



Asset Strategy

1 de agosto de 2022

Macro & Estratégia

Banco BTG Pactual S.A.

Álvaro Frasson

São Paulo – Banco BTG Pactual

Arthur Mota

São Paulo – Banco BTG Pactual

Leonardo Paiva

São Paulo – Banco BTG Pactual

Luiza Paparounis

São Paulo – Banco BTG Pactual



Carta de Estratégia

Macro View	3
Strategy View	4
Alocações Sugeridas	5
Estratégia Macro	6
Macro Box	
Anexos	11
Alocação Detalhada	
Desempenho das Carteiras	
Suitability	
Glossário	

Volatilidade macroeconômica

O segundo semestre começou com mais surpresas negativas nos indicadores macroeconômicos globais do que nos mercados, que apresentaram a melhor performance mensal desde 2020. No curto prazo, mais resultados acima do esperado nos principais indicadores de inflação, além de dados divergentes de crescimento econômico no segundo trimestre – com China e EUA recuando, enquanto a Zona do Euro ainda chegou a crescer.

A performance do mercado revela como será desafiadora a gestão de risco nos próximos meses, pois há ainda a dúvida se estamos ante uma virada de apetite mesmo encarando uma possível recessão global, ou apenas enxergando pelo retrovisor um movimento técnico, com grandes investidores cobrindo posições vendidas durante um momento oportuno de uma temporada de resultados. Essa volatilidade dos mercados tem sido promovida justamente pela volatilidade da narrativa macroeconômica, que por sua vez reflete a dificuldade de mensuração precisa do estágio do ciclo atual.

É exatamente por essa razão que entendemos que nossas estratégias estão ainda bem adequadas e demandam um posicionamento neutro, alinhado à nossa visão estrutural de maior participação de Renda Fixa, com preferência pela liquidez – o que também vale para o mundo de Renda Variável e Alternativos – além da sempre necessária qualidade.

Do lado macro, ainda vemos uma desaceleração da economia americana, que em nossa visão não esteve em recessão no primeiro semestre, tanto pela força da demanda doméstica, quanto pelo nível de aperto do mercado de trabalho. Ainda assim, olhando para frente, vemos desafios crescentes, com uma economia que já consumiu boa parte dos estímulos da era da pandemia, enquanto os números de inflação não dão trégua. Nesse sentido, continuamos com uma expectativa de juros (*fed funds rate*) acima do que o mercado precifica hoje, ou seja, ainda esperamos mais uma rodada leve de aperto das condições financeiras – dado o nível atual – até o final do ano, o que explica a gestão maior do nível de risco e volatilidade das nossas estratégias.

No Brasil, o crescimento continua surpreendendo, o que é positivo para ativos mais ligados à economia doméstica, mas vem acompanhado de uma dor usual: um processo inflacionário mais persistente e, por consequência, uma política monetária mais apertada. Nesse sentido, revisamos mais uma vez nossas estimativas de Selic para 2022 e 2023 – ambas para cima e reforçando que o risco segue altista. Por sua vez, o risco fiscal também deve voltar para o radar e seguir até a consolidação do pleito eleitoral.

Desta forma, o ambiente global e local continua suportando nosso posicionamento mais concentrado em pós-fixados e mais modesto em taxas prefixadas. Com os riscos elencados, também preferimos posicionamento em vencimentos mais intermediários, com os juros longos ainda não ofertando uma relação de risco e retorno que motivam maior alocação.

Já no caso de renda variável, embora reconheçamos uma bolsa barata em termos históricos, olhando para múltiplos e cenários à frente, preferimos seguir com posicionamento tático mais neutro, com um balanço de risco para *commodities* mais equilibrado do que os meses anteriores. Seguimos alinhados com o diagnóstico de investir em empresas com liquidez de negociação, além de testadas em outros momentos de adversidade (qualidade).

Macro View

Crescimento global mais fraco seguirá como principal tema

Região	Fator	Agosto 2022
Global	Atividade	Apesar de mercado de trabalho forte, consumo americano deve se enfraquecer nos próximos meses. Por sua vez, crise do gás na Europa deve ser um dos vetores da futura recessão. Já China deve engrenar sua recuperação após a consolidação da reabertura.
	Inflação	O menor preço das <i>commodities</i> tem sido um contrapeso para a inflação no curto prazo. Ainda assim, núcleo de inflação nos EUA e Europa continuam pressionados e justificam reatividade dos Bancos Centrais. Possível recessão já começou a ser incorporado nas expectativas de inflação implícitas na curva de juros americana.
	Juros	Seguimos esperando uma taxa de juros americana (4%) e europeia (1,5%) no primeiro trimestre de 2023, acima do precificado pelo mercado no final desse ciclo. Por outro lado, os riscos para grandes aberturas de curva longa são menores.
	Commodities	Mercado enfrenta mais ventos contrários e perde <i>momentum</i> , em especial o minério de ferro – que deve permanecer em patamar mais baixo no semestre. Já petróleo tem suporte para permanecer em patamar elevado mesmo ante preocupação com demanda.
Brasil	Atividade	Segundo trimestre continua se mostrando mais forte e novo impulso fiscal, bem como forte mercado de trabalho, continuará suportando bom momento da atividade econômica doméstica no curto prazo – em especial para serviços.
	Inflação	Medidas não-recorrentes em preços administrados suportam uma redução das nossas estimativas de inflação em 2022, mas balanço de risco continua altista para nossa projeção de 2023 (atualmente em 5,4%).
	Juros	Piora das expectativas de inflação para 2023 e 2024, além do risco fiscal, motivam uma revisão as expectativas de Selic em 2023 (11%), mas também abrem espaço para novas altas de juros ainda esse ano (14%). Em nossa avaliação, risco ainda é altista.
	Câmbio	A moeda brasileira segue acompanhado os fundamentos globais e de sua cesta, com a atual depreciação estando em linha com pares emergentes e exportadores de commodities. No curto prazo, não vemos vetores para reversão de tal patamar.

Projeções Econômicas – BTG Pactual

		2021	2022e (ant.)	2022e (atual)	Δ (p.p.)	2023e (ant.)	2023e (atual)	Δ (p.p.)
PIB	(% a.a.)	4,60	1,50	1,90	▲ 0,40	0,50	0,30	▼ -0,20
SELIC	(% a.a.)	9,25	13,75	14,00	▲ 0,25	10,00	11,00	▲ 1,00
IPCA	(% a.a.)	10,06	8,80	7,00	▼ -1,80	5,40	5,40	▲ 0,00
IGP-M	(% a.a.)	17,78	12,50	12,20	▼ -0,30	3,50	3,40	▼ -0,10
Taxa de Câmbio	(R\$/US\$)	5,57	4,80	4,80	-	5,00	5,00	-
Result. Primário	(% PIB)	0,75	0,96	0,60	▼ -0,36	0,22	-0,56	▼ -0,78
Dívida Bruta	(% PIB)	80,30	77,30	78,10	▲ 0,80	80,00	82,00	▲ 2,00

Strategy View

Mantendo o nível de risco das estratégias

Asset Strategy – Agosto 2022			
Classe de ativo	View	View* (1-5)	Onde achar no BTG?
RF Pós-fixado	Assim como nos meses anteriores, a subclasse tem sido essencial para um ambiente de maior volatilidade, sobretudo pelo elevado nível de Selic esperado até o final do ano. O juro real mensal, dado a acomodação esperada da inflação, segue como vento favorável.	3	
RF Inflação	O aumento da percepção de risco fiscal pode elevar a volatilidade à frente, mas uma parcela do prêmio já foi incorporada em julho. Nosso posicionamento em Inflação ainda busca majoritariamente a parte intermediária da curva brasileira (até 2035).	3	Macro & Estratégia Renda Fixa
RF Prefixado	O elevado nível de incerteza quanto ao futuro da política monetária em 2023, além do aumento do risco fiscal, motivam uma alocação moderada em Prefixados, ainda focando em vencimentos entre 2024 e 2025 – onde enxergamos maior prêmio implícito.	3	
Retorno Absoluto	A posição busca capturar a gestão ativa, sobretudo em cesta de moedas e curvas de juros estrangeira que usualmente não temos exposição direta. Continua sendo importante geradora de resultado no ano por uma questão de diversificação.	3	Top Funds BTG
RV Brasil	Seguimos preferindo alocações com liquidez e com qualidade, embora reconheçamos a atratividade (em termos de <i>valuation</i>) para diversos ativos. A revisão do crescimento doméstico em 2023 é o maior desafio na margem, enquanto a descompressão de risco político pode se tornar o principal vento a favor.	3	10SIM , Small Caps , Dividendos , ESG
Internacional	Preocupação com crescimento em 2023 tem promovido um fechamento dos juros mais longos nos EUA e dando fôlego para ativos de “long-duration”, caso do mercado acionário. No momento atual, seguimos preferindo EUA em relação à Europa, enquanto China já temos exposição via ativos brasileiros.	3	Carteira de BDRs
Alternativo	Nossa alocação em Alternativos segue adequada para o atual momento de mercado, que tem suportado posições mais moderadas em ativos com menor liquidez. Nesse sentido, Fundos Imobiliários continuam oferecendo boa relação de risco e retorno.	3	Carteira de Fundos Imobiliários , FIPS e COEs

Indicadores de Mercado

		Pós-Fixado	Prefixado	Inflação	Ibovespa	S&P 500	Taxa de Câmbio	FI Imobiliário	Multimercados
		CDI (a.a.)	IRF-M	IMA-B	IBOV	SPX	Dólar	IFIX	IHFA
Cotação	29-jul-22	13,15	14.628	8.301	103.165	4.130	R\$ 5,17	2.814	4.381
Julho	(%)	1,03%	1,15%	-0,88%	4,69%	9,11%	-1,59%	0,66%	0,10%
2022	(%)	6,5%	3,4%	3,4%	-1,6%	-13,3%	7,8%	0,3%	8,4%
12 meses	(%)	9,4%	3,4%	3,3%	-15,3%	-6,0%	1,8%	-3,6%	11,6%
24 meses	(%)	12,1%	2,0%	5,9%	0,2%	26,3%	0,1%	3,0%	14,8%

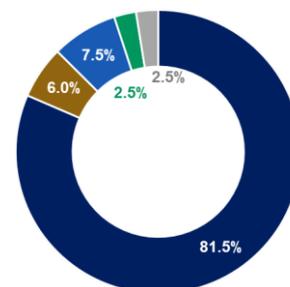
*View (1-5): Reforça nosso posicionamento para a classe de ativo, sendo 1 a não exposição, 3 a neutralidade e 5 a sobrealocação máxima.

Alocações Sugeridas

Conservador

Em agosto, seguimos vendo uma vantagem estratégica em Pós-fixado (74,5%) para um perfil que usualmente convive com menos volatilidade e tem se mostrado vencedor nos últimos meses, principalmente com a continuidade do ciclo de altas da Selic. Por sua vez, a posição em Inflação (7%) segue neutra e ainda permanecemos com a nossa posição maior em vencimentos intermediários. Continuamos sem posições táticas em Prefixados para esse perfil de risco, fato que tratamos no Macro Box do mês.

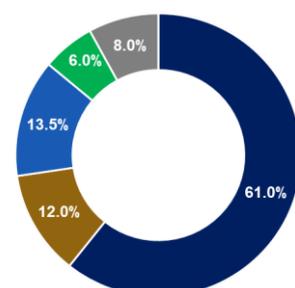
Já a exposição Internacional (2,5%) continua mais controlada e sem alteração, com cenário de menor apetite ao risco, o que também demanda um posicionamento modestos em Renda Variável (6,0%), reflexo de uma maior volatilidade nos próximos meses.



Balancedo

Neste mês, continuamos com uma posição relevante em Retorno Absoluto (13,5%), com objetivo de capturar estratégias de moedas e juros de outras economias além da americana ou brasileira. Por sua vez, seguimos preferindo um posicionamento em *large caps*, optando por liquidez, em nossa estratégia de Renda Variável (12,0%). Dado os riscos globais, principalmente em Europa, nossa alocação em Internacional (6,0%) continua focada em EUA, visto que Brasil já é mais exposto à China.

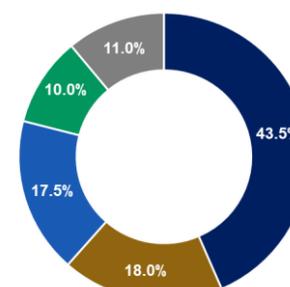
Já em Renda Fixa, não alteramos a posição em Inflação (16%), ainda focada em vértices intermediários. Por sua vez, seguimos ótima atratividade em Pós-Fixado (41,5%), e continuamos modestos na exposição em Prefixado (3%) em Alternativos (5,0%).



Sofisticado

Em agosto, continuamos com uma *duration* maior (5,5 anos) nas estratégias de juro real, mas com o tamanho da alocação tática ainda alinhada com a estrutural (10%). Por sua vez, dado o nível de incerteza para o cenário de Selic no próximo ano, continuamos com posição mais controlada em Prefixados (4%), com *duration* média de 2,5 anos, dado a taxa atrativa em 2024 e 2025. A posição dominante de Pós-Fixados (29,5%) ainda é a estratégia escolhida.

Optamos por continuar neutros em Renda Variável (18,0%), mas ainda com expectativas positivas em agosto por conta da consolidação da reabertura de China, dos *valuation* atrativos e alguma estabilização das condições financeiras no ambiente global. Na alocação Internacional (10%), seguimos focados em EUA. Continuamos bem posicionados em Retorno Absoluto (17,5%), com os fundos capturando os movimentos das moedas. Por fim, não alteramos nossa cabeça com a exposição modesta em Alternativos (6,5%), reflexo da importante contribuição de FII's, que está performando melhor do que outras classes de maior risco, mesmo tendo menor liquidez, mas naturalmente também revela maior sensibilidade ao cenário mais volátil de juros.



Alterações do Mês

	Conservador				Balancedo				Sofisticado			
	Estrutural	Julho	Tático >>	Agosto	Estrutural	Julho	Tático >>	Agosto	Estrutural	Julho	Tático >>	Agosto
Renda Fixa	81,5%	81,5%	0,0%	81,5%	60,0%	60,5%	0,0%	60,5%	43,0%	43,5%	0,0%	43,5%
Pós-fixado	72,5%	74,5%	0,0%	74,5%	40,0%	41,5%	0,0%	41,5%	27,0%	29,5%	0,0%	29,5%
Inflação	7,0%	7,0%	0,0%	7,0%	16,0%	16,0%	0,0%	16,0%	10,0%	10,0%	0,0%	10,0%
Prefixado	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,0%	3,0%	0,0%	3,0%	6,0%	4,0%	0,0%	4,0%
Retorno Absoluto	7,5%	7,5%	0,0%	7,5%	13,5%	13,5%	0,0%	13,5%	17,5%	17,5%	0,0%	17,5%
Renda Variável	6,0%	6,0%	0,0%	6,0%	14,0%	12,0%	0,0%	12,0%	22,0%	18,0%	0,0%	18,0%
Internacional	2,5%	2,5%	0,0%	2,5%	4,0%	6,0%	0,0%	6,0%	5,0%	10,0%	0,0%	10,0%
Alternativo	2,5%	2,5%	0,0%	2,5%	8,5%	8,0%	0,0%	8,0%	12,5%	11,0%	0,0%	11,0%
Fundos Imob.	2,5%	2,5%	0,0%	2,5%	5,0%	5,0%	0,0%	5,0%	7,5%	6,5%	0,0%	6,5%
Outros*	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,5%	3,0%	0,0%	3,0%	5,0%	4,5%	0,0%	4,5%

Rentabilidade das Alocações Sugeridas

Para o acompanhamento da rentabilidade das nossas sugestões, cada classe e subclasse de ativo recomendada irá refletir o desempenho do seu índice de referência, apresentado na sessão **Alocação Detalhada** deste relatório. Portanto, as alocações sugeridas apresentam desempenhos teóricos, mas fruto de índices reais. Logo, o objetivo é trazer uma referência de retorno que cada perfil de investidor pode alcançar com o seu portfólio.

Estratégia Macro

Ciclo de Selic deve ser mais longo nesse ano e cortes mais distante em 2023. Por sua vez, crescimento global continua perdendo força.

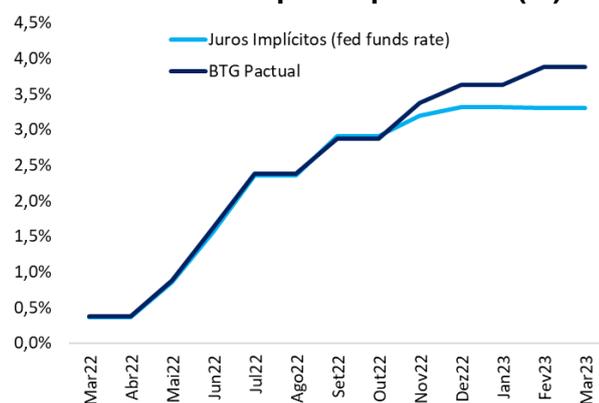
Mercado ainda busca antecipar qual será a intensidade da desaceleração global nos próximos meses. No curto prazo, China já fez seu fundo e pode suavizar o ciclo. Em termos de ativos, dólar seguirá forte no mundo e juros longos sofrem menos pressão.

Já o Brasil continua seguindo o apetite ao risco global, com o mercado doméstico em compasso de espera para eleição. Cenário ainda demanda preferência por qualidade.

Navegando a fase final do ciclo econômico global. O aperto das condições financeiras verificados desde o início do ano foi um dos *drivers* que impulsionaram a transição da fase de meio de ciclo econômico para o que consideramos agora o final do ciclo – que vem acompanhado de um crescimento global abaixo do potencial ou eventual contração. Apesar do PIB americano ter recuado por dois trimestres seguidos, o que acaba popularmente sendo configurado como uma recessão técnica, não consideramos o primeiro semestre como um semestre recessivo. Isso vai em linha com a avaliação de um mercado de trabalho extremamente apertado, um balanço das famílias saudáveis e um crescimento da demanda doméstica. Ainda assim, os dados recentes da economia americana, em especial o PMI abaixo de 50 pontos em julho – patamar de contração – bem como a desaceleração dos gastos com consumo em maio e junho, já mostram uma situação mais desafiadora para os próximos meses. Desta forma, entendemos que a volatilidade nos dados macro deve continuar mantendo a volatilidade elevado nos mercados. Após as últimas divulgações, revisamos nossa estimativa de PIB americano para 1,5% em 2022.

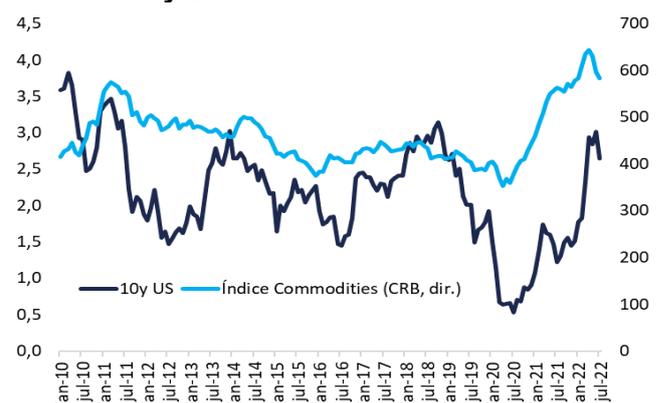
FED: Acabaram as decisões “fáceis”. Conforme ressaltamos em nosso [Pós-FOMC \(27/07\)](#), a significativa mudança na política monetária do Fed foi operada durante um regime de crescimento ainda forte, com consumo das famílias contribuindo positivamente – o que dava suporte para o FOMC aumentar o tom. Nesse semestre a situação mudou, com uma acomodação mais clara do consumo, menor expectativa produção do setor industrial e a precificação de recessão como dada para o próximo ano. Ainda assim, entendemos que o comitê não terá espaço para abaixar o tom *hawkish* e deve manter a preocupação prioritária com a estabilidade de preços, o que torna a comunicação e as decisões mais difíceis nas próximas reuniões.

Fed Funds Rate implícito para 2022 (%)



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Juro de 10y US e Commodities



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Não alteramos nosso cenário para Fed Funds Rate em 2022: intervalo entre 3,5% e 3,75%. À luz dos novos dados de inflação, do comportamento recente das commodities e da comunicação do FOMC, seguimos com nosso call de juros com a seguinte sequência: setembro (+50bps); novembro (+50bps); dezembro (+25bps), levando a taxa para o intervalo de 3,50% e 3,75% no final deste ano (3,625% de taxa média). Nossa estimativa segue acima do mercado justamente por estimarmos um ajuste mais intenso em novembro (02/nov). Até a próxima reunião de setembro, teremos diversos indicadores, à saber: PIB, 2x CPI, 2x PCE, 2x Payroll e indicadores de expectativa de inflação de médio e longo prazo.

China: economia fez o fundo no segundo trimestre, mas recuperação ainda vem acompanhada com riscos no setor imobiliário. Embora o problema de Covid continue vigente, o nível de novos casos continuam bem mais baixos do que o pico de março e abril e muito mais disseminados no país – o que limita os efeitos dos lockdowns para o consumo doméstico. Por sua vez, a preocupação com o mercado imobiliário continua no radar, sobretudo após problemas com pagamento de hipotecas por parte dos compradores, obrigando o governo a preparar recursos para os bancos emprestarem para construtoras com problemas de balanço como forma de financiar as operações e finalizar as obras. Entendemos que a economia chinesa fez seu fundo no segundo trimestre, com a contração de 2,6% do PIB, e que entra em uma trajetória mais sustentada de crescimento nesse semestre. Ainda assim, cabe notar que o governo chinês não está extremamente preocupado com a performance da economia no curto prazo, com o Premier Li Keqiang sinalizado que a meta de crescimento pode ser flexível e reiterou cautela sobre estímulos em excesso. Seguimos esperando recuperação da China nesse semestre, mas um crescimento abaixo de 3,5% neste ano, seguido de uma recuperação de 5,1% em 2023.

Situação da Europa continua desafiadora e continua suportando ambiente de Euro fraco no trimestre. O Banco Central Europeu surpreendeu nossas expectativas ao elevar a taxa de juros em 50 bps, reflexo da piora da composição da inflação desde sua última reunião. O comitê avaliou que o custo de surpreender o mercado era menor do que o custo de manter o *forward guidance* feito anteriormente e reforçado nas últimas semanas pelos seus membros (de uma alta de 25 bps). Mais do que isso, optou por desfazer o *guidance* que já tinha sido dado para a reunião de setembro, deixando o cenário aberto para a próxima elevação (25 bps, 50bps ou 75bps), com o Conselho reforçando mais uma vez ser dependente de dados. Lagarde sinalizou que a expectativa para a taxa terminal desse ciclo de alta de juros não foi alterada por conta desse *front-loading* de 50 bps. Com isso, ainda estimamos uma taxa terminal de 1,5%, acima dos 1,2% precificado pelo mercado. Tal situação continua sendo um vento contrário para o Euro e a favor do Dólar, que segue forte no mundo e suporta um cenário de patamar desvalorizado das moedas emergentes, caso do Real brasileiro.

Brasil: Incertezas seguem elevadas para o cenário de inflação. O IPCA-15 desacelerou de forma acentuada no curto prazo (0,13% m/m) principalmente pela deflação de combustíveis e energia elétrica decorrente dos cortes de ICMS previstos na LC194 e, em menor medida, pelo arrefecimento da inflação de bens industriais. Embora o número não tenha nos surpreendido, não tinha sido ainda incorporado nas nossas estimativas anuais e, nesse sentido, a atual projeção para o IPCA de 2022 foi revisada de 8,8% para 7,0% e a de 2023, mantida em 5,4% - já incorporando também o novo reajuste de gasolina feito pela Petrobras. Esperamos que a persistência da inflação de preços livres e a reversão do corte de tributos federais sobre combustíveis leve o IPCA de 2023 para acima do teto da meta de inflação pelo terceiro ano consecutivo. Ressaltamos que a dinâmica inflacionária corrente, forte recuperação do mercado de trabalho e a possibilidade de novos estímulos fiscais representam riscos altistas para o nosso cenário, o que continuará favorecendo marginalmente o carregamento de algumas estratégias nos próximos meses.

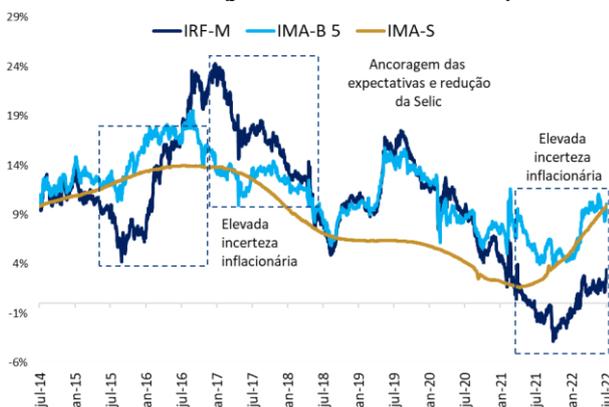
Preocupação com o novo regime fiscal a partir de 2023 é o principal desafio dos próximos meses e dá suporte para um câmbio mais depreciado. A discussão sobre o futuro da âncora fiscal brasileira – o teto dos gastos – ganhará intensidade até a eleição, sobretudo com propostas de flexibilização

marginal da regra. O próprio reajuste esperado (pelo IPCA) para principais despesas do Orçamento sujeitas ao teto consome quase a totalidade do espaço da atual regra para o próximo ano. Para 2023 reduzimos nossa projeção para o primário do setor público de 0,2% para -0,6% do PIB, refletindo os efeitos do PLP 18, bem como a expectativa de que o incremento do Auxílio Brasil se torne permanente. Essa mudança, em especial, tornará o cumprimento do teto em 2023 bastante desafiador – reforçando a percepção que algum grau de alteração da regra será necessário, independente do resultado do pleito eleitoral. Esse risco motivou uma abertura da curva de juros brasileira real, sensível ao risco fiscal, mesmo em um ambiente de fechamento da curva de juro americana.

Selic: menor espaço de manobra e de manutenção. Reforçamos em nosso último relatório que o cenário de mais altas de juros por parte do Banco Central ganhava peso de probabilidade, o que acabou se concretizando, em nossa avaliação. Nesse sentido, elevamos nossa taxa Selic esperada para 2023 para 11%, mas ainda reconhecemos que o risco segue significativamente altista. Precisamos de mais informações e diagnósticos por parte do COPOM em sua próxima reunião (03/ago) para a calibragem, mas por ora ajustamos nossa taxa esperada para 2022 de 13,75% para 14%, reconhecendo também o risco elevado de uma taxa terminal desse ciclo próximo de 14,25%. Dentre as razões, além das expectativas, vale notar a continuidade de surpresas positivas com o crescimento econômico e a continuidade de um mercado de trabalho resiliente.

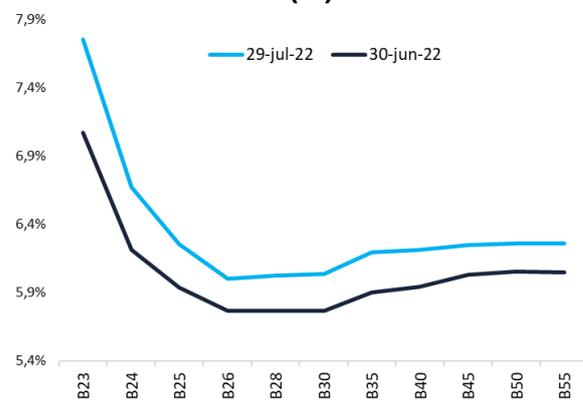
Em Renda Fixa, seguimos com uma *duration* geral mais curta por conta da maior presença de Pós-Fixados, mas ainda preferimos vértices intermediários em Inflação. Continuamos com o posicionamento em Inflação mais concentrada em posições intermediárias, entre 2024 e 2035 e a *duration* média de 5,5 anos. A posição é extremamente importante para a proteção das estratégias dado o ambiente de surpresas inflacionárias recentes, mas entendemos que o efeito carrego já não mostra a mesma eficiência quando comparado ao juro real, ajustado ao risco, ofertado pelos Pós-Fixados. Reforçamos que a curva tem pouca inclinação para aproveitar oportunidades em vencimentos muito mais longos e, como não temos expectativa de uma consolidação de tendência de fechamento de taxa nos próximos meses, seguimos preferindo as alocações no meio da curva (*belly*), com taxas igualmente atrativas e com uma volatilidade mais elevada do que tínhamos no início do ano, mas em nível adequada para o momento atual.

IMA-B 5 vs IRF-M (janela de 12 meses %)



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Curva de Juros Real (%)



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

O próximo movimento seria uma rotação para ativos Prefixados, mas dado o aumento da percepção de risco fiscal, preferimos manter a exposição tática nessa subclasse mais alinhada com as posições estruturais, reflexo da maior volatilidade que esperamos para o próximo mês no mercado de juros global, mas também dos riscos domésticos envolvendo a situação fiscal, o cenário de eleição e definição do ciclo de Selic. Conforme ressaltamos nos últimos meses, ainda estimamos um prêmio de risco elevado na curva de juros prefixada nos vértices entre 2024 e 2025 (**Ver Macro Box 6**).

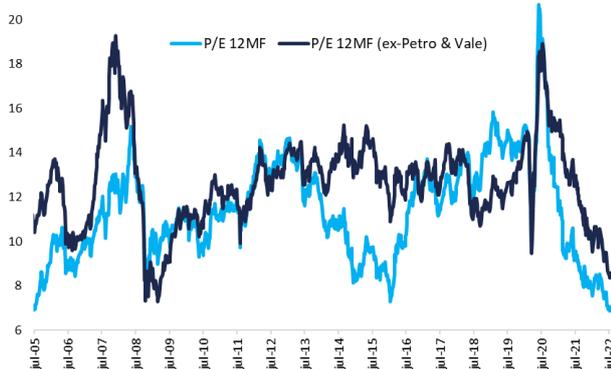
Em Renda Variável, apesar de leve apetite por ativos de maior duration, ainda seguimos cautelosos com aumento de posição. Dado o fechamento da curva de juros nos EUA, o mercado

mostrou momentaneamente maior apetite para ativos de risco, sobretudo aqueles de maior *duration* – caso das empresas de crescimento, especialmente tecnologia. Entendemos que a desaceleração global deve continuar sendo um vento contrário para o fluxo para a classe de ativo, limitando recuperações expressivas no curto prazo. Por sua vez, apesar de balanço de oferta e demanda ainda favorável para o preço das commodities, sobretudo por conta da reabertura de China, entendemos que há maior volatilidade à frente, equilibrando a relação de risco e retorno dado o nível de preço. Como ressaltamos no relatório anterior, “o *playbook de recessão sinaliza que em momentos como esse é recomendado evitar ativos cíclicos*”.

Estrangeiro não retira posições na bolsa brasileira. Nos últimos 2 meses o investidor estrangeiro alocou cerca de US\$ 200 milhões na B3, no mercado secundário, mesmo em uma situação de aversão ao risco e parte do período nos EUA e queda do preço das commodities. Naturalmente não se aproxima do fluxo verificado nos primeiros três meses do ano, mas reforça justamente que o investidor internacional não está zerando suas posições nas *large caps* brasileiras – sendo esse um dos motivos que reforçam nossa preferência por ativos de maior liquidez nesse momento.

Em linhas gerais, seguimos vendo um ambiente de *valuation* significativamente favorável para horizontes de investimento mais longos. O Preço/Lucro (P/L) da bolsa em 7,1x, sendo 8,6x na abertura ex-Petro e Vale e 9,5x ao considerar apenas setores domésticos, todos significativamente abaixo da média estrutural do nosso mercado. Além disso, o prêmio para manter ações, medido como o inverso do P/L menos as taxas de juros reais de 10 anos, está em 5,5%, um desvio padrão acima da média. Cabe notar que as próprias empresas seguem gerando muito caixa e com um baixo nível de alavancagem - atualmente 1,6x de relação Dívida Líquida/EBITDA vs 2,0x na média desde 2012 – revelando uma solidez financeira mesmo em um ambiente de maior adversidade do custo de capital e também possível desaceleração da economia. Por sua vez, cabe notar que as recompras de ações no Brasil continuam sendo um importante vetor de preço. Analisamos 161 programas anunciados por 78 empresas nos últimos 5 anos – 107 já foram concluídos e 54 ainda estão em aberto, sendo 33 apenas em 2022. Dessa forma, entendemos esse fluxo comprador como um vento favorável para o mercado.

Bovespa P/L 12 meses projetado



Fonte: BTG Pactual

Fluxo de Estrangeiros (US\$ milhões)



Fonte: B3 e BTG Pactual

Reforçamos a mensagem que adotamos nos últimos 4 meses: Para horizontes de investimentos de prazos como 1 ou 2 anos, a classe de Renda Variável segue extremamente descontada e atrativa. No curto prazo, os maiores retornos serão acompanhados de uma volatilidade maior, e motivam nosso posicionamento neutro. A seleção rigorosa de ativos e teses é o principal desafio do segundo semestre, com o mercado global mostrando menor apetite ao risco e com um evento eleitoral que pode vir acompanhado de volatilidade. Nesse sentido, ainda vemos uma composição de carteira com empresas de qualidade (maior estabilidade de lucros), já testadas em ambientes de incerteza no passado, mas principalmente por ativos com liquidez. Dado esses atributos, reforçamos a [Carteira de Ações 10SIM do BTG Pactual](#) como alternativa para alocação.

Macro Box 6 – O desafiador cenário para a Selic em 2023

Enquanto a preocupação com a elevação da taxa Selic para além de 14% resiste no curto prazo, nossa análise foca cada vez mais no cenário para 2023 justamente por ser o ano em que o COPOM tem avaliado as expectativas para conduzir sua política monetária. Nesse sentido, a despeito da revisão baixista para o IPCA de 2022, as expectativas continuam evoluindo para o próximo ano, com a mediana das expectativas do TOP 5 de Curto Prazo do FOCUS em 5,5% em 2023 e 4,0% para 2024 – ambas mais de 100 bps acima da meta estimada pelo CMN.

Atualmente estimamos uma taxa Selic em 11% no final do próximo ano, refletindo um ambiente de cortes de juros no segundo semestre. Por outro lado, entendemos que a probabilidade deste cenário tem se reduzindo nos últimos meses. As aparições recentes dos diretores do BC apontam uma menor preferência para uma elevação da taxa Selic para um patamar necessário para entregar a inflação na meta em 2023 (que poderia superar facilmente 15%), mas mostram um apetite maior para a taxa permanecer elevada por mais tempo no próximo ano. Essa seria a estratégia principal para garantir a convergência da inflação para a meta em 2024.

Assumindo que o processo de política monetária atual se aproximaria dos ciclos passados (2014-2016 e 2018-2018), em que a Selic ficou estável durante cerca de 15 meses após a decisão final, os cortes de juros só ocorreriam a partir do último trimestre de 2023 (novembro ou dezembro), dificultando um cenário de taxa abaixo de 12%. Naturalmente o processo será dependente da atualização das estimativas de inflação de 2024, que por ora continuam pressionadas, como temos um balanço de risco altista para 2023 e, portanto, seguimos com um grau adicional de cautela para o cenário de juros. Atualmente a curva de juros precifica uma taxa de 12,4% para o final do próximo ano, o que não parece uma estimativa que apresente muito prêmio de risco.

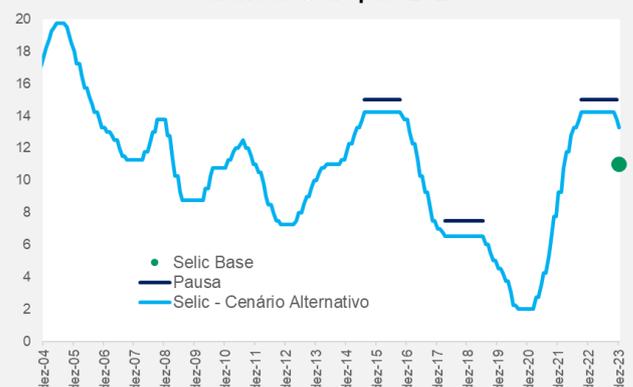
O que isso quer dizer para as alocações? O nível de incerteza elevado quanto ao cenário de Selic no final do próximo ano é um dos fatores que motiva uma exposição moderada na subclasse de Prefixados em Renda Fixa, que usualmente tem maior volatilidade quando comparado à Pós-fixado e Inflação para vencimentos próximos. A despeito dessa discussão para 2023, seguimos estimando um prêmio acima do padrão histórico para a Selic precificada para o final de 2024 e 2025 (atualmente entre 12,5%-12,9% na curva DI), o que suporta nossa alocação nesses vencimentos (mensurado pelo IR-FM 1+). Por outro lado, dado o nosso balanço de risco atual, que ainda é inclinado para uma revisão altista do nosso cenário de Selic em 11% para 2023, preferimos não aumentar a posição no momento e seguir capturando o momento de Renda Fixa em outras estratégias, em especial o carregado do Real via posições de maior liquidez.

Expectativa de Taxa Selic* em 2022 e 2024



Fonte: *Focus TOP 5 Curto Prazo e BTG Pactual

Cenário de Selic para 2023



Fonte: Banco Central e BTG Pactual

Análise Detalhada

Alocações detalhadas – Agosto 2022

Abaixo apresentamos a nossa visão de alocação não apenas pelas classes de ativos selecionadas, mas o detalhamento da nossa sugestão dentro de cada classe. A rentabilidade das estratégias será metrificada por cada índice de referência e os pesos de alocação sugeridos.

Composição Detalhada das Alocações Sugeridas

Classe de Ativo	Índice Referência	Conservador	Balanceado	Sofisticado
Renda Fixa		81.5%	60.5%	43.5%
Pós-fixado		74.5%	41.5%	29.5%
Liquidez	IMA-S	55.0%	17.0%	9.5%
CDB/LCI/LCA	107.4% CDI (*)	19.5%	20.5%	15.0%
Crédito Privado	IDA-DI	-	4.0%	5.0%
Inflação		7.0%	16.0%	10.0%
Inflação Curto	IMA-B 5	2.0%	5.0%	2.0%
Inflação Médio	IMA-B	5.0%	6.0%	5.0%
Inflação Longo	IMA-B 5+	-	-	-
Crédito Privado	IDA-IPCA	-	5.0%	3.0%
Prefixado		-	3.0%	4.0%
Pré Curto	IRF-M 1	-	-	-
Pré Médio	IRF-M	-	-	-
Pré Longo	IRF-M 1+	-	3.0%	4.0%
Retorno Absoluto	IHFA	7.5%	13.5%	17.5%
Renda Variável		6.0%	12.0%	18.0%
Ibovespa	IBOV	4.5%	12.0%	16.0%
Dividendos	IDIV	1.5%	-	-
Small Caps	SMLL	-	-	2.0%
Internacional		2.5%	6.0%	10.0%
EUA (em R\$)	IVVB11	2.5%	6.0%	10.0%
China (em R\$)	BCHI39	-	-	-
Europa (em R\$)	BIEU39	-	-	-
Alternativos*		2.5%	8.0%	11.0%
FII's	IFIX	2.5%	5.0%	6.5%
Ouro (em R\$)	BIAU39	-	-	-
Criptomoedas (em R\$)	HASH11	-	-	-
Exclusivos*	-	-	3.0%	4.5%
Asset Strategy		100.0%	100.0%	100.0%

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Nota (*): 107,4% do CDI é a média dos rendimentos dos 279 produtos pós-fixados listados na plataforma [BTG Pactual em 29/jul/2022](#)

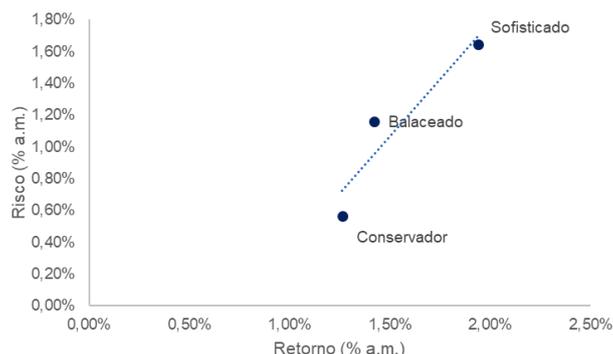
Exclusivos: COE, FIP-E, Venture Capital, Private Equity e etc.

Análise de Desempenho

Retorno por Contribuição

	Jul-22		
	Conservador	Balaceado	Sofisticado
Renda Fixa	0,79%	0,38%	0,29%
Pós-Fixado	0,83%	0,46%	0,33%
Inflação	-0,04%	-0,12%	-0,09%
Prefixado		0,04%	0,05%
Retorno Absoluto	0,01%	0,01%	0,02%
Renda Variável	0,24%	0,56%	0,86%
Internacional	0,20%	0,49%	0,82%
Alternativos	0,02%	-0,03%	-0,04%
Total	1,26%	1,42%	1,94%

Relação Risco vs Retorno



Acertos de alocação: A continuidade das posições em estratégias internacionais, mesmo em um ambiente desafiador, reforçou a necessidade da diversificação geográfica. O mesmo vale para a participação de ativos de maior risco doméstico, caso da Renda Variável.

Pontos de atenção: A performance foi afetada negativamente pela abertura da curva de juros, reflexo do risco fiscal. Ainda assim, entendemos como o nível de juros atual sendo um patamar importante para entrada e composição das estratégias, mas reforça como é necessária uma gestão maior de risco.

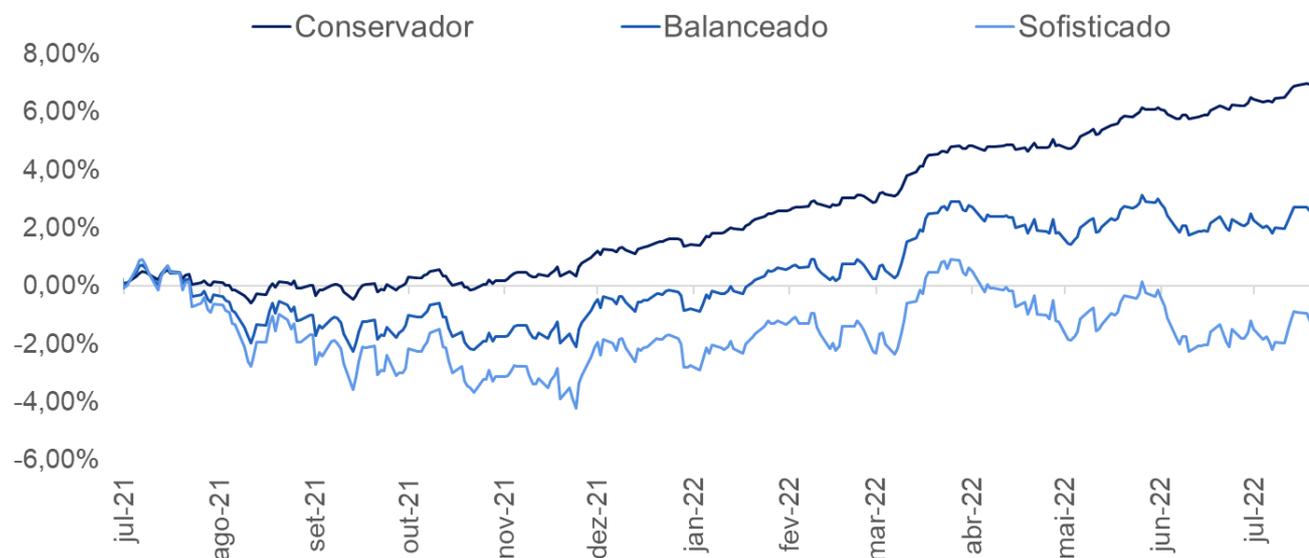
Performance (%)

Conservador	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Início
2021	-	-	-	-	-	-	0,07%	-0,02%	-0,12%	0,01%	0,55%	1,20%	1,69%	1,69%
2022	0,75%	0,64%	1,57%	0,14%	1,12%	0,07%	1,26%	-	-	-	-	-	5,67%	7,47%

Balaceado	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Início
2021	-	-	-	-	-	-	-0,37%	-0,50%	-0,85%	-0,49%	0,32%	1,73%	-0,19%	-0,19%
2022	0,52%	0,40%	1,88%	-0,71%	0,82%	-0,96%	1,42%	-	-	-	-	-	3,39%	3,20%

Sofisticado	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Início
2021	-	-	-	-	-	-	-0,69%	-0,79%	-1,43%	-0,78%	-0,18%	2,18%	-1,74%	-1,74%
2022	0,33%	0,00%	2,02%	-1,58%	0,54%	-1,87%	1,94%	-	-	-	-	-	1,31%	-0,45%

Retorno Acumulado (%)*



(*) Retorno acumulado pode sofrer alteração marginal por utilizar o IHFA, Índice de Hedge Funds ANBIMA, em seu cálculo, que depende da atualização das cotas dos fundos. Nesse sentido, pelo fato de o Asset Strategy ser divulgado no início de cada mês, é possível que as últimas cotas sejam atualizadas, portanto, alterando sutilmente o histórico de performance de fechamento.

Suitability – Alinhando o Perfil de Risco

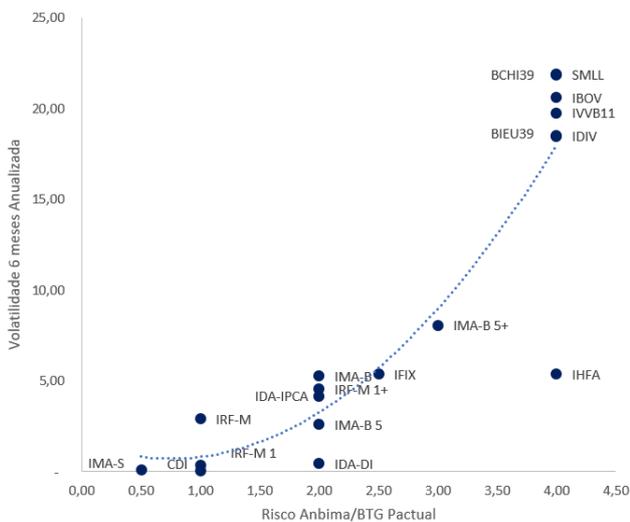
O *Asset Strategy* é um *report* de investimento mensal que busca endereçar a estratégia de 3 perfis de investidores: conservador, balanceado e sofisticado. Cada perfil lida com uma volatilidade implícita e, portanto, um risco diferente.

Nesse sentido, é importante ressaltar que as nossas alocações estão em linhas com as “*REGRAS E PROCEDIMENTOS ANBIMA DE SUITABILITY Nº 01*”¹, documento divulgado pela associação em 2019 e vigente até hoje. Além disso, elas passam também pela validação da equipe de Compliance do BTG Pactual, que utiliza de tais notas para a validação do *suitability* das estratégias sugeridas pelo grupo.

O normativo estabelece regras e parâmetros que devem ser seguidos pelas Instituições Participantes no que se refere ao *Suitability* de seus clientes. Esse processo é feito conforme pontuação de risco para cada tipo de ativo disponível para o investidor, navegando de uma pontuação que vai de 0,5 ponto (o menos arriscado, como o caso das LFTs) até 5 pontos (mais carriscado, como os FIPs).

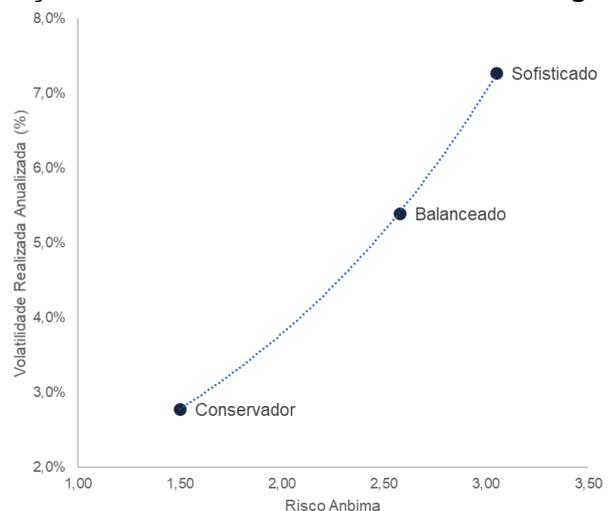
Abaixo colocamos a relação entre a nota para cada índice de referência utilizado em nossa estratégia e também a sua volatilidade realizada nos últimos 6 meses. Fica claro que a nota de risco guarda relação próxima com a volatilidade do ativo ou da classe.

Relação Volatilidade e Nota de Risco – Classe



Fonte: Anbima, Bloomberg e BTG Pactual

Relação Volatilidade e Nota de Risco – Estratégia



Fonte: Anbima, Bloomberg e BTG Pactual

É importante ressaltar que o *Asset Strategy* busca alinhar a nota de risco da estratégia para cada perfil, mesmo considerando ativos mais arriscados para perfis mais conservadores. A gestão de risco é feita baseado na análise *top-down* macro, além da avaliação quantitativa das sugestões de alocação, mas pensando como um portfólio e estratégia.

Nesse sentido, não há conflito em alocação de um ativo de risco moderado para um perfil conservador (apenas um exemplo), desde que respeitando as demais alocações para não fugir do *suitability*. Dessa forma, a relação entre o risco pelas notas de anbima e a volatilidade esperada para cada uma das nossas estratégias de alocação seguem a relação linear esperada.

¹https://www.anbima.com.br/data/files/92/76/52/EC/B349E61055FEC5E6192BA2A8/Regras_e_Procedimentos_do_Codigo_de_Distribuicao_11.11.19.pdf

Glossário

Índices de Referência (*Benchmark*)

Renda Fixa

CDI: é o principal *benchmark* para o mercado de renda fixa em pós-fixados. O Certificado de Depósito Interbancário é um título financeiro das operações entre bancos, sendo utilizado no cálculo da taxa DI que, por sua vez, é utilizada como referência para o cálculo da rentabilidade de diversos títulos. É calculado pela B3.

IRF-M: é o principal *benchmark* para o mercado de renda fixa em prefixados. Sua evolução representa a rentabilidade de uma carteira de títulos públicos prefixados, que são as LTNs (Letras do Tesouro Financeiro) e as NTN-Fs (Notas do Tesouro Nacional série F). É calculado pela ANBIMA.

- IRF-M 1: *benchmark* prefixado de *curto prazo*, pois a carteira possui *vencimentos inferiores a 1 ano*.
- IRF-M 1+: *benchmark* prefixado de *longo prazo*, pois a carteira possui *vencimentos superiores a 1 ano*.

IMA-B: é o principal *benchmark* para o mercado de renda fixa em inflação. Sua evolução representa a rentabilidade de uma carteira de títulos públicos Tesouro IPCA+ (ou NTN-B), que são indexados por uma taxa de juro real mais a inflação medida pelo IPCA. É calculado pela ANBIMA.

- IMA-B 5: *benchmark* de inflação de *curto prazo*, pois a carteira possui *vencimentos inferiores a 5 anos*.
- IMA-B 5+: *benchmark* de inflação de *curto prazo*, pois a carteira possui *vencimentos inferiores a 5 anos*.

IDA-GERAL: é o principal *benchmark* para o mercado de crédito privado, mais especificamente debêntures. O índice reflete a totalidade das debêntures precificadas. É calculado pela ANBIMA.

- IDA-DI: *benchmark* de debêntures pós-fixadas, pois a carteira reflete os créditos indexados ao CDI.
- IDA-IPCA: *benchmark* de debêntures de inflação, pois a carteira reflete os créditos indexados ao IPCA.

Renda Variável

IBOV: é o principal *benchmark* da bolsa de valores do Brasil. O Índice Ibovespa reflete o desempenho uma carteira com mais de 90 ações, com rebalanceamento é feito a cada 4 meses (janeiro, maio e setembro).

IDIV: é um indicador utilizado pela Bolsa de Valores do Brasil para apresentar aos investidores qual é o rendimento médio das empresas de capital aberto que melhor pagam dividendos aos seus acionistas. A carteira possui 50 ações.

SMLL: é um indicador responsável por representar uma carteira teórica de ações de empresas que operam na Bolsa de Valores com menor capitalização. A carteira possui 120 ações.

IVVB11: é um ETF listado na Bovespa que permite acesso às 500 principais ações americanas.

BCHI39: é um BDR de um ETF que acompanha o índice MSCI China, composto por empresas chinesas de grande e médio porte, listadas em todos os mercados.

BIEU39: é um BDR de um ETF que replica a carteira teórica do MSCI Europe, índice que engloba empresas de média e alta capitalização de mercado acionário europeu.

IHFA: é um índice que reúne os principais *hedge funds* do mercado brasileiro.

IFIX: é um índice que representa uma carteira teórica de fundos de investimento imobiliários, sendo o principal *benchmark* para fundos imobiliários.

Termos Técnicos

Política Monetária

Hawkish: Tom de política monetário mais duro, usualmente relacionado ao aperto das condições monetárias, redução dos estímulos monetários.

Dovish: Tom de política monetária mais expansionista, usualmente relacionado a uma expansão das condições monetárias, aumento dos estímulos monetários.

Juro Nominal: é a rentabilidade de um ativo em determinado período, sem ajustes.

Juro Real: é a diferença entre o rendimento das aplicações financeiras e a inflação.

- Juros Real ex-post: é a diferença entre a taxa de juro nominal corrente menos a inflação corrente.
- Juro Real ex-ante: é a diferença em relação a inflação esperada.

Tapering: Movimento de redução da política de Quantitative Easing, ou seja, redução da compra de ativos pelo banco central.

Reflação/reflation: Reflação é um período no qual a inflação e a atividade econômica estão em aceleração, após um período de deflação e depressão econômica. Este período tende a beneficiar empresas de setores de setores cíclicos, como energia, commodities, financeiras, entre outras.

Inflação Implícita: é a diferença entre as taxas de juros de títulos públicos prefixados (juros nominais) e títulos públicos indexados pelo IPCA (juros reais). A inflação implícita mede a inflação média projetada pelo mercado para um determinado prazo.

Mercado

CDS: abreviação de Credit Default Swap, é um derivativo negociado no mercado financeiro que mensura o risco de inadimplência (default) das operações de crédito. Portanto, o CDS Brazil 10y mede o risco dos títulos do governo de 10 anos não cumprirem suas obrigações e, por isso, é utilizado para mensurar o nível de risco-país.

Curva Prefixada DI Futuro: referência para mostrar a expectativa do mercado em relação aos próximos movimentos do Banco Central e ao futuro das taxas SELIC e CDI. Vencimentos de curto prazo normalmente afetados pelos movimentos do Banco Central e os vencimentos de longo prazo normalmente afetados pelo risco país.

- Back-end: Vencimentos mais longos da curva de juros.
- Belly: Vencimentos intermediários da curva de juros.
- Front-end: Vencimentos curtos da curva de juros.

Valuation: método de estudo onde analistas buscam encontrar o valor adequado para algum ativo

- Preço-lucro: Preço sobre Lucro é um indicador que relaciona o valor de mercado de uma ação com o lucro apresentado ou projetado pela empresa em questão, indicando ao investidor quão disposto o mercado está a pagar pelos resultados da companhia.
- Dividend-yield: um indicador utilizado para relacionar os proventos pagos por uma companhia e o preço atual de suas ações, explicitando o retorno obtido através dos proventos de um investimento.
- Value: Empresas que estão descontadas, preços das ações abaixo do seu valor intrínseco.
- Growth: Empresas com grande potencial de crescimento, normalmente com preço das ações mais elevadas

Fundos tijolo: O fundo imobiliário de tijolo é uma categoria formada exclusivamente por imóveis físicos.

Fundos papel: O fundo imobiliário de papel de papel aloca seu patrimônio em recebíveis imobiliários, principalmente em Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI).



Macro & Estratégia - BTG Pactual

Álvaro Frasson
alvaro.frasson@btgpactual.com

Arthur Mota
arthur.mota@btgpactual.com

Leonardo Paiva
leonardo.paiva@btgpactual.com

Luiza Paparounis
luiza.paparounis@btgpactual.com

Disclaimer

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual e os seus clientes. O BTG Pactual ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx