

ECONOMIA & MERCADOS FINANCEIROS

ANDBANK /
Private Bankers

Opinião Corporativa Mensal Andbank

Outubro 2018



Opinião
Corporativa
Outubro 2018

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

SUMÁRIO EXECUTIVO

GRÁFICOS DO MÊS



Página 2

EQUITIES

AÇÕES

O crescimento dos lucros no 2T foi forte e amplo. Esperamos que o crescimento dos lucros ano a ano atinja seu pico no 3T, uma vez que as comparações com o 4T parecem muito difíceis. Com a persistência das tensões tarifárias e das eleições intercalares, esperamos que os mercados continuem voláteis. As condições financeiras permanecem mais apertadas do que a maioria dos investidores avaliaram nos EUA e, até obtermos alívio nessa frente de ação mais conciliadora do Fed, ou um dólar mais fraco, esperamos que os mercados de risco globais permaneçam desafiadores. Consideramos que o S&P está em território caro. Damos preferência aos indicadores da Europa, Ibex, Brasil e Índia.

FI

RENDA FIXA

A alta nos rendimentos dos títulos americanos não está ecoando no exterior, com os rendimentos dos principais títulos governamentais externos divergindo do UST e contribuindo para um fortalecimento do dólar (exceto em relação ao euro). Mantemos inalterado nosso nível de valor justo para o rendimento dos títulos do Tesouro do Governo Americano de dez anos (10Y UST) em 3,2% e em 0,8% para o Bund. Em geral, permanecemos cautelosos em relação à dívida periférica, que consideramos alta, oferecendo retornos potenciais negativos (exceto para o título italiano, embora, para esse título, a relação risco-retorno permaneça pouco atrativa). Continuamos projetando retornos positivos para os títulos do ME em moeda forte.



CRÉDITO CORPORATIVO

A volatilidade dos spreads com grau de investimento no mercado de títulos corporativos em dólar permaneceu baixa. As notícias corporativas mais otimistas nas temporadas de lucros positivos, além de dados de crescimento dos EUA ainda sólidos mantiveram os spreads estáveis. O cenário tem sido muito mais difícil no universo do crédito denominado em euros, uma vez que o mesmo foi mais afetado pelo protecionismo e por um caminho muito difícil para um orçamento italiano. Mantemos nossos alvos estáveis para os índices EUR IG e HY em 85 e 330. Reduzimos nossa meta para o CDX HY em dólar para 370.



CÂMBIO

Nossas moedas preferenciais são AUD (-2,18 sigmas abaixo da média observada nos últimos 3 anos versus o USD), BRL (-1,80 sigmas) e GBP (-1,15 sigmas). Neutro-positivo nas moedas CAD e ME em geral. As posições compradas em dólar cresceram significativamente, com o posicionamento dos investidores mundiais em dólar abaixo apenas dos picos recentes, que foram os mais altos desde janeiro de 2017. O dólar parece sobrecomprado em relação a todas as outras moedas, exceto o euro.



COMMODITIES

Arábia Saudita e Rússia descartaram um aumento na produção de petróleo bruto nas reuniões da OPEP em Argel. Al-Falih declarou que embora a Arábia Saudita tenha capacidade ociosa, o país não aumentará a produção, já que a Opep projeta um forte aumento na produção não-OPEP (especialmente dos EUA) que poderia exceder o crescimento da demanda global sobrecomprada em relação a todas as outras moedas, exceto o EUR.



EUA

A economia continua aquecida graças à política fiscal simples dos Estados Unidos

Ritmo da atividade econômica

A economia dos EUA continua aquecida, embora esperemos que o turbo impulsionador dos cortes nos impostos diminua, levando a um ritmo de crescimento mais moderado. O índice ISM dos EUA saltou para 61,3 em agosto (o maior nível desde maio de 2004). O sentimento do consumidor dos EUA, medido pela Universidade de Michigan, atingiu seus níveis mais altos desde a crise financeira global em todos os segmentos de renda. As vendas no varejo subiram pelo sétimo mês consecutivo em agosto, permanecendo em 6,6%, e 4,7% em termos reais. Dessa forma, as vendas de veículos motorizados e de moradias continuam a mostrar alguns sinais de esgotamento, em parte devido ao aumento das taxas de hipoteca e empréstimos ao consumidor. No setor externo, o sub-índice de pedidos de exportação caiu em agosto, o que não surpreendeu, por conta da força do dólar. Neste cenário, o presidente dos EUA criticou publicamente a política monetária do Banco Central americano, embora isso não impeça que o Fed aumente as taxas de curto prazo em 25 pb em setembro, apenas para demonstrar sua independência e que, à luz do ambiente econômico favorável, permita que o Fed mantenha sua orientação. Continuamos esperando mais dois aumentos em 2018 (setembro e dezembro).

Resultados Corporativos

O crescimento dos lucros no 2T foi forte e amplo. Esperamos que o crescimento dos lucros ano a ano atinja seu pico no 3T, uma vez que as comparações com o 4T parecem muito difíceis. Diante da persistência das tensões tarifárias e das eleições intercalares, esperamos que os mercados continuem voláteis. Além disso, as condições financeiras permanecem mais apertadas do que a maioria dos investidores gostaria nos EUA e, até obtermos alívio nessa frente de ação mais conciliadora do Fed, ou um dólar mais fraco, esperamos que os mercados de risco globais permaneçam desafiadores. Embora as avaliações tenham melhorado, mesmo com os preços das ações recuando para as altas do início do ano (refletindo o forte crescimento dos lucros observados em 2018 e com expectativa de continuar em 2019), consideramos que as avaliações continuam infladas por padrões históricos. Valorizações excessivas não são uma função apenas de algumas ações caras. Embora os cortes de impostos tenham certamente ajudado a impulsionar a melhoria contínua nos lucros, o forte crescimento econômico também desempenhou um papel importante. O crescimento das vendas das empresas S&P 500 foi de mais de 10% em relação ao ano passado, e os ganhos subiram mais de 26%. Este crescimento nos lucros tem sido acompanhado por margens de lucro recorde, que podem sofrer alguma pressão à medida que os salários e os custos empregatícios aumentem. Além disso, historicamente os estoques apresentam forte oscilação com a proximidade das eleições intercalares.

Mercado de Títulos

A última leitura no núcleo do IPC caiu para 2,2% no comparativo anual (de 2,4%), tornando o caminho para o Fed muito mais complicado. O aumento nos rendimentos dos títulos americanos não está se refletindo no exterior, com os rendimentos dos principais títulos governamentais no exterior divergindo do UST e contribuindo para um fortalecimento do dólar, o que, por sua vez, ajuda a manter as expectativas de inflação bem ancoradas. Estamos mantendo um rendimento alvo de 3,2% como valor justo fundamental para o título UST 10Y.

Mercados Financeiros

Ações – S&P: NEUTRO. Ponto central 2,715. Ponto de saída 2,985

Títulos – Títulos Governamentais: NEUT-NEGATIVO (rendimento alvo 10 Anos Tesouro Americano em 3,2%)

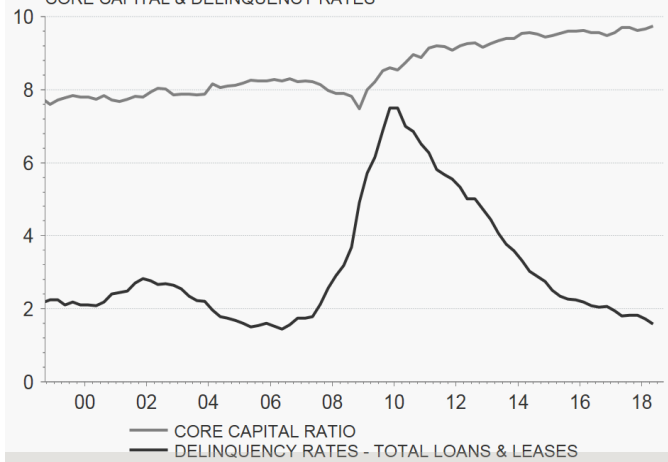
Novo! Crédito – CDX IG : NEUTRO (Spread Alvo 60)

Novo! Crédito – CDX HY: NEGATIVO (Spread Alvo 370)

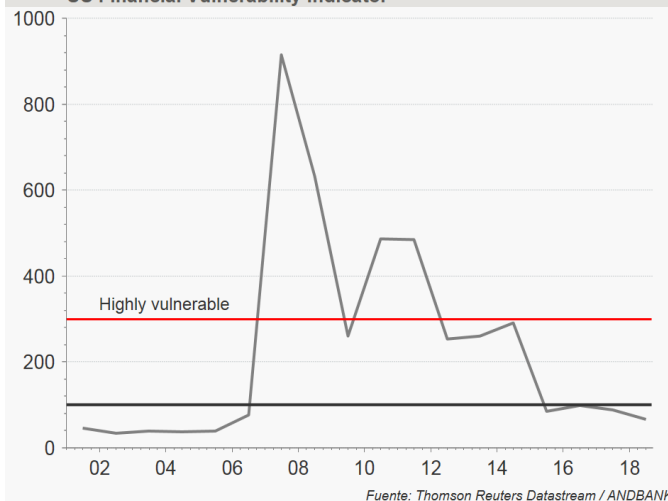
Forex – CDX Índice : NEUTRO

US BANKING SECTOR

CORE CAPITAL & DELINQUENCY RATES

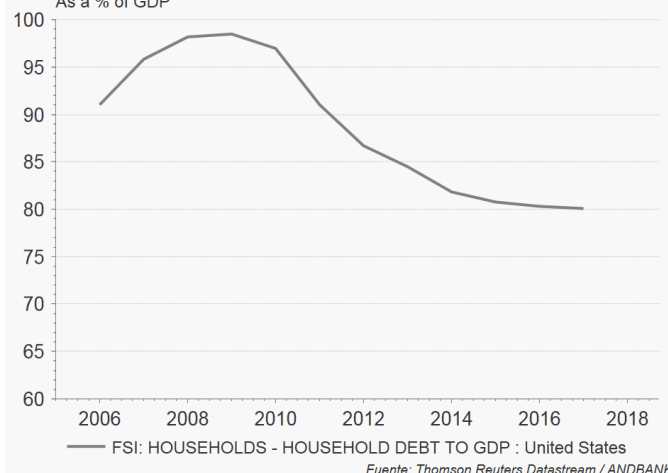


US Financial Vulnerability Indicator



US - HOUSEHOLD DEBT TO GDP

As a % of GDP





EUROPA

Itália desafia Bruxelas. Brexit mais próximo

Atividade

O BCE acaba de rever as suas projeções macroeconômicas, reduzindo as estimativas do PIB para 2018-2019. No entanto, a mensagem de Draghi sobre o crescimento foi menos conciliadora do que o esperado, pois abordou uma recuperação ampla e um forte momento de trabalho. As tendências da pesquisa permanecem desiguais. Os índices IFO e PMI de serviços subiram, porém a confiança do consumidor diminuiu, enquanto os números de produção são apenas estáveis. As estimativas de inflação do BCE mantiveram-se inalteradas (1,7% ano a ano), com uma visão oficial positiva reforçada: "é esperado um CPI essencial significativamente mais alto"; "a convergência da inflação continuará após uma liquidação do QE". Parece haver espaço para surpresas no que se refere a inflação, impulsionada pelos salários.

BCE afunilado

A reunião de setembro trouxe a esperada redução nas compras mensais, de 30 bilhões de euros para 15 bilhões de euros por mês de agora até dezembro, com o QE (relaxamento quantitativo) provavelmente chegando ao fim em 2018. Não há notícias sobre quando ocorrerá a primeira alta da taxa (). Esperamos que isso ocorra somente em setembro / outubro de 2019, antes que Draghi termine seu mandato. Enquanto isso, o Banco da Inglaterra elevou as taxas em agosto (como fortemente previsto), e as manterá "em espera" até 2019.

UE rejeita o Plano Chequers. Itália desafia Bruxelas.

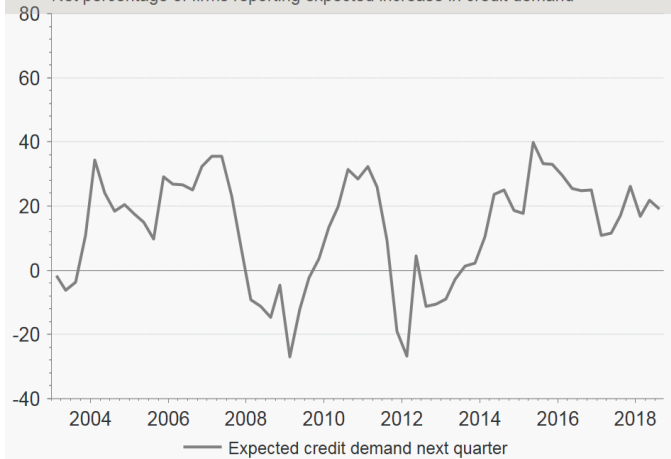
O plano Chequers (acordado pelo gabinete de Theresa May) exigia que a UE concordasse com um comércio sem atritos e uma fronteira permanentemente aberta na Irlanda. May apresentou à UE uma escolha entre "o plano Chequers ou nenhum acordo". Nesta fase final das negociações do Brexit, se assumirmos a adesão da UE à sua recusa em permitir a escolha seletiva, May enfrentará em breve uma escolha binária de "Sem Acordo ou Sem Brexit". Esta será a verdadeira escolha a ser apresentada ao Parlamento para a sua votação final em novembro. Com o Partido Trabalhista totalmente comprometido em se opor a qualquer plano Brexit que May apresente, apenas um punhado de Tories rebeldes seria suficiente para rejeitar a opção "Sem Acordo" ("No Deal"), mas o resultado seria um impasse legislativo e uma crise constitucional (um governo que reivindica um mandato explícito do "povo" colocado contra um Parlamento que torna impossível "implementar a vontade do povo". A única maneira de romper este impasse será se voltar para o povo, seja convocando uma eleição geral (o principal objetivo), ou realizando um novo referendo (provavelmente o melhor cenário de May). Jeremy Corbyn chegou perto de prometer um referendo caso não houvesse uma eleição antecipada. Com o Partido Trabalhista e outros partidos de oposição pressionando por um novo referendo, apenas alguns tories seriam suficientes para criar uma maioria parlamentar exigindo um "voto do povo" na decisão final. A coalizão populista da Itália concordou com um forte aumento nos gastos públicos e fixou o déficit em 2,4% após um tenso impasse com Tria e Bruxelas.

Mercados financeiros

Ações – Stoxx Europe: POSITIVO. Ponto Central 398. Ponto de Saída 426
Ações - Euro Stoxx: POSITIVO. Ponto Central 393. Ponto de Saída 433
Títulos – Títulos governamentais: NEGATIVO (rendimento alvo Bund 0,80%)
Títulos – Periféricos : NEGATIVO (SP 1,60%, IT 2,7%, PO 2,2%)
Credit – Itraxx Europe (IG): NEGATIVO (Spread Alvo 85)
Credit – Itraxx Europe (HY) : NEUTR-NEGAT (Spread Alvo 330)
Forex – EUR/USD: ST NEUTRO / LT NEGAT (1,15)

Euro area bank lending survey

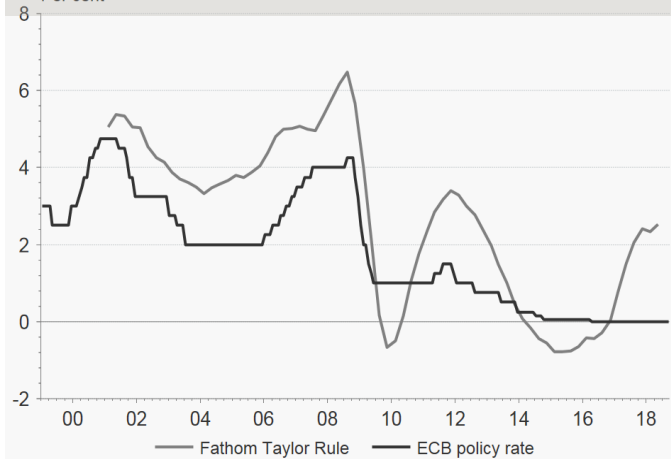
Net percentage of firms reporting expected increase in credit demand



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

Euro area implied vs actual policy rate

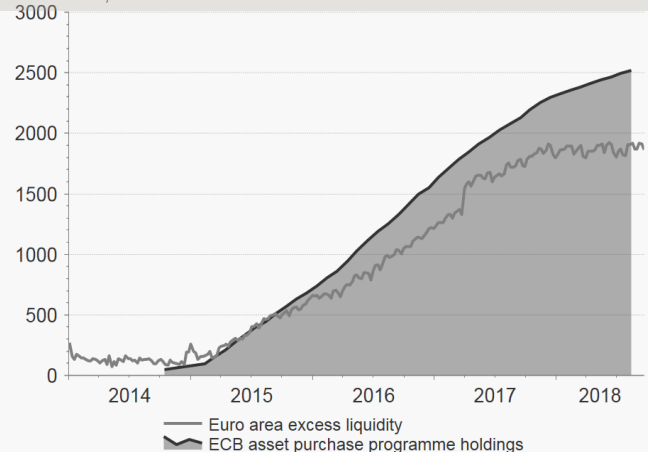
Per cent



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

ECB excess liquidity

EUR, billions



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK



SPAIN

Controversial start to budget negotiations

Expansive budget funded with higher taxes

For the first time in years, budget negotiations begin with a slowdown. Minister Nadia Calviño was optimistic, as expected, and has kept the prediction of GDP growth at 2.7% for this year, although she has acknowledged that the favorable tailwinds (very favorable monetary conditions on the part of the ECB, low interest rates, favorable oil prices, etc.) are running out and that the period of strong growth has corrected very few of the structural imbalances in the Spanish economy. In this context, the Government of Spain seeks to increase public spending by 1.5% -1.8% of GDP, to replace growth from weaker than expected external demand. Paradoxically, Calviño also said that "budgetary discipline and social policies are not incompatible, but they are inseparable if we want to guarantee sustainable growth and this will be the key consideration that frames the government's decisions". Therefore, it seems quite clear that this increase in spending has to be financed through more taxes.

The spending limit must be, in principle, approved by the Senate, where the conservative PP party has a majority, and together with the liberal C's are likely to force Pedro Sánchez to modify his policies of higher spending and higher taxes. However, a parliamentary ruse, by which an ordinary law (such as the budget stability law) can be modified by another ordinary law will allow Pedro Sánchez's government to move forward with his expansive budget, avoiding the veto of the PP conservatives in the Senate. However, the government will still need the votes of ERC and PDeCAT (the Catalan independence parties). Negotiations seem difficult, so we do not expect, at least until November, any budget to pass through Congress.

Weakness in the external sector is deeper than anticipated

The economic upturn in Spain was expected to last until 2019. However, a significant positive trend has faltered this summer, with weaker than expected income from tourism and exports of goods. This is relevant because the external sector has been one of those responsible for growth in recent years. This recent development represents a setback in Spain's goal of maintaining the growth rates observed in the last two years.

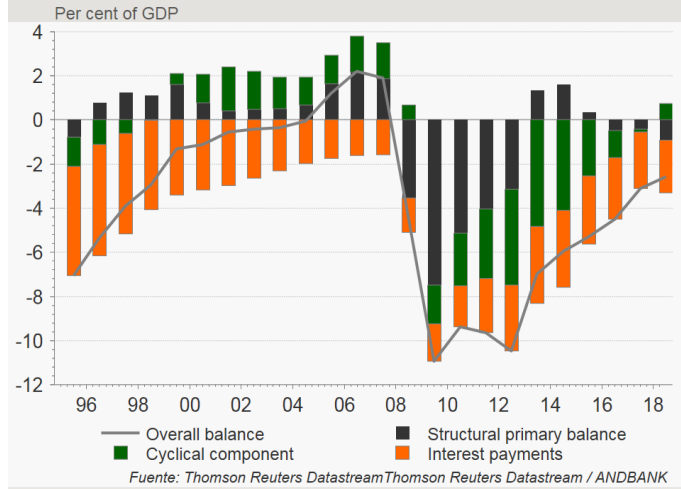
Corporate profits

The consensus is adjusting its forecast of business margins and profits for the year, as the tailwinds for reducing costs and increasing demand are fading. Despite the negative impact of the sharp drop in the value of some emerging currencies (in which Spanish companies are heavily exposed), we maintain our projections for sales growth at ~ 5% and margins at ~ 9% (estimates which are still below the consensus). In summary, we think the IBEX index is cheap, until a catalyst comes along. An improvement in the political sphere in Latam, greater visibility on Brexit, or higher interest rates from the ECB, would favor bank margins.

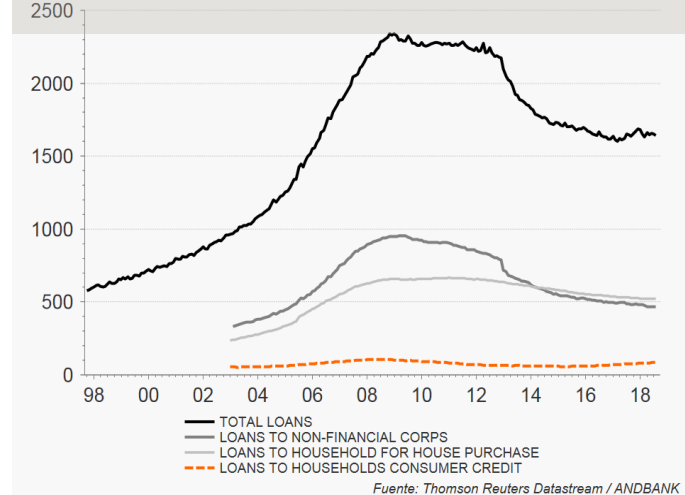
Financial Market Outlook

Equities – IBEX: POSITIVE. Central point 10,576. Exit point 11,633
 Bonds – Governments: NEGATIVE (BONO target yield 1.60%)
 Credit – Invest. grade: NEGATIVE
 Credit - High yield: NEUT-NEGATIVE

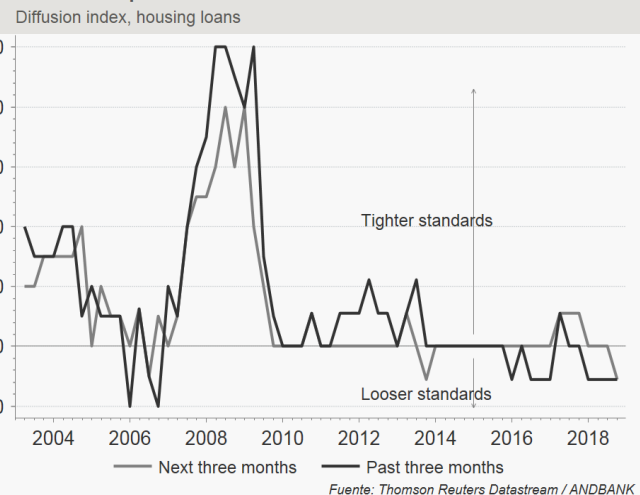
Spain government budget balance



SPAIN - OUTSTANDING LOANS (PRIVATE SECTOR)



ECB BLS - Spain credit standards





JAPAN

BOJ to allow bond yields to move more flexibly

But BOJ policy is on hold until after 2019 sales-tax hike

The Chairman of the Japanese Bankers Association gave a lukewarm welcome to the central bank's recent decision to allow bond yields to move more flexibly, calling for further scrutiny on the rising cost of prolonged monetary easing. At the same time, Japanese Prime Minister Shinzo Abe told reporters that the central bank should not maintain its current unprecedented stimulus program forever. BOJ board member Goshi Kataoka said there is a low probability of inflation picking up, given that economic growth is likely to moderate from 2019 and inflation expectations remain weak. The government's recent push for mobile phone carriers to lower their service fees has vexed the central bank, which fears another drag on already sluggish inflation. The BOJ called falling mobile-related prices a "sectoral shock" affecting inflation. It estimated that the drag on the CPI was 0.16 percentage points in June.

A Bloomberg poll showed that economists unanimously expect the BOJ to keep monetary policy unchanged at its Sep 18-19 meeting. Some 57% of the 51 respondents said the most likely timing for the next shift would be in 2020 or later, and the overwhelming majority predicted tightening rather than easing.

Trade & Diplomacy

Trump told reporters on Air Force One that discussions with Japanese officials started this month, but the Nikkei reported that Japan is preparing for the possibility that it will be the next target in the president's crusade against trade deficits, ahead of the American mid-term congressional elections this November.

Russian President Vladimir Putin offered to sign a peace deal with Japan Prime Minister Shinzo Abe by the end of this year. Chief Cabinet Secretary Yoshihide Suga reiterated there is no change in Japan's position that the Northern Territories issue must be resolved before any peace treaty.

Macro update

Q2 revised GDP +3.0% qoq annualized vs consensus +2.9% and preliminary +1.9%.

August bank lending +2.2% yoy vs +2.0% last month.

August Economy Watchers Survey current conditions index 48.7 vs 46.6 last month. Outlook index 51.4 vs 49.0 last month.

July average wages +1.5% yoy vs consensus +2.4% and revised +3.3% last month.

Real wages +0.4% yoy vs consensus +1.1% and revised +2.5% last month.

Fiscal: Ministries seek record FY19 budget:

Budget requests from Japan's government offices have hit a record JPY102.8T (\$930B) for the next fiscal year. There was a sharp increase in requests due to bulging welfare costs to support the aging population and rising military outlay in the face of threats from North Korea and China. Shinzo Abe said he would proceed with a planned sales tax hike in October 2019 and carry out fiscal reform.

Financial markets outlook

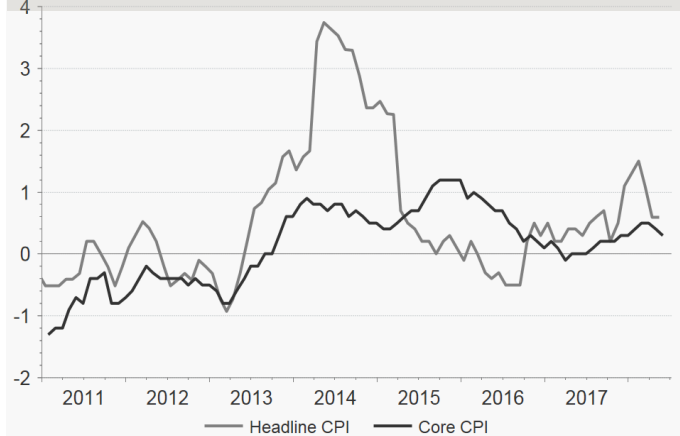
Equities – N225: NEUTRAL. Central point 23.094. Exit 25.400

Bonds – Govies: NEGATIVE. Target yield 0.10%

Forex – USDJPY: NEUTRAL. Mid-term target 111.2

Japan CPI

Twelve-month percentage change



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

Japan benchmark government bonds

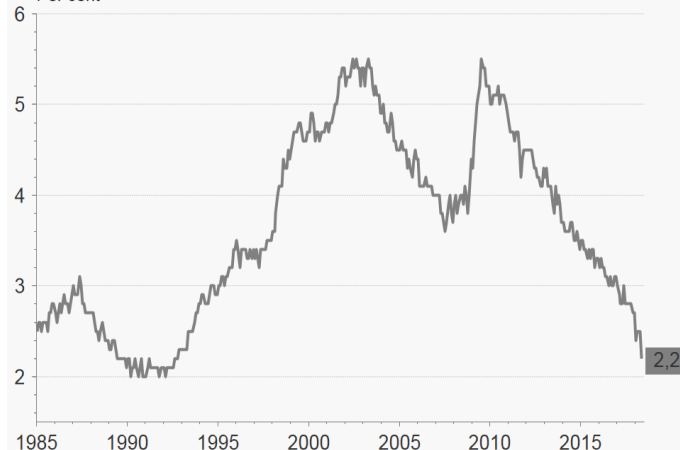
Yield, per cent



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

Japan unemployment rate

Per cent



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK



CHINA

Trump elevou a aposta em sua guerra comercial com a China

Conflito comercial: os EUA impõem tarifas sobre US\$ 200 bilhões adicionais

As tarifas – de forma ostensiva, em resposta às políticas forçadas de transferência de tecnologia condenadas pelo Representante de Comércio dos EUA em sua investigação da Seção 301 em março - entrarão em vigor em 24 de setembro a uma taxa de 10%, subindo para 25% no início de 2019, a menos que um tipo de acordo possa ser definido com Pequim. Temos razões para pensar que não há nenhum acordo em jogo e, assim, o conflito comercial pode se acirrar ainda mais. A estratégia dos EUA é impulsionada por uma poderosa coalizão de autoridades econômicas e de segurança dentro da Casa Branca, que acredita que os EUA entraram em conflito existencial com a China pelo domínio tecnológico, econômico e geopolítico global.

Estímulo e reformas: Xi reitera compromisso com reforma

Pequim está economizando munição para absorver o choque comercial. A China está aplicando incentivos fiscais (CNY1,52T de 1,04T), mas evitando usar a arma (mais forte) de estímulo monetário (PBOC modera a oferta M2 para 8,2% de 8,5%), controlando os empréstimos em um índice estável de +13,2%

Investimento privado - A China diminuirá as restrições ao investimento privado em setores como infraestrutura, serviços públicos, cuidados com idosos e assistência médica, mas as autoridades não forneceram detalhes sobre isso.

Reformas do lado da oferta - A China reduzirá os investimentos em produção automobilística para diminuir o excesso de capacidade. As montadoras que esperavam adicionar capacidade teriam que ter registrado uma outra taxa de produção em relação à média da indústria nos dois anos anteriores, e os veículos de nova energia (NEV) terão que apresentar produção superior à média da indústria.

Atividade econômica: Os grandes bancos prometem aumentar os empréstimos no 2S

As exportações industriais chinesas cresceram 12,5% em agosto (acelerando em relação aos 8,7% de julho), indicando que a demanda externa continua forte e a recente depreciação do CNY está neutralizando os efeitos das tarifas. O investimento de capital fixo na China teve aumento de 5,3% em agosto. Embora não seja espetacular, representa uma melhora em relação aos 3% registrados em julho. O baixo investimento em manufatura, mas alto em agricultura, pode ser uma reação ao viés de crescimento pró-clima mais favorável.

Outros dados: a produção industrial de agosto subiu 6,1% em relação a 6,0% no mês passado. No acumulado do ano, o IDE subiu 2,3% (mas o crescimento do IDE dos países OBOR (One Belt One Road) foi de 26,3%. O investimento nas indústrias de alta tecnologia aumentou 6,6% e representou 22% do IDE total. As vendas no setor varejista subiram 9,0% em relação aos 8,8% no mês anterior. A taxa de desemprego foi de 5,0% (de 5,1%).

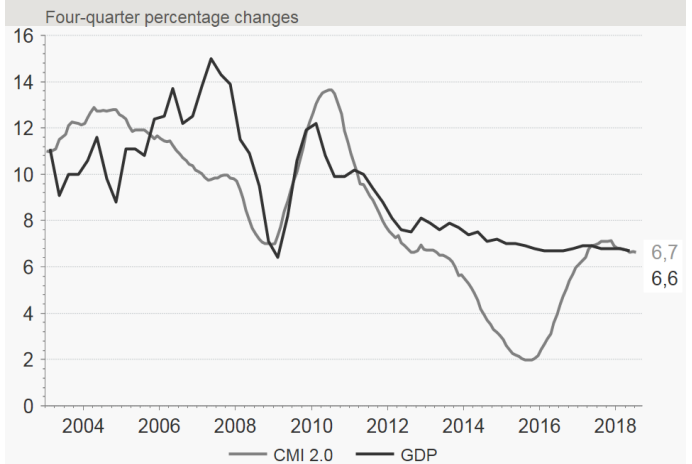
Lucro corporativo

As estatais chinesas listadas na Bolsa de Valores de Shenzhen registraram lucros combinados de US\$ 21,7 bilhões (aumento de 32% aa) e aumento de 13% para empresas estatais listadas na ESS. Setores tradicionais como siderurgia, materiais de construção e metais não-ferrosos registraram crescimento significativo do lucro líquido de 128%, 92% e 40% respectivamente. No entanto, no setor tecnológico chinês, a lucratividade foi lenta, já que parece incapaz de alavancar o esforço de Pequim para modernizar o setor, à medida que os subsídios do governo nos principais segmentos terminam. Os lucros dos bancos aumentaram 6,5% no primeiro semestre.

Mercados Financeiros

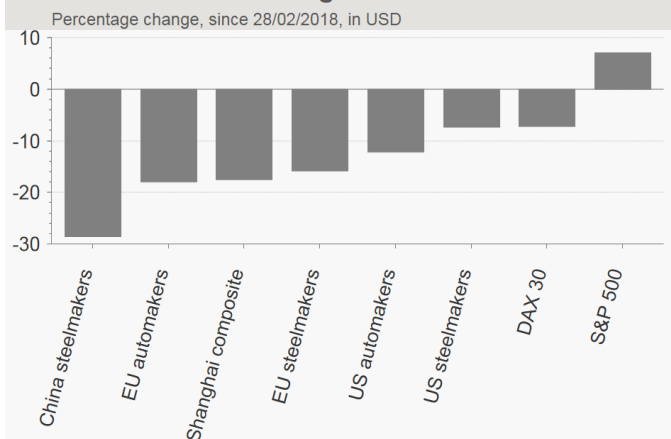
Novo! Ações – Índice SHANGHAI : NEUTRO (ponto central 2.729)
Novo Ações – Índice SHENZHEN: POSITIVO (ponto central 1.468)
Títulos – Títulos Governamentais: POSITIVO (rendimento alvo 3,25%)
Forex – CNY/USD: NEGATIVO (alvo 7,00)

Fathom China Momentum Indicator 2.0 and GDP



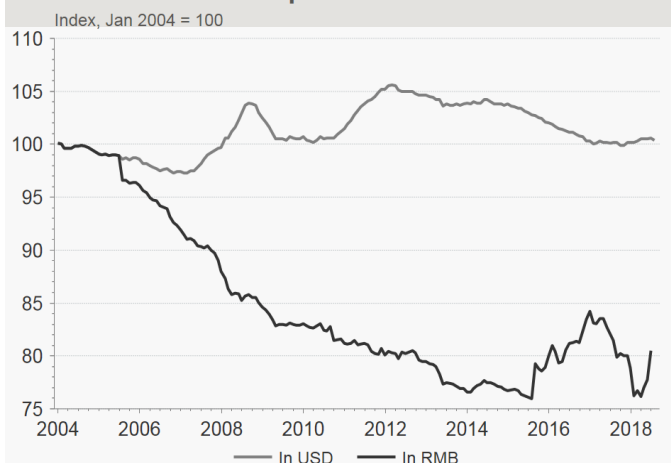
Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

Performance following tariff announcement



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

Price of China's exports to US



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK



INDIA

Well intended banking reform but unlikely to meet the timetable

Banking sector reform: hopes and risks

The pro-business Insolvency and Bankruptcy Code (IBC) pragmatically amended a problematic law, barring existing owners from bidding on an NPL auction with the aim of ensuring only clean hands picked up the assets underlying delinquent loans. It has, however, had the unintended consequence of spurring rival bidders to sue each other, and so delay the process. Of twelve batches sent to the bankruptcy courts one year ago only three have been resolved within the 270-day deadline. The log-jam in India's courts has left some 2,500 insolvency petitions still to be processed.

Outlook

Many bankers are wary of taking market-clearing haircuts for fear of being accused of fraudulently offering forbearance. Bankers are proposing that bad loans of up to INR5bn (US\$73mn) should be settled through an "inter-creditor agreement" between lead and junior lenders (big lenders would have the authority to take a hair-cut on bad loans without being tied to the stricter IBC rules). For bad loans exceeding INR5bn, the banks want to create an "asset management company" (bad bank) with bank-funded investment funds. In the view of some experts, the creation of a bad bank won't happen in India as the RBI realizes it may allow a further "extend and pretend" respite for bad debtors. Back in 2001, the RBI took a view that most delinquent borrowers only had cash-flow issues and banks were encouraged to just extend payment periods (and not change repayment terms), so minimizing provisions. These loans were labelled "restructured standard loans" (not NPLs). In 2004, the government had to set up a quasi bad-bank to take over INR90bn of loans and a decade later it had only received 44 cents on the dollar (with smaller loans achieving 100% recovery and big loans doing very badly, evidencing the cozy ties between big firms and banks). Today, large borrowers account for 54% of bank lending but 85% of bad loans. In order to break these close ties and jump-start the clean up of bad debt, in 2015 the former Chicago professor and IMF economist Raghuram Rajan forced Indian banks to rigorously categorize all loans as "standard" or "NPL". As a result, the NPL ratio more than doubled, pointing to an NPL cycle which had seemingly peaked and which could, with the right policies, be cleaned up decisively. But bankers have one eye on the RBI and another on their political masters (who "own" them), meaning that well connected industrialists can exert influence over bankers (postponing the reckoning). In response, the RBI became more prescriptive in 2017, directing banks to submit their bad debts to the new IBC process for resolution (40NPL bundles with a total face value of INR3.6trn, or US\$50bn). The RBI also immediately doubled down its efforts issuing two directives that removed any residual flexibility that banks had to manage their bad debts (should a borrower miss a payment by just one day, the lender must file a default report and the borrower must repay all outstanding dues within 180 days or face bankruptcy procedures). But the banks have lobbied and these tight rules have been revised so that banks have other avenues for balance sheet repair. Maybe there is an administrative logic behind this about-face, given that the court system is gummed up with bankruptcy cases. Although India's enhanced creditor protection has started to attract foreign distressed-debt specialists, who prefer negotiated sales of NPLs, on balance, the new regulation has proved insufficient to fix the problem and the process is unlikely to meet the exacting timetable that was laid out. Banks are not yet prepared to fund the kind of capital spending needed to sustain India's high growth trajectory.

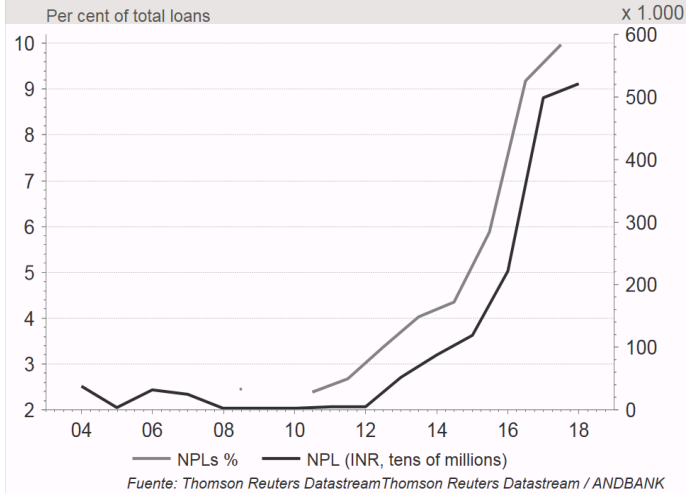
Financial markets outlook

Equities – SENSEX Index: POSITIVE (central point 39.000)

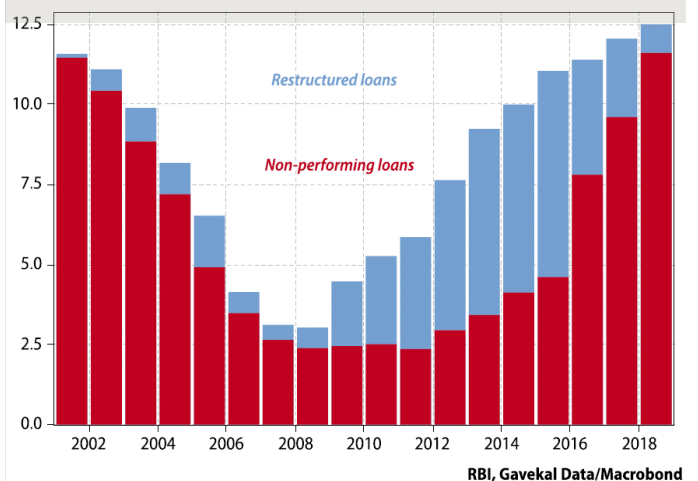
Bonds – Govies: POSITIVE (target yield 6.75%)

Bonds – Corporates: POSITIVE

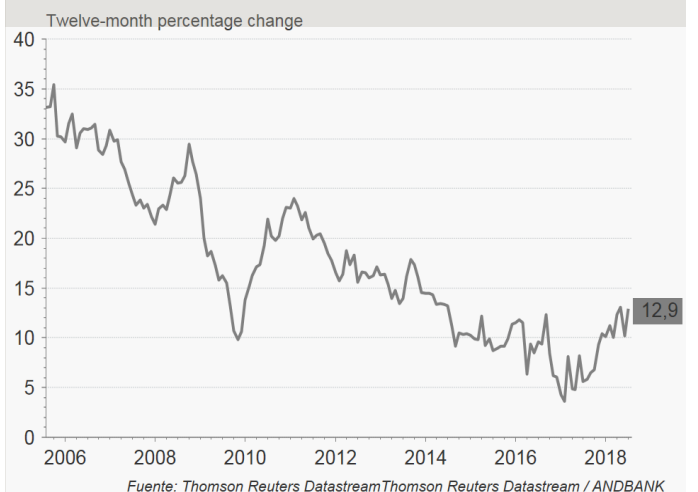
India non-performing loans



Bad loans are still piling up at Indian banks



India domestic credit





MEXICO

Continued positive sentiment around AMLO

Politics, Fiscal and Economics

Andrés Manuel López Obrador's position has been generally moderate compared with expectations after the election campaign. The viability of his more radical proposals continues to be assessed, including the possible cancellation of the capital's new airport and the possible cancellation of contracts granted to private companies to explore and extract oil (although it has recently been argued that the tenders will be maintained). We could have information about the budget before the end of the year.

2018 growth forecasts remain at the 2.0-2.5% level, with Annual CPI moving up to 4.90% yoy in August, above analysts' forecasts, due to the higher contribution of gasoline and gas prices. The outlook for the CPI in the medium and long term has remained anchored at around 3.50%. However, upward inflationary risks in the latest Banxico statement caused volatility in the peso.

Central Bank & Monetary conditions

Banxico kept its rate on hold at the last meeting. The central bank's inflation outlook is up as energy prices continue to increase. Another increase in rates of 25 basis points is expected before year end, probably at the last monetary policy meeting of the year.

Nafta negotiations

The United States and Mexico signed a bilateral trade agreement whereby Mexican negotiators made concessions, particularly relating to the automotive sector, with tighter rules of origin and increased levels of higher-wage production to avoid tariffs. It is still unclear whether Canada will sign the agreement. If it does not, the treaty would not be an update to the current NAFTA but a new trade pact which would not get through Congress under TPA procedures. The timing will be relevant; if there is no signed agreement by the end of the year then the US Congress Trump will be putting the deal to will be the one chosen in the mid-term elections on November 6.

Market sentiment

Mexican assets have held reasonably well given the positive news from NAFTA and the continued positive sentiment around AMLO. This favorable sentiment may not be maintained in the face of growing concerns about the Trump administration's trade agenda or if Canada does not sign the trade agreement with the US, in which case the recent signing would not be eligible for consideration by Congress. While a two-way agreement is probably worse for Mexico than NAFTA 1.0 or NAFTA 2.0, it is surely better than a NAFTA-free scenario where US-Mexico trade relations are regulated by WTO rules. AMLO and his team have continued to make the right noises and we remain optimistic in the short and medium term, but are still cautious about the long term. We believe that Mexican equity valuations are moderate and earnings forecasts realistic. We raise our year-end PE to 17.25. Price target 49,700.

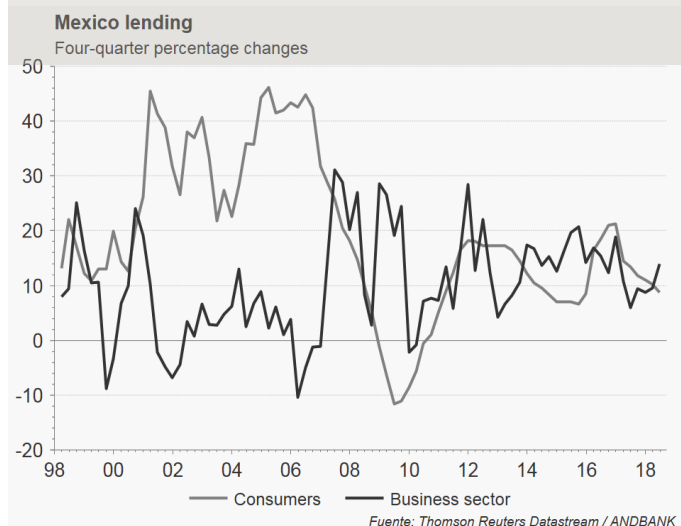
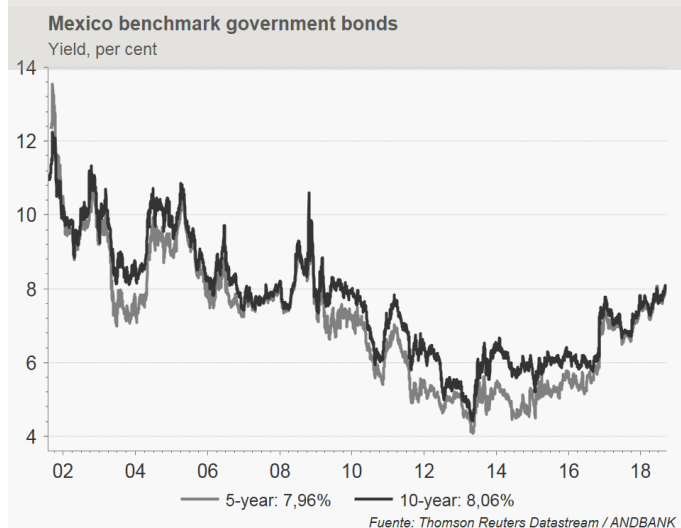
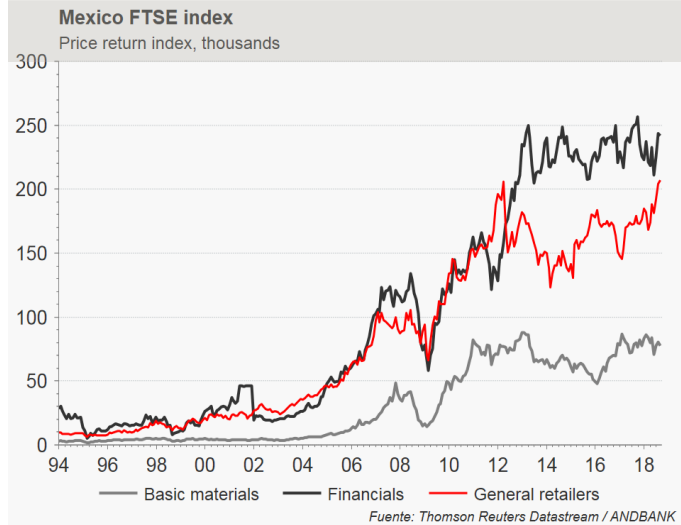
Financial markets outlook

Equities – Mex IPC: NEUTRAL (Target 49,700). Exit 51.500

Bonds – Govies Local: NEUTRAL (target spread 480, yield 8.0%)

Bonds - Govies USD: NEGATIVE (target spread 140, yield 4.60%)

Fx – MXN/USD: NEUTRAL (Mid-term target 19.15)





BRASIL

Um plebiscito entre populismo de direita e de esquerda?

Eleições: Bolsonaro mantém a liderança e o segundo lugar parece estar se consolidando.

A corrida eleitoral está a todo vapor. A menos de um mês para o primeiro turno, as pesquisas indicam um cenário de consolidação que vem crescendo nas últimas semanas. Jair Bolsonaro (PSL) não apenas consolidou seu núcleo de apoio, mas também atraiu novos eleitores para sua candidatura. O segundo lugar, fortemente disputado entre os outros candidatos, parece ser do candidato de esquerda Fernando Haddad (PT). Candidatos centristas, como Geraldo Alckmin (PSBD), não tiveram melhorias nas pesquisas. O PT e o candidato de extrema esquerda à presidência, Fernando Haddad, já têm em mente o perfil de seu futuro ministro da Fazenda se vencer as eleições deste ano: alguém muito próximo da academia que tenha boas relações com o mercado (segundo uma fonte próxima ao candidato). "Uma outra coisa é certa: ele não colocaria um político no cargo". A ideia de alguém que inspira confiança no mercado seria uma estratégia para mostrar que o governo de Haddad está comprometido com o rigor fiscal e vai ficar longe do modelo de crescimento liderado pelo governo, seguido por Dilma Rousseff. Em conversas com bancos e grupos de investimento, Haddad procurou deixar claro que "um governo do PT sob seu comando não seria um "amigo do mercado, nem um inimigo". A identidade desse potencial ministro da Fazenda ainda é desconhecida. Haddad cogita economistas muito respeitados pelos mercados, como Samuel Pessoa e Marcos Lisboa; ambos se encaixam no perfil que Haddad delineou para seu ministro da Fazenda, mas até agora não houve conversas, nenhuma pesquisa, e certamente nenhum convite. Geraldo Alckmin, por outro lado, está tendo dificuldades em melhorar sua posição. Apesar de seu monopólio na TV (ele tem cerca de metade do tempo total de TV para os candidatos à presidência), Alckmin não conseguiu atrair eleitores. Marina Silva (REDE) também está perdendo terreno rapidamente nas pesquisas. As indicações atuais apontam para um segundo turno entre Bolsonaro e Haddad.

Fiscal

Apesar do "pessimismo" em relação ao resultado da eleição presidencial de outubro, o novo ocupante do Palácio do Planalto terá dificuldade em retomar as reformas iniciadas pelo governo anterior.

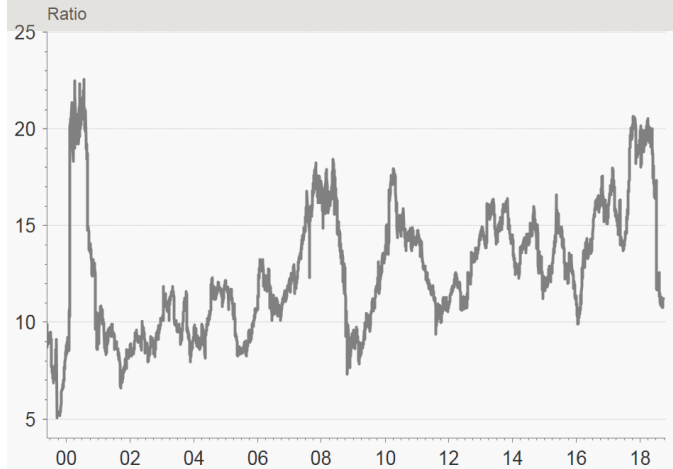
Economia: baixo crescimento, baixo mix de inflação

O crescimento do PIB estagnou, à medida que os agentes econômicos aguardam o resultado das eleições para investir e tomar decisões mais a longo prazo. O consumo das famílias também foi moderado. Neste cenário, os números da inflação permanecem em níveis baixos. O índice IPCA (o CPI local amplo) ficou em -0,09% em agosto, abaixo das expectativas do mercado. No entanto, o índice IBC-Br (indicador de atividade divulgado pelo Banco Central) cresceu 0,57% em julho, acima das expectativas médias. O Banco Central sediará a reunião do COPOM nesta semana para decidir a taxa Selic, que deve permanecer estável.

Mercados financeiros

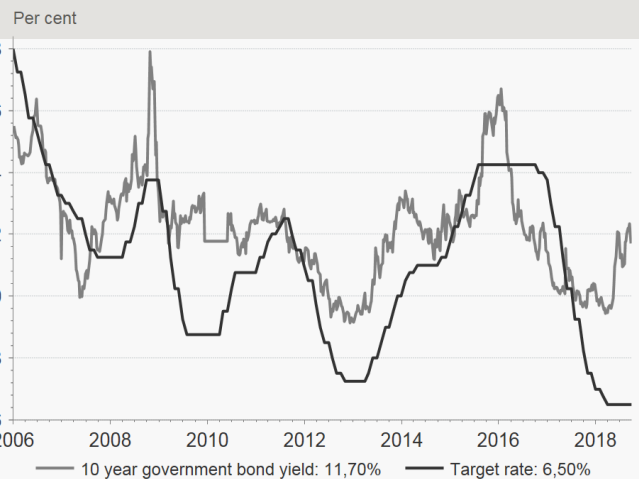
Ações – IBOVESPA: NEUT-POSIT (Alvo 84.000). Ponto de Saída 88.200
Títulos – Títulos Governamentais. Local: POSITIVO (rendimento alvo 11%)
Títulos – Títulos Governamentais. USD: POSITIVO (rendimento alvo 5,50%. Spread 330bp)
Fx – BRL/USD: POSITIVO (alvo médio prazo 3,80)

Brazil price/earnings, Datastream index



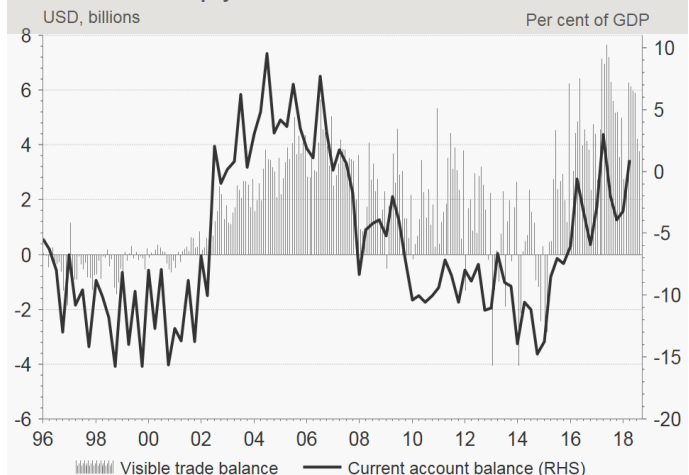
Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

Brazil interest rates



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

Brazil balance of payments



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK



ARGENTINA Addressing the “emergency”

The last weeks have seen the government announcing and putting in place several measures aiming at boosting market confidence. President Macri has also proved that he is willing to pay the political cost needed to restore stability and investors’ trust, no matter how low his approval ratings could sink. The country’s 5Y CDS started August around 400pts and jumped to above 800pts by the first week of the current month and now stands close to 630pts.

Lebac dismantling plan

On August 13 the BCRA announced a plan to gradually shrink the stock of LEBAC notes, amounting to ARS 976bn at that date, by reducing the amount offered in each auction and making it available only to non-banking participants. The objective is to remove liquidity pressure on the Central Bank when it comes to refinancing these high frequency instruments, replacing them with other instruments with longer maturities. The CB’s aim is to no longer have the banking sector as its sole counterparty.

New Fiscal Targets and a Possibly Revised IMF Deal

On September 3rd, after Macri described the country’s situation as “an emergency”, the primary fiscal deficit target was cut to 0% for 2019 (from -1.3%), and he committed the government to a 1.0% primary fiscal surplus for 2020 (from 0%). In order to achieve this fiscal equilibrium new measures were announced. Additional revenue of 1.3% of GDP will come from temporary export duties on all exports and delaying the raising of the minimum non-taxable gross wage threshold. On the other hand, spending will be cut by 1.4% of GDP, through further cuts in public capex, economic subsidies and wages and operation costs. In addition, the number of ministries was cut to less than half. Government officials are working with the IMF to agree on a revised IMF deal. Hopefully it will focus on fiscal targets and loosening the monetary and inflation targets set in the original deal, which currently seem very unlikely to be achieved. IMF Managing Director Christine Lagarde and President Trump have both delivered encouraging signs of support to Argentina. Meanwhile the IMF put the USD 3bn disbursement scheduled for last Saturday on hold while negotiations with Argentine officials continue.

Budget negotiations in an Election Year

Intense negotiations were conducted between the government and opposition legislators in order to arrive at the 2019 Budget Bill presented this month by Treasury Minister Nicolás Dujovne. The government needs to prove to both the market and the IMF that it can get the political support needed to approve the budget and carry out its new fiscal consolidation plan.

The effects of the big currency adjustment yet to be felt

Last week the INDEC reported a 3.9% increase in August’s CPI, taking the YTD and yoy figures to 24.3% and 31.2%. The budget for 2019 presented last week is based on a FY18 CPI assumption of 45% and 23% for 2019. Against a backdrop of public capex cuts and with the negative impact of the “notebookgate” scandal, investment will probably be the hardest hit component of GDP, followed by private consumption squeezed by rising inflation.

Financial Market Targets

Bonds – 10YGov USD: POSITIVE. Target yield 8.20%.

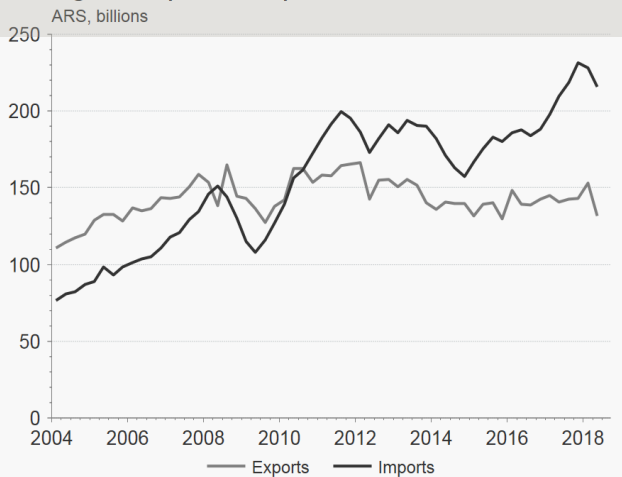
Fx –USD-ARS: NEGATIVE (year-end target 40)

Argentina 5Y CDS



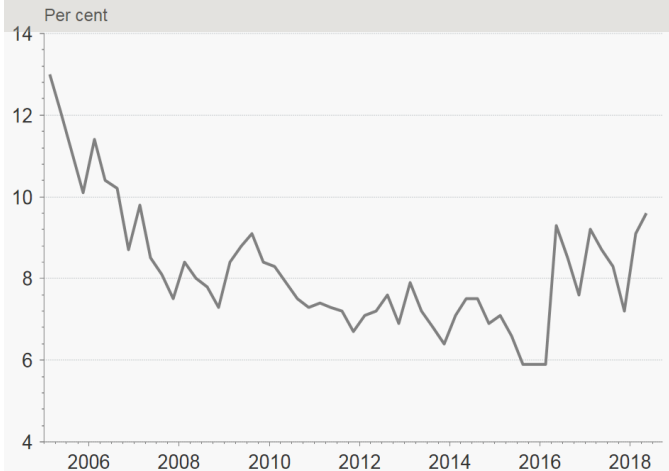
Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

Argentina exports and imports



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

Argentina unemployment rate



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK



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%	21,86	18,41	17,15	2.914	2.715	-6,8%	2.987	2,5%
Europe - Stoxx Europe 600	5,2%	313	8,19%	25,7	6,6%	16,05	15,06	15,50	386	398	2,9%	426	10,2%
Euro Zone - Euro Stoxx	5,2%	367	7,15%	26,2	6,4%	15,55	14,62	15,00	383	393	2,6%	433	12,9%
Spain IBEX 35	5,0%	7.834	9,00%	705	3,3%	13,96	13,51	15,00	9.528	10.576	11,0%	11.633	22,1%
Mexico IPC GRAL	7,2%	35.891	8,03%	2.881	5,7%	18,21	17,23	17,25	49.647	49.703	0,1%	52.934	6,6%
Brazil BOVESPA	7,2%	56.514	10,26%	5.798	11,6%	15,39	13,80	14,50	80.000	84.064	5,1%	88.267	10,3%
Japan NIKKEI 225	5,1%	21.099	5,92%	1.248	6,6%	19,72	18,50	18,50	23.095	23.094	0,0%	25.403	10,0%
China SSE Comp.	7,1%	2.831	8,77%	248	7,5%	12,16	11,32	11,00	2.808	2.729	-2,8%	3.002	6,9%
China Shenzhen Comp	7,3%	968	8,67%	84	9,3%	18,72	17,13	17,50	1.437	1.468	2,2%	1.615	12,4%
India SENSEX	9,2%	15.530	11,70%	1.818	18,7%	23,83	20,07	21,50	36.487	39.079	7,1%	42.987	17,8%
MSCI EM ASIA (MXMS)	6,8%	454	9,59%	44	8,8%	13,44	12,36	13,00	538	566	5,2%	622	15,7%

UPWARD REVISION

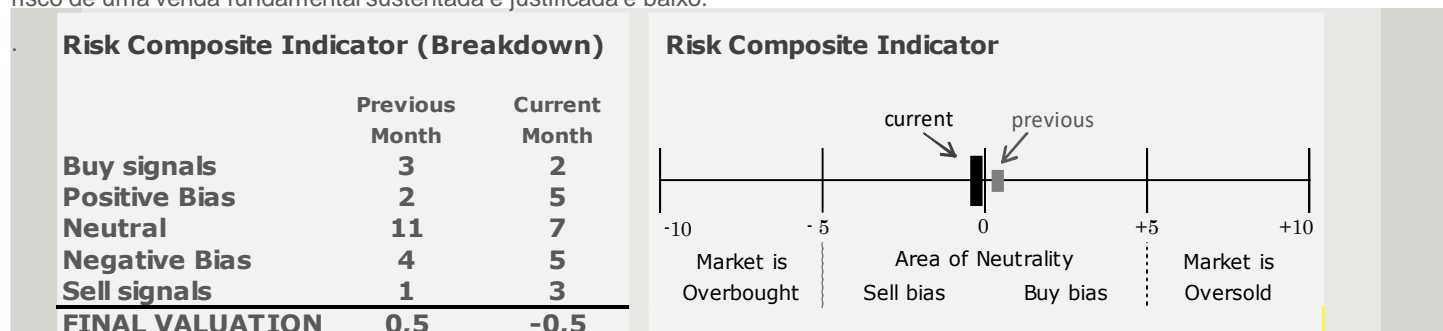
DOWNWARD REVISION

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 amplo foi reduzido para -0,5 de 0,5 (em um intervalo de -10 / + 10), estabelecendo-se em uma área que sugere que o mercado de ações não está exagerado e permanece em território neutro (em termos de estresse de fluxo). Conseqüentemente, o risco de uma venda fundamental sustentada e justificada é baixo.



ANÁLISE TÉCNICA Cenário de Tendências. Suportes & resistências (1 mês)

S&P: MOVIMENTO LATERAL-POSITIVO

Suporte em 2.800. Resistência em 2.949

STOXX600: MOVIMENTO LATERAL

Suporte em 370. Resistência em 386

EUROSTOXX50: MOVIMENTO LATERAL

Suporte em 3.214. Resistência em 3.463

IBEX: MOVIMENTO LATERAL

Suporte em t 9.111. Resistência em 9.643

€\$: MOVIMENTO LATERAL-POSITIVO

Suporte em a 1.129. Resistência em 1.185

Oil (WTI): MOVIMENTO LATERAL-POSITIVO

Suporte em 64,45. Resistência em 75,26

Gold: MOVIMENTO LATERAL

Suporte em 1.160. Resistência em 1.235

US Treasury: MOVIMENTO LATERAL

Suporte em 2,8%. Resistência em 3,12%.

MERCADOS DESENVOLVIDOS

Análise Fundamental

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

Swap spread: O spread de swap permaneceu estável em + 6bps (de + 5bps no mês passado). Para que este spread se normalize a + 10bps, com a taxa de swap ancorada na área de 2,2% (expectativa de inflação a longo prazo), o rendimento de 10Y UST teria que passar a 2,1.

Declive: A inclinação da curva de juros dos EUA permaneceu estável em 26pb (de 25pb). Com a ponta curta normalizando-se em 2,50% (hoje em 2,8%), para atingir a inclinação média de 10Y (de 172pb), o rendimento de 10Y UST teria que passar a 4,2%.

Rendimento real : Um bom ponto de entrada no 10Y UST seria quando o rendimento real atingisse 1%. Dada a nossa previsão de CPI de 2,2%, o rendimento da UST teria que subir para 3,2% para se tornar "BUY".

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

Swap spread: O swap spread caiu para 54pb (de 59pb no mês passado). Para o swap spread se normalizar em 35pb, com a taxa de swap ancorada na área de 1,40% (hoje em 0,97%), o rendimento do Bund teria que se mover em direção a 1,05% (ponto de entrada), e o rendimento do UST teria que subir para 3,2% para se tornar "BUY".

Declive: A inclinação da curva do euro aumentou para 98 pb (de 91 pb no mês passado). Se a ponta curta da curva "normalizar" na área de -0,50% (hoje em -0,55%), para atingir a inclinação da curva de rendimento médio de 10 anos (130bps), o rendimento do Bund teria que passar a 0,80%.

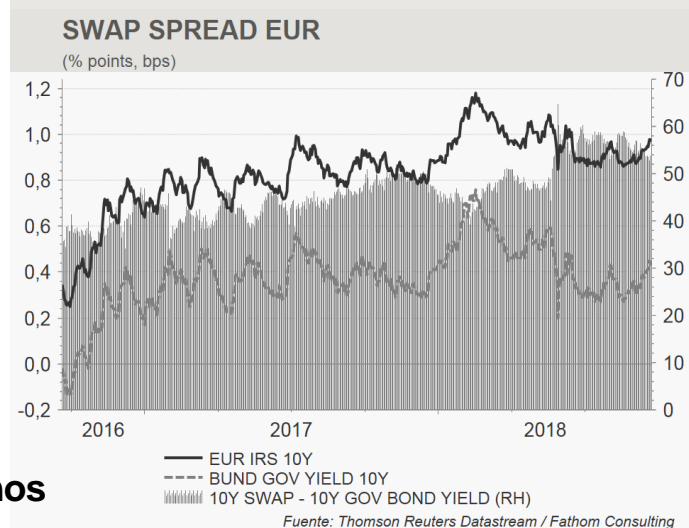
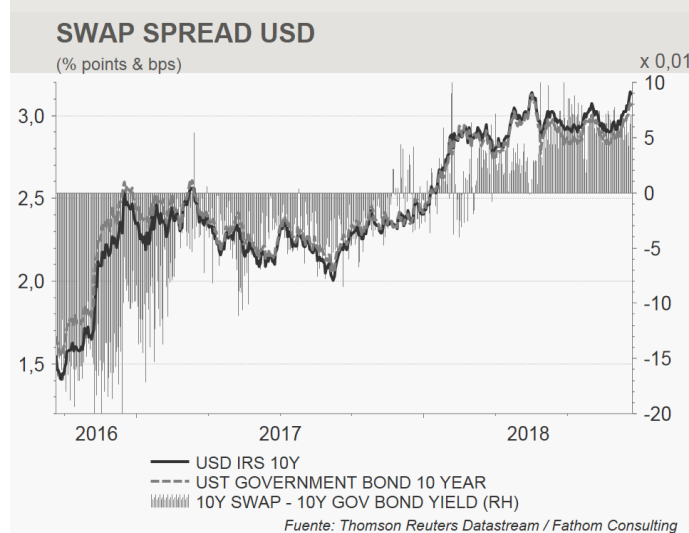
Rendimento real: Um bom ponto de entrada no Bund alemão seria quando o rendimento real chegasse a 1%. Dada a nossa previsão de IPC de 1,4%, o rendimento do Bund teria que subir para 2,4% para se tornar "BUY".

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

Swap spread: O swap spread caiu para 11bps (de 24bps no mês passado). Para que o swap spread se normalize a 13pb, com a taxa de swap ancorada na área passando a 1,9%.

Declive: Com 2Yr normalizado em 2%, para atingir a inclinação média em 1,64%, o Gilt 10Yr deve passar a 3,64%.

Rendimento real: Um rendimento real de 1% significa que o peso de 10Y deve ser de 3,6%.



TÍTULOS PERIFÉRICOS EUROPEUS

Alvos Fundamentais – rendimentos de 10 anos

- Bono espanhol: rendimento alvo em 1,60%
- Obrigações italianas BTPI: rendimento alvo a 2,70%
- Obrigações gov. portuguesas: rendimento alvo a 2,20%
- Obrigações gov. irlandesas: rendimento alvo a 1,10%
- Obrigações gov. gregas: rendimento alvo a 4,50%

OBRIGAÇÕES DE MERCADOS EMERGENTES

Metas Fundamentais

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

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

		10 Year Yield Nominal	CPI (y/y) Last reading	10 Year Yield Real	Projected change in Yield	Target Yield
EM ASIA	Indonesia	8,14%	3,20%	4,94%	-1,00%	7,14%
	India	8,03%	3,67%	4,36%	-1,00%	7,03%
	Philippines	7,63%	6,40%	1,23%	-0,50%	7,13%
	China	3,59%	2,30%	1,29%	-0,50%	3,09%
	Malaysia	4,06%	0,96%	3,10%	-1,00%	3,06%
	Thailand	2,62%	1,65%	0,97%	0,00%	2,62%
	Singapore	2,47%	0,66%	1,81%	-0,50%	1,97%
	South Korea	2,26%	1,40%	0,86%	0,00%	2,26%
	Taiwan	0,87%	1,57%	-0,70%	1,00%	1,87%
EME	Turkey	17,18%	17,90%	-0,72%	1,00%	18,18%
	Russian Fed	8,54%	3,10%	5,44%	-1,00%	7,54%
LATAM	Brazil	11,45%	3,64%	7,81%	-1,00%	10,45%
	Mexico	7,89%	4,96%	2,93%	-0,75%	7,14%
	Colombia	6,94%	3,10%	3,84%	-1,00%	5,94%
	Peru	5,91%	1,05%	4,86%	-1,00%	4,91%



ENERGY – OIL

Fundamental view (WTI) : Target price US\$50pb. Sell > US\$60. Buy < US\$40

Technical view (WTI): Sideways-Bullish. Support at 64.45. Resistance at 75,26

Short-term drivers: Headline news is fairly sparse, with US inventory data taking a central place in the narrative.

(Price Negative) – IEA reports record high global oil supply in August. Global supply hit a record 100M bpd in August, led by higher output from OPEC countries (which reached a nine-month high supply of 32.63M barrels (+420K bpd m/m) despite falling production in Venezuela and Iran. Non-OPEC production was also up +2.6M barrels yoy, (above the forecast +2M bpd). FY2019 output forecasts indicate an increase of +1.8M bpd. On the other hand, projections for global demand growth remained unchanged at +1.4M bpd in 2018 and +1.5M bpd in 2019. Why then do oil prices remain well supported?

(Price Positive) - Saudi Arabia and Russia ruled out an increase in crude output at the OPEC Ministerial Monitoring Committee meetings in Algiers. Saudi Energy Minister Khalid A. al-Falih said that, although Saudi Arabia has spare capacity to increase output, it will not increase production given that OPEC is projecting a big rise in non-OPEC production that could exceed global demand growth. Saudi Arabia believes US oil production will rise to 13.4M bpd in 2032, from 7.4M in 2017, making the US self-sufficient in oil. Similarly, Russia's Energy Minister, Alexander Novak, said no immediate output increase is needed, citing the challenging environment faced by global markets (that could derail oil demand), including rising trade tensions between the US and China, and the US sanctions on Iran.

(Price Negative) – Mexico's president-elect Andres Manuel Lopez Obrador will allocate \$3.9B in next year's budget to oil extraction in order to lift domestic production. He will also issue calls for tenders in December. Mexico's incoming government (which has been reluctant to specify whether it will continue auctions to open up its long-closed oil sector) will issue calls for tenders for drilling oil wells in early December. President-elect Lopez Obrador gave no details but said he would flesh out his plans after meeting with oil executives in Tabasco state on Saturday.

(Price Negative) – Iraq output hits record levels: Iraq's Oil Minister said total production in Iraq is 4.36M bpd, the level agreed with OPEC, though exports reached a record of 3.59M bpd. The country also has capacity of 4.75M barrels, even without the semi-autonomous Kurdish region in the north. OPEC and its allies agreed to increase production by 1M bpd in June.

(Price Positive) – Companies are declining to buy October cargoes from Iran because of the possibility that they may arrive after 4 November, the date on which the US is scheduled to re-impose oil-related sanctions on Iran. Trade with Iran after this date carries the risk of a country being cut off from the US financial system. The US has thus far failed to extend any waivers.

(Price Positive) – India's imports of Iranian oil shrank 32% month on month in August, and Korean oil imports from Iran fell to zero. India, which is the third-biggest oil importer and Iran's top oil client after China, has said it will not completely halt Iranian imports but will determine its strategy after meeting with US officials. Despite lower imports in August, yoy imports were still some 56% higher as a result of higher growth and because state refiners were attracted by discounts offered by Iran earlier this year (to lure Indian buyers, Iran has been offering extended credit terms and almost free shipping to India). US Secretary of State Mike Pompeo, who is in Delhi with US Defense Secretary Jim Mattis, said "the US would be happy if Iranian oil is replaced with American products". South Korea became the first of Iran's top three customers to cut imports to zero in August (down from 200k bpd in July). China has also decreased imports from Iran (according to tanker-tracking & shipping data).

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 delay this deadline as long 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). The head of the latest consortium pursuing the large-scale production of cellulosic ethanol from farm waste says that the outlook looks promising again, with "the technology being competitive with oil at \$70/ barrel."

(-) 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 big 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 possible.

(-) 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.

(-) Shale producers to raise output considerably at \$60 a barrel: The IEA has said that an oil price of \$60 would be enough for many US shale companies to restart stalled 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) upticked to US\$1,086 (from US\$1,079 last month). In real terms, gold continues to trade well above its 20-year average of US\$880. Given the global deflator (now at 1.10282), for the gold price to stay near its historical average in real terms, the nominal price (or equilibrium price) must remain near US\$970.

Gold to Silver (Preference for Store of Value over Productive Assets): This ratio ticked up to 83.56x (from 78.33x last month) and still remains well above its 20-year average of 62.45x, suggesting that gold is expensive (at least in terms of 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\$900 oz.

Gold to Oil: This ratio decreased in the month, to 16.92x (from 17.49x last month), still well above its 20-year average of 15x. 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.

Gold to the DJI: This ratio (inverted) ticked up in the month to 22.32x (from 20.14x last month), still above its LT average of 19.74x. Given our central point (target price) for the DJI of 25,000, the price of gold must approach US\$1,266 for this ratio to remain near its LT average.

Speculative positioning: CFTC 100oz Active Future non-commercial contracts: Longs are fixed now at 197k (from 214k last month). Short contracts rose to 208k (from 132k). Thus, the net position decreased sharply to -11k during the month (from +81k), suggesting that speculators' appetite for gold has decreased markedly in the last three months.

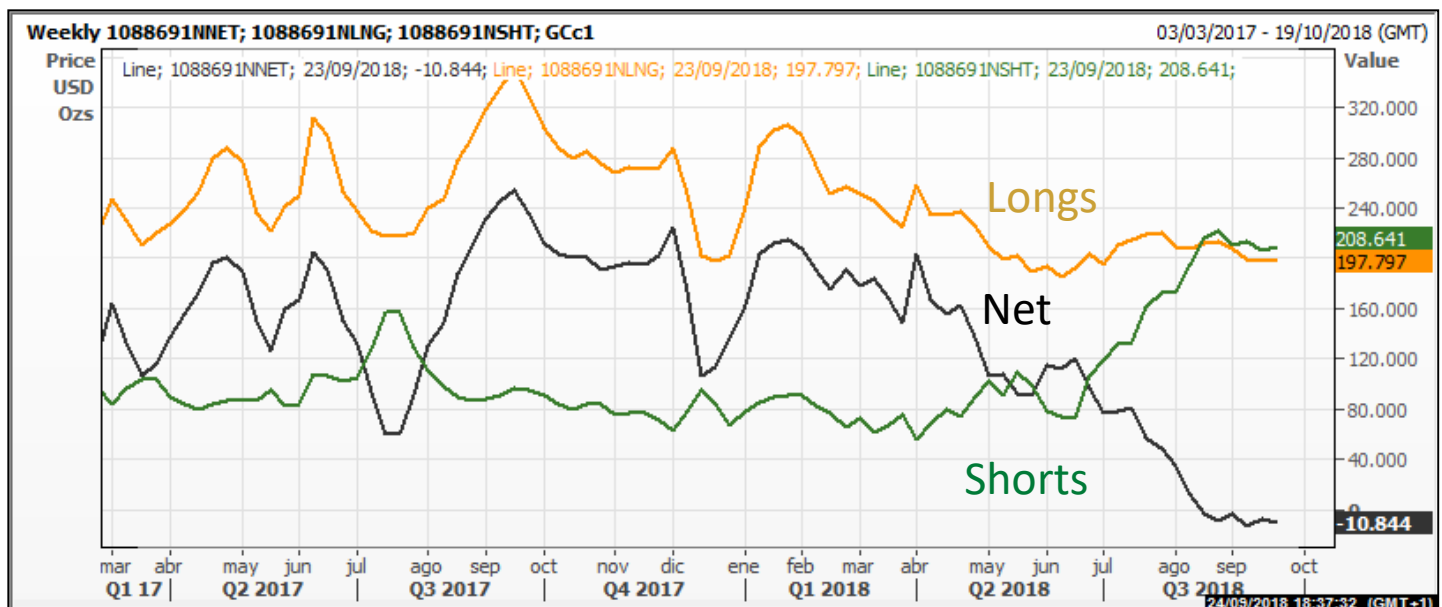
Financial liberalization in China. Higher "quotas" each month in the QFIL program are widening the investment alternatives for Chinese investors (historically focused on gold).

Positive drivers

Gold to the S&P500: This ratio fell to 0.41x (from 0.44x last month) but is still well below its LT average of 0.59x. Given our target price (central point) for the S&P of \$2,715, the price of gold must approach US\$1,602 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

Alvos Fundamentais

EUR-USD: Forte resistência a 1.185 // Alvo fundamental de médio prazo 1,15 // Alvo fundamental de longo prazo 1,03

Fluxos: As posições compradas em dólar aumentaram significativamente, com o posicionamento dos investidores mundiais em US\$ 24,78 bilhões, pouco acima dos recentes picos atingidos em meados de agosto, os maiores desde janeiro de 2017 (vide tabela) e bem acima dos US\$ 19,74 bilhões registrados em nosso último documento. O aumento das posições em dólar neste verão é significativo e representa um movimento de quase 0,8 sigma em uma base de escores z de um ano. Portanto, o dólar continua seu curso, com os investidores construindo posições compradas a um ritmo médio de US\$ 2,5 bilhões em novas posições compradas por semana. **Perspectiva: Análise de Fluxo:** Em um escore z de +1.15 na posição global em USD, o dólar parece sobrecomprado 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 forte resistência em 1.185, e uma de prazo mais longo em 1,26. (2) Este nível de resistência deve funcionar bem. Dessa forma, acreditamos que o EUR não irá ultrapassar esta resistência. (3) Em seguida, o EUR/USD retornará à faixa de longo 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

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

GBP-USD: Alvo 1,35; EUR-GBP: Alvo 0,85

USD-CHF: Alvo 0,99; EUR-CHF: Alvo 1,14

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

USD-BRL: Alvo 3,8; EUR-BRL: Alvo 4,37

USD-ARS: Alvo 40

RUB: POSITIVO

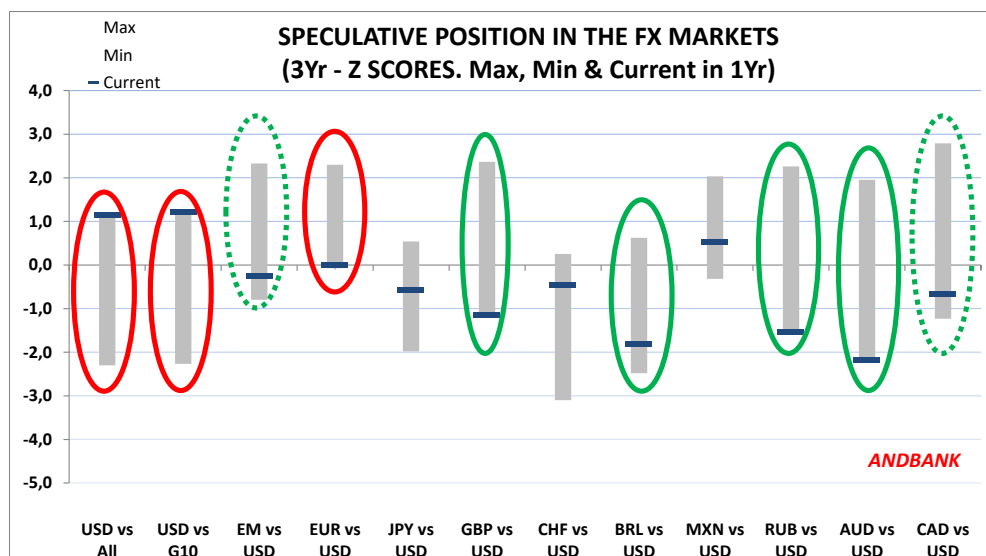
AUD: POSITIVO

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			Current Z-score 3-yr
			Max (Bn \$)	Min (Bn \$)	Avg (Bn \$)	
USD vs All	24,78	3,98	24,9	-28,2	-4,3	1,15
USD vs G10	25,09	4,45	25,4	-25,4	-2,7	1,22
EM	0,31	0,47	3,8	-0,8	1,8	-0,26
EUR	0,24	-1,38	23,4	-1,1	13,2	0,00
JPY	-7,09	-1,06	0,6	-15,0	-7,4	-0,58
GBP	-6,51	-1,53	4,3	-6,5	-0,1	-1,15
CHF	-2,39	2,16	0,0	-6,0	-3,1	-0,46
BRL	-0,63	0,02	0,7	-0,8	-0,2	-1,80
MXN	1,08	0,70	2,8	-0,5	1,5	0,52
RUB	-0,14	-0,25	1,2	-0,1	0,6	-1,54
AUD	-4,91	-1,75	6,1	-4,9	-0,1	-2,18
CAD	-2,32	-0,26	6,1	-4,0	0,5	-0,67

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 28/09/2018	Central Point (Fundam range)	Exp. Perf. To Central Point
Equity	USA - S&P 500	0,4%	9,0%	2.914	2715	-6,8%
	Europe - Stoxx Europe 600	1,1%	-1,1%	386	398	2,9%
	Euro Zone - Euro Stoxx	1,0%	-0,9%	383	393	2,6%
	SPAIN - IBEX 35	1,4%	-5,1%	9.528	10576	11,0%
	MEXICO - MXSE IPC	0,2%	0,5%	49.647	49703	0,1%
	BRAZIL - BOVESPA	4,3%	4,7%	80.000	84064	5,1%
	JAPAN - NIKKEI 225	3,7%	5,6%	23.095	23094	0,0%
	CHINA - SHANGHAI COMPOSITE	3,0%	-15,6%	2.808	2729	-2,8%
	CHINA - SHENZHEN COMPOSITE	-1,0%	-24,7%	1.437	1468	2,2%
	INDIA - SENSEX	-5,6%	6,7%	36.487	39079	7,1%
	MSCI EM ASIA (in USD)	-1,7%	-8,3%	538	566	5,2%
Fixed Income Core countries	US Treasury 10 year Govie	-1,3%	-3,4%	3,05	3,20	-0,4%
	UK 10 year Gilt	-1,2%	-2,4%	1,59	2,00	-2,9%
	German 10 year BUND	-1,6%	-0,5%	0,53	0,80	-2,1%
	Japanese 10 year Govie	-0,1%	-0,5%	0,11	0,10	0,1%
Fixed Income Peripheral	Spain - 10yr Gov bond	-0,3%	1,5%	1,50	1,60	-0,5%
	Italy - 10yr Gov bond	3,2%	-5,3%	2,84	2,70	1,9%
	Portugal - 10yr Gov bond	0,5%	1,7%	1,86	2,20	-2,2%
	Ireland - 10yr Gov bond	-1,3%	-2,5%	1,01	1,00	0,4%
	Greece - 10yr Gov bond	2,7%	3,3%	4,00	4,50	-2,9%
Fixed Income Credit	Credit EUR IG-Itraxx Europe	0,1%	-0,4%	67,37	85	-1,2%
	Credit EUR HY-Itraxx Xover	1,4%	0,2%	267,13	330	-2,0%
	Credit USD IG - CDX IG	0,3%	1,7%	59,40	60	0,5%
	Credit USD HY - CDX HY	0,9%	3,6%	314,70	370	-0,5%
Fixed Income EM Europe (Loc)	Turkey - 10yr Gov bond	29,1%	-38,0%	17,18	16,00	26,6%
	Russia - 10yr Gov bond	1,9%	-2,1%	8,54	7,70	15,3%
Fixed Income Asia (Local currency)	Indonesia - 10yr Gov bond	-0,2%	-10,4%	8,14	7,25	15,2%
	India - 10yr Gov bond	0,0%	-0,1%	8,02	7,00	16,2%
	Philippines - 10yr Gov bond	-9,3%	-16,3%	7,63	7,00	12,7%
	China - 10yr Gov bond	0,0%	4,7%	3,61	3,25	6,5%
	Malaysia - 10yr Gov bond	-0,1%	1,7%	4,07	3,25	10,7%
	Thailand - 10yr Gov bond	-0,1%	-1,1%	2,62	2,00	7,6%
	Singapore - 10yr Gov bond	-0,9%	-2,6%	2,49	2,00	6,4%
	South Korea - 10yr Gov bond	-0,3%	2,5%	2,29	2,25	2,6%
	Taiwan - 10yr Gov bond	-0,3%	1,3%	0,87	1,75	-6,2%
Fixed Income Latam	Mexico - 10yr Govie (Loc)	0,8%	4,2%	7,89	8,00	7,0%
	Mexico - 10yr Govie (USD)	-0,2%	-3,9%	4,48	4,60	3,6%
	Brazil - 10yr Govie (Loc)	6,4%	-2,0%	11,45	11,00	15,1%
	Brazil - 10yr Govie (USD)	1,5%	-6,2%	5,97	5,38	10,8%
	Argentina - 10yr Govie (USD)	16,7%	-24,3%	9,37	8,20	18,7%
Commodities	Oil (WTI)	3,3%	19,4%	72,1	50,00	-30,7%
	GOLD	-1,5%	-9,2%	1.182,4	1.100	-7,0%
Fx	EURUSD (price of 1 EUR)	0,3%	-3,0%	1,164	1,15	-1,2%
	GBPUSD (price of 1 GBP)	0,9%	-3,2%	1,31	1,35	3,2%
	EURGBP (price of 1 EUR)	-0,6%	0,2%	0,89	0,85	-4,3%
	USDCHF (price of 1 USD)	0,9%	0,3%	0,98	0,99	1,1%
	EURCHF (price of 1 EUR)	1,2%	-2,7%	1,14	1,14	-0,1%
	USDJPY (price of 1 USD)	2,1%	0,6%	113,36	111,20	-1,9%
	EURJPY (price of 1 EUR)	2,4%	-2,4%	131,96	127,88	-3,1%
	USDMXN (price of 1 USD)	-1,6%	-4,4%	18,78	19,15	1,9%
	EURMXN (price of 1 EUR)	-1,2%	-7,2%	21,86	22,02	0,7%
	USDBRL (price of 1 USD)	-1,0%	21,1%	4,01	3,80	-5,3%
	EURBRL (price of 1 EUR)	-0,7%	17,6%	4,67	4,37	-6,4%
	USDARS (price of 1 USD)	6,8%	111,4%	39,30	40,00	1,8%
	CNY (price of 1 USD)	0,8%	5,9%	6,89	7,00	1,6%

* 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	20,0	10,0	14,8	5,0	10,1	5,0	6,7
Short-Term debt & MM instrument	25,0	31,3	15,0	20,8	5,0	9,4	0,0	3,3
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		18,0		12,0		9,0		3,0
EU Gov & Municipals & Agencies		2,4		1,6		1,2		0,4
European Peripheral Risk		3,6		2,4		1,8		0,6
Credit (OECD)	20,0	15,0	20,0	15,0	15,0	11,3	5,0	3,8
Investment Grade USD		7,5		7,5		5,6		1,9
High Yield Grade USD		3,0		3,0		2,3		0,8
Investment Grade EUR		2,3		2,3		1,7		0,6
High Yield Grade EUR		2,3		2,3		1,7		0,6
Fixed Income Emerging Markets	5,0	4,8	7,5	7,1	10,0	9,5	15,0	14,3
Latam Sovereign		1,0		1,4		1,9		2,9
Latam Credit		1,0		1,4		1,9		2,9
Asia Sovereign		1,7		2,5		3,3		5,0
Asia Credit		1,2		1,8		2,4		3,6
Equity OECD	5,0	5,0	20,0	20,0	32,5	32,5	50,0	50,0
US Equity		1,8		7,0		11,4		17,5
European Equity		2,5		10,0		16,3		25,0
Japan Equity		0,8		3,0		4,9		7,5
Equity Emerging	0,0	0,0	5,0	4,5	10,0	9,0	10,0	9,0
Asian Equity		0,0		2,5		5,0		5,0
Latam Equity		0,0		2,0		4,1		4,1
Commodities	0,0	0,0	2,5	1,8	5,0	3,5	5,0	3,5
Energy		0,0		0,4		0,9		0,9
Minerals & Metals		0,0		0,3		0,5		0,5
Precious		0,0		0,8		1,6		1,6
Agriculture		0,0		0,3		0,5		0,5
Alternative Investments	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	2,8	5,0	5,5
REITs		0,0		0,0		0,8		1,7
Alt.Energy (wind, solar, etc)		0,0		0,0		0,4		0,8
Market Neutral		0,0		0,0		0,8		1,7
Volatility		0,0		0,0		0,7		1,4
Currency Exposure (European investor perspective)								
EUR		92,0		84,7		78,1		70,3
USD		8,0		15,3		21,9		29,7

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

**Together
Everyone
Achieves
More**



Giuseppe Mazzeo
US Rates & Equity
+1 786 471 2426



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



J.A Cerdan
Europe Equity Strategist
+376 874 363



Andrés Pomar
Global Flow & Positioning
+352 26193925



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



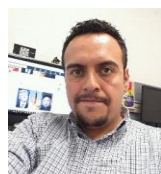
Andrés Davila
Central America & Venezuela
+507 2975800



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



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



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



Carlos Hernández
Global Technical Analysis
+376 873 381



Gabriel Lopes
Brazil Bonds and Equity
+55 11 3095 7075



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



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

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.