



Asset Strategy

3 de outubro 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	

A volatilidade no ambiente das moedas

A política monetária continua sendo o grande *driver* de preço no curto prazo. O mercado promoveu uma forte reprecificação do posicionamento do Fed na curva de juros americana após novas surpresas com inflação, deixando espaço para a taxa superar 4% pela primeira vez desde 2007 – e ainda este ano. Já outros Bancos Centrais, caso da Zona do Euro (ECB) e Reino Unido (BoE) também emitiram sinais mais duros após a deterioração das expectativas de inflação por conta da crise de energia.

Como consequência, estamos entrando em um quarto trimestre com desafios para a sustentação do apetite por risco, com os BCs gerando uma nova rodada de deterioração nas expectativas de crescimento global e aumentando o nível de incerteza. Nesse momento, as moedas são os ativos que mostram maior volatilidade, reflexo da busca tática pelo Dólar como forma de proteção nos portfólios, bem como um carregamento mais forte do mercado de títulos americanos. Isso também é transmitido para Brasil e outras moedas emergentes, sendo um dos fatores para o Real mais fraco e não vemos grandes vetores para uma apreciação ou tendência expressiva no curto prazo, mesmo com sinalizações construtivas do lado fiscal ou da nova gestão da política econômica. O cenário global ainda parece dominante.

Do lado macro, seguimos em compasso de espera para o 20º Congresso CCP na China, com uma atualização das estratégias de política econômica para os próximos 5 anos, mas sem expectativas de grandes mudanças para o curto prazo. Já na Europa, momento ainda é de preparação para garantir a oferta de energia para o inverno. Nos EUA, a economia continua dando sinais de resiliência no terceiro trimestre, principalmente no mercado de trabalho, e preocupa com a continuidade de uma inflação (e expectativa) acima da meta.

No Brasil, o ciclo de alta da Selic chegou ao seu fim com a manutenção da taxa em 13,75%, ainda que o COPOM tenha sinalizado maior vigilância. O calendário eleitoral atinge o seu ápice nesse mês e deixa o apetite a risco do mercado mais volátil ao longo das próximas semanas. Ainda assim, seguimos vendo um ambiente construtivo para Brasil no médio prazo, sobretudo após a redução da incerteza envolvendo o pleito eleitoral e os cortes de juros no próximo ano.

Nesse ambiente de incerteza global, 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. A bolsa doméstica continua atrativa em termos históricos e preferimos um mix setorial diferente do que optamos no primeiro semestre, com acomodação das posições em *commodities* e estatais.

Em Renda Fixa, o Pós-Fixado ainda apresenta a melhor relação de retorno mensal e risco, enquanto o Prefixado deve se tornar o próximo movimento de alocação. Dado o nível de carregamento atrativo e a indefinição eleitoral à frente, optamos por seguir sem alterações das estratégias para o mês de outubro.

No caso das alocações globais, ainda seguimos com baixa visibilidade no ambiente europeu por conta da crise de energia, além de esperarmos ainda mais sinalizações construtivas na China. Por sua vez, apesar do aperto monetário nos EUA, seguimos preferindo o mercado americano no relativo, reflexo da composição das empresas de qualidade e um crescimento ainda contratado para o semestre.

Macro View

Juros mais elevados no mundo e por mais tempo

Região	Fator	Outubro 2022
Global	Atividade	Crise de energia na Europa se agrava e já motiva a expectativa de uma recessão. Nos EUA, mercado de trabalho continua muito aquecido e setor de serviços ainda sustenta crescimento. Em 2023, expectativas são de menor capacidade de crescimento.
	Inflação	Nova surpresa inflacionária nos EUA e na Europa voltam a preocupar e impactam expectativas de mercado. Setor de serviços continua sendo o ponto de atenção no caso americano, enquanto a crise de energia segue afetando os números na Europa.
	Juros	Fed eleva expectativas de juros para 4,4% em 2022 e 4,6% em 2023, além de sugerir baixo apetite por cortes de juros no próximo ano. Estratégia dos BCs no mundo é manter os juros elevados por mais tempo.
	Commodities	Maior preocupação com crescimento global nos próximos meses tem limitado um rali das <i>commodities</i> , mas lado da oferta ainda dá suporte para aquelas de energia. Por sua vez, minério de ferro ainda enfrenta dificuldades com o setor imobiliário chinês.
Brasil	Atividade	Mercado de trabalho ainda surpreende e políticas de transferência suportam consumo no terceiro trimestre. Economia brasileira é uma das poucas com revisões positivas de crescimento em 2022 e 2023. Ainda vemos espaço para mais.
	Inflação	Inflação de 2022 deve ficar abaixo de 6%, mas por fatores não recorrentes. Dessa forma, inflação para 2023 ainda segue significativamente acima da meta e ainda afeta as expectativas de 2024.
	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 continua sendo afetada pela força do Dólar no mundo, além de um ambiente de China que não dá suporte para as <i>commodities</i> exportadas pelo Brasil. Mesmo após eleição, seguimos com expectativa de uma taxa em R\$/US\$ 5,20.

Projeções Econômicas – BTG Pactual

		2021	2022e (ant.)	2022e (atual)	Δ (p.p.)	2023e (ant.)	2023e (atual)	Δ (p.p.)
PIB	(% a.a.)	4.60	2.10	3.00	▲ 0.90	0.30	0.90	▲ 0.60
SELIC	(% a.a.)	9.25	13.75	13.75	-	11.00	11.00	-
IPCA	(% a.a.)	10.06	6.50	5.40	▼ -1.10	5.40	5.00	▼ -0.40
IGP-M	(% a.a.)	17.78	10.70	8.40	▼ -2.30	3.30	3.30	-
Taxa de Câmbio	(R\$/US\$)	5.57	5.20	5.20	-	4.90	4.90	-
Result. Primário	(% PIB)	0.75	0.97	1.30	▲ 0.33	-0.49	-0.42	▲ 0.07
Dívida Bruta	(% PIB)	80.30	77.20	75.90	▼ -1.30	80.00	78.40	▼ -1.60

Strategy View

Fim de ciclo de juros no Brasil deixa ativos domésticos mais atrativos

Asset Strategy – Outubro 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	Não alteramos o nosso posicionamento em Inflação, que tem por objetivo os vencimentos entre 2028 e 2033, ou seja, ainda foca a parte intermediária da curva brasileira. 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 um prêmio mais atrativo vis-à-vis a nossa expectativa de Selic (11% em 2023, com mais de 100 bps de prêmio nos vencimentos dos anos posteriores).	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	A bolsa brasileira continua sendo destaque, mesmo em momentos de adversidade no ambiente global. Valuation continua atrativo e o final do ciclo da Selic dá oportunidades em setores ligados a economia doméstica.	3	10SIM , Small Caps , Dividendos , ESG
Internacional	Mercado global segue com menos <i>triggers</i> positivos no curto prazo, sobretudo com riscos de continuidade de maior aperto 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	30-set-22	13.65	15,136	8,517	110,037	3,586	R\$ 5.42	2,991	4,564
Setembro	(%)	1.07%	1.40%	1.48%	0.47%	-9.34%	4.47%	0.49%	1.08%
2022	(%)	8.9%	7.0%	6.1%	5.0%	-24.8%	3.0%	6.6%	13.0%
12 meses	(%)	10.9%	8.0%	7.2%	-0.8%	-16.8%	-0.5%	10.1%	13.0%
24 meses	(%)	14.2%	6.9%	12.3%	16.3%	6.6%	-3.5%	7.0%	21.6%

*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 outubro, 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 e desaceleração do crescimento. Apesar do posicionamento modesto em Renda Variável (6,0%), sobretudo por conta da volatilidade elevada, seguimos com viés positivo os ativos brasileiros.

Balaceado

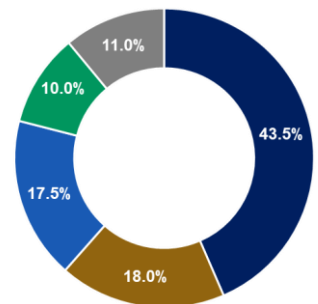
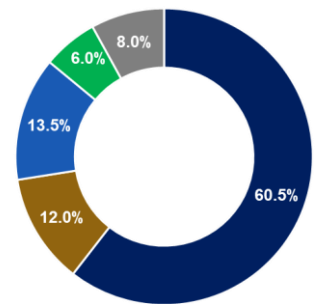
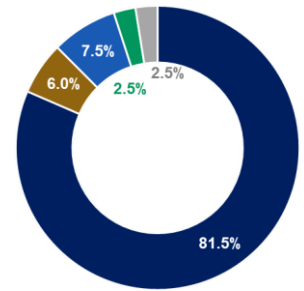
Neste mês, em Renda Fixa, a posição em Inflação (16%) ainda é focada nos vencimentos intermediários, reflexo do elevado carregamento da taxa real, com menor risco de deflação a partir dos dados de outubro, além do foco Pós-Fixado (41,5%), que segue estruturalmente com maior peso.

Continuamos com posicionamento neutro de Renda Variável (12,0%), atraídos essencialmente pelo retorno das *large caps* e ativos de qualidade. Dado os riscos globais, principalmente em Europa, nossa alocação em Internacional (6,0%) continua focada em EUA. Seguimos modestos na exposição em Prefixado (3%), além de conservadora posição em Alternativos (5,0%), focados em FII's. Já Retorno Absoluto (13,5%) segue como estratégia importante para desconexão e maior eficiência dada gestão ativa.

Sofisticado

Em outubro, na alocação Internacional (10%), seguimos focados em EUA como diversificação geográfica, mas estamos mais construtivos para a bolsa doméstica, com os ativos se beneficiando de uma estabilização da política monetária. Continuamos bem posicionados em Retorno Absoluto (17,5%), com os fundos capturando os movimentos das moedas e de curva de juros globais. Por sua vez, também continuamos com a exposição modesta em Alternativos (6,5%), mas ainda reconhecendo a melhora dos cenários para os FII's pelo mesmo motivo da menor volatilidade no cenário de juros – comparativamente ao trimestre passado.

Seguimos com uma *duration* maior (5,5 anos) nas estratégias de juro real, mas com o tamanho da alocação tática ainda alinhada com a estrutural (Inflação em 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%), seguimos com o foco atual em *duration* média de 2,5 anos, reflexo do prêmio da curva em um cenário que o mercado vê menos cortes do que estimamos para 2024. Será a próxima classe que ganhará relevância dentro da estratégia de RF.



Alterações do Mês

	Conservador				Balaceado				Sofisticado			
	Estrutural	Setembro	Tático >>	Outubro	Estrutural	Setembro	Tático >>	Outubro	Estrutural	Setembro	Tático >>	Outubro
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

No global, juros elevados no mundo e maior volatilidade nas moedas. Já Brasil continua sendo destaque e outubro é mês decisivo para risco.

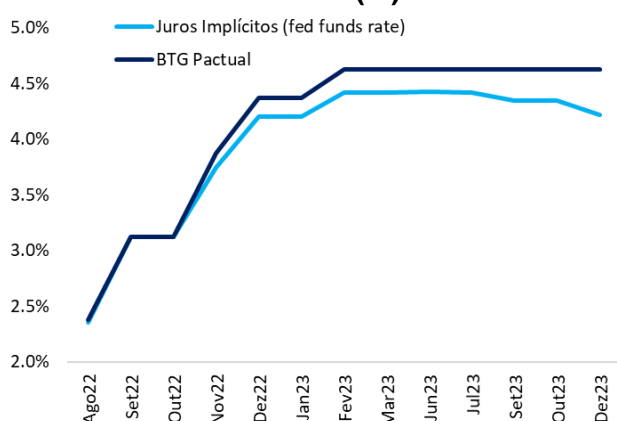
Fed aumentou ainda mais o tom e reagiu a mais uma surpresa de inflação. Juros deve ficar entre 4,50%-4,75% ao longo do próximo ano. China terá seu Congresso no meio de outubro e definirá as suas novas lideranças. Já Europa continua trilhando para a recessão.

No Brasil, COPOM confirma o fim do ciclo de alta de juros e mercado enxerga balanço de risco melhor para ativos domésticos. Mês de eleição será definidor para apetite ao risco.

Após nova surpresa com inflação, juro americano deve atingir 4,75% e permanecer em elevado patamar até o final de 2023. Sempre reforçamos que o nosso cenário para as taxas de juros americanos tinha viés altista, mesmo com nossas projeções significativamente acima do mercado. A nova surpresa no núcleo do CPI de agosto (0,6% m/m vs 0,3% estimado), assim como dados de atividade ainda robustos, motivaram uma preocupação adicional no FOMC, que também avalia um balanço de risco altista para a inflação americana, com seus membros passando as últimas semanas reforçando que não devemos esperar cortes de juros em 2023, como o mercado ainda estima.

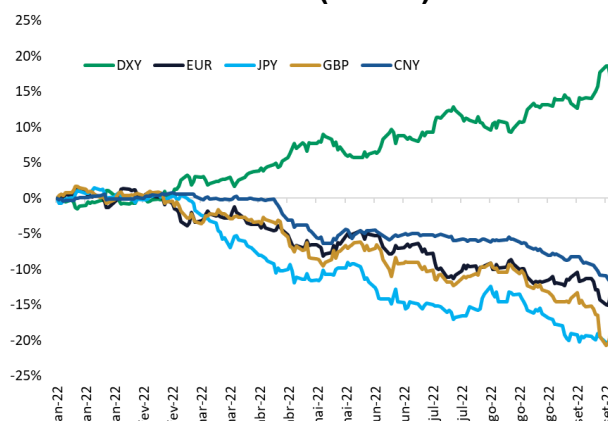
Fed levando a política para um patamar suficientemente restritivo. Na última decisão do comitê, Powell reforçou algumas métricas de inflação que considera relevante, com o PCE (inflação meta do comitê) anualizado de 3, 6 e 12 meses acima de 4,5%, o que considera um patamar em que o Fed “não deseja estar”. Como todo trimestre, a autoridade monetária atualizou suas projeções e decidiu formalmente levar a mediana da taxa de juros estimada para 2022 (de 3,4% para 4,4%) e 2023 (de 3,8% para 4,6%). Nesse ambiente, há um aumento de desemprego para acima do natural (4,4% em 2024), trazendo a inflação para próximo da meta apenas em 2024 (2,4%). Por sua vez, o crescimento seria abaixo do potencial entre os anos de 2022 e 2024, e implicitamente mostra grande apetite por subir juros mesmo em um cenário de recessão branda. O comitê deseja atingir um patamar “suficientemente restritivo” e manter a taxa nesse nível até a normalização da inflação.

Cenário Fed Funds Rate (%)



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Performance Moedas (% YTD)



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

À luz da mensagem do FOMC e dos novos indicadores divulgados, seguimos com o call (anunciado no [Pré-FOMC](#)) para o Fed nos próximos meses: +75 bps em novembro; +50 bps em dezembro; +25 bps em fevereiro. Com isso, a taxa encerra 2022 entre o intervalo de 4,25-4,50% (mid-point em 4,38%)

e faz seu pico entre 4,50%-4,75% (4,63% mid-point). O mercado corrigiu parte dos cortes precificados no segundo semestre do próximo ano, mas ainda estimamos próximo de 40 bps de risco que podem afetar o apetite do mercado ao longo das próximas semanas.

China: A espera do Congresso do CCP. O Politburo, comitê executivo do partido chinês, decidiu realizar o 20º Congresso do Partido no dia 16 de outubro, o que se tornou uma data chave para os próximos passos no cenário de China. O congresso revisará o trabalho do partido nos últimos cinco anos, além de analisar o futuro da política econômica e social do país. Xi Jinping deve ser reconduzido para mais um mandato, o seu terceiro, reforçando o viés ideológico do governo. Depois desse período, há uma ampla discussão sobre a possibilidade do relaxamento de suas políticas de Covid Zero, o que ainda parece improvável e tem maior chance de ocorrer a partir de março de 2023, quando há efetivamente troca das lideranças. No curto prazo, ainda há um ambiente de incerteza, crescimento moderado, preocupação com o Covid e deterioração no cenário do setor imobiliário, e preferimos ter uma exposição mais controlada aos ativos que são influenciados por China.

Europa: sem vetores para fortalecimento das moedas e suporte para o Dólar forte no mundo. O BCE decidiu por elevar a taxa de juro em 75 bps, adotando um tom de maior preocupação com o cenário de inflação na Europa, motivando uma reprecificação por parte do mercado para uma taxa terminal de 3%. Dado o nível de incerteza no bloco por conta da crise de energia e o diferencial de juros ainda abaixo do mercado americano, seguimos vendo um ambiente fraco não só para o Euro, mas também para as performances de bolsa, sobretudo por estimarmos uma recessão na Zona do Euro ainda este ano. Tanto o cenário da Zona do Euro (crise de energia, que deve piorar no final do ano), quanto do Reino Unido (incerteza fiscal), dão suporte para o Dólar (DXY) seguir forte contras principais moedas nas próximas semanas, além de criar dificuldades para valorização de moedas emergentes, caso do Real.

Brasil: Uma das poucas economias que continua surpreendendo positivamente. Todos os indicadores de confiança divulgados no 3T22 apresentaram crescimento, com destaque para a confiança dos consumidores e dos setores mais atrelados ao consumo das famílias (serviços e comércio). Após as novas divulgações, alteramos nossa projeção de PIB para 3,0% - na contramão do que está acontecendo no mundo. Por sua vez, os setores mais atrelados aos investimentos (construção e indústria) mostraram sinais mistos, com melhora nas condições atuais, mas piora nas expectativas, ligando um alerta sobre o comportamento do emprego e dos investimentos nos próximos trimestres. Diante da forte recuperação do mercado de trabalho e dos estímulos fiscais em curso, revisamos a projeção para o crescimento do PIB em 2023, de 0,3% para 0,9%, porém os riscos aumentaram.

Primeiro passo da eleição completa: segundo turno será mais acirrado. Como esperado, o ex-presidente Lula e o presidente Jair Bolsonaro ficaram em 1º e 2º no primeiro turno da eleição presidencial brasileira e se enfrentarão no segundo turno em 30 de outubro. A diferença com Bolsonaro acabou sendo menor do que o sugerido por praticamente todas as pesquisas (5p.p.; 48,4% vs. 43,2%). Lula lidera com margem mais apertada e pode forçá-lo a se deslocar mais para o centro e esclarecer sua agenda econômica. Partidos considerados de direita ou centro-direita controlam hoje 51 cadeiras no Senado (63%) e 300 cadeiras na Câmara (58,5%) – o que pode ajudar no apetite ao risco.

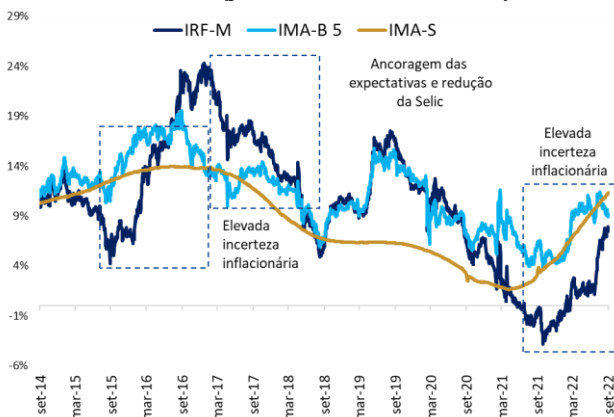
Desde nosso último relatório, revisamos o IPCA de 2022 de 6,5% para 5,4% e em 2023 de 5,4% para 5,0%. A revisão para 2022, feita ao longo das últimas semanas, foi puxada por três fatores: i) aumentamos nossa hipótese de repasse das desonerações de combustíveis (coletas de preços indicam que o repasse se aproxima de 100%) e serviços de comunicação (devido ao noticiário recente indicando a intenção das operadoras de reduzir tarifas); ii) reduzimos nossa premissa de petróleo para o fim do ano, incluindo um corte adicional pela Petrobras além dos que já foram implementados; e iii) reduzimos nossa expectativa para alimentação no domicílio. Vale destacar que projeção para 2022 já foi revisada em cerca de -400 bps desde o pico de 9,4% em junho. Vemos assimetria baixista para o balanço de riscos de 2022, estritamente por fatores exógenos.

Cenário de maior estabilidade do Real, mas sem grandes apreciações. Conforme ressaltamos em nosso relatório de [Cenário de Câmbio](#), esperávamos uma depreciação do Real ao longo do final do terceiro trimestre e início do quarto, o que de fato ocorreu de forma antecipada ao longo de setembro, motivado pelo cenário global. Por outro lado, dado os atuais R\$/US\$ 5,40 no mercado a vista, vemos um ambiente mais simétrico para moeda, com o DXY se aproximando do pico dos anos 2001, mas o ambiente doméstico mais construtivo para ativos de risco, o que pode vir acompanhado de fluxo no final do ano, sobretudo pela baixa participação de ativos que sofrem com a mudança de juros em outras economias. Seguimos projetando R\$/US\$ 5,20 no final desse ano.

Selic: fim de ciclo e mercado com ainda sem apetite para incorporar a estratégia de manutenção por longo período. Conforme esperávamos, a reunião de setembro marcou o fim do ciclo de ajuste na taxa Selic em 13,75%. A estratégia do BC é similar aquela que estimamos para o Fed após sua taxa terminal: seguir com juros parados por período suficientemente prolongado, a fim de assegurar a convergência da inflação à meta. Em seu comunicado e também na ata, o COPOM reforçou que, caso surjam sinais de desapontamento com a inflação, a “porta está bem aberta” para voltar a subir a taxa Selic – o que não temos como cenário base, mas continuaremos monitorando. Como o mercado já discute e tenta antecipar os próximos movimentos, segue precificando na curva Pré x DI cortes de juros na virada do primeiro para o segundo trimestre do próximo ano (-300bps no ano como um todo), contrariando a mensagem do comitê. Seguimos estimando uma Selic estável em 13,75% e corte apenas no 2º semestre de 2023.

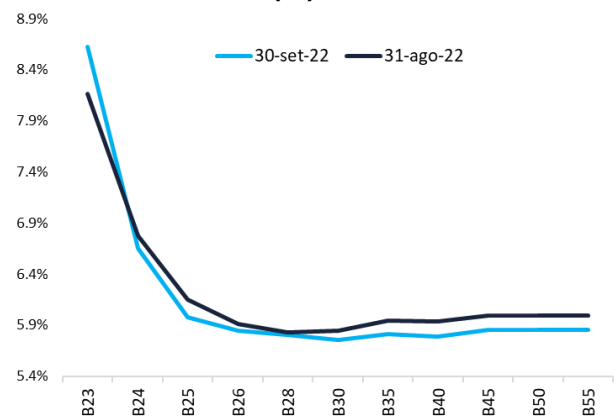
Em Renda Fixa, seguimos preferindo Pós-fixados pela elevada taxa e em compasso de espera para aumento de posições Prefixadas. Mesmo após o fim do ciclo de alta de juros, seguimos preferindo uma posição estruturalmente alta e taticamente neutra em Pós-Fixados por conta da relação risco x retorno elevado. Além disso, em nossas estimativas, a subclasse ainda oferece um retorno elevado no comparativo com o carregamento de Inflação, mesmo considerando IPCAs mensais mais elevados no último trimestre. Já conforme reforçamos no último Asset Strategy, pela sua liquidez, o Pós-Fixado 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. A nossa posição em Inflação continua mais concentrada em posições intermediárias, entre 2024 e 2035 e a *duration* média de 5,5 anos. A vantagem desses ativos vem com um fechamento de taxa de juro real, em possível descompressão de risco país (CDS) após a passagem das eleições – o que não consideramos como dado, mas como uma opcionalidade. Por sua vez, dado o nível ainda elevado de incerteza em relação a trajetória de inflação, ainda consideramos a subclasse como essencial na formação das estratégias.

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



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Curva de Juro Real (%)



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Quanto aos Prefixados, seguimos com visão construtiva para os vencimentos de 2024 e 2025, em linha com a *duration* do IRF-M 1+. A curva PRÉ x DI ainda precifica uma Selic + prêmio de cerca de 10,6% em 2024 e 11,7% em 2025, revelando dois pontos: i) um nível de incerteza maior do que o usual quanto à trajetória de cortes de juros que começará no próximo ano; ii) por conta do primeiro ponto, o nível de

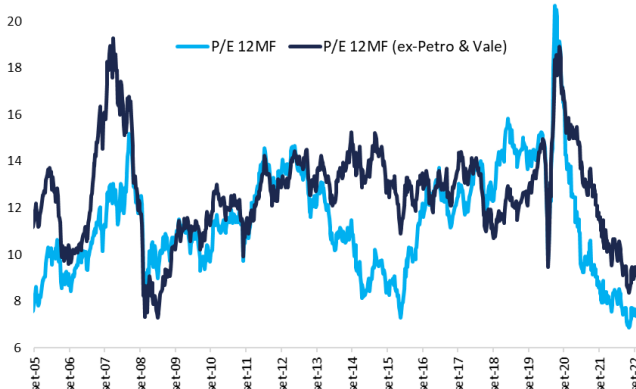
prêmio naturalmente segue elevado. O próprio relatório Focus, em seu top 5 de Longo Prazo, projeta taxas de 9% para 2024 e 2025 e, mesmo considerando o fato de termos um viés altista em relação ao Focus, ainda reflete um prêmio atrativo nesses vencimentos, como ponto de entrada ou continuidade de carregamento. O juro real ainda segue elevado e, dado a evolução que esperamos para a ociosidade da economia, o mercado deve em breve adicionar mais cortes ao longo da curva de juros, sobretudo após a retirada da incerteza eleitoral. Sobre aumento de exposição, ainda precisamos ter uma visão mais construtiva para o fechamento da curva de juros, o que poderia ocorrer com sinalizações fiscais do próximo governo eleito. De toda forma, estamos mais positivos com a classe prefixada em relação aos meses anteriores. **Para mais detalhes Ver Macro Box 8.**

Em Renda Variável, mercado brasileiro ainda é destaque em meio à aversão ao risco global, sobretudo para ativos domésticos. Enquanto o mercado global mostra mais uma queda expressiva ao longo de setembro, o Ibovespa conseguiu mostrar resiliência, tanto em Reais (BRL), e mesmo quando comparamos em dólar (EWZ), a queda foi mais branda do que os pares das economias desenvolvidas. Mesmo na antessala do final da eleição, o fato do ciclo de alta de juros ter se encerrado, abriu espaço para ativos mais sensíveis ao tema voltarem a performar. Dentre os destaques, o setor Imobiliário voltou a entregar resultados (IMOB +12,4% no mês), bem como o financeiro (IFNC +3,09%).

É importante pontuar que essa performance positiva tem refletido mais a rotação das carteiras de forma setorial do que necessariamente entrada de novo fluxo na bolsa, visto a saída de capital estrangeiro no mercado secundário mensurado pela B3 (-US\$ 277,9 mi em setembro) e também a continuidade dos saques na indústria de fundos de ações revelados pela ANBIMA (-R\$ 739 mi no mês). Dessa forma, a composição da carteira continua ainda tão relevante quanto o tamanho da participação de Renda Variável nas estratégias. Seguimos com viés construtivo para os setores sensíveis ao juro, ligados a economia doméstica e de alta qualidade, isto é, com estabilidade de lucro e histórico de execução. Oportunamente a bolsa brasileira segue com ativos com essas características e com valuation atrativos, e dado tais atributos, reforçamos a [Carteira de Ações 10SIM do BTG Pactual](#) como alternativa para alocação em outubro.

Ibovespa continua atrativo em termos históricos. Seguimos uma bolsa brasileira extremamente atrativa do ponto de vista de valuation, com o Preço/Lucro (P/L) do Bovespa em 7,6x, sendo 9,5x na abertura ex-Petro e Vale, ambos significativamente abaixo da média estrutural do nosso mercado. É importante ressaltar que o nosso time de Análise de Ações já projeta uma expansão de lucros em 6,6% na comparação 2023 contra 2022, no agregado de cobertura do BTG Pactual, sendo +14,4% para empresas do setor doméstico e -21,7% para *commodities*. Dessa forma, a seletividade deve ser ainda mais rigorosa nos próximos meses, pois esperamos uma grande dispersão em relação aos resultados nos próximos trimestres e rotações setoriais mais recorrentes dado a mudança do cenário macro.

Bovespa P/L 12 meses projetado



Fonte: BTG Pactual

Fluxo de Estrangeiros (US\$ milhões)



Fonte: B3 e BTG Pactual

Macro Box 8 – Gap de política monetária e prefixados, chegou o momento?

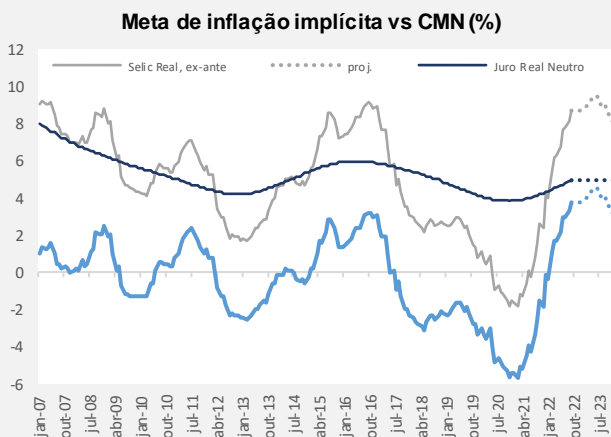
Em setembro, o Copom optou por permanecer com a taxa Selic em 13,75% e, mesmo sinalizando que novas elevações seriam consideradas em caso de deterioração nas expectativas de inflação, o mercado mantém as precificações de cortes na taxa de juros no 1S23. Logo, o debate sobre alocações em ativos de renda fixa prefixados se intensifica e, para este *box*, propomos apresentar a relação entre o *gap* de política monetária e o retorno de títulos públicos prefixados a fim de entender se o *timing* é o adequado para investir nesta classe de ativo.

Gap de política monetária. Demos esta nomenclatura para a diferença entre a Selic real ex-ante (taxa Selic atual subtraída da expectativa de inflação para os próximos 12 meses) e o juro real neutro da economia brasileira. Dado que esta é uma variável não observável, estimamos a partir de um filtro HP para três variáveis: (i) a Selic real ex-ante 3 anos à frente medida pelo relatório Focus; (ii) o juro real da NTN-B 2045 e (iii) a soma do juro real americano de 10 anos, o CDS Brasil de 10 anos e o cupom cambial. O resultado foi um juro real neutro de 4,9%. Desta forma, quando a Selic real ex-ante está acima do juro real neutro da economia, pode-se dizer que a política monetária está contracionista, e abaixo da taxa neutra está expansionista, conforme apresentamos no primeiro gráfico deste *box*.

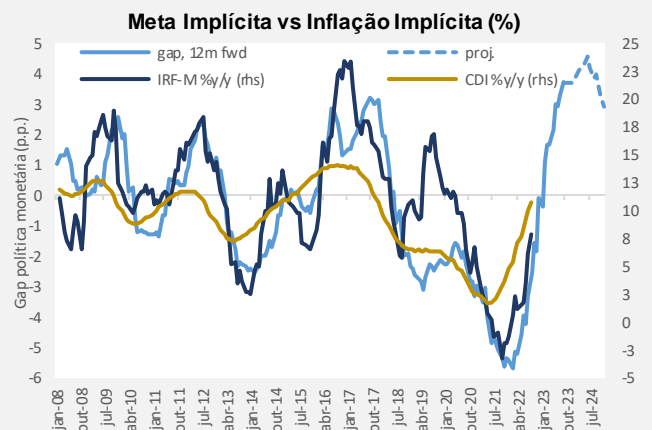
Ciclos monetários e retornos em renda fixa. O passo seguinte do estudo foi comparar o *gap* encontrado com os retornos acumulados em 12 meses de ativos prefixados (IRF-M) e pós-fixados (CDI) desde janeiro de 2008, como está ilustrado no gráfico abaixo. Ao deslocar a série do *gap* 12 meses à frente, observamos que existe uma forte correlação entre o *gap* e retorno anual do IRF-M. Notamos também que, quando o *gap* entra em tendência contracionista ($gap > 0$) os ativos prefixados costumam desempenhar melhor em comparação aos pós-fixados. Este movimento ocorreu de dez/08 até mai/13 em 53 dos 54 meses do período e entre abr/16 até abr/21 em 59 dos 61 meses.

O que isso quer dizer para as alocações? Dado que o ciclo de elevação da taxa de juros se encerrou e a Selic real ex-ante já se encontra em terreno bastante contracionista, e assim deve permanecer por mais de um ano, podemos esperar uma retomada da rentabilidade anual de ativos prefixados superior aos pós-fixados em um curto espaço de tempo. Este fato, portanto, deveria embasar uma elevação da nossa alocação na classe prefixada.

No entanto, a indefinição sobre a condução da política econômica nos faz ficar mais cautelosos para outubro, sobretudo dado a melhor relação de risco e retorno da taxa do Pós-fixado no momento. Agora, optamos esperar por alguma sinalização fiscal do próximo governo eleito, o que poderia ocorrer ainda neste ano.



Fonte: BCB, Bloomberg e BTG Pactual



Fonte: BCB, Bloomberg e BTG Pactual

Análise Detalhada

Alocações detalhadas – Outubro 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%
FIIs	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](#)

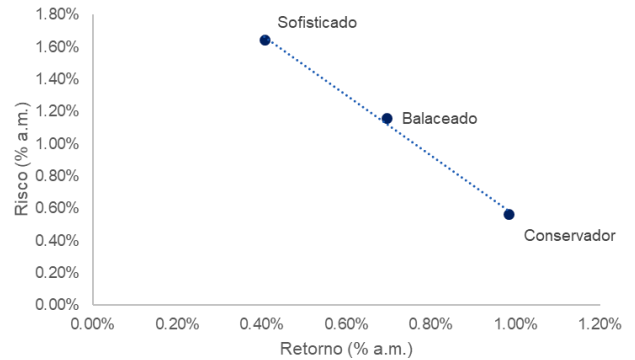
Exclusivos: COE, FIP-E, Venture Capital, Private Equity e etc.

Análise de Desempenho

Retorno por Contribuição

	set/22		
	Conservador	Balaceado	Sofisticado
Renda Fixa	0.97%	0.65%	0.50%
Pós-Fixado	0.88%	0.49%	0.35%
Inflação	0.08%	0.11%	0.08%
Prefixado		0.05%	0.06%
Retorno Absoluto	0.14%	0.25%	0.32%
Renda Variável	0.01%	0.08%	0.07%
Internacional	-0.14%	-0.33%	-0.55%
Alternativos	0.01%	0.05%	0.07%
Total	0.98%	0.70%	0.41%

Relação Risco vs Retorno



Acertos de alocação: O fim do ciclo de alta da Selic voltou a contribuir positivamente nas posições em Renda Fixa, em especial em maior *duration*, mesmo em um ambiente de forte abertura da curva de juros global e também proximidade das eleições. Seguimos com viés positivo para a classe, sobretudo em vencimentos intermediários, para os próximos meses.

Pontos de atenção: A posição internacional continuou afetando negativamente as estratégias, reflexo de um posicionamento *hawkish* do Fed, mas o dólar suavizou a queda. Por sua vez, a posição em renda variável doméstica também acabou por acompanhar o cenário global.

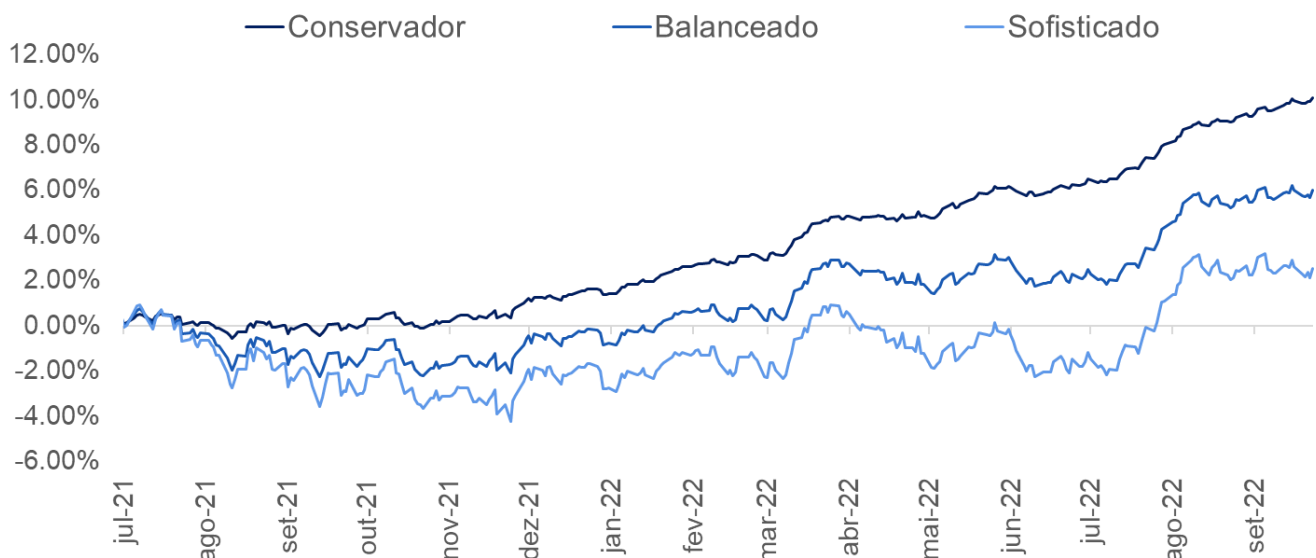
Performance (%)

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%	1.58%	0.98%	-	-	-	8.45%	10.29%

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%	1.84%	0.70%	-	-	-	6.13%	5.94%

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%	2.19%	0.41%	-	-	-	4.08%	2.27%

Retorno Acumulado (%)*



Suitability – Alinhando o Perfil de Risco

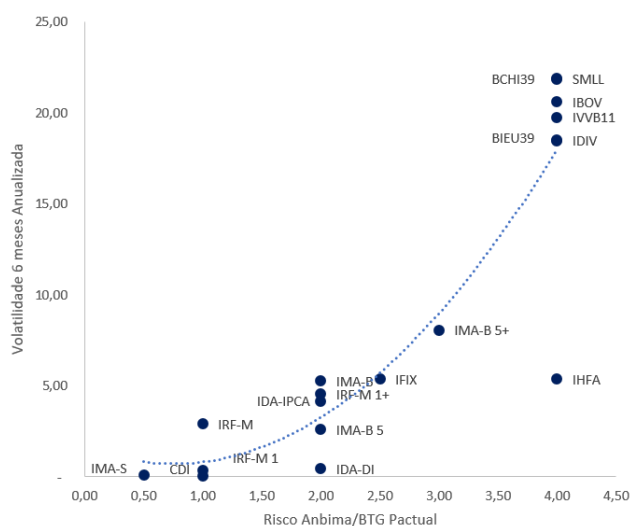
O *Asset Strategy* é um *report* de investimento mensal que busca endereçar a estratégia de 3 perfis de investidores: conservador, balanceado e sofisticado. Cada perfil lida com uma volatilidade implícita e, portanto, um risco diferente.

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).

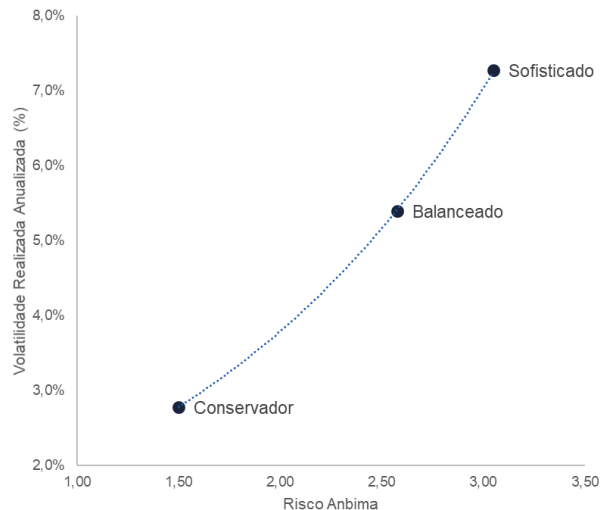
Abaixo colocamos a relação entre a nota para cada índice de referência utilizado em nossa estratégia e também a sua volatilidade realizada nos últimos 6 meses. Fica claro que a nota de risco guarda relação próxima com a volatilidade do ativo ou da classe.

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 superiores 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 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.



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