

ANDBANK /

Private Bankers

**PERSPECTIVAS GLOBAIS
ECONOMIA & MERCADOS FINANCEIROS**

PERSPECTIVAS GLOBAIS ECONOMIA & MERCADOS FINANCEIROS

ANDBANK CORPORATE REVIEW Abril de 2017

Por que o insucesso dos EUA na revisão do sistema de saúde pública é má notícia para os mercados de ações?



ÍNDICE

1.	SUMÁRIO EXECUTIVO	4
2.	ESTADOS UNIDOS: Caminho acidentado após revés político	5
3.	EUROPA: A UE celebrou o seu 60º aniversário sem o Reino Unido	8
4.	CHINA: combustível e motor da "estratégia de reflução"	11
5.	JAPÃO: Não há redução na compra de títulos à vista	14
6.	BRASIL: Inflação cai, BC tem margem para dar suporte à economia	17
7.	Commodities – Energia (Petróleo, WTI)	20
8.	Moedas: Preços-alvo Fundamentais	24
9.	Proposta de alocação mensal de ativos e moedas	26
10.	Principais colaboradores	27

SUMÁRIO EXECUTIVO

Global - Desintegração da "Estratégia de Reflação" - A China começou 2016 com os mesmos receios de 2015: as bolsas chinesas em queda, o cobre visto como garantia precária de empréstimos e as primeiras falências acontecendo. Isto levou as autoridades chinesas a implementarem amplas ações de estímulo fiscal e monetário, através das empresas estatais. O resultado foi uma forte reação no mercado global de commodities, expresso nos índices internacionais de inflação, o que transformou a China no maior exportador de inflação do mundo. Uma vez que esses estímulos foram retirados, estamos nos perguntando: o que impulsionará essa estratégia global de reflação da qual temos desfrutado desde a segunda metade de 2016?

ESTADOS UNIDOS - O revés político sofrido por Trump em 24 de março, após a recusa do Congresso em aprovar a proposta de uma nova lei de saúde, obriga-nos ser mais cautelosos sobre a agenda de reformas e, logo, sobre o mercado de ações. O resultado da última reunião do Comitê Federal do Mercado Aberto (FOMC) mostrou um panorama de política monetária praticamente inalterado.

EUROPA - A reunião de março do Banco Central Europeu trouxe melhores perspectivas de preços e de crescimento, mas também algumas percepções menos favoráveis de analistas independentes. Em poucas palavras, o sentimento permaneceu otimista, a inflação subiu de novo (dados de fevereiro) e os Países Baixos realizaram eleições gerais com um resultado positivo para o mercado. Dito isto, ainda resta saber se este percurso é sustentável, visto que o movimento externo que prevemos poderia, claramente, diminuir no segundo semestre do ano.

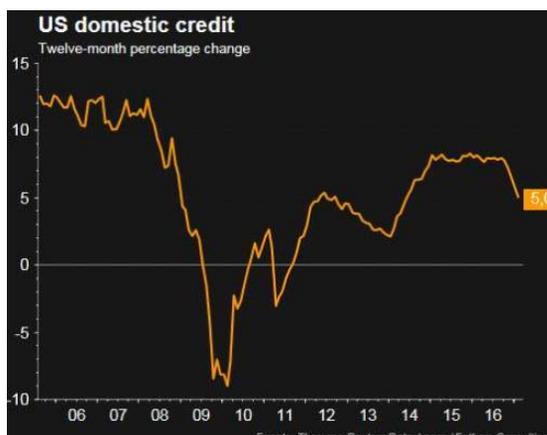
CHINA - Amplas medidas de estímulo foram aprovadas no início de 2016 e o crescimento chinês foi mais uma vez estimulado. O crescimento estrutural da China continuará mais devagar, mas os legisladores ainda dispõem de mecanismos políticos para amortecer uma desaceleração profunda na atividade econômica. A busca pela estabilidade social continuará a ser o principal motor da política da China.

BRASIL - Os resultados fiscais não batem. Considerando que alterar as metas de superávit primário não é uma opção, a diferença, provavelmente, será coberta pelo congelamento de despesas e aumentos de impostos, num claro sinal do compromisso do governo com o controle das contas públicas.

ESTADOS UNIDOS: *Caminho acidentado após revés político?***Política & Reformas**

ESTADOS UNIDOS - O revés político sofrido por Trump em 24 de março, após a recusa do Congresso em aprovar a lei de saúde proposta por ele, obriga-nos a ser mais cautelosos sobre a agenda de reformas e, logo, sobre o mercado de ações.

Apesar da cautela, o impacto nos mercados pode revelar-se limitado porque muitas das reformas pendentes, especialmente aquelas voltadas para a desregulamentação de aspectos fundamentais da economia, podem, no devido tempo, receber o apoio dos obstrucionistas dentro do Partido Republicano. Entendemos que há uma boa chance de que um pacote menor de impostos sobre as empresas venha a ser aprovado, mas apenas a partir do primeiro trimestre de 2018. Entretanto, duvidamos que alguma mudança estrutural aconteça.

**Fed, não pressione o acelerador ... ainda**

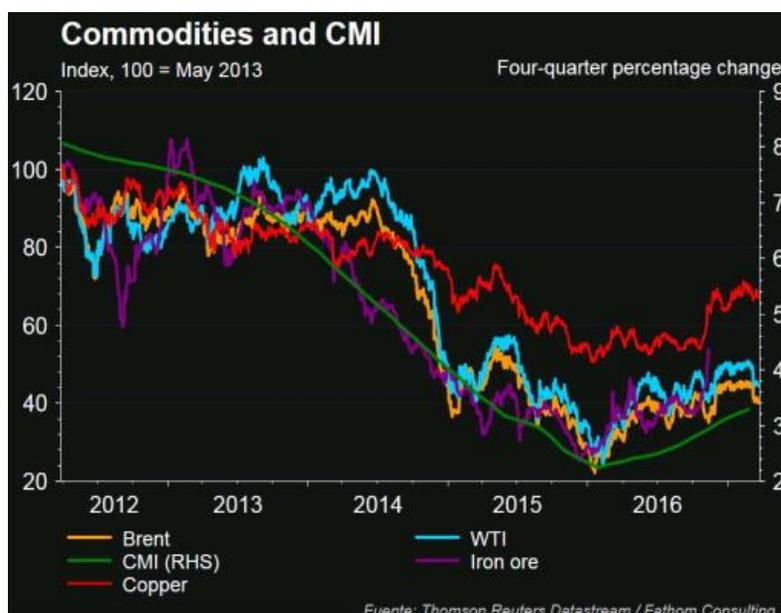
Apesar do Fed ter subido o tom e adotado uma retórica mais agressiva nas últimas semanas, o resultado da última reunião mostrou um panorama praticamente inalterado na política, com a mediana das previsões sendo essencialmente idêntica a reunião de dezembro. Depois da pressão mais forte nas últimas semanas, a última reunião deu resultados relativamente amenos. O Fed está respondendo aos sólidos e robustos dados econômicos dos mercados financeiros, mas não reagiu com força ao aumento dos questionamentos relativos a confiança ou a expectativas referentes a política fiscal. Continuamos esperando dois aumentos em 2017, mas surgiram evidências para a possibilidade de um terceiro aumento de taxa no ano.

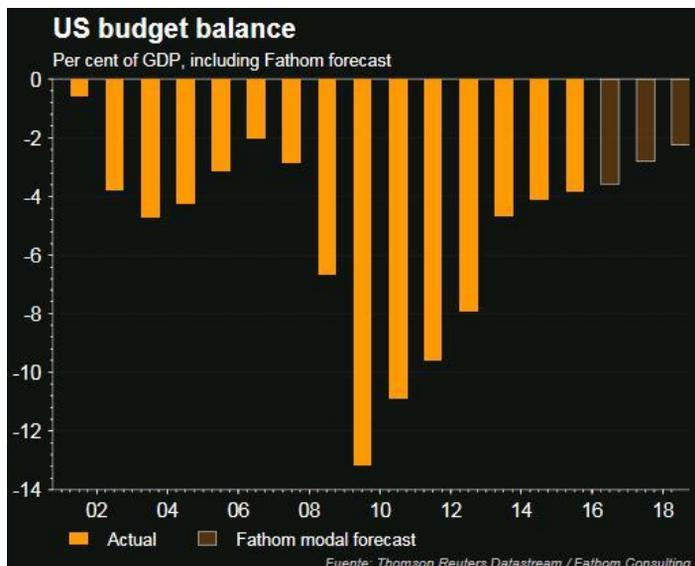
Front Macroeconômico

Enquanto os mercados apostam num forte crescimento do PIB e os ativos de risco de renda fixa estão supervalorizados, advertimos aos investidores para estarem atentos a possíveis surpresas. Acreditamos que o crescimento econômico e a inflação, em particular, podem ser domados antes do esperado, o que poderia gerar turbulências se o Fed estiver considerando três aumentos das taxas de juros para 2017.

É certo que existem alguns sinais de vigor: (1) Depois dos resultados negativos em novembro passado, o ritmo da produção industrial nos Estados Unidos está se acelerando para um pico acima da tendência neste verão, com a produção industrial subindo nos últimos meses e a recuperação da mineração e energia a todo vapor. (2) Os principais indicadores devem permanecer fortes, com o índice PMI Markit New Order em alta consistente, enquanto as pesquisas regionais de produção industrial apresentam um salto abrupto para cima. (3) As companhias de serviços públicos foram pressionadas pelo inverno de temperaturas atipicamente altas, mas uma reversão é provável nos próximos meses, adicionando combustível ao crescente impulso da economia. (4) O crescimento da demanda parece sólido, com o aumento nos investimentos compensando a suavidade no consumo de bens. (5) A melhoria do mercado de trabalho continua a impulsionar o aumento da renda familiar e, em última instância, esperamos uma reativação dos gastos com bens de consumo.

Mas também vimos alguns sinais de fraqueza: (1) As vendas reais no varejo foram decepcionantes nos últimos meses, com contração em janeiro e uma recuperação modesta em fevereiro. (2) As vendas de automóveis também diminuíram depois de um pico em dezembro. (3) A emissão de licenças de construção estão em queda recente, embora as vendas de casas novas permaneçam firmes.





Inflação

Índice de preços ao consumidor (IPC) subiu 0,12% no mês de fevereiro e a taxa anual acelerou em dois décimos chegando a 2,7%. O núcleo do IPC aumentou 0,21% em fevereiro, embora a taxa anual tenha desacelerado em um décimo passando para 2,2%.

A médio prazo, ainda vemos um leve viés de alta da inflação, mas nada que se assemelhe a força que vimos até recentemente ou que indique o início de um processo intenso de aceleração.

Principais projeções macroeconômicas

IPC esperado para 2017 de 2.2%. Crescimento do PIB de 2,3%. Taxa de desemprego de 4,7%.'

Mercado Financeiro: (Parece que não teremos más notícias)

Ações (S&P500): NEUTRO. Preço-alvo por fundamentos: 2.233. Ponto de saída em 2.456.

Esperamos agitação pela frente, a expectativa dos investidores de uma legislação amigável para a bolsa pode ser frustrada no curto prazo. Estamos um pouco preocupados com a possibilidade de um período de baixa no mercado de ações americano no futuro próximo. Caso isto ocorra, consideramos tratar-se de um evento temporário e estaremos esperando que a relação Preço/Lucro (P/E) do S&P 500 caia para ~ 16.6x (ou 2.100 para o índice)

Títulos: CAUTELA. UST10 alvo 2,75%. O endurecimento do Fed pressionará marginalmente as taxas do Tesouro de 10 anos este ano. Na ausência de mais inflação, é difícil crer que os rendimentos dos títulos de 10 anos serão muito superiores a nossa meta de 2,75%. Os investidores estrangeiros a procura de rendimento têm pouca alternativa, já que o Tesouro Americano oferece o maior rendimento entre os mercados de dívida desenvolvidos. Além disso, os títulos do Tesouro continuam a ser os ativos mais atraentes e seguros, o que deverá manter a curva de rendimentos positiva a longo prazo, uma vez que o risco político na Europa, incluindo um complexo "Brexit", levou muitos investidores estrangeiros a procurarem segurança.

Crédito: CDX Investment Grade: **NEUTRO** (Alvo 70).

Crédito: CDX High Yield: **NEUTRO** (Alvo 340).

EUROPA: *A UE celebrou o seu 60º aniversário sem o Reino Unido***BCE: otimismo cauteloso**

A reunião de março do Banco Central Europeu trouxe melhores perspectivas de preços e de crescimento, mas, também, algumas análises independentes menos otimistas. O BCE reconheceu que os riscos domésticos indicavam uma desvantagem, mas a possibilidade de utilizar todos os instrumentos ao seu dispor foi retirada da declaração.

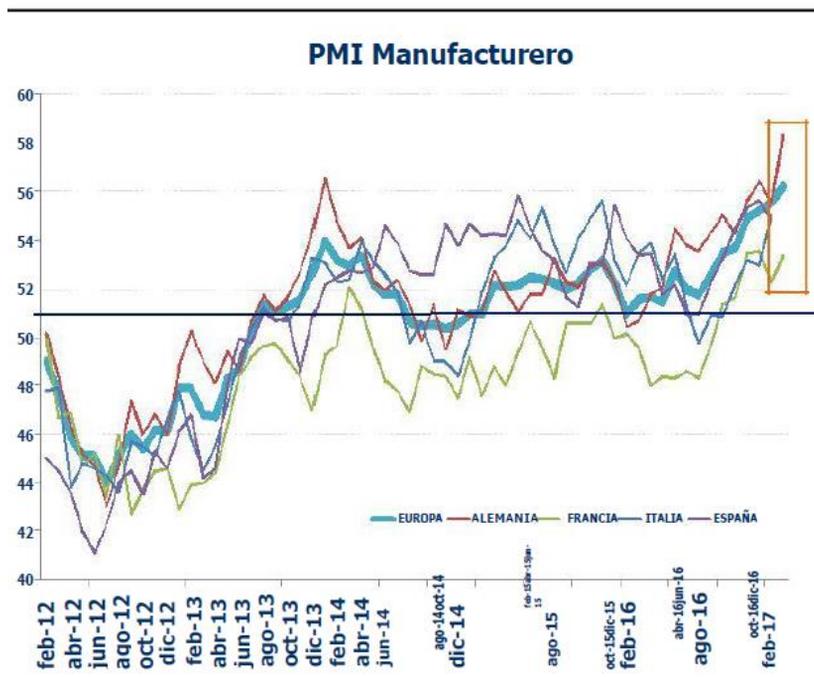
Continuamos com o cenário de diminuição na compra de títulos, a ser discutido abertamente em meados do ano, após as eleições francesas. Se o BCE seguir o caminho do Fed, as compras podem vir a ser reduzidas até 2018, e 2019 seria, então, o momento para as taxas começarem a subir. As últimas declarações dos membros do BCE apontam para a possibilidade de aumento das taxas antes do fim da flexibilização qualitativa; o mercado já opera com a probabilidade de 46% de aumento nas taxas sobre depósitos do BCE este ano.

Será que existe uma saída?

Dados macro: mais motivos para o crescimento-surpresa

Permanece o sentimento otimista, os dados preliminares pesquisados em março são surpreendentemente positivos, tanto nas leituras industriais quanto de serviços. O dinamismo econômico é consistente: emprego em ascensão, confiança do consumidor positiva e produção industrial crescente. O PIB deverá manter um padrão de crescimento no período em torno de 0,4% em relação ao trimestre anterior (QoQ) pelo resto do ano, mas a possibilidade de crescimento-surpresa certamente aumentou de acordo com a resiliência das pesquisas.

A inflação aumentou novamente em fevereiro, impulsionada pelos custos de energia (IPC principal de 2% ano-a-ano (YoY), núcleo do IPC de 0.9% ano-a-ano (YoY)), com o IPC global, provavelmente, atingindo o pico em fevereiro. Os números de março serão afetados pelo "Efeito Calendário". As estimativas do IPC 2017 foram revisadas para cima em 1,7% em relação à inflação global europeia e permanecem próximas a 1% em relação ao valor da inflação subjacente (as pressões salariais permanecem moderadas). "Os riscos de deflação, em grande parte, desapareceram" (Draghi), com expectativas de inflação moderada desde janeiro, e aguardando a confirmação da tendência do preço do petróleo + as medidas fiscais do governo Trump.



Política: A França no centro do palco; riscos desaparecendo?

- Os Países Baixos realizaram eleições gerais no dia 15 de março com um resultado favorável ao mercado: o partido de ultradireita PVV obteve menos apoio do que o esperado e o partido no poder liderará a formação do novo Governo num parlamento fragmentado, o que exigirá uma coalizão entre quatro ou cinco diferentes partidos. Os receios de um Nexit (Brexit Holandês) parecem estar no passado, e sem qualquer impacto nas pesquisas eleitorais francesas que possam ser creditados ao aumento do euroceticismo nos Países Baixos.
- A França é a próxima (07 de maio): Até agora, nenhuma mudança nas pesquisas: todas sugerem que Le Pen venceria no primeiro turno, mas seria derrotada no segundo, com Macron liderando (60% vs. 40% para Le Pen). Os mercados precificam este cenário, mas estão longe de considerar possível uma vitória de Le Pen.
- A Primeira Ministra do Reino Unido, Theresa May, está prestes a invocar o artigo 50, começando o processo do Brexit. Uma cúpula especial pode ser convocada para o final de abril ou início de maio. Com as eleições francesas já ali na esquina e as eleições alemãs marcadas para logo após o verão, as complexas negociações sobre a saída do Reino Unido podem ser adiadas até o final do ano.



Cenário macro BCE							
		2016E	2017E	2018E	2019E		
IPC	mar-17		1,7%	↑	1,6%	↑	1,6%
	dic-16		1,3%	↑	1,5%	↑	1,7%
	set-16	0,2%	1,2%		1,6%		1,6%
	jun-16	0,2%	1,3%		1,6%		1,6%
	mar-16	0,1%	1,3%		1,6%		1,6%
	dic-15	1,0%	1,6%				
	set-15	1,1%	1,7%				
	jun-15	1,5%	1,8%				
	mar-15	1,5%	1,8%				
PIB real	mar-17		1,8%	↑	1,7%	↑	1,6%
	dic-16		1,7%	↑	1,6%	↑	1,6%
	set-16	1,7%	1,6%		1,6%		1,6%
	jun-16	1,6%	1,7%		1,7%		1,7%
	mar-16	1,4%	1,7%		1,8%		1,8%
	dic-15	1,7%	1,9%				
	set-15	1,7%	1,8%				
	jun-15	1,9%	2,0%				
	mar-15	1,9%	2,1%				

Fonte: BCE

Perspectivas do Mercados Financeiros

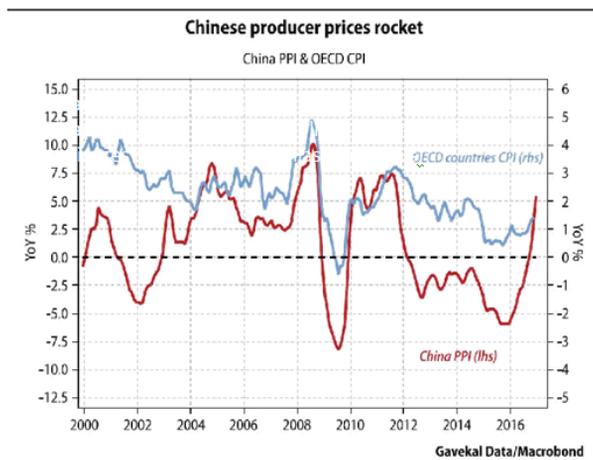
Ações (STOX 600): NEUTRO. Preço-alvo por fundamentos em 349, vender a 383.

Ações (Ibex): NEUTRO-POSITIVO. Alvo 9.800. Vender em 10.780. Ainda estamos abaixo do consenso para previsões de vendas e ganho por ação (EPS). A composição particular do índice (mais de um terço dos componentes do índice são bancos) e o novo contexto na curva da taxa de juros representam um vento favorável para o Ibex. O crescimento das vendas está estável em 4%, mas as margens cresceram (de 8,2% para 8,3%), o que significa um crescimento esperado do ganho por ação (EPS) de 18,1%. O novo preço alvo é 9.801 (de 9.716). Ponto de saída em 10.780. Temporada de balanços em linha com as expectativas (sem necessidade de ajustes). Os bancos, a petrolífera Repsol e a empresa de energia Iberdrola nos dão referências para a revisão para cima.

Títulos Governamentais: NEGATIVOS. Forte fluxo de venda na ponta longa da curva no mês passado devido a declarações do BCE em relação aos riscos de recuo político e a melhora na perspectiva macroeconômica. Continuamos com as nossas metas para 2017: Título alemão de 10 anos (Bund) a 0,70%, Itália: 2.3%, Espanha 1.9%, Portugal 3.3%, Irlanda 1.4%. Curvas de curto prazo poderiam encontrar apoio na injeção de liquidez em operações de financiamento de longo prazo como o TLRTO II (> €200 bilhões...), acima das expectativas. As compras do BCE serão reduzidas a partir de abril. A medida que o ano avançar, deve crescer a pressão pela compra de títulos pois o boato sobre a redução da compra de títulos por parte dos bancos ("taper talk") está se intensificando.

Crédito: Itraxx Investment Grade: NEUTRO (Alvo 80). Os spreads aumentaram "ligeiramente" desde a última reunião do comitê. Com avaliações ultra firmes e menos apoio dos fatores técnicos, os spreads tinham que subir mais cedo ou mais tarde. As fusões e aquisições (M&A) podem ser uma das maiores ameaças para os spreads em um futuro próximo.

Crédito: Itraxx High Yield: NEUTRO (Alvo 350). Embora tenhamos visto algum fluxo em grau de investimento, também vimos grandes saídas em títulos high yield durante o último mês, principalmente devido ao contágio dos fluxos de títulos americanos high yield (US HY) após pressões sobre os preços do petróleo e de abastecimento.

CHINA é o combustível e o motor da "estratégia de reflação"**Cenário Econômico**

2016 começou com preocupações semelhantes às que abalaram os mercados no verão de 2015, ou seja, as enormes preocupações em todo o sistema bancário e setor imobiliário, preços das commodities em queda, os movimentos adversos do mercado de ações que colocam em risco a economia chinesa.

A decisão da China

Grandes medidas de estímulo aprovadas no início de 2016 incluíram injeções de liquidez pelo banco central, cortes de impostos e um aumento significativo na despesa fiscal (com o investimento crescente das empresas estatais chegando a 23,5%, enquanto as empresas privadas mal aumentaram 2,8%). Tudo isso ajudou a sustentar a demanda e evitar uma recessão mais profunda, embora também tenha colocado os níveis da dívida em uma trajetória menos sustentável. Grande parte do crescimento em 2016 veio do setor que deveria provocar o colapso econômico, ou seja, o setor imobiliário. Todos os números de vendas, preços e atividade da construção subiram.

Com o aquecimento do setor imobiliário chinês, as commodities também pegaram uma carona, com o petróleo, cobre, aço e carvão se recuperando fortemente no segundo semestre do ano.

Por que a China decidiu adotar estímulos fortes e optou por evitar uma forte desvalorização que teria permitido o câmbio favorável do yuan e o ganho financeiro com o comércio? Ao permitir que o yuan caia apenas pelo spread da taxa de juros entre o tesouro e os CGB (títulos do governo chinês), o Banco Popular da China (PBoC) garantiu que a credibilidade do yuan, como uma potencial moeda de reserva, não fosse afetada. Certamente um aspecto importante uma vez que muitos bancos centrais haviam mudado uma parte das suas reservas de títulos de tesouros para os títulos do governo chinês (CGB) nos últimos cinco anos. Em suma, em vez de entrar em colapso, o crescimento chinês foi mais uma vez estimulado.

Lições a serem aprendidas

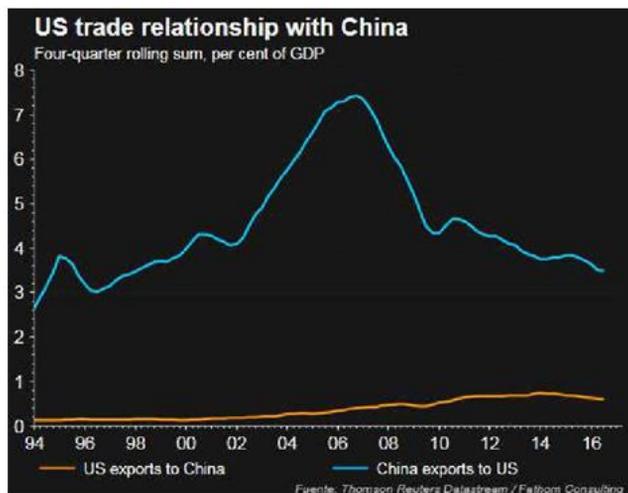
Seria o fim da "Estratégia de Reflexão"? Com a maioria desses estímulos sendo retirados (com estímulos fiscais, principalmente, eliminados no verão e o estímulo monetário já em redução no inverno), é legítimo pensar que o grande impulso nas commodities não terá continuidade, e com isso, provavelmente, vamos ver o final da estratégia de reflexão (ou uma falta de aceleração dos preços).

A China foi o principal motor de recuperação dos preços das mercadorias, mas isso não é sustentável. A força das importações da China em 2016 não se reflete em forte demanda final e a recomposição de estoques chinesa não pode ir muito mais longe em um momento de preços baixos. A China como o principal exportador de inflação: Com crescimento da recuperação (impulsionada por grandes estímulos), a inflação nas fases iniciais da cadeia de valor (produção) também se recuperou, com o Índice de Preços ao Produtor (IPP) de volta a valores positivos pela primeira vez desde 2011.

Perspectiva de longo prazo: O crescimento estrutural da China continuará mais devagar, mas os legisladores ainda dispõem de mecanismos políticos para amortecer uma desaceleração profunda na atividade econômica. A busca pela estabilidade social continuará a ser o principal motor da política chinesa.

Política: Paliativos míopes ou reformas profundas a longo prazo?

Há um consenso sobre o relaxamento da agenda de reformas da China e do uso frequente de estímulos para extinguir os sucessivos incêndios. Alguns atribuem isso a uma mudança geracional (os millenials chineses tem expectativas maiores), mas atribuímos isto a agenda política (com Xi Jinping, temeroso em perder poder caso se comprometa com as reformas difíceis). No entanto, é preciso lembrar como Xi Jinping iniciou seu mandato, ele implementou extensas reformas nas empresas estatais (o que resultou em uma desaceleração brutal nos contratos e aquisições de minerais no exterior e a prisão de muitos dos executivos dessas empresas). Esperemos que, depois de consolidar seu poder no 19º Congresso do Partido Comunista, Xi Jinping venha a adotar uma linha mais dura - mas saudável - encarando as difíceis reformas.



O que esperar no mercado global de títulos?

Não foi surpresa que os mercados globais de títulos demorassem a perceber que o governo chinês estava estimulando a própria economia. Temores sobre a situação da China persistiram e isto levou os títulos do Tesouro Americano de 10 anos (10Y UST) para baixo, com uma queda de 2,25% para 1,75% no primeiro trimestre de 2016. Então veio a grande surpresa do ano - o voto no Brexit - que empurrou os rendimentos ainda mais para baixo (para 1,4% em julho).

Nossas preocupações são as de que o mercado global de títulos possa ser lento em perceber, mais uma vez, o fato de que "a estratégia de redefinição" é temporária e pode estar no fim.

Mercados Financeiros

NEW - Ações (Shanghai): NEUTRO. Novo preço alvo 3.226.

NEW Ações (Shenzhen) ATRAENTE. Novo preço alvo 1.979. Ponto de saída em 2.177

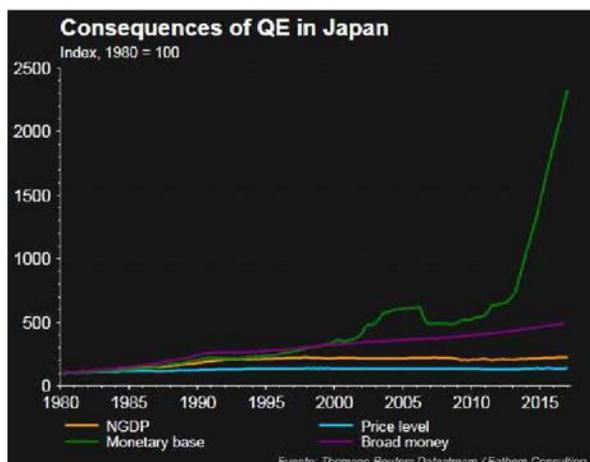
Títulos: ATRAENTE. Alvo para o título de 10 anos em 2,9%

Câmbio: VALOR JUSTO Preço alvo do Câmbio Dólar/Yuan em 6,75-6,8



JAPÃO: BoJ: Não há redução na compra de títulos em vista**O Banco do Japão e os Mercados Financeiros**

Não há redução a vista na compra de títulos: O membro do Conselho do Banco do Japão Takahide Kiuchi foi designado este mês para iniciar a redução na compra de títulos do governo japonês (JGB). No entanto, a chance de que o banco central venha a anunciar qualquer mudança na flexibilização quantitativa é insignificante, uma vez que muitos outros membros insistem que o Banco do Japão deve manter seu curso.



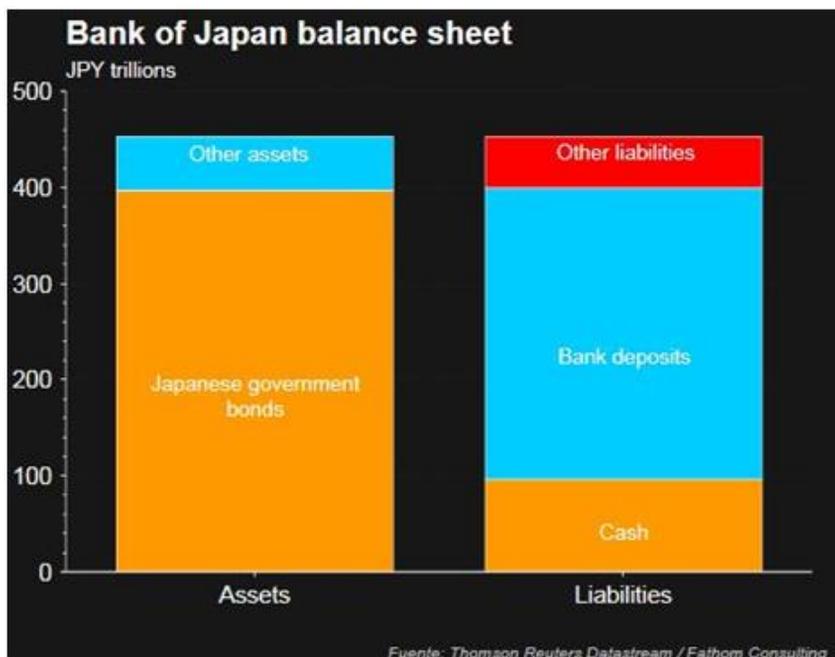
Por que então o Banco do Japão reduziu suas compras? A quantidade de títulos do governo japonês de propriedade do Banco do Japão aumentou em ¥34 trilhões na segunda metade de 2016 (muito menos do que os ¥51.4 trilhões registrados da primeira metade de 2016). Alguns argumentam que o recente declínio na atividade de compra do Banco do Japão significa que a redução na compra de títulos está sendo implementada de fato. Isso não é exatamente a verdade. Ao mudar, no verão passado, da flexibilização quantitativa (QE) para flexibilização quantitativa e qualitativa (QQE) com controle da curva de juros, o Banco do Japão decidiu permitir a alta do rendimento do título de 10 anos e a sua manutenção em torno de zero, o que significou que o Banco do Japão adquiriu menos ativos no mercado. Esta diminuição na compra de títulos foi implementada para reduzir o stress no setor financeiro e para estimular a consolidação entre pequenos bancos – mas não esperamos qualquer corte a mais nas compras do Banco do Japão.

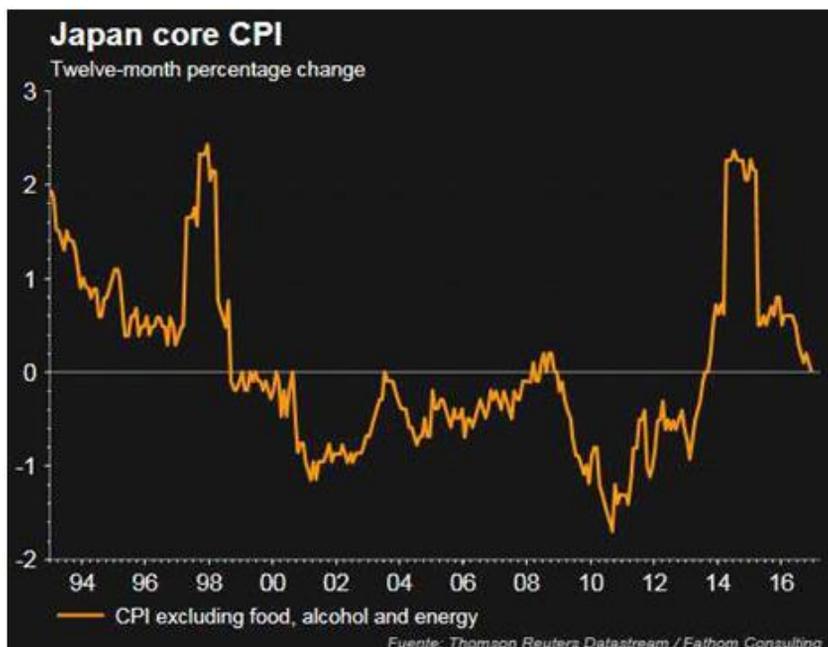
Os êxitos do Banco do Japão até o momento: (1) A quantidade de novos empréstimos às famílias subiu 20% em 2016. O aumento foi impulsionado principalmente por proprietários fazendo hipotecas baratas a fim de reformar, embora os investidores tenham desempenhado um papel importante, comprando propriedades em busca de rendimentos de aluguel de 4%. (2) Esta demanda dos investidores foi alimentada por um mercado imobiliário mais amplo, com empréstimos para os construtores aumentando em 15% em 2016 e que levou a atividade de construção a uma alta expressiva permitindo que algumas grandes cidades desfrutassem de um mercado imobiliário em forte alta. (3) Empréstimos a empresas aumentaram quase ¥ 1trilhão no quarto trimestre de 2016, mas fora do setor imobiliário muito pouco foi usado para financiar o investimento na capacidade instalada.

Os custos da política flexibilização quantitativa do BoJ: (1) Esta estratégia foi criticada por funcionários do governo norte-americano que acusaram o Japão de manipulação da moeda (iene). (2) As taxas negativas e a flexibilização quantitativa deprimiram a rentabilidade do setor financeiro do Japão.

Por que não se espera redução na compra de títulos? Todos estes sucessos poderiam ser legitimamente descritos como "conquistas limitadas", uma vez que estão todos relacionados ao setor imobiliário e do mercado de ações. Isso não é nada mais do que o reflexo dos baixos rendimentos dos títulos forçando as instituições e os investidores a empregar uma parte maior de seus fundos em investimento mais arriscados (ações) ou de menor liquidez (imobiliário), como pode ser visto no último relatório financeiro do Fundo Governamental de Pensões e Investimentos do Japão (GPIF), mostrando + 8% nos lucros dos investimentos no quarto trimestre de 2016.

Nossa avaliação: Em termos gerais, estamos em linha com aqueles que afirmam que a postura política do Banco do Japão foi claramente um fracasso. Aqui estão as principais razões para a nossa avaliação e que, ironicamente, também são as razões que justificam a nossa opinião sobre uma contínua flexibilização quantitativa: (1) O crescimento permanece morno. (2) A inflação subjacente continua positiva, e as expectativas de inflação não se alteraram. (3) O Banco do Japão não tem possibilidade real de atingir sua meta de inflação de 2% num futuro próximo e como 2% de inflação é inatingível, o BoJ será grato por qualquer lucro nas operações de crédito e no setor imobiliário. (4) o BoJ continua a ser o único protagonista no mercado e com muito pouca profundidade no mercado de títulos do governo do Japão (JGB), qualquer tentativa de redução na compra de títulos conduziria a um aumento dramático no rendimento que ameaçaria a sufocar a frágil recuperação japonesa. O BoJ tem pouca escolha além de manter a flexibilização quantitativa, o que consideramos ser uma "armadilha política".





Uma guerra comercial com os EUA pode ser evitada?

Abe está neutralizando qualquer acusação de que o Japão é um manipulador de moeda: O BoJ não interveio no mercado de câmbio desde 2011. Em relação a flexibilização quantitativa e qualitativa, Abe responde que é necessária a fim de ganhar tempo para que a seu "Abenomics" seja efetivado. Em relação a reclamações de Trump de que Japão compra poucos carros fabricados nos EUA, Abe pode demonstrar que o Japão não ergue barreiras contra as importações de automóveis americanos.

Abe pode também provar que os fabricantes japoneses direcionaram mais de US\$ 400 bilhões em investimentos diretos no exterior (FDI) aos EUA, com o Presidente da Toyota reiterando que planeja investir US\$ 10 bilhões em suas fábricas americanas nos próximos cinco anos.

Abe provavelmente vai oferecer seu apoio para o plano de infraestrutura de US\$ 1 trilhão do governo Trump, assumindo o compromisso de que o gigante Fundo de Pensões e Investimentos do Japão (GPIF) vai comprar títulos americanos de infraestrutura.

Para evitar uma disputa comercial, Abe também pode oferecer a promessa de aumentar os gastos com a defesa do Japão (atualmente em torno de 1% do PIB japonês). As conversações são de que Tóquio pode vir a dobrar esse gasto ao longo dos próximos cinco anos, a partir de 2019. Isso equivaleria a um grande programa militar (exatamente como Trump exigiu) e dada a falta de conhecimento em algumas áreas (notadamente em sistemas de mísseis avançados) haveria muitos negócios lucrativos para a indústria especializada em defesa norte-americana. Isso poderia funcionar para os dois lados.

Mercados Financeiros

- Ação (Nikkei 225): **NEUTRO-NEGATIVO**. Preço alvo 18.599.
Títulos: **CAROS (INÚTEIS)**. Preço alvo do título de 10 anos 0%.
Câmbio: **NEUTRO**. Câmbio Dólar/Iene preço alvo em 112

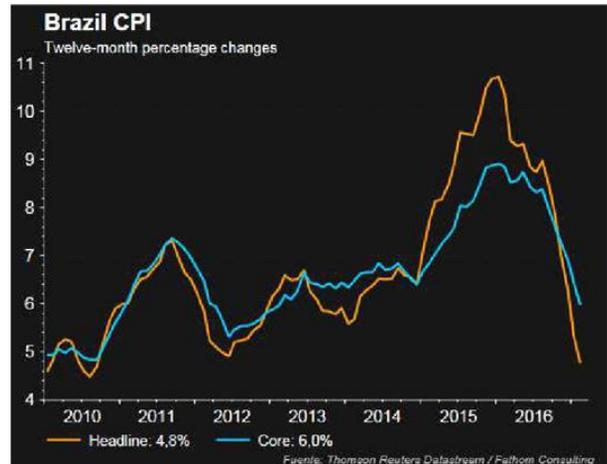
BRASIL: *Inflação cai, BC tem margem para apoiar a economia*

Disciplina Fiscal

Os números não batem. O orçamento de 2017 foi baseado em um crescimento do PIB de 1,6%, mas o crescimento real será de 0,5% ou inferior. Os aumentos de impostos são a solução mais provável.

A meta de superávit primário do governo federal para 2017 foi de R\$ 139 bilhões, mas a equipe econômica anunciou um déficit de 58,2 bilhões de reais esta semana, principalmente devido às expectativas de perda de receita (crescimento econômico inferior ao antecipado).

O que podemos fazer? Considerando que alterar as metas de superávit primário não são uma opção, a diferença, provavelmente, será coberta pelo congelamento de despesas e aumentos de impostos, num claro sinal do compromisso do governo com o controle das contas públicas. (1) cortes de gastos discricionários: R\$ 120 bilhões, dos quais R\$ 37 bilhões são investimentos. (2) receitas não-recorrentes de ações judiciais: R\$ 14 bilhões; (3) As vendas de ativos públicos (aeroportos).



A inflação está dando uma trégua para Banco Central

Tanto a inflação passada quanto a esperada (próximos 12 meses) estão em declínio acentuado. O IPCA total de 2017 pode terminar abaixo de 4,0%.

Agenda de reformas

Reforma da previdência social: A comissão especial tem a maioria para aprovar o projeto de lei enviado pelo governo. A votação é esperada para o final de março/início de abril. O governo fez algumas concessões, recuou e retirou da reforma os servidores estaduais e municipais. Eles representam cerca de 25% do déficit (R\$ 29 bilhões), mas não afetam os resultados federais. Esta concessão visa encurtar o processo de aprovação do projeto de lei. Em nossa opinião, a reforma da previdência social será aprovada na Câmara dos Deputados por volta de maio deste ano e no Senado por volta de outubro. Apesar das alterações no projeto original, a reforma tem o potencial de reverter a dinâmica perversa da dívida soberana. A idade mínima de 65 anos para homens e mulheres é um dos pontos críticos da reforma.

Lei da Terceirização: Um projeto de lei de 1988 foi votado na Câmara dos Deputados e enviado para sanção presidencial. A Lei da Terceirização permite flexibilizar a contratação de funcionários como prestadores de serviços, oferecendo a oportunidade de melhorar a eficiência no mercado de trabalho. O Senado já está trabalhando em um novo projeto de lei, buscando suavizar o atual. A sessão de votação enviou um aviso ao governo, com deserções de parte da base governista. Em nossa opinião, as reformas estruturais irão exigir mais negociação e novas concessões para ser consolidada.

Sem grandes riscos políticos à frente, pelo menos, a curto prazo.

Os recentes vazamentos do testemunho de Marcelo Odebrecht têm atingido a chapa Dilma-Temer e afetam diretamente grandes lideranças do PT. Em nossa opinião, a classe política tem pouco interesse em terminar o mandato do Presidente Michel Temer mais cedo. Ele tem feito o "trabalho sujo" (as reformas estruturais). O processo no TSE, em todas as etapas, tem sido muito lento e no Supremo Tribunal Federal não deve se acelerar de modo a permitir que Temer venha terminar o seu mandato. Rodrigo Janot (PGR) enviou inquéritos que envolvem denúncias contra 83 políticos para o STF, com base nos testemunhos dos executivos da Odebrecht. Entre os nomes estão incluídos cinco ministros do governo Temer e principais líderes dos partidos PT, PSDB e PMDB. Temer ainda está fora dos holofotes, ao menos diretamente. Em nossa opinião, a operação Lava-Jato deve abater alguns ministros, levando a demissões. No entanto, essas demissões tendem a ocorrer gradualmente, permitindo ao presidente lidar com a situação sem maiores danos.

Setor bancário.

Os maiores bancos privados brasileiros decidiram distribuir uma maior parte dos seus lucros de bilhões de dólares em dividendos aos acionistas. Isso tem dois significados: em primeiro lugar, que os bancos não têm problemas de capitalização mas, em segundo lugar, eles ainda têm pouco apetite para emprestar. Em 2016, Itaú, Bradesco e Santander pagaram mais da metade dos seus lucros na forma de dividendos.

Nossas Previsões Econômicas

PIB 2017: + 0,5%: IPCA 2017: 4%. Desemprego: 13% (hoje em 12,6%).
Taxa Selic de 8,5%

Mercado Financeiro:

Ações (Ibovespa): NEUTRO-POSITIVO. Alvo 66.423. Vender em 73.000.

Títulos do Governo: POSITIVO. Nós fixamos o alvo dos títulos de 10 anos (Loc bond 10Y) em 9,75%. Nosso alvo para os títulos do governo denominados em USD 10Y é que permaneçam estáveis em 5,25%.

Câmbio: NEUTRO. Alvo de 3,2 (não descartamos uma taxa inferior a 3,00). A taxa nominal de câmbio REAL/DOLAR tem se valorizado nos últimos meses, porque os fundamentos do país (1) tem melhorado com as reformas e a economia. (2) A alta nos preços das commodities fortaleceram o comércio exterior. (3) Os spreads têm se sustentado. (4) A forte redução do déficit em conta corrente também ajudou a valorizar o Real.



Commodities – Energia(Petróleo, WTI)

Preço alvo em US\$ 45. Preço de compra de US\$ 30.

Preço de Venda em US\$ 55.

A curto prazo os preços do petróleo apontam para estabilidade ou queda.

(-)Os Hedge Funds adequaram sua posição a maior alta do petróleo bruto, desde que a OPEP anunciou o corte de produção em novembro. Os Hedge Funds cortaram sua posição combinada comprada líquida em um total acumulado de 230 milhões de barris nas últimas 3 semanas depois de um pico de 951 milhões. Mesmo após a redução, a posição global comprada ainda estava entre as mais elevadas de todos os tempos.

(-) O surpreendente corte no preço do petróleo saudita: A Arábia Saudita cortou o preço em algumas de suas vendas de petróleo para a Ásia em abril, tentando atrair os compradores para o seu bruto mais leve e menos sulfuroso num momento em que os outros estão preferindo comprar das Américas e da África.

(-) A Pioneer prevê o petróleo a US\$ 40 se a OPEP não conseguir expandir os cortes (Presidente de Recursos Naturais da Pioneer). O presidente da Pioneer afirmou que os produtores norte-americanos de xisto aguardam a segunda metade do ano para ver se a OPEP e os não-membros da OPEP estendem seu acordo, que tem duração prevista até junho. "A produção na bacia sedimentar de Permian (Texas, EUA) poderia aumentar para 8-10 milhões de barris por dia durante a próxima década dos atuais 2,3 milhões".

(-) Falta de cumprimento de acordos por algumas nações está causando atrito interno no grupo de produtores de petróleo: Enquanto a Arábia Saudita cortou mais do que o planejado, a Rússia só cumpriu cerca de um terço de seu compromisso.

(=) Fontes de dentro da OPEP são cada vez mais a favor de estender o acordo de corte de produção após o prazo final de junho. A Rússia e outros não-membros da OPEP precisam continuar a fazer parte da iniciativa. Entretanto, a Rússia, que é o maior dos 11 produtores de fora que trabalham com OPEP, não declarou publicamente se apoia a extensão do corte de fornecimento.

(-) As exportações de petróleo bruto do Irã bateram 3 milhões de barris/dia no mês passado. Os iranianos mais do que dobraram as exportações desde o fim das sanções.

(-) Os portos da Líbia se preparam para retomar os carregamentos de óleo bruto: Os portos de exportação de petróleo da Líbia em Es Sider e Ras Lanuf estão retomando as operações e se preparando para exportar petróleo cru, depois de duas semanas de carregamentos paralisados por causa dos confrontos militares. A produção atingiu cerca de 700 mil barris/dia em fevereiro antes dos confrontos; em agosto do ano passado, era de cerca de 260 mil barris por dia.

(+/-) A maioria dos produtores de petróleo offshore estão "esperando para ver": eles esperam por sinais mais claros sobre os preços antes de se comprometerem com novos projetos. Isso acabou criando uma perspectiva incerta para as empresas que dependem de perfuração offshore.

Perfuração em águas profundas é a grande aposta da Shell: A Royal Dutch Shell está tentando reinventar o negócio da perfuração de águas profundas, eles querem provar que o uso de processos e tecnologia altamente eficientes pode ser aplicado em produção em alto mar. Querem investir em novos projetos em águas profundas mais baratos e mais rápidos, especialmente no Brasil.

(-) O aumento das exportações faz dos EUA um ator no mercado global: Os carregamentos de petróleo para exportação superaram 1,2 milhão de barris/dia (versus 500 mil até recentemente) desde o fim do embargo as exportações em 2015 e preencheram a lacuna no mercado mundial criada pelos cortes da OPEP. Os EUA se integraram mais ao mercado de petróleo mundial e agora podem ter alguma autoridade, como um "swing producer", aquele que pode alterar o equilíbrio do mercado.

Fatores estruturais no setor de petróleo apontam para preços baixos a longo prazo...

(+) A Agência Internacional de Energia (AIE) prevê a retomada de investimentos no setor, mas também registra forte aumento na demanda: A agência dobrou as previsões para o crescimento da produção fora da OPEP no próximo ano com os produtores de xisto norte-americanos emergindo da crise "na melhor forma". As previsões indicam que o fornecimento dos não-OPEP vai se expandir para 3,3 milhões de barris/dia durante o período compreendido entre 2016 e 2022. Para tanto, a AIE considera que o consumo mundial de petróleo vai continuar crescendo no futuro próximo, apesar da legislação mais dura. As novas previsões da agência indicam uma expansão da demanda por petróleo em 7,4 milhões de barris/dia (dos atuais 96,6 milhões de barris/dia para 104 milhões de barris/dia) durante o período compreendido entre 2016 e 2022, deixando os membros da OPEP, com uma possibilidade teórica de aumentar a produção de 4,1 milhões de barris/dia, simplesmente para se ajustar a nova demanda.

(-) Energias alternativas assumem 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).

(-) 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. Por exemplo, a Arábia Saudita tem, comprovadamente, entre 60 e 70 anos de reservas de petróleo, o aumento da preocupação sobre a mudança climática e os crescentes problemas ambientais provavelmente continuarão a exercer grande pressão sob o mercado de combustíveis fósseis nas próximas décadas, assim o mais grave risco de Riad é ficar sentada sobre um mar de "reservas enalhadas" que já não possa extrair ou vender. A Arábia Saudita (e os outros produtores) tem, portanto, um poderoso incentivo para monetizar ao máximo as suas reservas, extraíndo o máximo de petróleo possível (ainda que apenas para financiar a construção de uma economia menos dependente do petróleo).

(-) A reentrada do Irã muda o jogo, equivalendo a uma mudança estrutural no mercado global de energia. O Irã insiste que deve ter permissão para aumentar sua produção de 3,6 milhões para 4 milhões de barris/dia. Isto implicaria que a Arábia Saudita (o maior produtor mundial) teria de assumir a maior parte, senão a totalidade, dos cortes propostos na sua própria produção, mas isso é incompatível com a condição imposta pelos sauditas no acordo que visa não perderem as suas quotas de mercado.

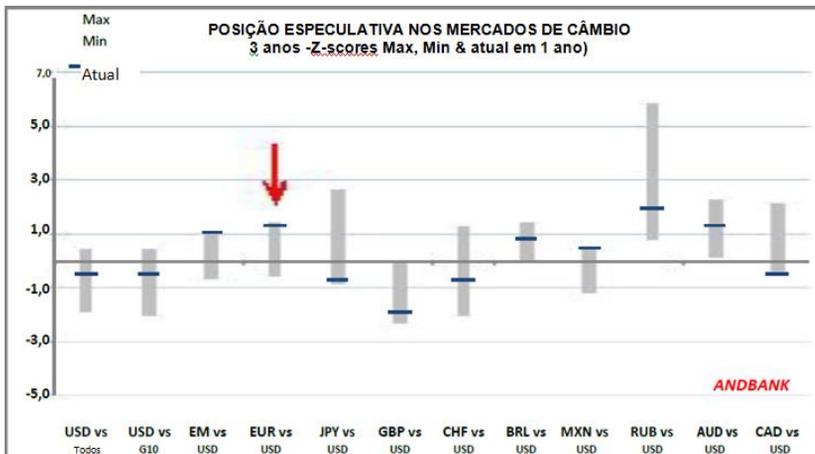
(-) Os produtores da OPEP já não podem fixar os preços: Há boas razões para acreditar que qualquer acordo alcançado daqui em diante que envolva o congelamento da produção seria ineficaz. Nos anos 70 e no início dos anos 2000, o cartel dos exportadores concordou em cortar a produção e a abordagem funcionou 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 das 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.

(-) Desequilíbrio global da oferta sobre a demanda é de 1 milhão de barris/dia: Mesmo se os cortes propostos da produção se confirmarem, este acordo não mudará o jogo no mercado internacional de petróleo. O desequilíbrio no mercado mundial de petróleo em relação à demanda continua a ser de 1 milhão de barris/dia, de acordo com a própria OPEP. A proposta de corte da produção da OPEP, portanto, será insuficiente para reverter o excesso de petróleo.

(-) Os produtores de xisto aumentarão fortemente sua produção quando o preço do barril estiver em US \$ 60: A AIE afirma que o preço do petróleo a US\$ 60,00 seria suficiente para muitos produtores de xisto americanos reiniciarem a produção até atualmente paralisada.

Moedas: Alvos Fundamentais

Um ligeiro aumento neste mês no posicionamento global dos investidores em USD (de US\$ + 14,6 bilhões para US\$ + 18 bilhões). Apesar desta recente alta, o posicionamento do dólar ainda permanece muito abaixo dos US\$ + 28,7 bilhões registrados em setembro de 2016, embora, reconhecidamente, estejam agora na metade superior do intervalo visto no Z-score dos últimos 3 anos (veja o gráfico). Segundo esta abordagem, ainda há espaço para construir novas posições compradas em dólares americanos, mas acreditamos que isso vai depender de resultados favoráveis vindos do Congresso e do Senado sob a forma de projetos de lei a serem aprovados. Na ausência desses fatores de suporte, a perspectiva do USD contra outras moedas ainda seria neutra.



3 anos Z-Score:

Posição Atual - Posição média de 3 anos

Desvio padrão de 3 anos

Valores de posicionamentos sugeridos acima de +1 podem ser sobrecomprado

Valores de posicionamento sugeridos abaixo de -1 podem ser sobrevendidos

• EUR/USD: Alvo fundamental (1,00)

Na sequência do primeiro debate presidencial francês, o euro teve dias de calma, com os posicionamentos curtos especulativos em euros sendo agressivamente reprimidos (de US\$ -7,67 bilhões para US\$ -2,66 bilhões), ou cortados em 0,5 s.d. (com base no Z-score de 3 anos) em relação ao posicionamento do mês passado. O euro encolheu e agora chegou aos valores mais baixos em quase 3 anos (ou o posicionamento em euros é agora o mais comprado visto nos últimos três anos), refletindo a melhoria dos dados da Europa. Qualquer valorização a mais estabelecerá novos recordes de posicionamentos em euros. Devido a nossas dúvidas sobre a sustentabilidade da melhora econômica (considerando que os grandes estímulos fiscais e monetários na China, que fazem parte da "estratégia de reflexão", foram retirados gradualmente desde o verão passado), se os investidores decidirem permanecer com a mesma estrutura de investimentos e mantiverem suas posições médias dos últimos três anos, o cenário está definido e haverá mais uma queda estrutural do euro além do nível atual. Nosso valor fundamental para a relação EUR/USD permanece inalterado em 1,00.

Fatores positivos para o USD: (1) Aumento positivo nos instrumentos de dívida em dólar americano. (2) O Fed adota um viés de rigidez, enquanto a maioria dos outros bancos centrais ainda mantêm uma tendência mais flexível. (3) A contínua melhoria na balança comercial americana através da maior produção doméstica de energia. (4) 10 trilhões de dólares em posições não-financiadas alavancadas pelo USD. Agora que outras moedas estão sinalizando sua postura de flexibilização mais claramente, muitas destas posições alavancadas podem mudar a sua moeda de financiamento (pedindo empréstimos em € ou ¥ e comprando \$ de volta para reembolsar os empréstimos).

Os fatores negativos para USD incluem: (1) O Presidente dos EUA é um mercantilista e os mercantilistas tendem a não gostar de moedas fortes. O desejo de Trump de recuperar a produção industrial nos EUA não pode acontecer sem um dólar mais fraco. (2) O dólar americano esta cada vez mais sobrevalorizado na paridade de poder de compra (PPP) em relação a muitas moedas. (3) Quase todo o mundo permanece otimista em relação ao dólar americano.

- **Iene = Alvo (112); EUR / JPY: Alvo 112.** O Z-score do Iene ainda continua muito baseado em posicionamentos curtos.
- **GBP = Alvo (0,83); EUR/GBP: Alvo (0,83).** Política comercial de Trump vs. Incerteza do Brexit.
- **CHF = Alvo (0,95); EUR / CHF: Alvo (0,95).** Posições líquidas curtas, espaço para posições mais longas em CHF.
- **MXN = Alvo (21); EUR / MXN: Alvo (21)**
- **BRL = Alvo (3,20); EUR / BRL: Alvo (3,20)**
- **ARS = Alvo (18,5); EUR / ARS: Alvo (18,5)**
- **RUB: NEUTRO**
- **AUD: NEUTRO-POSITIVO.**
- **CAD: NEUTRO-NEGATIVO.**
- **CNY: Alvo (6,75-6,80)**

Moeda	Valor de Mercado Posições líquidas na moeda (Bn \$)	Mudança vs semana passada na moeda (Bn \$)	Máx ano -1 (Bn \$)	Mín ano -1 (Bn \$)	Média ano -1 (Bn \$)	Atual Z-score Z-score 3-yr
USD vs Todos	18,09	1,21	28,7	-6,9	12,1	-0,25
USD vs G10	19,33	1,35	28,4	-7,1	11,7	-0,18
EM	1,24	0,14	1,2	-1,7	-0,4	1,07
EUR	-2,66	2,78	-2,7	-19,0	-9,8	1,42
JPY	-7,50	0,27	8,6	-9,3	1,9	-0,68
GBP	-8,41	-0,27	-3,0	-8,4	-5,5	-1,88
CHF	-1,51	-0,39	1,4	-3,1	-0,5	-0,68
BRL	0,52	0,02	0,8	0,0	0,4	0,83
MXN	-0,09	0,05	-0,1	-2,3	-1,3	0,49
RUB	0,81	0,07	1,3	0,1	0,5	1,97
AUD	3,46	0,19	4,6	-1,2	1,8	1,36
CAD	-1,83	-3,42	2,3	-1,8	0,5	-0,40

ECONOMIA & MERCADOS FINANCEIROS

ANÁLISE CORPORATIVA

ABRIL DE 2017

Proposta de alocação mensal de ativos e moedas

	Conservative		Moderate		Balanced		Growth	
Max Drawdown	< 5%		5%/15%		15%/30%		30%>	
Asset Class	Strategic (%)	Tactical (%)						
Money Market	15,0	20,4	10,0	15,1	5,0	11,2	5,0	9,5
Fixed Income Short-Term	25,0	29,2	15,0	19,4	5,0	9,6	0,0	4,8
Fixed Income (L.T) OECD	30,0	22,5	20,0	15,0	15,0	11,3	5,0	3,8
US Gov & Municipals & Agencies		10,1		6,8		5,1		1,7
EU Gov & Municipals & Agencies		2,3		1,5		1,1		0,4
European Peripheral Risk		10,1		6,8		5,1		1,7
Credit (OCDE)	20,0	18,0	20,0	18,0	15,0	13,5	5,0	4,5
Investment Grade USD		5,4		5,4		4,1		1,4
High Yield Grade USD		6,3		6,3		4,7		1,6
Investment Grade EUR		1,8		1,8		1,4		0,5
High Yield Grade EUR		4,5		4,5		3,4		1,1
Fixed Income Emerging Markets	5,0	5,5	7,5	8,3	10,0	11,0	15,0	16,5
Latam Sovereign		1,7		2,5		3,3		5,0
Latam Credit		1,1		1,7		2,2		3,3
Asia Sovereign		2,2		3,3		4,4		6,6
Asia Credit		0,6		0,8		1,1		1,7
Equity OECD	5,0	4,5	20,0	18,0	32,5	29,3	50,0	45,0
US Equity		2,0		8,1		13,2		20,3
European Equity		2,5		9,9		16,1		24,8
Equity Emerging	0,0	0,0	5,0	4,8	10,0	9,5	10,0	9,5
Asian Equity		0,0		2,6		5,2		5,2
Latam Equity		0,0		2,1		4,3		4,3
Commodities	0,0	0,0	2,5	1,5	5,0	3,0	5,0	3,0
Energy		0,0		0,2		0,3		0,3
Minerals & Metals		0,0		0,5		0,9		0,9
Precious		0,0		0,7		1,4		1,4
Agriculture		0,0		0,2		0,5		0,5
REITS	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	1,8	5,0	3,5
Currency Exposure (European investor perspective)								
EUR		93,7		87,1		80,0		73,6
USD		6,4		12,9		20,0		26,4

Risk Parameters(2)

100,0 100,0 100,0 100,0 100,0 100,0 100,0 100,0

Esta tabela de alocação de ativos foi preparada pelo Comitê de Alocação de Ativos (AAC), composto pelos gestores dos departamentos de gestão de carteiras e pelos gerentes de produto em cada uma das áreas em que operamos. Assim, a distribuição de ativos dentro de cada perfil de cliente reflete os requisitos de controle de risco estabelecidos pelos regulamentos.

Principais colaboradores

Alex Fuste – Economista-chefe Global – Ásia & Commodities: Ações, Valores, Câmbio+376 881 248

Giuseppe Mazzeo – CIO Andbank EUA – Estados Unidos - Valores & Ações. +1 786 471 2426

Eduardo Anton – Gerente de Portfolio EUA – Crédito & Quasi-Governamental. +1 305 702 0601

J.A Cerdan – Estrategista em Ações Europa – Mercado de Ações Europeu. +376 874 363

Renzo Nuzzachi, CFA – Gerente de Produto América Latina – Valores & Câmbio. +5982-626-2333

Jonathan Zuloaga – Analista, México – Macro, títulos & Câmbio. +52 55 53772810

Albert Garrido – Gerente de Portfolio Andorra – Mercado de Ações Europeu. +376 874 363

Luís Pinho – CIO Andbank LLA Brasil – Títulos, Câmbio & Mercado de Ações do Brasil.

Andrés Davila – Chefe de Gestão de Ativos Panamá – Venezuela. +507 2975800

Marian Fernández – Gerente de Produto, Europa – Macro, BCE & Títulos do Gov. +34 639 30 43 61

David Tomas – Gestão de Patrimônio, Espanha – Mercado de Ações Espanhol. +34 647 44 10 07

Andrés Pomar – Gerente de Portfolio Luxemburgo – Volatilidade & ST Gestão de Risco +352 26193925

Carlos Hernández – Gerente de Projeto – Análise Técnica. +376 873 381

Alejandro Sabariego – Gerente de Projeto Luxemburgo – Fluxo & Posicionamento. +352 26 19 39 25

Alicia Arriero – Gerente de Projeto Espanha– Bancos Europeus. Crédito HG & HY. +34 91 153 41 17

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.