

**PERSPECTIVAS GLOBAIS  
ECONOMIA & MERCADOS FINANCEIROS**

PERSPECTIVAS GLOBAIS  
ECONOMIA & MERCADOS FINANCEIROS

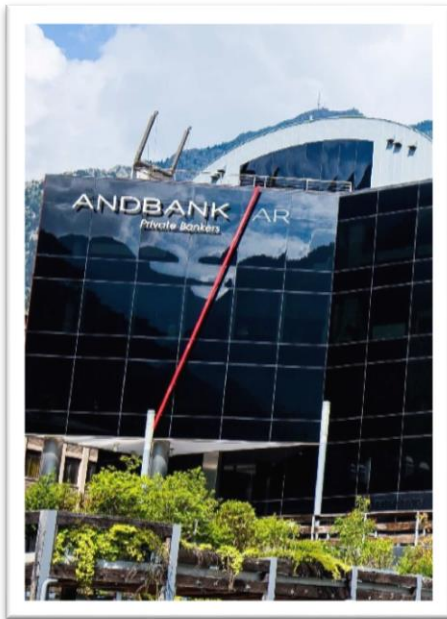
---

OPINIÃO CORPORATIVA ANDBANK  
Dezembro de 2017



## ÍNDICE

# PERSPECTIVAS GLOBAIS ANDBANK 2018



*Global – Decifrando o novo papel dos bancos centrais.* Os bancos centrais podem iniciar um desmantelamento de seus vários instrumentos de estímulo, levantando a questão de se essa postura será uma mudança real no jogo dos mercados financeiros. Não acreditamos que essa mudança se materializará em 2018, pois compartilhamos da visão de que os bancos centrais não se arriscarão a sair de um excesso de estímulos para uma prematura rigidez monetária. O retorno as condições monetárias normais é, portanto, quase inconcebível em qualquer grande economia em 2018. É certo que algumas das grandes questões e riscos permanecem: A alavancagem excessiva será mitigada permanentemente por taxas de juros baixas? A produtividade sofrerá os efeitos do problema da grave distorção causada pela má alocação do capital? O envelhecimento populacional vai afetar o preço dos ativos? O nacionalismo ou o protecionismo domarão a globalização? Todos esses fatores de risco tem uma coisa em comum: nenhum deles pode ser previsto com grande antecedência. Além disso, as visões predominantes do mercado sobre tais questões serão fortemente influenciadas pelo que está acontecendo com a economia mundial no curto prazo.

1.	SUMÁRIO EXECUTIVO	4
2.	ESTADOS UNIDOS: Crescimento constante	5
3.	EUROPA: 2018: outro ano dourado?	8
4.	CHINA: Novo conceito de crescimento	11
5.	JAPÃO: O Japão está de volta	13
6.	BRASIL: Recuperação apesar da incerteza	15
7.	Commodities – Energia (Petróleo, WTI)	17
8.	Moedas: Preços-alvo Fundamentais	20
9.	Índices Globais de Ações	22
10.	Renda Fixa: Títulos Governamentais	24



### MACROECONOMIA

As defasagens de tempo entre respostas políticas (os EUA lançaram os estímulos em grande escala em 2009, o Japão em 2013, a Europa em 2015 e a China em 2016) resultaram em ciclos de negócios nacionais e lucros menos sincronizados agora do que em expansões anteriores. Isto pode ajudar a moderar o impacto do aperto monetário nos Estados Unidos enquanto cria oportunidades de investimento ao incentivar a rotatividade nos lucros globais. Os Estados Unidos, a Europa, o Japão, a China, a Índia e a maioria das outras economias estão experimentando um crescimento econômico bastante consistente sem nenhuma ameaça imediata à estabilidade financeira.

baixo nos níveis atuais (analistas estimam a meta de ajustes para o quarto trimestre de 2018 em 1,207). Nós preferimos o dólar, o franco, a libra e o iene ao euro.



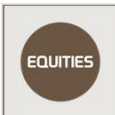
### CRÉDITO CORPORATIVO

Perspectiva negativa em termos de crédito na Europa. Esperamos um aumento nos spreads (+25 em grau de investimento (IG) em euros e + -50 em alto rendimento (HY) em euros). Perspectiva mista em crédito corporativo em dólar americano (Positivo em grau de investimento (IG), mas negativo em alto rendimento (HY)).



### COMMODITIES

A expectativa de um ciclo sincronizado de crescimento deu asas ao preço do petróleo. Acreditamos que o petróleo está na faixa superior do intervalo de variação de preços. Do mesmo modo, o preço do ouro está caro em relação ao de outras commodities.



### AÇÕES

Nos últimos dois anos, o mercado vem sendo afetado psicologicamente por dois grandes receios: uma possível quebra do euro e uma crise na China. No entanto, estas duas nuvens negras se dissiparam e a possibilidade de que voltem a assombrar os mercados financeiros globais novamente é improvável, pelo menos nos próximos anos. A defasagem entre a liderança monetária dos EUA e os outros países criou uma divergência no desempenho das ações, mas esta lacuna cíclica agora começou a diminuir e esta tendência deve continuar. A Europa, os mercados emergentes da Ásia e, provavelmente, o Japão podem representar melhores oportunidades de investimentos.



### RENDA FIXA

Os mercados de dívidas na Europa e no Japão estão muito sobrevalorizados e, atualmente, não oferecem nenhum retorno. Para o rendimento dos títulos do governo alemão, estabelecemos 0,90% como justo valor. E para os rendimentos de títulos de governos periféricos europeus podem ser acrescentados em média 30pb. Para o rendimento dos Títulos do Tesouro Americano aumentamos nosso valor justo para 3,0%. Quanto aos títulos das economias emergentes, esperamos queda nos rendimentos dos títulos de países latino-americanos (70pb em média) e nós ainda prevemos, também, uma queda de 40pb nos títulos de governos asiáticos.



### CÂMBIO

O euro está experimentando um bom impulso embora com um valor ainda

## ESTADOS UNIDOS: Crescimento constante.

### Consumo e fundamentos da indústria sólidos.

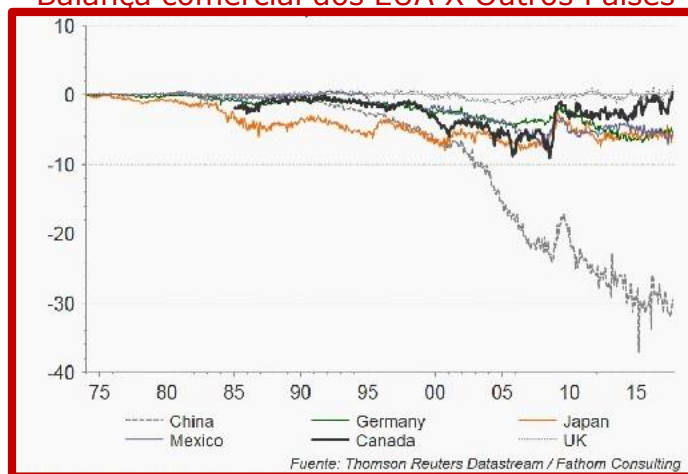
#### Os republicanos estão fazendo progressos razoáveis na reforma tributária, embora ainda haja problemas a serem resolvidos.

O objetivo do governo de aprovar o projeto de lei da reforma tributária até o fim do ano pode ser muito ambicioso. Nosso cenário de referência prevê que esse projeto de lei seja aprovado no primeiro trimestre de 2018. Em suma, ainda esperamos que a versão final da lei dê um impulso de curto prazo nos rendimentos e nos gastos, ajudando a incrementar o crescimento do PIB para 2,5% no próximo ano e levando o Fed a elevar as taxas de forma mais agressiva. A política fiscal seria mais favorável se um acordo em torno da proposta dos republicanos para reforma tributária para empresas e pessoas fosse aprovada.

#### Esperamos que o crescimento acima do esperado persista ao longo de 2018

Os fundamentos do consumo permanecem sólidos, incluindo um mercado de trabalho robusto que deve persistir em 2018. A produção industrial continua em impulso ascendente com os fundamentos subjacentes no setor de produção de bens, permanecendo robustos. Em vista disso, mantemos nossa projeção de taxa de crescimento em torno de 2,5% para o próximo ano.

Balança comercial dos EUA X Outros Países



### A inflação e o Fed

Um perfil de inflação mais alta está previsto para 2018. As últimas leituras mostram uma aceleração dos ganhos salariais no último ciclo que não pode ser subestimada. Talvez mais importante seja que o crescimento real da renda tem sido correlacionado com a recuperação nos ciclos de investimento (CAPEX) e produtividade. Isso nos leva a definir a nossa meta de inflação para 2018 em 2,2%, o que deve ser a base para a volta a uma política monetária mais rigorosa. A continuação orquestrada do aumento no crescimento global observado este ano, provavelmente, terá implicações para as taxas de juros em todo o mundo no próximo ano. Somado a isso, um pacote fiscal potencialmente inoportuno nos EUA que poderia aumentar os gastos em investimentos, e os riscos de um excesso se tornam evidentes. Esta combinação de resultados em conjunto com uma economia doméstica que está operando sem uma folga significativa do mercado de trabalho, dará ao Fed o espaço para apertar a política em maior medida do que os mercados atualmente antecipam. Nosso cenário base prevê dois ou três aumentos de taxa em 2018.

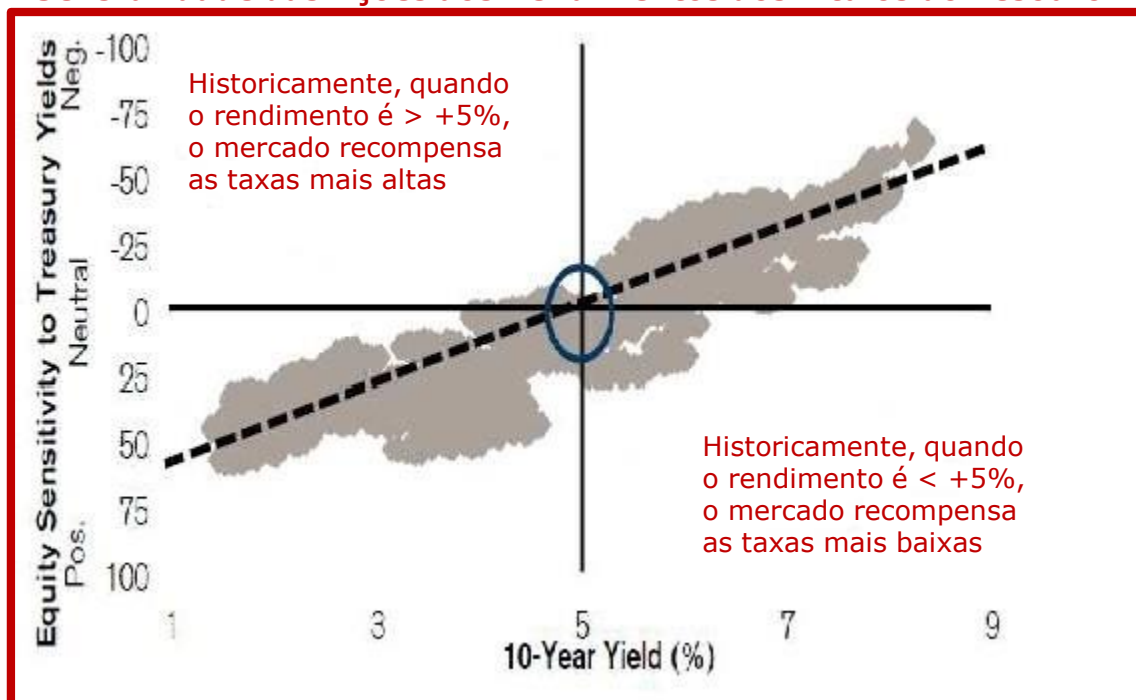
### Índice de Confiança na Economia - EUA



### Títulos do Tesouro Americano

Esperamos que o efeito combinado do Fed, ao equilibrar a redução de seu balanço com o aumento nos déficits, significará que a relação entre a oferta de Títulos do Tesouro Americano (UST) disponíveis aos compradores e a elevada elasticidade de preços aumentarão de 54% para cerca de 60% no final de 2019, levando a relação entre oferta e demanda aos níveis mais altos desde o início dos anos 2000 — mais uma vez apontando para rendimentos mais elevados. Baseado nestes pressupostos, esperamos que o rendimento dos Títulos do Tesouro Americano com prazo de 10 anos (10Y UST) avancem no sentido de atingir o valor justo de 3%, com um piso de 2,07% e um limite máximo de 3,8%. Quais são os riscos de nossas previsões? Uma possibilidade é que a forma final da reforma tributária se revele muito mais uma simulação do que esperamos. É evidente que, por outro lado, um choque exógeno pode descarrilhar a lenda de um crescimento global — por exemplo, uma acentuada escalada nas tensões na península coreana ou no Oriente Médio.

### Sensibilidade das Ações aos Rendimentos dos Títulos do Tesouro



### Mercados Financeiros:

**Ações (S&P):** NEUTRO (ponto central em 2713)

**Títulos do Governo Americano:** NEGATIVOS (rendimento alvo para 10 anos em 3%)

**Crédito — Grau de Investimento:** POSITIVO.

**Crédito — Alto rendimento:** NEUTRO/NEGATIVO

**Câmbio — Índice CDX:** NEUTRO-POSITIVO.



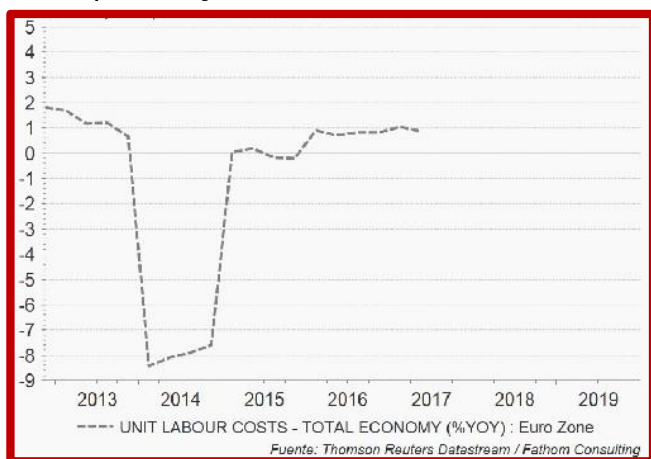
## EUROPA: 2018, será outro ano dourado?

**Os riscos ao crescimento permanecem elevados; a inflação também podem surpreender à medida que o ano avança**

Uma base de recuperação mais ampla parece uma boa aposta. A inércia dos dados objetivos deve continuar, apesar dos resultados das pesquisas serem menos positivos. Intenções de investimentos (CAPEX) entre empresas da Zona do Euro cresceram, enquanto a contribuição do crescimento externo pode cair devido a um euro mais forte. As expectativas de salários e de emprego aumentaram. Projeta-se um freio fiscal menor tanto para pessoas físicas quanto jurídicas. As recentes estimativas da Comissão Europeia apontam para uma suave desaceleração no PIB real na Zona do Euro (de 2,3% para 2,1% em 2018). Vemos espaço para revisões positivas. Os números principais do IPC começarão baixos, mas devem acelerar até o final do ano de 2018 em torno de 1,4% em relação ao ano anterior (vs 1,5% no fim de 2017). No Reino Unido, o crescimento lento (PIB: 1,3% em relação ao ano anterior) e a inflação decrescente (2,6% do período homólogo) estão previstos em 2018.

### Mercado Financeiro:

Análise dos resultados do setor bancário: Os bancos espanhóis têm grande crescimento de receitas, enquanto nos bancos alemães o crescimento de receitas é baixo. Os bancos franceses têm alto custo quando comparados aos baixos custos dos bancos dos Países Baixos. O setor bancário italiano está, finalmente, alcançando o desempenho dos bancos espanhóis em termos de reestruturação e recapitalização.



### Custos de mão de obra na Zona do Euro

### Produtividade na Zona do Euro

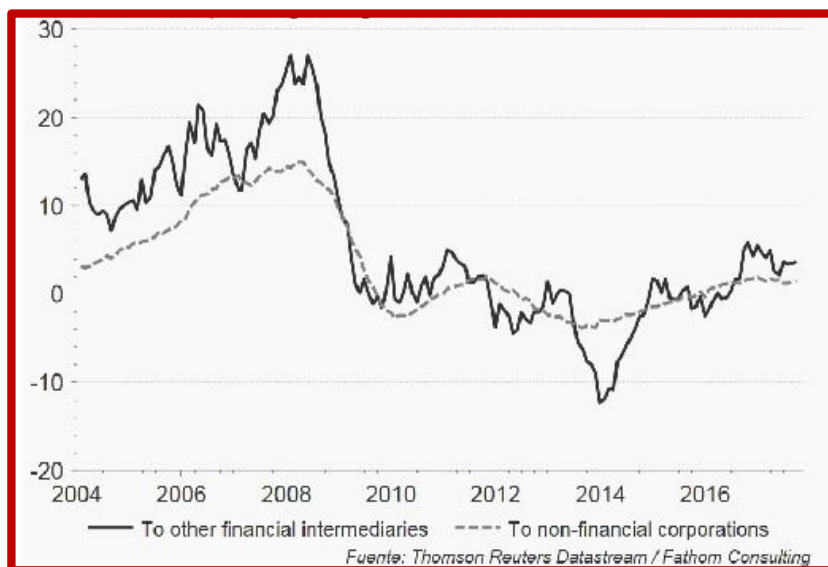




### Banco Central

A rota de recalibração do Banco Central Europeu (BCE) parece bem clara: um programa de redução começará em janeiro e se estenderá por nove meses. A subida dos juros deve ocorrer somente depois que a redução na compra de títulos tiver terminado, muito provavelmente não antes do meio de 2019. A cobertura de juros para empresas europeias também está aumentando gradualmente, já que o custo da dívida caiu à medida em que os ganhos melhoraram. Flexibilização quantitativa (QE) - os reinvestimentos, "por um longo período de tempo", poderiam se tornar um grande estímulo, sugerindo que o ambiente atual pode persistir pelo menos no primeiro semestre de 2018. A classe de ativos pode ser vulnerável por que estamos perto do fim do Plano Anual de Metas (APP).

Sobre o Banco da Inglaterra (BoE), o aumento da taxa de novembro foi visto como um "movimento único". Prevemos um aumento de +25pb ao ano nos próximos dois anos, que serão altamente dependentes do impacto do Brexit.



### Empréstimos na Zona do Euro - variação dos últimos 12 meses

### Política:

As negociações da Coalizão Jamaica na Alemanha não resultaram em acordo. A situação de incerteza pode gerar ventos contrários a uma integração europeia mais profunda, conforme Macron apontou, e pode atrasar as negociações do Brexit. As empresas britânicas alertaram que a permanência da falta de clareza até dezembro exigiria que "medidas de contingência" fossem adotadas. A ausência de um acordo é o pior cenário.

As eleições italianas devem ser realizadas antes de maio de 2018. As pesquisas são inconclusivas, mas indicam que o Movimento Cinco Estrelas pode alcançar a maioria dos votos. Um parlamento dividido parece mais provável; não é a melhor opção, mas é algo bastante comum na Itália.

**Mercados Financeiros:**

**Ações** – Stoxx Europa: NEUTRO (ponto central em 406)

**Ações** - Euro Stoxx: NEUTRO (ponto central em 409)

**Títulos – Principais mercados europeus:** NEGATIVOS

Alvo de rendimento: Títulos do Governo Alemão (Bund) - 0,90%

**Títulos - Mercados periféricos europeus:** NEGATIVOS

Alvos de rendimento:

Espanha - 1,75%;

Itália - 2,15%;

Portugal - 2,15%

**Crédito – Grau de Investimento (IG):** NEGATIVO

**Alto rendimento (HY):** NEUTRO-NEGATIVO.

**Câmbio Euro/Dólar:** Banda superior do intervalo de variação em: 1,10 - 1,15

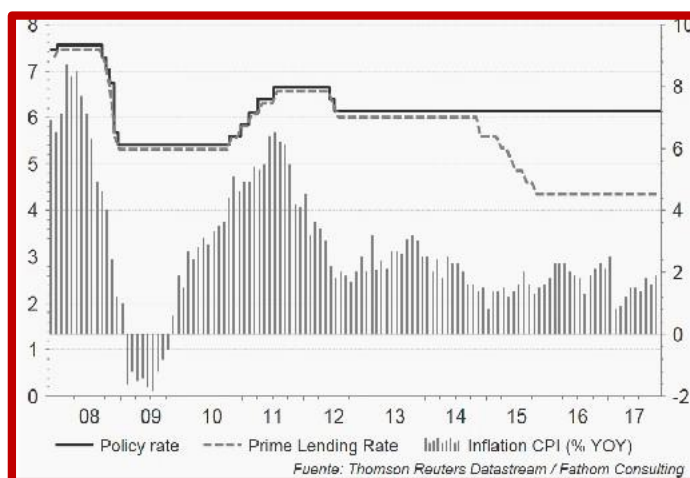
## CHINA: Um novo e multifacetado conceito de estratégia de crescimento nacional.

**O ponto de partida a partir do qual Xi Jinping irá relançar sua visão.**

### Nossa perspectiva de longo prazo:

Xi Jinping tem um histórico positivo nos seguintes aspectos: 1) na manutenção de um crescimento econômico robusto; 2) no prosseguimento da campanha anti-corrupção; 3) na manutenção de um rígido controle sob qualquer risco financeiro - principalmente nos setores bancário e habitacional; 4) no alívio do ônus do serviço da dívida na área empresarial altamente estimulada da China; e 5) em impulsionar a projeção global da China. Em seu discurso de abertura no Congresso do partido, Xi Jinping prometeu aos chineses "uma vida melhor", definida não apenas pela prosperidade material, mas também um ambiente limpo, serviços públicos abrangentes, segurança nacional forte e uma cultura inspiradora. Estas novas prioridades desviam a ênfase no crescimento em favor de outros objetivos.

Consideramos ambiciosas as metas de Xi Jinping, com a busca do "engrandecimento nacional" que já não está centralizado em torno do crescimento econômico. Em 2015 Xi Jinping definiu a meta de duplicar a renda média de 2010 na China até 2020 e construir uma sociedade "moderadamente próspera". Agora, Xi Jinping está considerando esta meta de 2020 como alcançada devido a seu sucesso na estabilização do crescimento. Ele agora aponta para seu novo duplo objetivo de longo prazo, que é a "modernização socialista" até 2035, e a China se tornar um "líder global" até 2049.



### Juros oficiais X Inflação

## Xi Jinping: "A China será um líder global até 2049"

De acordo com nossos cálculos, a China pode superar os Estados Unidos na dimensão econômica por volta de 2046, se a economia conseguir manter o que consideramos taxas razoáveis de expansão (média de 5,0% para o período de 2018-2022, 4,5% no período de 2023-2027, 4% entre 2028-2032, 3,5% entre 2033-2037, e 2,5% daí em diante.) Isto poderia explicar por que Xi Jinping criou um novo modelo em que as taxas de crescimento podem ter sua importância relativa gradualmente reduzidas em relação a outros objetivos, e ele agora está prometendo criar um conceito mais multifacetado de "renovação nacional" em torno de quatro temas gerais principais: a liderança tecnológica, a expansão dos programas sociais, o equilíbrio no desenvolvimento regional e a segurança nacional. Nenhuma redução da meta de crescimento do PIB anual de 6,5% é provável no curto prazo, porque o crescimento do PIB excederá esse número com facilidade em 2017. A longo prazo, a meta irá diminuir.

## Seria essa a mudança orientada para o mercado que os reformadores vêm exigindo há anos?

Estamos acostumados a ver a China através da lente da "reforma" por causa dos esforços dos sucessivos líderes chineses desde o final da década de 1970 para dismantlar o aparelho da antiga economia planejada. Xi Jinping acredita que esta tarefa está completa e que a China chegou ao tipo de economia que eles acreditam que o país deveria ter. A maior parte do comércio de bens e serviços são ofertados a preços de mercado, entretanto o estado mantém considerável liberdade de ação para intervir e "corrigir qualquer precificação incorreta". Em suma, a China é uma economia pós-reforma, na qual os responsáveis políticos se preocupam menos com a reforma e mais com a estabilidade do crescimento, com o controle estatal de preços-chave e com as alavancas econômicas.

## Mercados Financeiros

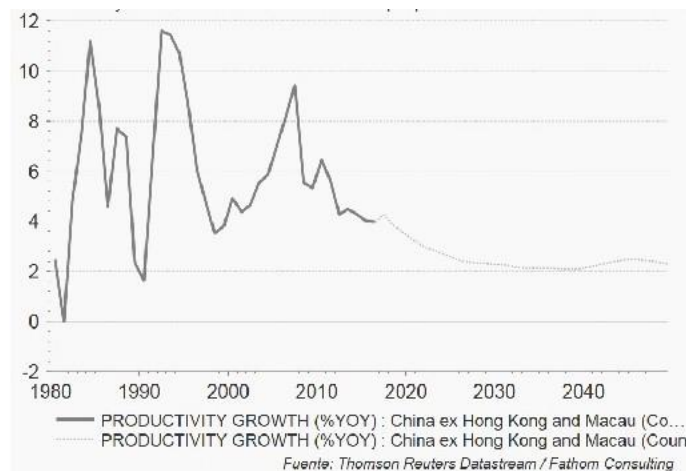
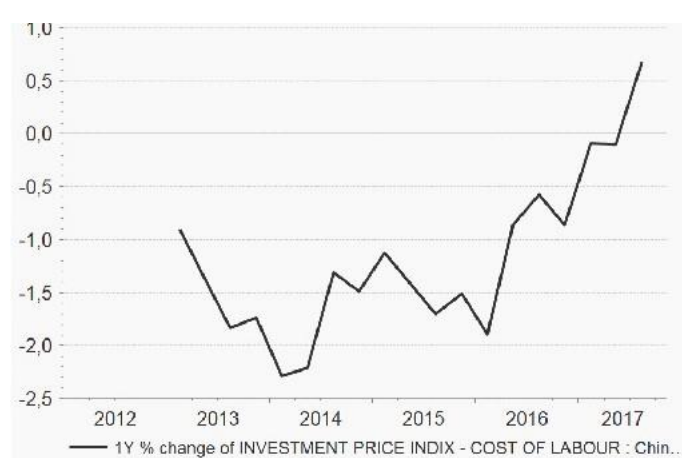
Ações – índice Xangai: POSITIVO (ponto central 3.672)

Ações – índice Shenzhen: POSITIVO (ponto central 2.181)

Títulos do governo: POSITIVO (alvo rendimento 3,25%)

Câmbio - Yuan/Dólar: NEUTRAL-POSITIVO (alvo de médio prazo 6,40)

## Custo de Mão de obra na China



## Produtividade da Força de Trabalho

## O Japão parece estar de volta.

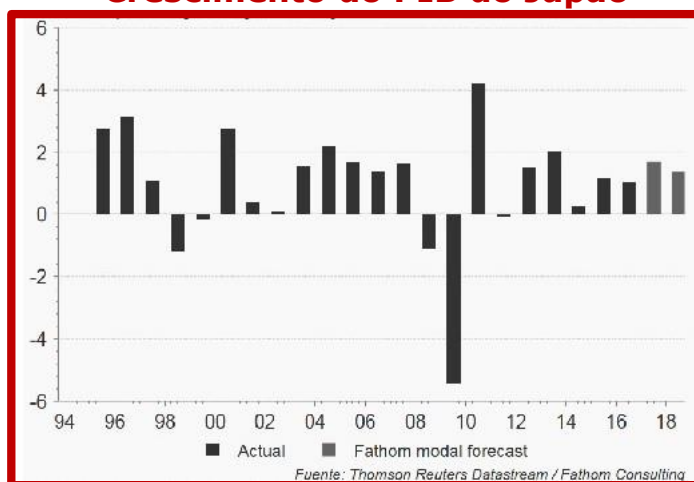
### O ambiente deflacionário ainda com força total.

As empresas japonesas parecem estar saindo de uma espiral de dívida-deflação de 25 anos, com os lucros das empresas em relação ao PIB (3,76%, acima da média dos últimos 30 anos de 2,60%), sendo maiores do que os do ciclo anterior. Na última vez, as grandes empresas se deram bem, mas as pequenas empresas não. Atualmente, o índice de confiança nos negócios para os pequenos empresários não-industriais mostra leituras muito melhores. Os lucros das empresas continuam a ser estreitamente correlacionados as taxas de câmbio reais efetivas e, dado o fato de que o iene ainda é profundamente subvalorizado, poderia subir 10% e ainda manter os lucros.

Além disso, empresas japonesas armazenaram em dinheiro 4 trilhões de dólares desde 2004, reinvestindo somente 70% de seus lucros, o que significa três coisas: 1) as empresas têm estado muito céticas sobre o futuro da economia (então investem muito pouco); 2) este acúmulo de falta de investimento significa que, no momento, o potencial de crescimento é baixo; e 3) com grandes reservas de caixa acumuladas, se as empresas quiserem aumentar o investimento (CAPEX), eles simplesmente podem aproveitar seu próprio dinheiro acumulado sem necessidade de empréstimos.

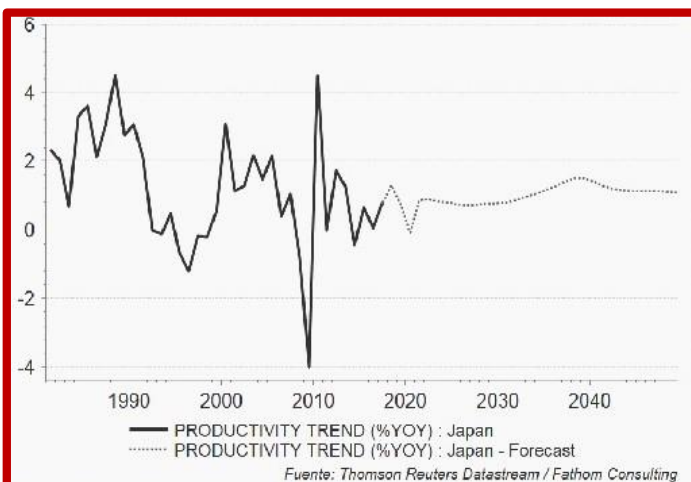
Então temos o impulso monetário. Sem inflação a vista, há poucas perspectivas de qualquer mudança de cenário nas políticas governamentais e do banco central. Podemos, portanto, esperar mais quatro anos da política condescendente fundada na crença das autoridades de que suas políticas estão, lentamente, dando resultados macroeconômicos. Desde o início de 2016, a taxa de crescimento estrutural (medida pela média móvel de sete anos de crescimento do PIB do setor privado) mudou, decisivamente, para o lado positivo.

### Crescimento do PIB do Japão

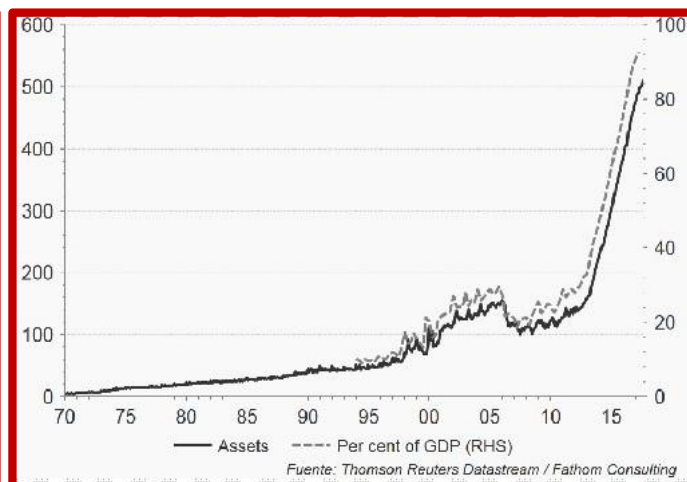


### Recuo na consolidação fiscal do Japão (mais estímulo)

O Partido Liberal Democrático do primeiro-ministro Shinzo Abe está propondo desviar metade do produto do aumento do imposto sobre as vendas do Japão para gastos que vão desde pagar a dívida do governo até financiar novos dispêndios. Isso também deve estimular a atividade econômica. Além disso, os gestores financeiros globais desvalorizaram o mercado japonês (6.3% MSCI -Japão vs. 8,7% MSCI-Mundial).



**Crescimento da Produtividade**



**Ativos do Banco do Japão**

### No entanto, os desequilíbrios podem estar se acumulando

Reconhecidamente, o grande volume de notícias positivas para os investidores em ações ajudam a reforçar a ideia de que o Japão está, finalmente, emergindo da hibernação em uma longa era do gelo econômica. No entanto, não podemos esquecer que a maciça intervenção monetária passou perigosamente perto do que poderia ser considerado um modo de "economia planejada" e, gostem ou não, isso vai ter consequências inevitáveis no futuro. O grande acúmulo de ativos de dívida pelas autoridades monetárias coloca este mercado em uma bolha, o que provavelmente contribuiu para que outras bolhas se formassem em outros ativos japoneses.

O resultado é que, enquanto os desequilíbrios causados pelos altos níveis de interferência pública são ignorados, as ações japonesas podem estar preparadas para um período de crescimento deflacionário, com crescimento sólido de lucros e sem inflação. Empresas concentradas numa única área de negócios superarão (não-financeiros versus financeiros) e o iene tem espaço para se valorizar sem dores de cabeça.

### Mercados Financeiros:

**Ações**– Nikkei 225: NEUTRO / POSITIVO (ponto central 23.187)

**Títulos do governo:** NEGATIVOS (rendimento alvo do Título do Governo Japonês de 10 anos em 0%)

**Câmbio Dólar/Iene:** Alvo a médio prazo em 112,5



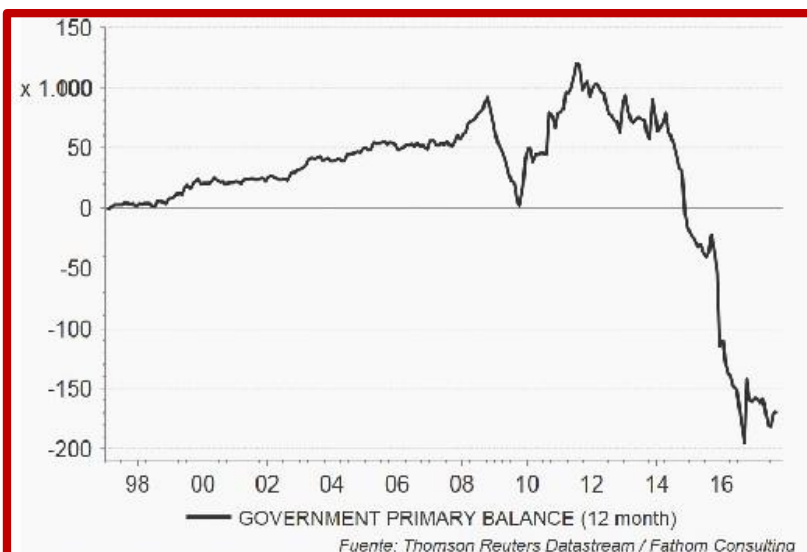
## BRASIL: Recuperação econômica apesar da incerteza política

### Todos os olhos estão voltados para as eleições presidenciais

O Brasil elegerá seus principais líderes políticos após o conturbado impeachment de Dilma Rousseff e a nomeação de seu vice, Michel Temer (mais favorável ao mercado). Uma agenda intensa foi realizada, com importantes reformas econômicas ajudando a economia a sair de uma profunda recessão. Nesse sentido, essas eleições provavelmente estarão entre as mais relevantes e decisivas desde o final da década de 1980, com o próximo presidente potencialmente agindo para uma continuação da agenda de reformas (caracterizada por responsabilidade fiscal, menor intervenção estatal e a modernização das relações econômicas) ou para um menor compromisso com as reformas, mostrando intenções de levar o Brasil para um certo grau de populismo e políticas heterodoxas.

### Quem são os principais candidatos e quais são suas ideias?

Os nomes de prováveis incluem Luís Inácio Lula da Silva, Jair Bolsonaro, Geraldo Alckmin, João Dória, Marina Silva e Ciro Gomes. (1) Luiz Inácio Lula da Silva é o primeiro lugar nas pesquisas, mas suas questões legais são um problema e ele pode ficar fora do jogo eleitoral. Ele provavelmente iria prosseguir com políticas econômicas heterodoxas de esquerda. (2) Jair Bolsonaro (o segundo lugar nas pesquisas) ganhou terreno com uma postura radical de direita, embora tenha se mudado para uma posição mais liberal e favorável ao mercado. Há dúvidas sobre sua habilidade política para obter apoio do Congresso e formar uma coalizão. (3) Geraldo Alckmin é um político experiente e um dos principais nomes do PSDB: um partido de centro. Menos impactado pela Operação Lava-jato, ele provavelmente continuaria com a atual política econômica e agenda de reformas. (4) João Dória (também do PSDB), provavelmente, avançaria com a atual política econômica e agenda de reformas. (5) Marina Silva representa a centro-esquerda, embora, provavelmente, defenda a política econômica liberal.



**Balanço  
Primário das  
Contas do  
Governo do  
Brasil**

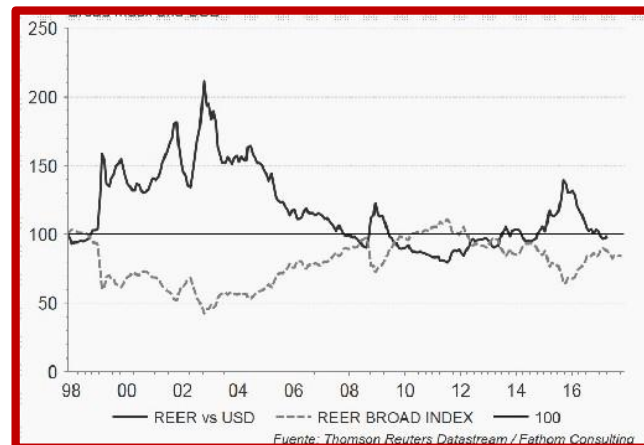
## Perspectiva macroeconômica

A economia está a caminho de um ciclo de recuperação. O PIB deverá crescer cerca de 2,5% em 2018, mas nós somos mais otimistas e fixamos a taxa de crescimento do PIB em 3,0%, com inflação sob controle (cerca de 4,0%) e contas externas saudáveis. A área fiscal representa a variável mais preocupante, o déficit primário foi fixado em 159 bilhões de reais para o próximo ano, repetindo os números de 2017. No entanto, maior do que o esperado crescimento do PIB, poderiam subir as receitas fiscais e os resultados primários. Na área monetária, entendemos que o banco central tem feito o seu trabalho. Esperamos uma taxa Selic estável (7%).

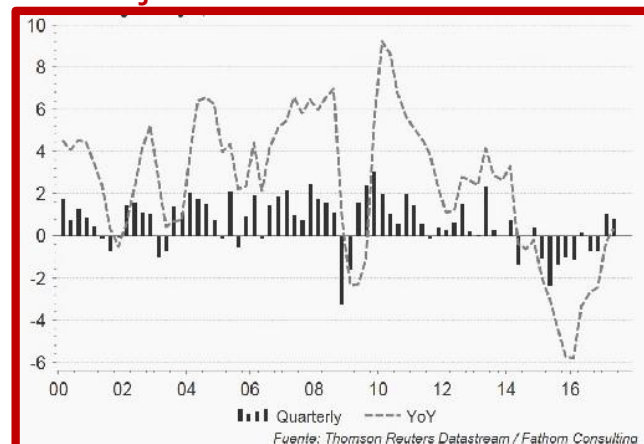
## Ativos e mercados financeiros do Brasil:

Devemos esperar o chamado "kit Brasil" (títulos comprados, ações compradas e câmbio do real comprado em relação ao dólar) apresentando retornos mais baixos com maior volatilidade em 2018, uma vez que os ativos brasileiros parecem estar no valor justo, e que o processo eleitoral trará muita incerteza. No entanto, há um grande número de atores (Hedge Funds) que estão mudando suas posições para o mercado de ações, e isso pode continuar. Prevemos que as vendas corporativas cresçam 7,2% e as margens líquidas serão fixadas em 10,2% (de 9,9%), com crescimento de 11,6% de ganho por ação (EPS).

## Taxa de Câmbio Real



## Variação do PIB



## Mercados Financeiros:

**Ações (Ibovespa): POSITIVO**  
(Ponto central 82.000).

**Títulos do governo em reais:**  
POSITIVO (alvo rendimento 9,57%)

**Títulos do governo em dólar:**  
NEUTRO (spread alvo 210, rendimento 5,10%)

**Câmbio - Real/Dólar NEUTRO** (Alvo a médio prazo em 3,20)

## ENERGIA - PETRÓLEO

**Preço fundamental para o petróleo WTI em US\$ 45 por barril. Preço de venda acima de US\$ 55.**

**Preço de compra abaixo de US\$ 35.**

**Fatores determinantes de curto prazo:**

**(-)** O príncipe coroado da Arábia Saudita, Mohammed bin Salman, de 32 anos, atuando como chefe da recém-criada Comissão Anti-corrupção chocou, dramaticamente, todo o país, ao ordenar a prisão de dezenas de príncipes, bilionários, ministros e ex-altos funcionários, sendo creditado a ele o papel de motor da luta contra a corrupção. As ações foram apresentadas como parte dos esforços do príncipe herdeiro para modernizar a economia, mas a mudança abalou profundamente o mercado de petróleo. Uma mudança é, claramente, necessária se o regime saudita quiser sobreviver em um mundo pós-petróleo, mas nossas fontes nos advertem que desafiando abertamente tantos interesses de poderosos dentro da elite política, o príncipe herdeiro corre o risco de fraturar o frágil consenso que vem mantendo o estado saudita unido há décadas. O risco é que por alienar os grupos de interesse fundamentais (negócios, elite política e religiosa) ele pode ter exagerado a mão. **Acreditamos que este fator, que tem impulsionado o preço do petróleo, é temporário e tenderá a se dissipar.**

**(-)** O conflito com o Irã: A renovação dos fortes laços entre a Arábia Saudita e os EUA está aumentando o antagonismo entre Riad e Teerã (devido à recente deterioração das relações entre Washington e Teerã). Na verdade, grande parte do recente salto no preço do petróleo parece ter sido impulsionado pelo medo de conflitos políticos no Oriente Médio e não por qualquer melhoria nos fundamentos do setor. Especialmente, no caso dos rebeldes iemenitas (clientes do Irã) cujo lançamento de mísseis balísticos no Aeroporto Internacional de Riade falhou em novembro (a Arábia Saudita tem lutado contra os rebeldes Houthi no Iêmen desde março de 2015). Riade considerou o ataque em novembro como um ato de guerra por parte do Irã. A Arábia Saudita e o Irã (primeiro e terceiro maiores produtores de petróleo da OPEP) são adversários há muito tempo, mas falar em uma guerra é exagerar essa rivalidade. Na verdade, grande parte da infraestrutura de exportação de petróleo da Arábia Saudita está localizada em sua costa leste perto do Irã e cerca de 17 milhões de barris de petróleo por dia escoam através do Estreito de Ormuz, que Teerã já ameaçou bloquear. No entanto, por enquanto, parece que a Arábia Saudita e o Irã continuarão a lutar uma guerra de procuração, através de terceiros, em vez de recorrerem a conflitos diretos. **Acreditamos que este fator, que tem impulsionado o preço do petróleo, é temporário e tenderá a se dissipar.**

**(-)** Os fundos hedge vão com tudo no óleo e constroem posições quase recordes de alta em quase todas as áreas do complexo de petróleo. Eles acumularam posições líquidas em alta em produtos brutos e refinados, no montante de mais de 1 bilhão de barris, com posição longa líquida nos cinco principais contratos incrementando em quase 720 milhões de barris, ficando, agora, apenas 3 milhões abaixo do recorde de 1,02 bilhões de barris estabelecido em fevereiro.

**(+)** O Financial Times observou recentemente que a indústria do petróleo começou a comentar sobre a perspectiva do petróleo vir a ser comercializado a até US\$70 até o final do ano. Os analistas do Bank of America (BofA) disseram que é possível que o Brent possa entrar num ciclo do pico chegando a US\$ 75 num futuro próximo. Outros disseram que \$70 tornou-se uma possibilidade real, com os membros da OPEP felizes ao desfrutar do aumento das receitas a curto prazo após a crise do petróleo.

**(+/-)** Cortes de produção da OPEP: Ministro do petróleo saudita, Khalid al-Falih, disse que é necessário trabalhar mais para derrubar os estoques globais de petróleo (a fim de aumentar os preços do petróleo). Ele disse que, embora exista uma satisfação geral entre os 24 países da OPEP e os países aliados que cooperam em cortes na produção, a "missão ainda não está completa". Representantes da Rússia, Arábia Saudita, Uzbequistão e Cazaquistão disseram que eles estão prontos para trabalhar mais em prol da redução dos estoques globais. Impressões semelhantes poderiam ter sido expressadas pelos líderes da Malásia, Equador, Nigéria e Líbia.

**(-)** Crédito mais competitivo para o setor de petróleo e gás nos EUA continuarão a pressionar para baixo os preços do petróleo. A Reuters noticiou uma disposição renovada em oferecer crédito a empresas americanas de petróleo e gás. O volume de linhas de crédito oferecido as companhias de energia e petróleo (E&P) este ano, até o presente momento, já superou os números de todo o ano de 2016, embora seja uma sombra dos números de 2014-2015. Depois de um aumento por dois anos seguidos de reservas de spread - baseadas na média atual de empréstimos de 194pb para 294pb acima da taxa Libor. Isso é bem abaixo de elevações recentes de 270-370pb alcançado no primeiro quadrimestre de 2017.

**Fatores determinantes de longo prazo:**

**(-)** As energias alternativas assumindo o seu papel: Os produtores de petróleo devem ter em mente que o valor das suas reservas não é mais ditado pelo preço do petróleo e a quantidade de suas reservas, mas sim por quanto tempo eles poderão produzir antes que as energias alternativas tornem o petróleo obsoleto. Para retardar ao máximo este prazo, é do interesse dos produtores manter o preço do petróleo o mais baixo possível (mantendo o custo de oportunidade das fontes de energia alternativas o mais elevado possível).

**(-)** Os problemas ambientais crescentes vão, gradualmente, tornar mais restritiva a produção e a legislação: Os produtores estão cientes de que o valor das suas reservas depende da quantidade de tempo que podem produzir nos níveis atuais antes que regulações ambientais mais duras entrem em vigor. A Arábia Saudita tem, comprovadamente, entre 60 e 70 anos de reservas de petróleo, mas os crescentes problemas ambientais provavelmente continuarão a exercer grande pressão sob o mercado de combustíveis fósseis nas próximas décadas, o mais grave risco de Riad é ficar sentada em sobre um mar de "reservas encalhadas" que já não possa extrair ou vender. A Arábia Saudita (e os outros produtores) tem, portanto, um poderoso incentivo para monetizar o máximo possível de suas reservas, extraindo o máximo de petróleo possível (ainda que apenas para financiar a construção de uma economia menos dependente do petróleo).

**(-)** A reentrada do Irã é uma mudança no jogo equivalente a uma mudança estrutural no mercado global de energia.

**(-)** Os produtores da OPEP já não podem fixar os preços: Nos anos 70 e no início dos anos 2000, o cartel dos exportadores concordou em cortar a produção e a abordagem funcionou bem, pois era fácil defender a participação no mercado, já que a principal concorrência era entre os produtores de petróleo (especialmente entre os produtores da OPEP e os não-membros da OPEP). Hoje, já não é assim. A maior ameaça atualmente para qualquer produtor de petróleo convencional vem de produtores não-convencionais e fontes de energia alternativas. Um corte na energia convencional obtida do petróleo será facilmente compensado por um rápido aumento da produção de petróleo de xisto, o que significa que os produtores da OPEP não são mais capazes de fixar os preços.

**(-)** Os produtores de xisto aumentaram consideravelmente sua produção quando o preço do barril estava em US\$60: A AIE afirmou que o preço do petróleo a US\$60 seria suficiente para muitos produtores de xisto dos EUA reiniciarem a produção até então paralisada.

## Moedas: Alvos Fundamentais

**EURO-DÓLAR:** Alvo fundamental a médio prazo 1,15 (na faixa superior do intervalo 1,10-1,15)

**Fatores determinantes:** "Vamos de vento em popa." Em setembro, após a derrota do populismo na França, Jean Claude Juncker disse que o que alimentou o sentimento de que havia uma situação de crise generalizada instalada na Europa (crise aberta por todos os lados: política, econômica, financeira, migratória, existencial, etc....) tinha, finalmente, terminado. Na verdade, agora há maior confiança numa melhoria no quadro institucional europeu (Banco Central Europeu, Fundo Europeu de Estabilidade Financeira, União Bancária), e é certo que, se persistir esta confiança, a moeda única pode alcançar níveis superiores a 1,20. No entanto, antes de fixar metas novas e mais ambiciosas para 2018, preferimos esperar e ver o que acontece com as eleições na Itália e como o impasse político na Alemanha será resolvido (uma questão-chave para o futuro imediato do ritmo da integração). Com uma visão de longo prazo, nós sabemos que o nível de equilíbrio para a relação Euro/Dólar é quando o euro é negociado perto da faixa de 1,05. Além disso, se levarmos também em conta o diferencial de produtividade (1,2% em relação aos EUA frente a 0,9% na Europa), nos sentirmos confortável para sustentar, numa visão de longo prazo, que a relação entre o euro e o dólar deve retornar a níveis próximos da paridade.

**Fluxos:** Observe como a posição líquida em dólar aumentou acentuadamente (de -16,3 bilhões no mês passado para -2,41 bilhões em 17 de novembro), coincidindo com uma forte reação do dólar. Isso demonstraria a importância e as implicações de um posicionamento anormal (medido em termos de sigmas) no mercado de derivativos. Atualmente, não temos os dados da posição líquida, mas algumas de nossas fontes (fontes internas) sugerem que as posições curtas importantes em dólar foram reconstruídas (o que explicaria a nova queda do dólar). Se é verdade, a posição líquida nocional em posicionamento global do dólar permanece bem baixo em comparação com os padrões históricos (bem abaixo do seu pico de + US\$ 28,7 bilhões em posições compradas líquidas em setembro de 2016) e, provavelmente, perto de -2 sigma abaixo do valor em um período de três anos de pontuação do z-base, o que ainda torna o "dólar curto" a posição mais demandada globalmente. Este valor sugere que o dólar agora está sobre-vendido. Enquanto isso, o posicionamento do euro permanece em uma posição líquida longa de US\$ + 12,47 bilhões (de US\$ 13 bilhões no mês passado), ainda muito alta em comparação com os vendidos líquidos de US\$ 15,9 bilhões vistos no ano passado (ver tabela). Este posicionamento em euros representa a +1,8 sigma com sobrevalorizado em uma base de três anos de z-score, sugerindo que o euro está sobre-comprado comparado a padrões históricos.



# ECONOMIA & MERCADOS FINANCEIROS

## OPINIÃO CORPORATIVA

DEZEMBRO DE 2017

### Iene - Dólar: Alvo (112,5) Euro - Iene Alvo: 129,4.

Apesar de ser barato na taxa de câmbio efetiva real (REER) vs o dólar, vários aspectos sugerem que o iene não pode se valorizar muito mais: (1) os choques políticos na Europa agora dissipados, significam que o deslocamento para o destino seguro no Japão é menos provável agora; (2) o rendimento real é menor nos títulos do governo japonês, e com o título do governo japonês de 10 anos (JGB 10Y) controlado a 0%, há poucas perspectivas de que os rendimentos reais japoneses aumentem; (3) o Banco do Japão (BoJ) reiterou que pretende manter a sua política monetária ultra-frouxa, pelo menos até atingir a meta de inflação de 2% (inatingível no curto prazo); (4), enquanto isso, o Fed está determinado a continuar a aumentar as taxas, o que, por sua vez, aumentará os rendimentos reais em dólar; e (5) a perspectiva de o Fed reduzir seu balanço (retirar liquidez) torna o dólar mais atraente (ou iene menos atraente).

**GBP-USD:** Alvo 1,31; **EUR-GBP:** Alvo -0,90

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

**USD-MXN:** Alvo 18,8; **EUR-MXN:** Alvo 21,6

**USD-BRL:** Alvo 3,20; **EUR-BRL:** Alvo 3,68

**USD-ARS:** Alvo 18,0

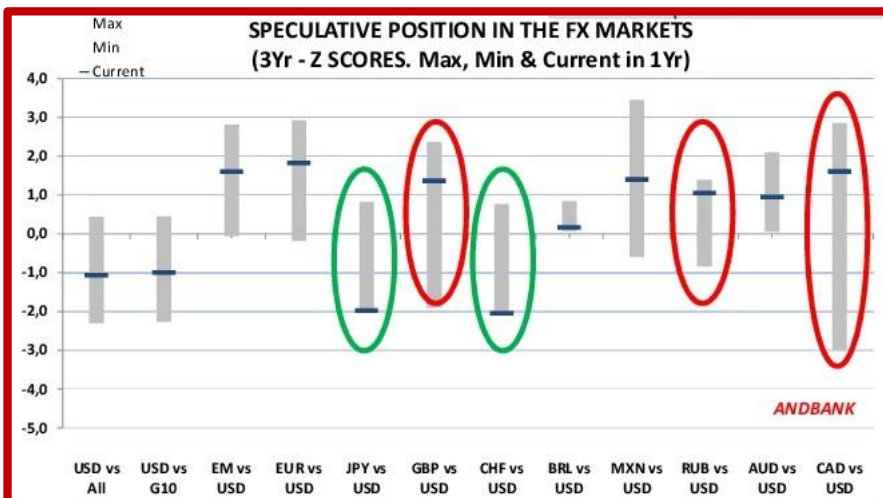
**RUB:** NEUTRO

**AUD:** NEUTRO-NEGATIVO

**CAD:** NEGATIVE

**CNY:** Alvo 6,40

Currency	Mkt Value of Net positions in the currency (Bn \$)	Change vs last week in the currency (Bn \$)	Change vs			Current Z-score 3-yr
			1-yr Max (Bn \$)	1-yr Min (Bn \$)	1-yr Avg (Bn \$)	
USD vs All	-2,41	3,19	28,7	-21,1	5,2	-1,06
USD vs G10	0,16	3,14	28,4	-17,9	6,8	-1,00
EM	2,58	-0,05	3,9	-0,7	1,7	1,60
EUR	12,47	1,98	14,5	-15,9	2,6	1,83
JPY	-14,99	-1,91	1,2	-15,0	-7,5	-1,98
GBP	-0,37	-0,48	1,7	-8,4	-3,8	1,37
CHF	-3,54	-0,95	0,9	-3,5	-1,3	-2,05
BRL	0,29	-0,21	0,8	0,0	0,4	0,17
MXN	1,63	0,19	3,3	-1,7	0,8	1,40
RUB	0,65	-0,03	0,9	-0,3	0,5	1,05
AUD	3,36	-0,59	6,1	-0,3	2,9	0,95
CAD	3,72	-0,77	6,1	-7,3	0,1	1,61



### 3 anos Z-Score:

Posição Atual - Posição média de 3 anos  
Desvio padrão de 3 anos

Acima de +1 sugeridos posicionamentos podem ser sobrecomprados

Abaixo de -1 sugeridos posicionamentos podem ser sobrevendidos

## ÍNDICES GLOBAIS DE AÇÕES

### PROBABILIDADE DE AVERSÃO AO RISCO (RISK-OFF)

#### Avaliação tática

#### Índice Composto Global do Mercado de Ações do Andbank: Continuamos numa zona neutra com viés de venda.

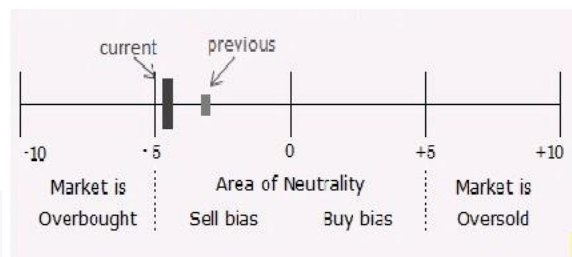
O nosso índice amplo passou de -3,6 no mês passado para -4,5 (em um intervalo entre -10/+10), se estabilizando numa zona que sugere que o mercado está, claramente, começando a operar em sobre-compra. Esta mudança em nosso índice acontece após o mercado de ações americano atingir o pico outra vez no mês passado, estimulado por uma aceleração global sincronizada e pela atitude de excessiva complacência adotada pelos investidores. A prova disso está no comportamento neutro nos betas dos fundos macro, na diminuição da demanda pelas chamadas de opções e pelo excesso de caixa que entrou numa zona de baixa (a mais baixa desde outubro do 2013). Portanto, concluímos que: a) O mercado está caro - há sinais de tendência de vendas em áreas de análise específicas, principalmente nas tendências relativas aos índices de confiança, sugerindo um perigoso nível de complacência, registrados também nas nossas análises de fluxos. b) A probabilidade de um aumento de risco súbito aumentou ao longo deste último período. Dito isto, e de acordo com nossos próprios registros, ainda há espaço para o mercado ir mais fundo na zona de "sobre-compra".

**Posicionamento:** Tanto os especuladores quanto os poderosos fundos Hedge macro, que operam com ações beta para o S&P500, estão adotando uma postura defensiva (leitura positiva) logo após o índice SPX atingir a maior alta de todos os tempos, quando 70% das empresas superaram suas previsões de vendas e ganhos, refletindo o atual cenário econômico positivo. O JP Morgan argumentou que os investidores profissionais preferem sair de posições compradas quando o impulso se torna muito forte para evitar comprar num pico de alta do mercado.

**Índice de Confiança:** Algumas métricas de confiança atingiram um pico positivo no mês passado, indicando forte otimismo, baseado no bom desempenho nos dados macroeconômicos.

#### Composição do Índice - Andbank

	Previous Month	Current Month
Buy signals	3	1
Positive Bias	0	3
Neutral	4	3
Negative Bias	8	5
Sell signals	7	10
<b>FINAL VALUATION</b>	<b>-3,6</b>	<b>-4,5</b>



#### Andbank Índice GEM – Avaliação do Stress do Mercado

## Avaliação Fundamentalista:

Index	Sales	Net	Andbank's Andbank's		EPS	Current PE estimat	at Dec 1		INDEX	2018	2018	2017	2018
	per Share	Margin	Sales growth	Net Margin	EPS	PE with	EPS 2017	EPS 2018					
	2017	2017	2018	2018	2018	2018	2018	2018	PRICE	(Fundam range)	Centr. Point	Point	Point
USA S&P 500	1.232	10,8%	5,3%	10,78%	140	4,9%	19,71	19,40	2.627	2.713	3,3%	2.442,1	2.985
Europe - Stoxx Europe 600	298	8,1%	5,2%	8,10%	25,4	5,4%	16,17	16,00	MSCI EM	406	4,3%	377,5	434
Euro Zone - Euro Stoxx	349	7,1%	5,2%	7,08%	26,0	5,4%	15,92	15,75	389	392	4,3%	368,2	450
Spain IBEX 35	7.713	9,2%	4,8%	9,19%	743	4,4%	14,34	14,50	10.212	10.776	5,5%	9.698,8	11.854
Mexico IPC GRAL	33.496	8,1%	7,2%	8,03%	2.881	5,7%	17,33	17,00	47.229	48.983	3,7%	45.798,9	52.167
Brazil BOVESPA	52.724	9,9%	7,2%	10,26%	5.798	11,6%	14,27	14,15	74.140	82.008	10,6%	73.807,0	90.208
Japan NIKKEI 225	20.076	5,8%	5,1%	5,92%	1.248	6,6%	19,30	19,00	22.597	23.718	5,0%	21.345,9	26.089
China SSE Comp.	2.642	8,7%	7,1%	8,77%	248	7,5%	14,46	14,80	3.338	3.672	10,0%	3.305,0	4.039
China Shenzhen Comp	902	8,5%	7,3%	8,67%	84	9,3%	25,00	26,00	1.919	2.181	13,7%	1.963,2	2.399
India SENSEX	14.218	10,8%	9,2%	11,06%	1.717	12,1%	21,96	21,90	33.629	37.608	11,8%	33.847,6	41.369
MSCI EM ASIA (MXMS)	425	9,4%	6,8%	9,59%	44	8,8%	14,64	14,40	586	627	7,0%	564,2	690

## ANÁLISE TÉCNICA

### Avaliação das tendências. Linhas de suporte e resistência

#### S & P: OTIMISTA

Linha de suporte para 1 e 3 meses em 2.489 / 2.405.

Linha de resistência para 1 e 3 meses em 2.621.

#### STOXX600: TENDÊNCIA LATERAL

Linha de suporte de 1 e 3 meses em 366

Linha de resistência de 1 e 3 meses em 398/404

#### IBEX: TENDÊNCIA LATERAL

Linha de suporte de 1 e 3 meses em 9.724/9.360.

Linha de resistência de 1 e 3 meses em 10.594/10.758

#### EURO/DÓLAR: EM ALTA

Linha de suporte de 1 e 3 meses em 1,1495/1,1375.

Linha de resistência de 1 e 3 meses em 1,21/1,24

#### Petróleo: OTIMISTA

Linha de suporte de 1 e 3 meses em 50,4/49,1.

Linha de resistência para 1 e 3 meses em 62,6.

#### Ouro: EM ALTA

Linha de suporte de 1 e 3 meses em 1,260/1,194.

Linha de resistência de 1 e 3 meses em 1,357/1,391

#### Títulos do Tesouro Americano: Baixa (perspectiva de preços)

Linha de suporte de 1 e 3 meses em 2,30/2,10.

Linha de resistência de 1 e 3 meses em 2.52/2.65

## RENDA FIXA - Títulos Governamentais

MERCADOS DESENVOLVIDOS

### Avaliação fundamentalista

**Título do Tesouro Americano: Taxa de juros mínima: 2,07% Valor justo: 3,0% Taxa de juros máxima: 3,8% Margem de Swap:** A margem de swap subiu e se estabilizou em território positivo pela primeira vez desde agosto de 2015, ajustando-se em +3pb (de -4pb no mês passado). Para esta margem se normalizar em torno de +13pb, com as nossas expectativas de IPC (refletidas na taxa de swap) ancorada em torno 2,2%, o rendimento do Título do Tesouro Americano de 10 anos (10Y UST) tem que avançar para 2,07%.

**Inclinação da curva de rendimento:** A inclinação da curva de rendimento dos EUA se nivelou novamente em 66pb (a partir de 75pb). Com a normalização em prazos mais curtos em 2,0% (hoje em 1,68%), para atingir a inclinação média de 10 anos (de 178pb), o rendimento em 10 anos do Título do Tesouro Americano (10Y UST) deve passar para 3,8%.

**Rendimento Real:** Um bom ponto de entrada nos Títulos do Tesouro Americano de 10 anos (10Y UST) será quando o rendimento real atingir 1%. Dada nossa previsão do IPC de 2,2%, o rendimento dos Títulos do Tesouro (UST) teria que aumentar para 3,2% para se tornarem "COMPRÁVEIS".

**Títulos do Governo Alemão (GER Bund): Taxa de juros mínima: 0,40% Valor justo: 0,90% Taxa de juros máxima: 1,53%**

**Margem de Swap:** A margem de swap subiu para 51pb (de 50pb no mês anterior). Para que a margem de swap se normalize em torno de uma média de longo prazo em 35pb, considerando nossas expectativas de IPC a longo prazo (refletidas na taxa de swap e ancoradas em torno de 1,25%), o rendimento do Bund teria que avançar para 0,90% (ponto de entrada).

**Inclinação da curva de rendimento:** A inclinação da curva de rendimento do euro se nivelou em 109pb (de 111pb). Se a normalização ocorrer a prazos mais curtos, em torno de -0,50% (atualmente em torno de -0,75%), para chegar a média de 10 anos na inclinação da curva de rendimentos de 128pb, o rendimento do Bund poderá alcançar 1,53%.

**Rendimento Real:** Um bom ponto de entrada nos Títulos do Governo Alemão (Bund) será quando o rendimento real atingir 1%. Dada nossa previsão do IPC de 1,2%, os rendimentos dos Títulos do Governo Alemão precisam aumentar para 2,2% para se tornarem "COMPRÁVEIS".

**Títulos do Governo do Reino Unido: Taxa de juros mínima: 1,0% Valor justo: 1,40% Taxa de juros máxima: 2,8%**

**Margem de Swap:** A margem de swap subiu para 51pb (de 50pb).

		CPI (y/y)		10 Year Yield Real	Projected change in Yield	Target Yield
		10 Year Nominal	Last reading			
EM ASIA	Indonesia	6,53%	3,58%	2,95%	-0,75%	5,78%
	India	7,06%	3,57%	3,49%	-1,00%	6,06%
	Philippines	4,95%	3,50%	1,45%	-0,50%	4,45%
	China	3,93%	1,90%	2,03%	-0,75%	3,18%
	Malaysia	3,94%	4,29%	-0,36%	1,00%	4,94%
	Thailand	2,35%	0,80%	1,55%	-0,50%	1,85%
	Singapore	2,10%	0,37%	1,74%	-0,50%	1,60%
	South Korea	2,44%	1,77%	0,67%	0,00%	2,44%
Taiwan	0,99%	-0,35%	1,34%	-0,50%	0,49%	
EME	Turkey	12,14%	11,90%	0,24%	0,00%	12,14%
	Russian Fed	7,62%	2,70%	4,92%	-1,00%	6,62%
LATAM	Brazil	10,15%	1,83%	8,32%	-1,00%	9,15%
	Mexico	7,24%	6,41%	0,83%	0,00%	7,24%
	Colombia	6,58%	4,10%	2,48%	-0,75%	5,83%
	Peru	5,56%	2,02%	3,54%	-1,00%	4,56%

## TÍTULOS GOVERNAMENTAIS PERIFÉRICOS EUROPEUS

### Preços-alvo fundamentais - Rendimento de 10 anos:

Títulos da Espanha (BONO): Alvo de Rendimento: 1,75

Títulos da Itália (BOND BTPI): Alvo de Rendimento: 2,15%

Título de Portugal: Alvo de Rendimento: 2,15%

Título da Irlanda: Alvo de Rendimento: 1,10%

Título da Grécia: Alvo de Rendimento: 5,40%

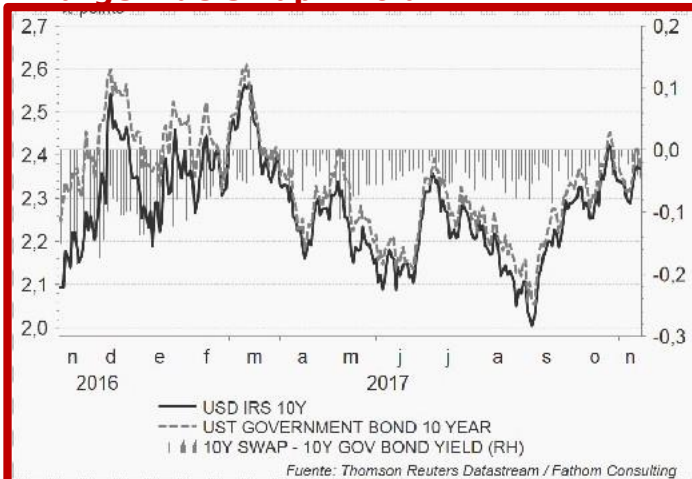
## TÍTULOS DOS MERCADOS EMERGENTES

### Alvo fundamental:

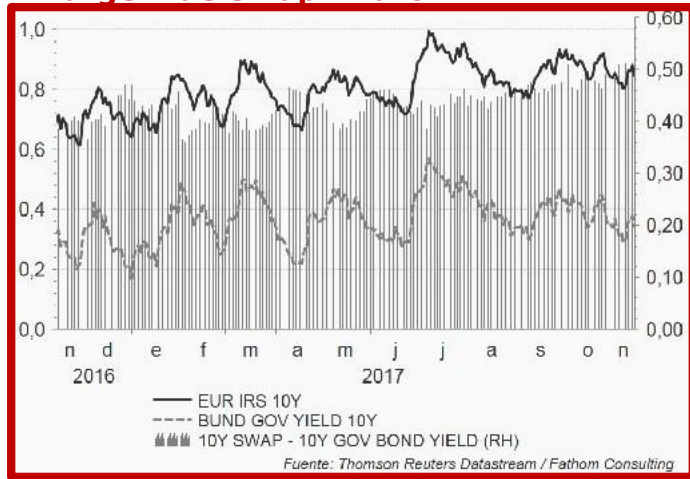
Até agora, a regra de ouro para os títulos dos mercados emergentes tem sido "comprar" quando essas duas condições forem atendidas: 1) o rendimento real dos Títulos do Tesouro Americano estiver em ou acima de 1%; 2) O rendimento real dos títulos dos mercados emergentes estiverem 1,5% acima do rendimento real dos Títulos do Tesouro Americano.

Supondo que a primeira condição é atendida, só deveríamos comprar esses títulos dos mercados emergentes quando oferecerem um rendimento real igual ou superior a 2,50%.

### Margem de Swap - Dólar



### Margem de Swap - Euro





## Principais Contribuidores



**Giuseppe Mazzeo**  
US Rates & Equity.  
+1 786 471 2426



**Marian Fernández**  
Europe Macro, ECB & Gov. bonds.  
+34 639 30 4361



**J.A Cerdan**  
Europe Equity Strategist  
+376 874 363



**Andrés Pomar**  
Global Flow & Positioning  
+352 26193925



**Eduardo Anton**  
US Credit & Quasi governments  
+1 305 702 0601



**Andrés Davila**  
Central America & Venezuela  
+507 2975800



**Renzo Nuzzachi, CFA**  
Argentina Rates & FX  
+5982-626-2333



**David Tomas**  
Spain Macro, Politics & Equity  
+34 647 44 1007

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



**Carlos Hernández**  
Global Technical Analysis  
+376 873381



**Luis Pinho**  
Brazil Politics, Rates, Equity & Fx  
+55 11 3095-7089



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



**Gabriel Lopes**  
Brazil Bonds and Equity  
+55 11 3095 7075



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



**Alejandro Sabariego**  
Global Volatility & Risk Assessment  
+352 26 19 3925



## ***Considerações Legais***

Todos os dados e seções deste documento foram elaboradas pela equipe de analistas financeiros do Andbank.

As opiniões nele contidas são baseadas em uma avaliação conjunta de estudos e relatórios elaborados por terceiros.

Estes relatórios contêm avaliações técnicas e subjetivas de dados e fatores econômicos e sócio-políticos relevantes, a partir dos quais os analistas ANDBANK extraíram dados, avaliaram e resumiram as informações mais importantes. Assim, consolidaram uma base consensual de análises sobre as quais elaboraram opiniões racionais relativas as questões aqui analisadas.

As opiniões e estimativas contidas neste documento são baseadas em eventos de mercado e condições que ocorreram até a data de publicação do documento e não podem, portanto, ser decisivas na avaliação de eventos após a data de publicação do mesmo. O ANDBANK se reserva a prerrogativa de ter pontos de vista e opiniões sobre ativos financeiros que podem diferir parcialmente ou totalmente do consenso do mercado.

Os índices do mercado foram selecionados de acordo com esses critérios únicos e exclusivos que o ANDBANK considera serem os mais adequados.

O ANDBANK não garante de forma alguma que as previsões e os fatos contidos neste documento serão, necessariamente, confirmados e, expressamente, adverte que o desempenho no passado não é guia para a performance futura. Explicita ainda que os investimentos analisados podem não ser adequados a todos os investidores e que investimentos podem variar ao longo do tempo sobre o seu valor e preço, e ainda que as mudanças na taxa de juro ou câmbio são fatores que podem alterar a precisão das opiniões aqui expressas.

## ***Considerações Legais***

Este documento não pode ser considerado de forma alguma uma proposta de venda ou oferta de produtos ou ativos financeiros aqui mencionados. Todas as informações incluídas servem ao único propósito de ilustração e não podem ser consideradas como único ou decisivo fator na escolha de se fazer um determinado investimento.

Outros fatores essenciais que também influenciam esta decisão não são analisados neste documento, incluindo o perfil de risco, a experiência e a habilidade do investidor, a situação financeira, o horizonte temporal e a liquidez do investimento.

Logo, o investidor é responsável pela busca e obtenção de adequada orientação financeira para ajudá-lo a avaliar os riscos, custos e outras características do investimento com o qual ele está disposto a se comprometer.

O ANDBANK expressamente se exime de qualquer responsabilidade pela exatidão e integridade das avaliações mencionadas neste documento ou por quaisquer erros ou omissões que possam ocorrer durante o processo de publicação deste documento.

Nem o ANDBANK nem o autor do documento serão responsáveis por quaisquer perdas que os investidores possam vir a incorrer, direta ou indiretamente, decorrentes de qualquer investimento realizado com base nas informações aqui contidas. As informações e opiniões contidas neste documento estão sujeitas a alteração sem aviso prévio.