



Asset Strategy

1 de setembro 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	

O rally mais incerto do mercado

Em uma economia global que flerta com a desaceleração e a recessão, acompanhada de um Fed com posicionamento mais *hawkish* dos últimos 15 anos, o mercado permaneceu quase 2 meses, até meados de agosto, em um forte *rally*. O posicionamento mais leve em ativos de risco por parte dos *hedge funds* no mundo, uma temporada de resultados melhor do que o esperado e um balanço de risco menos desequilibrado no mercado de juros como no início do ano, abriu espaço para a recomposição do apetite à risco até que encontrasse a próxima resistência, a próxima narrativa. Durante esse *rally* foi usual vermos uma grande insegurança quanto à sua longevidade, o que também abriu espaço para a busca de proteção e ativos seguros, dentre eles, o dólar. Iniciamos um *call* de dólar forte no mundo desde agosto do ano passado e, um ano depois, ainda enxergamos pouco espaço para um desarme completo dessa tendência.

Como sempre no mercado, o objetivo é olhar para os riscos e as oportunidades futuras. Alguns vetores que suportaram tal *rally* já se esvaziaram (fatores técnicos, como fluxo) e agora os membros do Fed resolveram vocalizar que se mostraram desconfortável com o recente afrouxamento das condições financeiras. Não podemos afirmar qual será o novo direcional, mas certamente virá acompanhado de mais volatilidade e, portanto, as posições de maior risco terão uma piora da relação de risco x retorno no curtíssimo prazo.

Nosso objetivo é suavizar os ciclos de alta frequência em nossas posições, por isso não aumentamos muito o risco das estratégias nos últimos 2 meses, quando o cenário ficou melhor, nem iremos reduzir o risco agora, quando o ambiente fica mais incerto. Seguimos com as nossas estratégias de forma neutra, alinhada à posição estrutural, com preferência pela liquidez, o que se torna ainda mais essencial em Renda Variável e Alternativos – além da sempre necessária qualidade.

Do lado macro, a retomada da China continua sendo bem mais lenta do que o esperado e não tem sido um vetor positivo para os demais mercados emergentes. Vemos pouca capacidade de surpresas muito positivas ao longo de setembro. Por sua vez, economia europeia tem mostrado deterioração mais intensa das expectativas e sentimentos, reduzindo suporte para o Euro. Já nos EUA, mercado de trabalho extremamente aquecido e pressão de salários continua sendo o maior desafio do Fed nos próximos meses.

No Brasil, o ciclo de alta da Selic parece ter chegado ao seu fim, o que reduz parte da pressão na curva prefixada e abre espaço para ativos sensíveis aos juros performarem. Por outro lado, os próximos 2 meses serão marcados pela discussão eleitoral e, em especial, as principais pautas econômicas – o que coloca pressão na curva de juros. A curva brasileira já fechou mais de 100 bps nas últimas semanas, piorando a assimetria para movimentos futuros e, por conta disto, seguimos concentrados em pós-fixados dado o elevado nível do carregamento do Real. Dado a maior volatilidade esperada, seguimos também com foco em vencimentos intermediários no caso de Inflação. Apesar do *rally*, a bolsa doméstica segue extremamente atrativa em termos históricos, em especial os ativos ligados à economia doméstica. Dessa forma, preferimos mudar o mix setorial dentro das estratégias de RV do que necessariamente aumentar a posição da classe de ativos como um todo.

No caso das alocações globais, seguimos preferindo EUA.

Macro View

Fed ainda tem espaço para surpreender nos próximos meses

Região	Fator	Setembro 2022
Global	Atividade	Retomada de China continua frustrando e crise energética da Europa está se agravando cada vez mais. Nos EUA, economia dá claros sinais de desaceleração, mas mercado de trabalho ainda segue resiliente. Crescimento é abaixo do potencial nos próximos meses.
	Inflação	Apesar da inflação agregada ter feito seu pico nos EUA, descompressão do atual processo inflacionário será longo. Composições menos voláteis de inflação ainda preocupam membros do Fed e expectativas longas seguem acima da meta de inflação.
	Juros	Após falas dos membros do Fed, mercado retomada o processo de convergência para mais próximo do nosso <i>call</i> , no qual vemos uma taxa de juros americana em pelo menos 4%. Por sua vez, piora da crise de energia na Europa deixa balanço de risco altista para juros.
	Commodities	Situação de oferta não melhorou e, no caso do petróleo, um possível acordo nuclear com Irã e aumento da oferta podem ser contrabalanceados por ameaças de corte de produção dos árabes. No caso do minério de ferro, situação da China não dá suporte para recuperação de preço.
Brasil	Atividade	A confiança dos agentes (consumidor e empresário) continua resiliente nesse terceiro trimestre, sugerindo a continuidade de um crescimento que será impulsionado por nova rodada de auxílios. Mercado de trabalho continua surpreendendo positivamente.
	Inflação	Apesar de revisamos para baixo a inflação de 2022, reflexo de novos cortes nos preços de gasolina, ainda vemos um processo inflacionário preocupante em 2023. As surpresas positivas com o crescimento econômico também suportam a inércia da inflação.
	Juros	Ciclo de alta da Selic chegou ao fim, com o COPOM preferindo uma estratégia de deixar o juro elevado por mais tempo do que necessariamente continuar subindo. Para o próximo ano, seguimos com Selic de 11%, mas risco ainda é altista.
	Câmbio	A moeda brasileira aproveitou um ambiente de apetite ao risco para ganhar força, mas os vetores futuros são de maior volatilidade (global e eleições), com a atual depreciação estando em linha com pares emergentes e exportadores de commodities.

Projeções Econômicas – BTG Pactual

		2021	2022e (ant.)	2022e (atual)	Δ (p.p.)	2023e (ant.)	2023e (atual)	Δ (p.p.)
PIB	(% a.a.)	4.60	1.90	2.10	▲ 0.20	0.30	0.30	-
SELIC	(% a.a.)	9.25	14.00	13.75	▼ -0.25	11.00	11.00	-
IPCA	(% a.a.)	10.06	7.00	6.50	▼ -0.50	5.40	5.40	-
IGP-M	(% a.a.)	17.78	12.20	10.70	▼ -1.50	3.40	3.30	▼ -0.10
Taxa de Câmbio	(R\$/US\$)	5.57	4.80	5.20	▲ 0.40	5.00	4.90	▼ -0.10
Result. Primário	(% PIB)	0.75	0.60	0.97	▲ 0.37	-0.56	-0.49	▲ 0.07
Dívida Bruta	(% PIB)	80.30	78.10	77.20	▼ -0.90	82.00	80.00	▼ -2.00

Strategy View

Após rally, hora de encarar um período de maior volatilidade

Asset Strategy – Setembro 2022			
Classe de ativo	View	View* (1-5)	Onde achar no BTG?
RF Pós-fixado	Continuamos enxergando a subclasse como essencial para um ambiente de maior volatilidade. O juro real dos próximos 12 meses, dado a acomodação esperada da inflação mensal, segue como maior atrativo. Além disso, liquidez da classe facilita rotação caso o mercado abra espaço para maior apetite ao risco.	3	
RF Inflação	Nosso posicionamento em Inflação ainda foca a parte intermediária da curva brasileira, em especial os vencimentos de 2028 e 2035. O carregamento está menos atrativo que meses anteriores, mas o ponto de entrada e o balanço de risco seguem atrativos.	3	Macro & Estratégia Renda Fixa
RF Prefixado	Nossa posição em Prefixados ainda foca em vencimentos entre 2024 e 2025 – onde enxergamos maior prêmio. Posições mais curtas, como 2023, detém pouco prêmio, dado nossa expectativa de Selic em 11% e o mercado precificando algo próximo de 11,6%	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	O fim do ciclo de Selic e o valuation atrativo continua favorecendo a subclasse, sobretudo com fluxo estrangeiro. Seguimos preferindo alocações com liquidez e com qualidade, além de uma melhora do balanço de risco para ativos ligados à economia doméstica.	3	10SIM , Small Caps , Dividendos , ESG
Internacional	Após rally entre julho e agosto, mercado acionário global tem menos triggers positivos no curto prazo, sobretudo com riscos de surpresas da política monetária. Ainda preferimos ativos americanos, em especial os mais defensivos e de qualidade.	3	Carteira de BDRs
Alternativo	Fundos Imobiliários continuam oferecendo a melhor relação de risco e retorno dessa classe, mas as operações estruturadas também oferecem uma capacidade de diversificação de temas, com proteção, atrativas para o momento atual.	3	Carteira de Fundos Imobiliários , FIPS e COEs

Indicadores de Mercado

		Pós-Fixado CDI (a.a.)	Prefixado IRF-M	Inflação IMA-B	Ibovespa IBOV	S&P 500 SPX	Taxa de Câmbio Dólar	FI Imobiliário IFIX	Multimercados IHFA
Cotação	31-ago-22	13.65	14,928	8,393	109,523	3,955	R\$ 5.18	2,976	4,502
Agosto	(%)	1.17%	2.05%	1.10%	6.16%	-4.24%	0.20%	5.76%	2.14%
2022	(%)	7.7%	5.5%	4.6%	4.5%	-17.0%	7.6%	6.1%	11.4%
12 meses	(%)	10.2%	6.2%	5.5%	-7.8%	-12.6%	0.6%	8.2%	11.6%
24 meses	(%)	13.2%	4.8%	9.0%	10.2%	13.0%	-5.7%	7.0%	17.7%

*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 setembro, continuamos com a participação de Pós-fixado (74,5%), reflexo da vantagem da estratégia para um perfil que usualmente convive com menos volatilidade e tem se mostrado vencedor nos últimos meses. Por sua vez, a posição em Inflação (7,5%) segue neutra, com as alocações focadas em vértices intermediários. Continuamos sem influências de Prefixados para esse perfil.

Nossa exposição Internacional (2,5%) continua mais controlada e sem alteração, com cenário ainda desafiador de mudança de juros global. Apesar do posicionamento modesto em Renda variável (6,0%), sobretudo por conta da volatilidade elevada, seguimos com viés positivo para o mês.

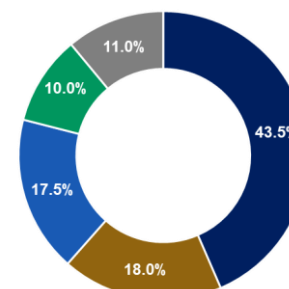
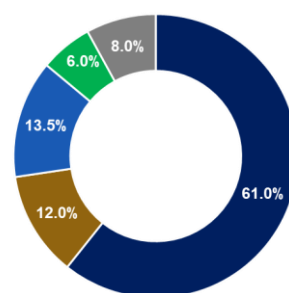
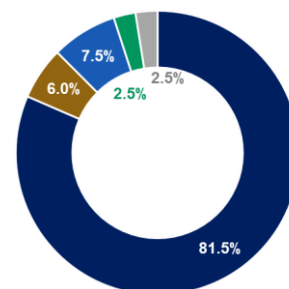
Balancedo

Neste mês, seguimos com posicionamento neutro de Renda variável (12,0%) – que continua buscando retorno nas *large caps* e ativos de qualidade. Dado os riscos globais, principalmente em Europa, nossa alocação em Internacional (6,0%) continua focada em EUA, dado que Brasil já é mais exposto a China. Em Renda Fixa, a posição em Inflação (16%), seguimos focado nos vencimentos intermediários, reflexo do elevado carregado da taxa real, mesmo com a inflação negativa no curto prazo, além do foco Pós-Fixado (41,5%), que segue estruturalmente com maior peso. Seguimos modestos na exposição em Prefixado (3%), além de conservadora posição em Alternativos (5,0%), focados em FIIs. Já Retorno Absoluto (13,5%) segue como estratégia importante para descorrelação e maior eficiência dada gestão ativa.

Sofisticado

Em setembro, 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 elevado retorno ajustado ao risco, seguimos com posição dominante de Pós-Fixados (29,5%). Já no caso de Prefixados (4%), após fechamento recente da taxa, seguimos esperando um momento melhor para aumentar alocação, com o foco atual em *duration* média de 2,5 anos.

Optamos por continuar neutros em Renda Variável (18,0%), mas ainda com expectativas positivas em setembro por conta dos *valuation* atrativos e uma menor pressão na curva de juros, dado o nível já elevado de prêmio, mesmo com eleição. Na alocação Internacional (10%), seguimos focados em EUA. Continuamos bem posicionados em Retorno Absoluto (17,5%), com os fundos capturando os movimentos das moedas e de curva de juros globais. Por fim, também continuamos com a exposição modesta em Alternativos (6,5%), reflexo da importante contribuição de FIIs, que voltou a performar após a sinalização de fim de ciclo de alta da Selic. Naturalmente, ainda reconhecemos que os próximos dois meses devem ser voláteis para todas as classes.



Alterações do Mês

	Conservador				Balancedo				Sofisticado			
	Estrutural	Agosto	Tático >>	Setembro	Estrutural	Agosto	Tático >>	Setembro	Estrutural	Agosto	Tático >>	Setembro
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

Fed recupera tom *hawkish* e volta apertar condições financeiras. Já no Brasil, foco é possível fim do ciclo de alta da Selic e eleições.

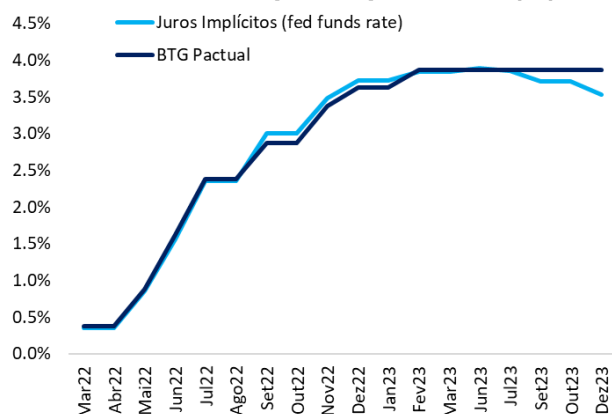
Após forte *rally*, mercado volta a dar mais peso para os riscos no curto prazo, como desaceleração global e Fed *hawkish*. China continua frustrando em sua recuperação e dólar continuará forte neste final de trimestre, dado a crise na Europa.

Já no Brasil, ciclo de alta da Selic parece ter se consolidado e mercado discute início de cortes em 2023. Foco agora deve ficar por conta da corrida eleitoral.

Fed: O desafio de apertar as condições financeiras mesmo reduzindo o ritmo de juro. No último Asset Strategy reforçamos que “acabaram as decisões fáceis” por parte do Fed, dado a incerteza quanto ao cenário de inflação e, principalmente, de crescimento. O principal evento do mês era a aparição de Powell no simpósio de Jackson Hole, sobretudo após as novas divulgações dos indicadores de atividade e também de inflação. Todos os membros do FOMC que falaram nos últimos dias mostraram um tom *hawkish*, suportando a continuidade do aperto monetário, do aperto das condições financeiras e também de uma taxa elevada por mais tempo do que o mercado tem acreditado hoje. Powell não foi diferente.

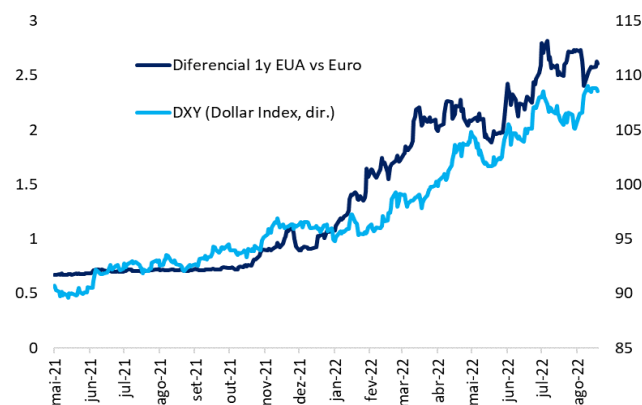
O chairman do Fed reforçou a preocupação em relação ao cenário de inflação. Ainda que tenha reconhecido a surpresa baixista de inflação em julho, relativizou seu significado por tratar de apenas uma primeira leitura nesse direcional. Mostrou grande cautela pelo relaxamento “premature” das condições financeiras (que tinha suportado o recente apetite ao risco) e que a política deve ficar restritiva por “algum tempo”, numa sinalização de desconforto com os cortes antecipados precificados na curva em 2023. Nesse mesmo sentido, mostrou grande preocupação com a desancoragem de inflação, usando a década de 70-80 como exemplo de “forte alerta” contra um “relaxamento prematuro” da política monetária. Sobre setembro, assim como todos os membros, reforçou o posicionamento dependente dos dados (em nossa avaliação, ISM, Payroll e CPI) para a decisão de 50 bps ou 75 bps, dando mais importância para o ciclo como um todo, não uma reunião em específico.

Fed Funds Rate implícito para 2022 (%)



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Dólar Global (DXY) e diferencial de juros



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

O mix de inflação abaixo do esperado e tom elevado do chairman do Fed reforça a manutenção do nosso cenário de uma taxa de 3,625% no final do ano (intervalo entre 3,50% e 3,75%), encerrando o

ciclo em fevereiro um juro em pelo menos 4,00%. O desafio do comitê é conseguir reduzir o ritmo de alta de juros sem necessariamente parecer dovish, ainda gerando aperto das condições financeiras – o que deve provocar maior volatilidade no mercado. Há espaço adicional para abertura da curva americana, mas em intensidade branda, dado a precificação de 3,5% de *fed funds rate* em 2023.

China: mais espaço para frustrações. O impacto das políticas de Covid Zero e a desaceleração do mercado imobiliário ficaram mais evidentes com a divulgação dos novos dados de atividade econômica do mês de julho, com forte frustração da produção industrial (3,8% a/a vs 4,6% esperado) e do varejo (2,7% a/a vs 5% esperado). Como consequência de uma economia chinesa mais fraca nesse terceiro trimestre, o PBOC optou por reduzir a taxas de juro de 1 e 5 anos (Prime Rate e MLF). As políticas fiscal e monetária estão dando suporte para a economia, num direcional claramente estimulativo, mas o nível de incerteza tem limitado a demanda por crédito e o efeito completo de tais políticas.

No curto prazo, não há sinais de recuperação mais célere, o que deixa nossa estimativa de crescimento de 3,0% com viés baixista. O governo esboçou um pacote de políticas que incluem 500 bilhões de yuans em bonds especiais (cotas não utilizadas) focados em infraestrutura para os governos locais. Apesar da continuidade do movimento pró-estímulo, o setor imobiliário ainda não está sendo contemplado, deixando um nível de incerteza ainda elevado dado a deterioração da confiança dos agentes (empresas e consumidores), que tem sido intensificado pelo aumento do número de casos de Covid e, mais recentemente, pelo corte de fornecimento de energia por conta da seca do rio Yangtzé. Dessa forma, seguimos vendo um terceiro trimestre desafiador, com crescimento esperado abaixo das nossas estimativas iniciais, motivando uma redução do crescimento do PIB anual para 3%.

Europa: escassez de boas notícias. O mês de agosto consolidou ainda mais a percepção negativa em relação ao crescimento da economia europeia, com piora da crise energética após mais uma interrupção programada de gás vindo da Rússia e também uma seca histórica em um dos principais rios (Reno), afetando o transporte de mercadorias e energia. Nesse sentido, a nova rodada de deterioração do cenário inflacionário tem motivado uma reprecificação do que será a política monetária nos próximos meses, com o mercado já enxergando uma taxa terminal mais próxima de 2,1%, com diversos membros do ECB dando suporte para acelerar o aperto monetário. Mesmo com uma taxa de juro mais elevada, a preocupação com o crescimento continua gerando um menor apetite ao risco e suporta um cenário de Euro fraco nos próximos meses. Seguimos estimando uma recessão no bloco europeu neste segundo semestre e uma inflação ainda acelerando.

Brasil: Reduzindo inflação de 2022, mas sem perder o olho em 2023. Em nosso último relatório reduzimos o IPCA de 2022 devido à queda nos preços do petróleo e consequentes cortes nos preços de gasolina praticados pela Petrobras. Agora, voltamos a revisar para 6,5%, com a inclusão de um corte adicional de gasolina, além da redução em nossas projeções de curto prazo para alimentação no domicílio e revisão em nossa premissa para educação. Dessa forma, a revisão foi puxada em grande medida por segmentos voláteis – o que não ajuda o cenário para o próximo ano. Para 2023, nossa estimativa segue em 5,4%, mas com uma mudança de composição: reduzimos nossas projeções para bens industriais (3,0%) e alimentos (4,5%), mas elevamos nossa projeção para a inflação de serviços de 4,6% para 5,3%. Seguimos destacando que o nível de incerteza segue elevado para o cenário de inflação, com riscos altistas resultando de incerteza política/fiscal, riscos baixistas relacionados à desaceleração da economia global e preços de *commodities* e incertezas quanto à implementação, perenidade e repasse de cortes tributários em 2022 e 2023. A incerteza em torno do cenário do câmbio continua sendo o principal risco de curto prazo.

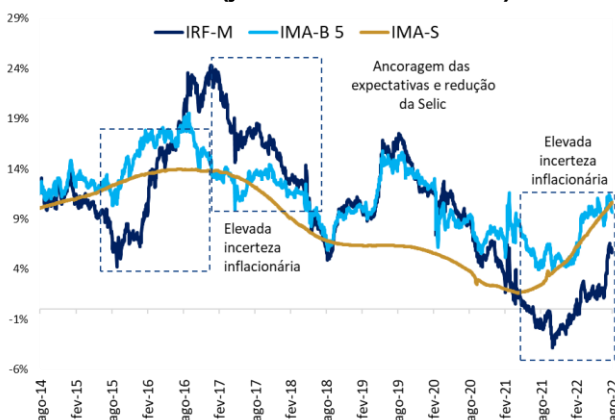
Entrando no período mais volátil para o Real. Os próximos 2 meses marcam o período de maior quantidade de informações relevantes para a definição da futura tendência da taxa de câmbio, tanto por fatores externos quanto internos. Os próximos passos da política monetária global devem guiar a força do Dólar ante as principais moedas, sobretudo emergentes e ainda vemos um posicionamento que favorecerá a moeda americana por conta do amplo diferencial de juros quando comparado aos

demais pares desenvolvidos e também o fator *hedge* da moeda no mundo. Por sua vez, no âmbito doméstico, a corrida eleitoral pode motivar uma volatilidade elevada até a sua definição, reflexo de um prêmio de risco pela incerteza. Esperamos uma taxa de R\$/US\$ 5,20 no final deste ano.

Selic: o desejo é de encerrar o ciclo. Apesar de ter sinalizado que já poderia implementar um ajuste de menor magnitude, o COPOM confirmou as expectativas e elevou a taxa de juros Selic em 50 bps para 13,75% em sua reunião de agosto. O tom da comunicação de agosto soou “*dovish*” dado a nossa expectativa anterior de pelo menos mais um aumento de 25 bps na próxima reunião. Em particular, o comitê afirmou que vai avaliar “*a necessidade de um ajuste residual, de menor magnitude*” em sua próxima reunião. Em outras palavras, o comunicado indica que o COPOM vislumbra a opção de encerrar o ciclo, com baixa probabilidade – ainda que não zero - de entregar apenas uma última elevação em setembro. Atualmente entendemos que o ciclo de alta de juros terminou nesta última reunião e que a estratégia atual é permanecer com a Selic em patamar elevado por mais tempo. Entendemos que o cenário de cortes, se existir espaço, deve ocorrer apenas no segundo semestre, enquanto a Curva DI já trabalha com reduções no segundo trimestre.

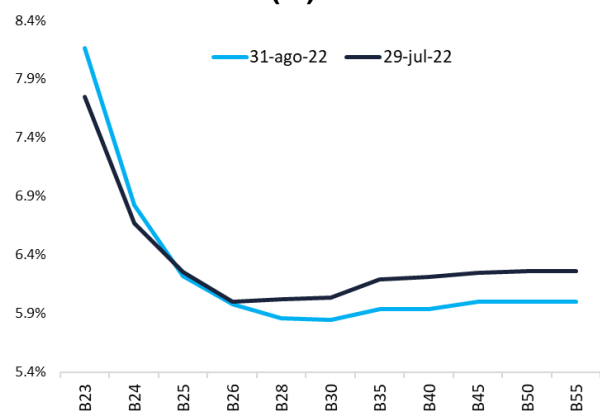
Em Renda Fixa, seguimos confortáveis com as alocações em vértices intermediários na curva de juro real, além de elevada participação no carregamento dos pós-fixados. A exposição em RF como um todo segue com elevado carregamento dado a maior participação de pós-fixados, subclasse que tem oferecido a melhor relação de retorno esperado e volatilidade – sobretudo por conta do nosso cenário de Selic elevada por mais tempo do que o mercado considera hoje. Mais do que isso, pela sua liquidez, também é o posicionamento ideal caso seja necessário um ajuste das posições para ativos de maior risco nos próximos meses, facilitando a transição das estratégias. Por sua vez, continuamos com o posicionamento em Inflação mais concentrada em posições intermediárias, entre 2024 e 2035 e a *duration* média de 5,5 anos. Dado a possibilidade de surpresas inflacionárias, ainda consideramos a subclasse como essencial e, mesmo após o fechamento recente da curva de juros, os produtos ainda oferecem pontos de entrada atrativos. Reforçamos que a curva tem pouca inclinação, o que reduz a atratividade em vencimentos muito mais longos, dado que ainda não vemos uma tendência sustentável de queda de juros – o que suportaria uma maior tomada de risco nesses vencimentos longos. Para mais detalhes, ver [Curva de Juros \(ago22\)](#).

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



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Curva de Juro Real (%)



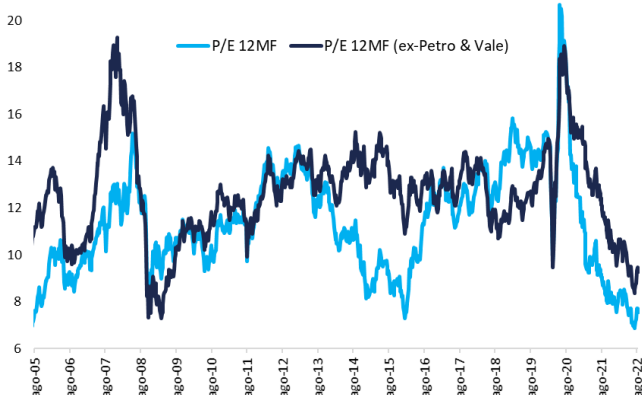
Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Após o fim do ciclo da Selic e o fechamento de mais de 100 bps da curva de juro nominal, é natural questionar quando é o momento ideal para uma sobrealocação em Prefixados. Dado a maior volatilidade do mercado de juro global, além da proximidade das eleições e os riscos de revisão de Selic em 2023 nos motivam maior cautela para a subclasse. Inclusive, o forte fechamento da curva nas últimas semanas deixou os pontos de entrada com assimetrias menos atrativas. Conforme ressaltamos nos últimos meses, ainda estimamos um prêmio de risco elevado na curva de juros prefixada nos vértices entre 2024 e 2025, que nos parecem com um prêmio de inflação e um juro real implícito elevado. (Ver Macro Box 7).

Em Renda Variável, apesar de leve apetite por ativos de maior duration, ainda seguimos sem grande aumento de posição. Mesmo após um ambiente de aversão ao risco entre abril e julho, optamos por não reduzir nossas posições em ações domésticas justamente por entendemos que o *valuation* estava extremamente atrativo, assim como o prêmio por carregar ações. Dessa forma, ao longo de meados de julho e todo agosto vimos um ambiente que favoreceu a manutenção dessas posições (+17% desde 14/jul). Por sua vez, com a abertura da curva de juros nos EUA, o mercado reduziu o apetite para ativos de risco nas últimas duas semanas. Entendemos que a desaceleração global deve continuar sendo um vento contrário para o fluxo para a classe de ativo, limitando revisões positivas de lucro nos próximos meses. Vale pontuar que, em alocações internacionais, seguimos preferindo o mercado americano, em especial ativos defensivos e de alta qualidade, enquanto Europa continua preocupando por conta da crise de energia e preferimos uma exposição indireta em China via ativos brasileiros. Após o fim do ciclo de alta da Selic, nos parece que o balanço de risco para RV Brasil está mais favorável que os pares globais.

Revisitando a temporada de resultados. A temporada de resultados das empresas brasileiras acabou dando suporte no apetite ao risco, ainda que os números (ex-Petrobras & Vale) não “saltem aos olhos”, com receita e EBITDA apenas 3,5% e 2,1% acima das projeções do time de Análise de Ações do BTG Pactual, enquanto o lucro foi 5,4% menor, com o lucro das empresas domésticas sendo o mais afetado. Comparando o 2T22 com o ano passado, os resultados foram fracos, prejudicados pelos exportadores de commodities. Agora o mercado doméstico irá negociar focado mais nos eventos globais envolvendo o Fed e a discussão de aperto das condições financeiras, mas principalmente o ambiente de eleição. O grau de seletividade de ativos e teses será maior do que o verificado no *rally* dos últimos 2 meses, sobretudo buscando oportunidades que sejam mais resilientes independente do cenário político em 2023 e também menos sensíveis à volatilidade do crescimento econômico global. Dessa forma, entendemos que ativos mais ligados ao ciclo de juros domésticos continuaram no radar dos investidores estrangeiros, institucionais e do mercado de uma forma geral. Mesmo após a valorização recente, seguimos uma bolsa brasileira extremamente atrativa do ponto de vista de valuation, com o Preço/Lucro (P/L) da bolsa em 7,6x, sendo 9,3x na abertura ex-Petro e Vale, ambos significativamente abaixo da média estrutural do nosso mercado. Já o prêmio para manter ações, medido como o inverso do P/L menos as taxas de juros reais de 10 anos, está em 5%, um desvio padrão acima da média.

Bovespa P/L 12 meses projetado



Fonte: BTG Pactual

Fluxo de Estrangeiros (US\$ milhões)



Fonte: B3 e BTG Pactual

Para setembro, seguimos com um posicionamento neutro, sobretudo da forte valorização nas últimas semanas. Em termo de composição, não mudamos nossa visão de preferência por empresas de qualidade (maior estabilidade de lucros), já testadas em ambientes de incerteza no passado, mas principalmente por ativos com liquidez, além de menos exposição a riscos políticos. Dado esses atributos, reforçamos a [Carteira de Ações 10SIM do BTG Pactual](#) como alternativa para alocação.

Macro Box 7 – A meta de inflação implícita e suas consequências para alocação

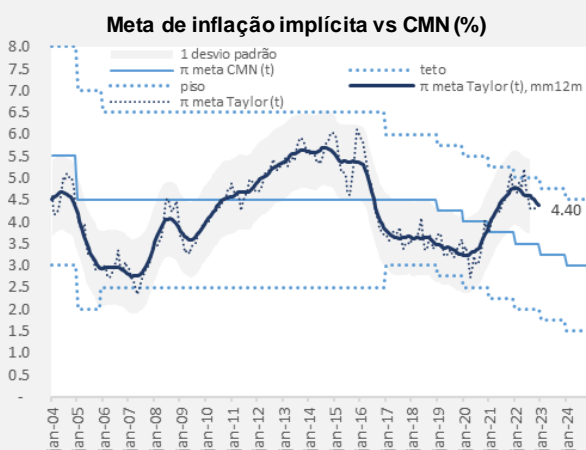
Na última reunião do Copom, a comunicação e a ata deixaram interpretações ao mercado de que o ciclo de ajuste de política monetária pode ter chegado ao seu fim (13,75%) e que o BCB conduz as expectativas “ao redor da meta” para o horizonte relevante de 4T23 e, agora com maior peso, de 1T24.

Logo, procuramos estimar qual seria este valor “ao redor da meta” tanto para entender o quão distante (*dovish*) esta meta implícita estaria da meta normativa do CMN quanto sobre quais efeitos na alocação de renda fixa este desvio pode provocar.

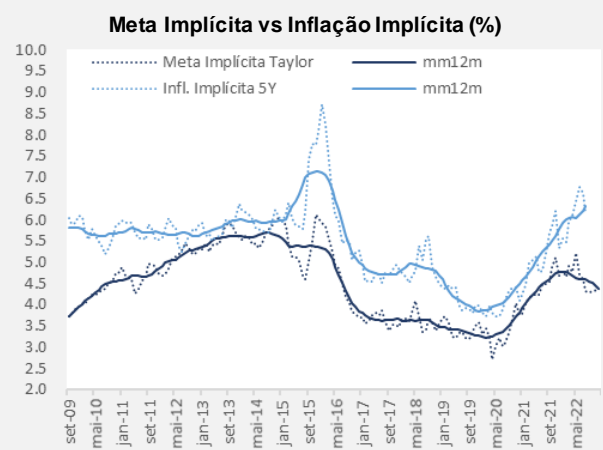
Meta de inflação implícita a partir da Regra de Taylor. Utilizando a equação que determina o nível de juros a partir do: (i) juro neutro, (ii) hiato do produto e (iii) desvio da expectativa *versus* a meta de inflação, isolamos a última variável da equação. Em resumo, a meta de inflação implícita seria igual a expectativa de inflação 12 meses a frente menos suavizações do juro real neutro, defasado e do hiato do produto. Com o exercício feito desde janeiro de 2004, conseguimos uma história no tempo de qual meta de inflação implícita (ou de mercado) o BCB poderia estar perseguindo. O resultado foi de 4,3% (4,4% na média móvel 12 meses) de meta implícita para o final de 2023 e, dada a tendência descendente desta meta, o valor poderia ser de 3,7% - de todo modo, um valor significativamente distante da meta normativa do CMN de 3,25% para o próximo ano e que conversa com o discurso “ao redor da meta” que o BCB tem utilizado na sua comunicação de política monetária com o mercado.

O que isso quer dizer para as alocações? A partir de um teste de causalidade no sentido Granger, concluímos que este desvio da meta de inflação antecipa movimentos de maior inflação implícita e, dado que o atual valor estimado pode continuar por algum tempo distante da meta normativa do CMN, entendemos que a inflação implícita pode continuar pressionada, dificultando um maior fechamento de curva de juros e, portanto, alocações maiores em ativos prefixados. Pensando nos movimentos a frente, dado que a meta implícita é bastante sensível à expectativa de inflação 12 meses à frente, o debate em torno da continuidade ou não da zeragem de impostos federais para combustíveis em 2023 pode ser um vetor baixista para os preços administrados no próximo ano. Se este cenário de continuidade se confirmar, as expectativas de IPCA para 2023 sairiam dos atuais 5,4% para algo em torno de 4,75%, fazendo que a meta de inflação implícita também caísse dos atuais 4,3% para 3,7% (4,1% na média móvel 12 meses) para final de 2023.

Desta forma, cabe ressaltar que a tendência desse desvio é de queda e, portanto, em dado momento deveria impactar em inflação implícita menor. Contudo, riscos fiscais para o próximo governo e o cenário global mais deteriorado em função da postura mais *hawkish* do Fed podem continuar pressionando a inflação implícita e, por este motivo, ainda não elevamos exposição em prefixados, embora o *timing* para tal possa estar mais próximo.



Fonte: BCB, Bloomberg e BTG Pactual



Fonte: BCB, Bloomberg e BTG Pactual

Análise Detalhada

Alocações detalhadas – Setembro 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 31/jul/2022](#)

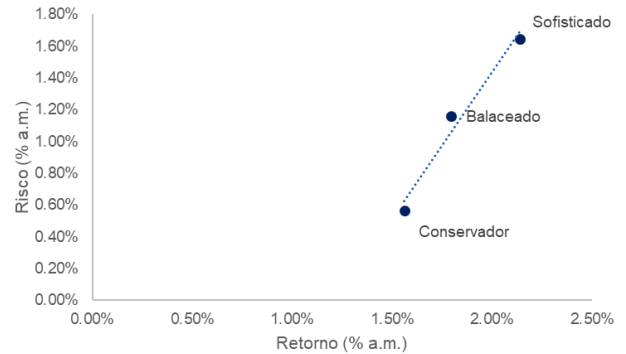
Exclusivos: COE, FIP-E, Venture Capital, Private Equity e etc.

Análise de Desempenho

Retorno por Contribuição

	ago/22		
	Conservador	Balaceado	Sofisticado
Renda Fixa	1.01%	0.70%	0.55%
Pós-Fixado	0.95%	0.53%	0.38%
Inflação	0.06%	0.09%	0.07%
Prefixado		0.08%	0.10%
Retorno Absoluto	0.16%	0.29%	0.37%
Renda Variável	0.34%	0.74%	1.20%
Internacional	-0.09%	-0.21%	-0.35%
Alternativos	0.14%	0.28%	0.36%
Total	1.56%	1.79%	2.14%

Relação Risco vs Retorno



Acertos de alocação: A participação da Renda Variável foi favorecida em um ambiente de maior apetite ao risco, sobretudo com fechamento da curva de juros, que também afetou positivamente as alocações em prefixados e inflação (intermediário).

Pontos de atenção: A performance foi afetada negativamente pela valorização do Real e também pela queda no preço das ações americanas, reflexo do posicionamento mais *hawkish* dos membros do Fed e o impacto nas condições financeiras. À frente ainda vemos um ambiente de maior volatilidade para essas posições internacionais.

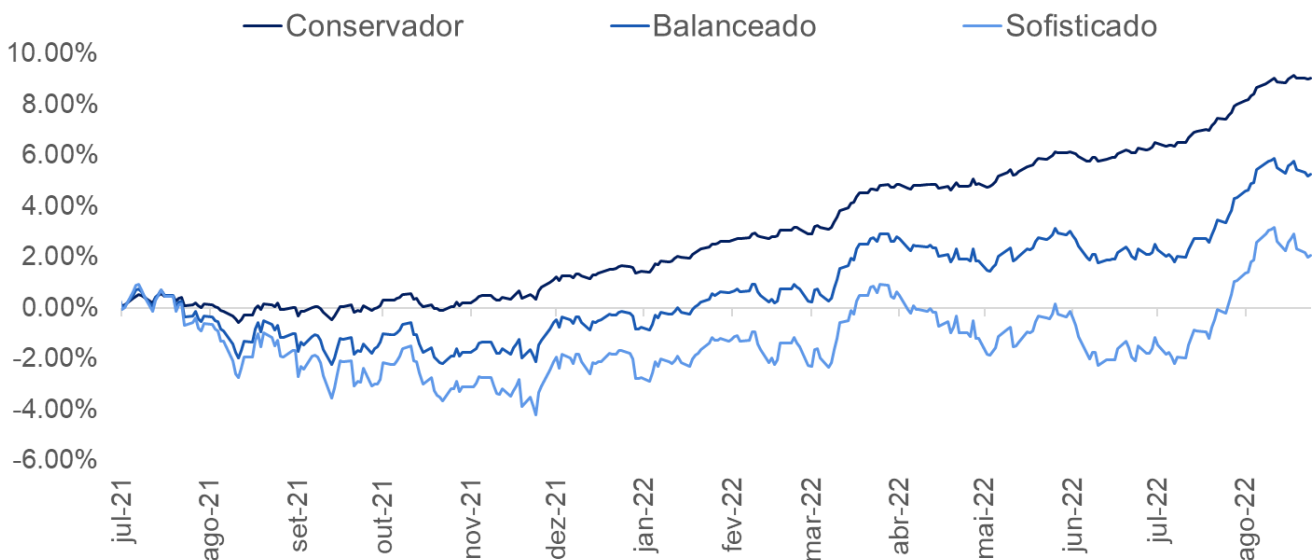
Performance (%)

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%	1.31%	1.56%	-	-	-	-	7.37%	9.19%

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%	1.52%	1.79%	-	-	-	-	5.35%	5.16%

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%	2.06%	2.14%	-	-	-	-	3.60%	1.80%

Retorno Acumulado (%)*



Suitability – Alinhando o Perfil de Risco

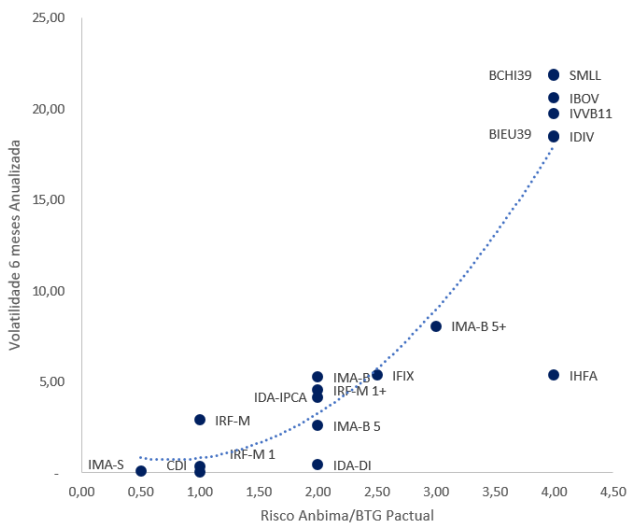
O *Asset Strategy* é um *report* de investimento mensal que busca endereçar a estratégia de 3 perfis de investidores: conservador, balanceado e sofisticado. Cada perfil lida com uma volatilidade implícita e, portanto, um risco diferente.

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).

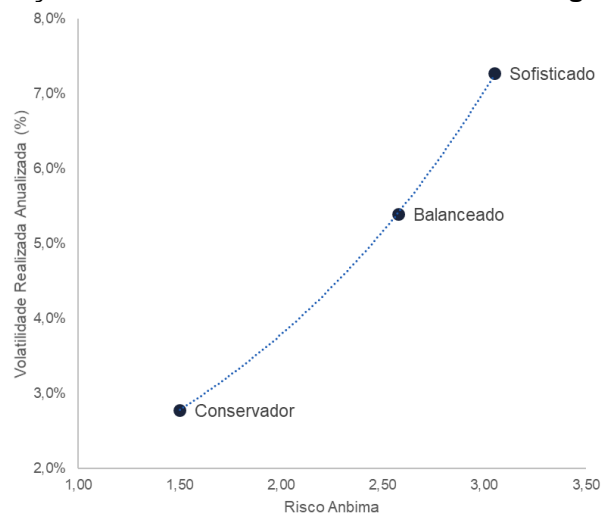
Abaixo colocamos a relação entre a nota para cada índice de referência utilizado em nossa estratégia e também a sua volatilidade realizada nos últimos 6 meses. Fica claro que a nota de risco guarda relação próxima com a volatilidade do ativo ou da classe.

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