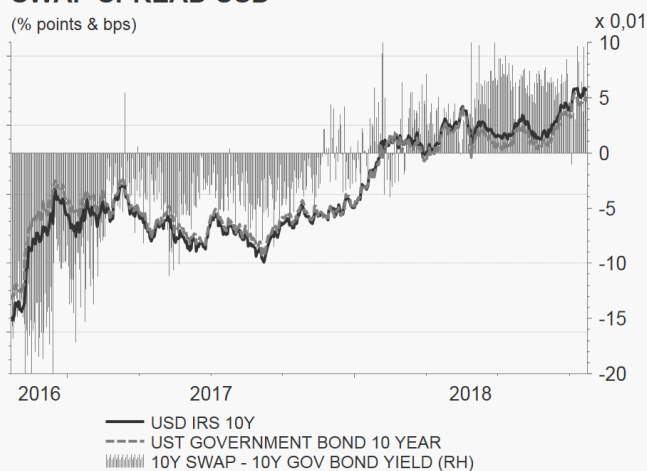
NOVO! Títulos italianos BTP: rendimento alvo em 3,50%

Títulos gov. portugueses: rendimento alvo em 2,20%

Títulos gov. irlandeses: rendimento alvo em 1,10%

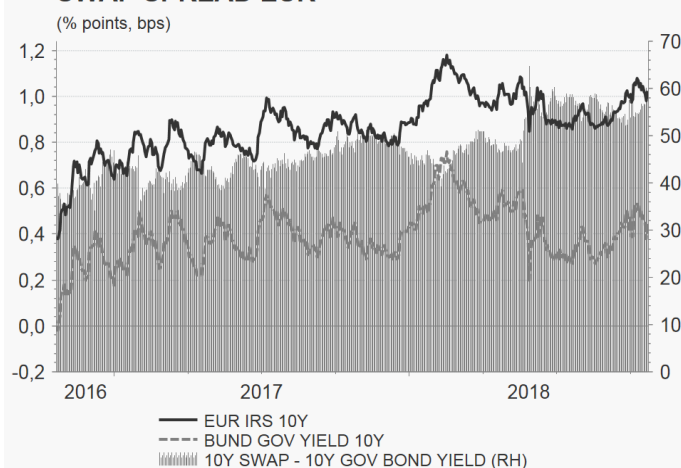
Títulos gov. gregos: rendimento alvo em 4,50%

SWAP SPREAD USD



Fuente: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting

SWAP SPREAD EUR



Fuente: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting

OBRIGAÇÕES DE MERCADOS EMERGENTES

Metas Fundamentais

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

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

		10 Year Yield Nominal	CPI (y/y) Last reading	10 Year Yield Real	Projected change in Yield	Target Yield
EM ASIA	Indonesia	8,58%	2,88%	5,70%	-1,00%	7,58%
	India	7,87%	3,75%	4,12%	-1,00%	6,87%
	Philippines	8,05%	6,70%	1,35%	-0,50%	7,55%
	China	3,53%	2,50%	1,03%	-0,50%	3,03%
	Malaysia	4,15%	0,19%	3,96%	-1,00%	3,15%
	Thailand	2,73%	1,37%	1,36%	-0,50%	2,23%
	Singapore	2,49%	0,74%	1,75%	-0,50%	1,99%
	South Korea	2,16%	1,96%	0,20%	0,00%	2,16%
	Taiwan	0,87%	1,76%	-0,89%	1,00%	1,87%
EME	Turkey	17,34%	24,52%	-7,18%	1,00%	18,34%
	Russian Fed	8,63%	3,40%	5,23%	-1,00%	7,63%
LATAM	Brazil	10,50%	3,97%	6,53%	-1,00%	9,50%
	Mexico	8,34%	5,07%	3,27%	-1,00%	7,34%
	Colombia	7,17%	3,23%	3,94%	-1,00%	6,17%
	Peru	6,09%	1,20%	4,89%	-1,00%	5,09%



CÂMBIO

Página 16

TAXAS DE CÂMBIO Alvos Fundamentais

EURUSD: : Forte resistência em 1.185 // 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\$ 28,46 bilhões, claramente acima das altas alcançadas em meados de agosto, que foram as maiores desde janeiro de 2017. O aumento das posições em dólar tem sido significativo nos últimos meses, com o atual posicionamento representando +1.46 sigma abaixo da média observada nos últimos 3 anos vs USD (vs +1,15 no mês passado). Atualmente, o mercado de futuros global detém US\$ 0.9 bilhões em novas posições compradas por semana (de US\$ 2,5 bilhões no mês passado). **Perspectiva: Análise de Fluxo:** com um posicionamento global de +1.46 sigma, o dólar parece supercomprado em relação a todas as outras moedas, exceto o EUR. Nossa **análise técnica** no Comitê de Investimento indicou três coisas muito importantes: (1) O EUR/USD continua enfrentando uma resistência muito forte em 1.185 e uma resistência de longo prazo de 1,26; (2) esse último nível de resistência deve se manter, e não acreditamos que o euro irá ultrapassá-lo; e (3) o EURUSD deve, portanto, estar voltando para a faixa de longo prazo novamente: inicialmente para 1,15 e em seguida para 1,03. Nossa **discussão mais fundamental** adere à nossa visão estrutural de movimento negativo do euro.

USDJPY: Alvo 111,2; **EURJPY:** Alvo 127,8

Smart Estimates (os analistas que historicamente mostraram os melhores resultados) fixam o alvo para 2019 para USDJPY em 108,4 (abaixo de nossa previsão de 111,2). Em nossa opinião, apesar do preço baixo em REER versus o USD, diversos aspectos sugerem que JPY não deve subir muito mais: (1) Os rendimentos reais são mais baixos nos JGBs, e com o 10Y JGB controlado a 0,10% há poucas perspectivas de aumento nos rendimentos reais japoneses; (2) Nós minimizamos a opção de redução após o BoJ ter reiterado que pretende adotar sua política monetária super-frouxa no mínimo até atingir o alvo de inflação de 2% (inatingível no curto prazo); (4) Enquanto isso, o Fed deve continuar elevando as taxas, o que por sua vez elevará os rendimentos reais em USD; e (5) A perspectiva de redução no balanço do Fed (retirando liquidez) torna o USD mais atraente (ou o JPY menos apelativo).

GBPUSD: Alvo 1,35; **EURGBP:** Alvo 0,85

USDCHE: Alvo 0,99; **EURCHF:** Alvo 1,14

USDMXN: Alvo 19,15; **EURMXN:** Alvo 22,00

USDBRL: Alvo 40

RUB: POSITIVO

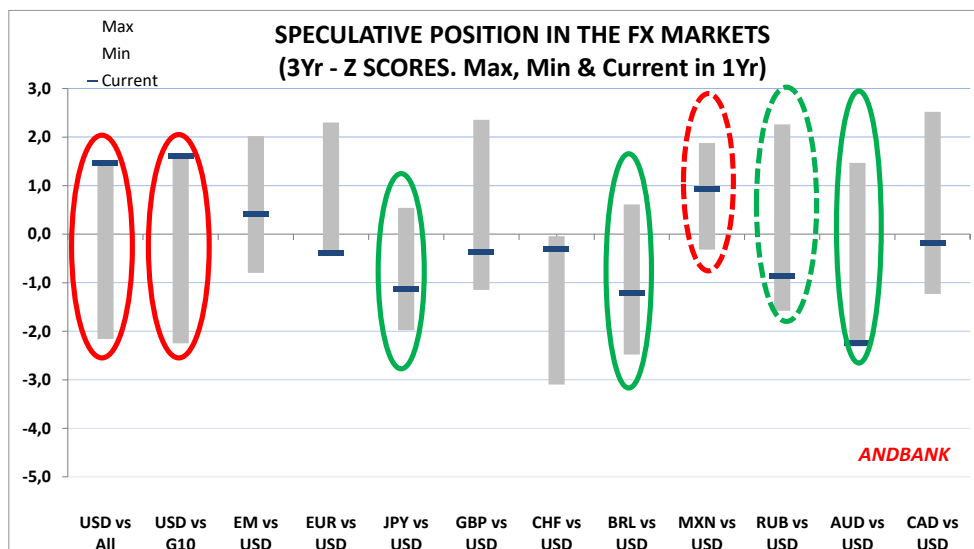
AUD: POSITIVO

CAD: POSITIVO

CNY: Alvo 7,00

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	28,46	0,02	28,5	-28,2	-0,6	1,46
USD vs G10	29,97	-0,01	30,0	-25,4	0,8	1,62
EM	1,52	-0,03	3,8	-0,8	1,6	0,42
EUR	-4,25	-1,93	23,4	-4,2	12,0	-0,39
JPY	-11,21	1,55	0,6	-15,0	-7,5	-1,13
GBP	-4,15	0,82	4,3	-6,5	-0,5	-0,36
CHF	-2,09	-0,47	0,0	-6,0	-3,2	-0,30
BRL	-0,42	0,09	0,6	-0,8	-0,3	-1,21
MXN	1,83	-0,13	2,8	-0,5	1,4	0,92
RUB	0,11	0,01	1,2	-0,2	0,5	-0,86
AUD	-5,10	0,10	4,5	-5,2	-0,9	-2,25
CAD	-0,85	0,09	5,7	-4,0	-0,1	-0,19

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 26/10/2018	Central Point (Fundam range)	Exp. Perf. To Central Point
Equity	USA - S&P 500	-9,4%	1,2%	2.640	2715	2,8%
	Europe - Stoxx Europe 600	-8,8%	-8,8%	349	372	6,5%
	Euro Zone - Euro Stoxx	-9,6%	-9,6%	342	380	11,1%
	SPAIN - IBEX 35	-7,9%	-12,5%	8.650	9.651	11,6%
	MEXICO - MXSE IPC	-7,5%	-6,2%	45.776	46.101	0,7%
	BRAZIL - BOVESPA	5,7%	10,1%	83.845	86.963	3,7%
	JAPAN - NIKKEI 225	-11,2%	-6,9%	21.269	23080	8,5%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	-7,9%	-21,4%	2.599	2729	5,0%
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	-10,5%	-32,0%	1.291	1384	7,3%
	INDIA - SENSEX	-7,9%	-2,1%	33.349	34.772	4,3%
	MSCI EM ASIA (in USD)	-11,9%	-19,4%	473	501	5,8%
Fixed Income Core countries	US Treasury 10 year Govie	0,2%	-3,3%	3,07	3,25	-0,9%
	UK 10 year Gilt	1,7%	-0,5%	1,37	2,00	-4,8%
	German 10 year BUND	1,1%	1,0%	0,34	0,80	-3,6%
	Japanese 10 year Govie	0,1%	-0,5%	0,10	0,10	0,0%
Fixed Income Peripheral	Spain - 10yr Gov bond	-0,4%	1,2%	1,55	1,60	-0,1%
	Italy - 10yr Gov bond	-2,3%	-10,0%	3,45	3,50	0,2%
	Portugal - 10yr Gov bond	-0,1%	1,5%	1,90	2,20	-2,0%
	Ireland - 10yr Gov bond	0,5%	-1,7%	0,92	1,00	-0,4%
	Greece - 10yr Gov bond	-1,0%	1,8%	4,23	4,50	-1,4%
Fixed Income Credit	Credit EUR IG-Itraxx Europe	-0,2%	-0,7%	75,08	92	-1,8%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	-0,6%	-0,9%	307,71	316	-1,1%
	Credit USD IG - CDX IG	0,0%	1,6%	69,40	60	0,4%
	Credit USD HY - CDX HY	-1,0%	2,0%	380,19	403	0,0%
Fixed Income EM Europe (Loc)	Turkey - 10yr Gov bond	0,3%	-38,4%	17,34	16,00	28,1%
	Russia - 10yr Gov bond	-0,4%	-2,2%	8,63	7,70	16,1%
Fixed Income Asia (Local currency)	Indonesia - 10yr Gov bond	-3,1%	-13,4%	8,58	7,25	19,2%
	India - 10yr Gov bond	1,8%	1,6%	7,87	7,00	14,8%
	Philippines - 10yr Gov bond	-5,5%	-19,2%	8,05	7,00	16,4%
	China - 10yr Gov bond	0,8%	5,6%	3,53	3,25	5,8%
	Malaysia - 10yr Gov bond	-0,4%	1,4%	4,15	3,25	11,3%
	Thailand - 10yr Gov bond	-0,8%	-1,8%	2,73	2,00	8,6%
	Singapore - 10yr Gov bond	0,2%	-2,4%	2,49	2,00	6,4%
	South Korea - 10yr Gov bond	1,1%	3,8%	2,16	2,25	1,4%
	Taiwan - 10yr Gov bond	0,1%	1,3%	0,87	1,75	-6,2%
Fixed Income Latam	Mexico - 10yr Govie (Loc)	-2,7%	1,4%	8,32	8,25	8,9%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	-2,3%	-6,0%	4,79	4,65	5,9%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	10,6%	7,4%	10,38	10,00	13,4%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	2,2%	-4,1%	5,75	5,50	7,8%
	Argentina - 10yr Govie (USD)	-6,6%	-31,5%	10,32	8,75	22,9%
Commodities	Oil (WTI)	-8,8%	10,5%	66,8	50,00	-25,1%
	GOLD	4,1%	-4,8%	1.240,0	1.100	-11,3%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	-2,0%	-5,2%	1,138	1,15	1,1%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	-1,6%	-5,2%	1,28	1,35	5,3%
	EURGBP (price of 1 EUR)	-0,3%	-0,1%	0,89	0,85	-4,0%
	USDCHF (price of 1 USD)	1,7%	2,5%	1,00	0,99	-1,1%
	EURCHF (price of 1 EUR)	-0,3%	-2,8%	1,14	1,14	0,0%
	USDJPY (price of 1 USD)	-1,9%	-1,0%	111,56	111,20	-0,3%
	EURJPY (price of 1 EUR)	-3,8%	-6,1%	126,94	127,88	0,7%
	USDMXN (price of 1 USD)	4,2%	-0,8%	19,50	19,15	-1,8%
	EURMXN (price of 1 EUR)	2,2%	-5,9%	22,19	22,02	-0,7%
	USDBRL (price of 1 USD)	-9,0%	11,2%	3,68	3,80	3,2%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-10,8%	5,4%	4,19	4,37	4,3%
	USDARS (price of 1 USD)	-11,1%	97,3%	36,68	40,00	9,1%
	USDINR (price of 1 USD)	1,3%	15,1%	73,46	73,00	-0,6%
	CNY (price of 1 USD)	1,1%	6,8%	6,95	7,00	0,8%

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

UPWARD REVISION

DOWNWARD REVISION



ALOCÇÃO DE ATIVOS

Página 18

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

	Conservative		Moderate		Balanced		Growth	
Asset Class	Strategic (%)	Tactical (%)	Strategic (%)	Tactical (%)	Strategic (%)	Tactical (%)	Strategic (%)	Tactical (%)
Cash	15,0	20,2	10,0	14,8	5,0	9,6	5,0	5,5
Short-Term debt & MM instrument	25,0	31,8	15,0	21,0	5,0	9,1	0,0	2,7
Fixed Income Long-Term - OECD	30,0	24,0	20,0	16,0	15,0	12,0	5,0	4,0
US Gov & Municipals & Agencies		19,2		12,8		9,6		3,2
EU Gov & Municipals & Agencies		1,2		0,8		0,6		0,2
European Peripheral Risk		3,6		2,4		1,8		0,6
Credit (OECD)	20,0	14,0	20,0	14,0	15,0	10,5	5,0	3,5
Investment Grade USD		9,1		9,1		6,8		2,3
High Yield Grade USD		2,1		2,1		1,6		0,5
Investment Grade EUR		1,4		1,4		1,1		0,4
High Yield Grade EUR		1,4		1,4		1,1		0,4
Fixed Income Emerging Markets	5,0	5,0	7,5	7,5	10,0	10,0	15,0	15,0
Latam Sovereign		1,5		2,3		3,0		4,5
Latam Credit		1,3		1,9		2,5		3,8
Asia Sovereign		1,5		2,3		3,0		4,5
Asia Credit		0,8		1,1		1,5		2,3
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		2,0		8,0		13,0		20,0
Japan Equity		1,3		5,0		8,1		12,5
Equity Emerging	0,0	0,0	5,0	5,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Asian Equity		0,0		2,8		5,5		5,5
Latam Equity		0,0		2,3		4,5		4,5
Commodities	0,0	0,0	2,5	1,6	5,0	3,3	5,0	3,3
Energy		0,0		0,2		0,5		0,5
Minerals & Metals		0,0		0,3		0,7		0,7
Precious		0,0		0,7		1,3		1,3
Agriculture		0,0		0,4		0,8		0,8
Alternative Investments	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	3,0	5,0	6,0
REITs		0,0		0,0		0,8		1,5
Alt.Energy (wind, solar, etc)		0,0		0,0		0,8		1,5
Market Neutral		0,0		0,0		1,1		2,1
Volatility		0,0		0,0		0,5		0,9
Currency Exposure (European investor perspective)								
EUR		94,2		88,0		83,2		78,0
USD		5,8		12,0		16,8		22,0

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 CONTRIBUIÇÕES

Página 19

Together
Everyone
Achieves
More



Giuseppe Mazzeo
US Rates & Equity
+1 786 471 2426



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



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



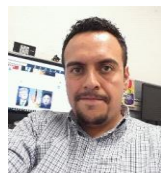
Andrés Pomar
Global Flow & Positioning
+352 26193925



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



Andrés Davila
Central America & Venezuela
+507 2975800



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



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



Gabriel Lopes
Brazil Bonds and Equity
+55 11 3095 7075



Carlos Hernández
Global Technical Analysis
+376 873 381



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



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

LEGAL DISCLAIMER

All notes and sections in this document have been prepared by the team of financial analysts at ANDBANK. The opinions stated herein are based on a combined assessment of studies and reports drawn up by third parties. These reports contain technical and subjective assessments of data and relevant economic and sociopolitical factors, from which ANDBANK analysts extract, evaluate and summarize the most objective information, agree on a consensual basis and produce reasonable opinions on the questions analyzed herein.

The opinions and estimates contained herein are based on market events and conditions occurring up until the date of the document's publication and cannot therefore be decisive in evaluating events after the document's publication date.

ANDBANK may hold views and opinions on financial assets that may differ partially or totally from the market consensus. The market indices have been selected according to those unique and exclusive criteria that ANDBANK considers to be most suitable. ANDBANK does not guarantee in any way that the forecasts and facts contained herein will be confirmed and expressly warns that past performance is no guide to future performance, that investments analyzed could be unsuitable for all investors, that investments can vary over time regarding their value and price, and that changes in the interest rate or forex rate are factors which could alter the accuracy of the opinions expressed herein.

This document cannot be considered in any way as a selling proposition or offer of the products or financial assets mentioned herein, and all the information included is provided for illustrative purposes only and cannot be considered as the only factor in the decision to make a certain investment.

There are also additional major factors influencing this decision that are not analyzed in this document, including the investor's risk profile, financial expertise and experience, financial situation, investment time horizon and the liquidity of the investment.

As a consequence, the investor is responsible for seeking and obtaining the appropriate financial advice to help him assess the risks, costs and other characteristics of the investment that he is willing to undertake.

ANDBANK expressly disclaims any liability for the accuracy and completeness of the evaluations mentioned herein or for any mistakes or omissions which might occur during the publishing process of this document. Neither ANDBANK nor the author of this document shall be responsible for any losses that investors may incur, either directly or indirectly, arising from any investment made based on information contained herein.

The information and opinions contained herein are subject to change without notice.