



# Asset Strategy

2 de janeiro de 2023

## 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

## 2023: da reabertura de China aos juros altos no Ocidente

Em 2022, passamos a maior parte do ano estimando e reestimando o ciclo de juros no Brasil e em boa parte dos mercados desenvolvidos relevantes, caso de EUA e Zona do Euro. O grande desafio para tal mensuração era a construção do cenário de inflação, que sofreu diversos choques exógenos ao longo do ano, mas também ventos residuais advindos do excesso de estímulos durante o pior momento da Covid-19 no Ocidente.

Para 2023, a discussão de cenário e precificação será concentrada na capacidade dos Bancos Centrais em sustentarem a visão de juros altos por muito tempo, sem cortes. Tal posicionamento é mais fácil de ser defendido em um ambiente de consumo ainda resiliente e mercado de trabalho aquecido, mas se torna mais desafiador à medida que a situação econômica sente os efeitos completos da política monetária, sobretudo com alta de desemprego. Dado o nível de inflação esperada, passaremos o ano todo com taxas curtas em patamar historicamente elevado, mas há opção para a redução dos juros mais longos, em especial da curva de juros real, em linha com o ambiente recessivo. O diagnóstico vale para o cenário externo, mas também doméstico. Esse ambiente cria ventos negativos para a força do Dólar no mundo, mas não é um cenário em que a classe de Renda Variável consegue entrar em um rali suficiente para compensar o “tombo” (ajustado pelo custo de oportunidade) de 2022, sobretudo por conta das alternativas atrativas em Renda Fixa, dado o patamar de juros.

Por sua vez, a temática de reabertura de China continuará ganhando atenção, com impacto altista na formação de preço das commodities, mas também na demanda global de bens intermediários, sendo um alento para o menor crescimento global, em especial dos mercados emergentes, como o Brasil.

Especificamente em Brasil, a troca efetiva do governo deve iniciar um longo processo de formalização da nova pauta econômica, ainda que as reformas já conhecidas (como a tributária) possam voltar para a mesa de discussões. Esperamos a continuidade de uma maior volatilidade nos mercados, sobretudo na curva de juros, durante o processo de consolidação da política fiscal e da do ciclo econômico, que segue em aberto para 2023 – entre recessão ou apenas desaceleração econômica. Seguimos menos inclinados a antecipar a retomada de um ciclo de alta de juros, mas também reconhecemos menor espaço para cortes.

Ajustamos as alocações para uma maior exposição ao risco nos últimos dois meses de 2022 (com inflação intermediário e prefixados), mas entendemos que o momento ainda demanda um gerenciamento de risco mais cuidadoso – mesmo com um *view* construtivo para performance dos ativos ao longo deste novo ano.

Nesse sentido, seguimos com posicionamento neutro em todas as classes de ativos, sem alterações nas alocações, mas vemos taxas de mercado (inflação e prefixado) em níveis atrativos para entrada, pensando no médio prazo, bem como ativos internacionais que terão um ano menos desafiador do ponto de vista de ajuste nos juros. A atratividade da bolsa doméstica não mudou, mas a contribuição positiva do fluxo segue fraca, em compasso de espera para a definição da assimetria do ambiente de juros nos próximos meses. A composição e seletividade será cada vez mais necessária para o posicionamento setorial na bolsa brasileira e seguimos mixando empresas domésticas de alta qualidade e empresas com exposição global, via *commodities*.

## Macro View

### Incorporando um ano de menor crescimento

Região	Fator	Janeiro 2023
Global	Atividade	China avançará em seu processo de reabertura, apesar de acompanhado pelo aumento expressivo de casos de Covid-19 e necessidade de vacinação ao longo de 2023. Já os EUA mostram resiliência de crescimento, enquanto a Europa adentra a recessão.
	Inflação	Trajetória de inflação é incerta para 2023, com baixa probabilidade de convergência para a meta de inflação nas principais economias, em especial EUA e Zona do Euro. O monitoramento de mercado move-se da pressão de energia e se torna a disseminação dos reajustes de salários.
	Juros	O comitê do Fed deu suporte para o nosso cenário base de juros para 2023. Seguimos com o <i>call</i> de <i>fed funds rate</i> para o intervalo de 5,00%-5,25%, acima do precificado pelo consenso de mercado. Posicionamento mais duro do BCE nos fez revisar juro terminal para 3,5% e com viés altista. Ciclo monetário deve perdurar durante o primeiro semestre.
	Commodities	Reabertura de China será principal vetor altista para os preços de commodities em 2023, enquanto o resto do Ocidente desacelera a demanda. Ainda temos <i>view</i> construtivo para o preço do petróleo, mas virá acompanhado de maior pressão inflacionária. Já o minério de ferro deve ter maior suporte em 2023 e contribuir positivamente para Brasil.
Brasil	Atividade	Novos indicadores reforçam tendência mais fraca de crescimento ao longo de 2023, mesmo já incorporando a continuidade do impulso fiscal. Revisamos crescimento do PIB para 0,7% neste ano, mas sem deterioração do mercado de trabalho.
	Inflação	Cenário fiscal continua determinante para a formação das expectativas de inflação no médio prazo, mas composição da inflação subjacente tem melhorado nas últimas leituras. Revisamos IPCA de 2023 para 5,9% e 4,0% para 2024, mas com viés altista principalmente por vetores externos ( <i>commodities</i> ) e moeda.
	Juros	COPOM reforça que destino da política monetária ainda está em aberto, com menor probabilidade de cortes em 2023 e vigilante para a política fiscal. Ainda enxergamos espaço para a redução de juros neste ano, mas em menor intensidade, por isso revisamos cenário de Selic de 11,75% para 12,75% em 2023.
	Câmbio	Nível de incerteza doméstica e global ainda coloca o Dólar como ativo seguro para proteção e destoando de vetores positivos, como diferencial de juros. Revisamos nosso cenário de câmbio para R\$/US\$ 5,30 em 2023, mesmo vendo espaço para o Dólar global (DXY) perder força, ou seja, com vetores de riscos domésticos se sobressaindo.

### Projeções Econômicas – BTG Pactual

		2022e	2023e (ant.)	2023e (atual)	Δ (p.p.)	2024e (atual)
PIB	(% a.a.)	3.00	0.90	0.70	▼ -0.20	0.90
SELIC	(% a.a.)	13.75	11.00	12.75	▲ 1.75	10.75
IPCA	(% a.a.)	5.60	5.00	5.90	▲ 0.90	4.00
IGP-M	(% a.a.)	5.45	3.50	3.80	▲ 0.30	4.00
Taxa de Câmbio	(R\$/US\$)	5.28	4.90	5.30	▲ 0.40	5.40
Result. Primário	(% PIB)	1.22	-0.96	-1.18	▼ -0.22	-1.44
Dívida Bruta	(% PIB)	73.84	78.10	78.24	▲ 0.14	82.79

## Strategy View

### Iniciando 2023 com posicionamento neutro

Classe de ativo	Asset Strategy – Janeiro 2023		
	View	View* (1-5)	Onde achar no BTG?
<b>RF Pós-fixado</b>	Ausência de definição final para o ciclo de juros doméstico continua dando suporte para a classe pós-fixada como uma das principais alternativas de alocação, sobretudo pela liquidez em casos de movimentos mais táticos para risco.	3	
<b>RF Inflação</b>	Balanço de risco para a inflação em 2023 ainda é altista e favorece alocação nesta subclasse em Renda Fixa. Por outro lado, risco fiscal limita retornos advindos de fechamento da curva no curto prazo, mas que podem ocorrer ao longo do ano. Seguimos com posicionamento em vencimentos intermediários.	3	<a href="#">Macro &amp; Estratégia</a>   <a href="#">Renda Fixa</a>
<b>RF Prefixado</b>	Apesar de revisarmos nosso cenário de Selic para esse ano, ainda vemos prêmio de inflação nos vencimentos 2 anos à frente. Se BC manter tom <i>hawkish</i> , alocações em prefixados serão as mais beneficiadas. Por outro lado, risco fiscal demanda alocação neutra.	3	
<b>Retorno Absoluto</b>	A posição busca capturar a gestão ativa, sobretudo em cesta de moedas e curvas de juros estrangeiras que usualmente não temos exposição direta. Continua sendo importante geradora de resultado no ano por uma questão de diversificação.	3	<a href="#">Top Funds BTG</a>
<b>RV Brasil</b>	A bolsa brasileira terá ambiente mais incerto no curto prazo, com maior volatilidade no mercado de juros. Por outro lado, reabertura de China e desaceleração do ritmo de alta de juros nos EUA pode ser <i>driver</i> positivo para tal classe de ativo no mundo, favorecendo também as alocações no Brasil. Seguimos neutros.	3	<a href="#">10SIM</a> , <a href="#">Small Caps</a> , <a href="#">Dividendos</a> , <a href="#">ESG</a>
<b>Internacional</b>	Por conta do diferencial de crescimento esperado e o ciclo da política monetária mais avançado, seguimos alocando no mercado americano como diversificação geográfica. Ainda assim, 2023 deve ser um ano mais positivo para risco do que 2022 no cenário global.	3	<a href="#">Carteira de BDRs</a>
<b>Alternativo</b>	Fundos Imobiliários continuam oferecendo a melhor relação de risco e retorno em meio ao ambiente desafiador, mas as operações estruturadas também oferecem uma capacidade de diversificação de temas, com proteções atrativas para o momento atual.	3	<a href="#">Carteira de Fundos Imobiliários</a> , <a href="#">FIPS</a> e <a href="#">COEs</a>

### 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
<b>Cotação</b>	<b>30-dez-22</b>	<b>13,65</b>	<b>15.393</b>	<b>8.533</b>	<b>109.735</b>	<b>3.840</b>	<b>R\$ 5,28</b>	<b>2.867</b>	<b>4.578</b>
Dezembro	(%)	1,12%	1,43%	-0,24%	-2,45%	-5,90%	1,73%	0,00%	0,09%
2022	(%)	12,4%	8,8%	6,3%	4,7%	-19,4%	-6,7%	2,2%	13,3%
12 meses	(%)	12,4%	8,8%	6,3%	4,7%	-19,4%	-6,7%	2,2%	13,3%
24 meses	(%)	17,3%	6,6%	5,0%	-7,8%	2,2%	1,7%	-0,1%	15,6%

\*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 janeiro, seguimos com posição em Inflação (9,5%) focada em *duration* intermediária, capturando o carregamento que está atrativo para 2023 dado o nível de inflação esperado, além do nível das taxas elevadas em termos de ponto de entrada. Após dois meses de alteração, fizemos manutenção da participação de Pós-fixados (70%) e Prefixados (2%).

Nossa exposição Internacional (2,5%) segue moderada, embora reconheçamos que boa parte da mudança de juros americano já ocorreu e podemos ter um curto prazo menos volátil. Temos viés neutro para Renda Variável (6,0%) e dado a volatilidade reduzida deste perfil de risco, mantemos posição controlada.

### Balanceado

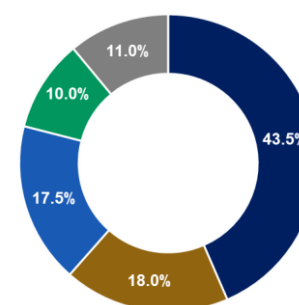
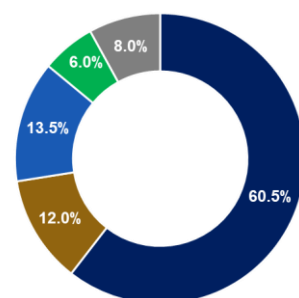
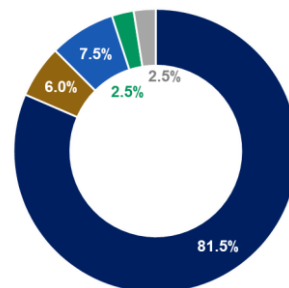
Neste mês, em Renda Fixa, a posição em Inflação (18,5%) seguirá concentrada nos vencimentos intermediários, reflexo do elevado carregamento e da taxa real. Não ajustamos mais a posição em Prefixados (4%), além da manutenção da posição em Pós-Fixados (38,0%), mas que segue estruturalmente com maior peso e que estimamos retorno esperado médio maior em 2023 após nossa revisão de cenário de Selic.

Continuamos com posicionamento neutro de Renda Variável (12,0%), com foco no retorno das *large caps*, ativos de qualidade, sobretudo commodities e serviços financeiros. No Internacional (6,0%), ainda focamos em EUA. Não alteramos as alocações em Alternativos (8,0%), focados em FII's, que continuam com *valuation* atrativos. Já Retorno Absoluto (13,5%) segue como estratégia importante para decorrelação e maior eficiência dada a gestão ativa.

### Sofisticado

Em janeiro, seguimos com posição importante em Retorno Absoluto (17,5%), que tem adicionado valor para as estratégias, com os fundos capturando os movimentos na política monetária global, bem como a volatilidade nas moedas. Por sua vez, não alteramos nesse mês a alocação em Pós-Fixados (25%), como ocorreu em novembro e dezembro, mantendo também a posição mais controlada em Prefixados (6%) dado a incerteza no mercado de juros, em compasso de espera da definição da nova política econômica. Seguimos construtivos para Inflação (12,5%), com o foco atual em *duration* média de 6 anos, reflexo da continuidade do prêmio na curva.

Continuamos com a exposição modesta em Alternativos (11%) e para os FII's (6,5%), sendo que há ainda a necessidade de monitorar os riscos fiscais no próximo ano. Na alocação Internacional (10%), ainda estamos focados em EUA como diversificação geográfica, além de neutros para a bolsa doméstica – o que motiva alocação de 18% em Renda Variável.



### Alterações do Mês

	Conservador				Balanceado				Sofisticado			
	Estrutural	Dezembro	Tático	Janeiro	Estrutural	Dezembro	Tático	Janeiro	Estrutural	Dezembro	Tático	Janeiro
<b>Renda Fixa</b>	<b>81.5%</b>	<b>81.5%</b>	<b>&gt;&gt;</b>	<b>81.5%</b>	<b>60.0%</b>	<b>60.5%</b>	<b>&gt;&gt;</b>	<b>60.5%</b>	<b>43.0%</b>	<b>43.5%</b>	<b>&gt;&gt;</b>	<b>43.5%</b>
Pós-fixado	72.5%	70.0%	0.0%	70.0%	40.0%	38.0%	0.0%	38.0%	27.0%	25.0%	0.0%	25.0%
Inflação	7.0%	9.5%	0.0%	9.5%	16.0%	18.5%	0.0%	18.5%	10.0%	12.5%	0.0%	12.5%
Prefixado	2.0%	2.0%	0.0%	2.0%	4.0%	4.0%	0.0%	4.0%	6.0%	6.0%	0.0%	6.0%
<b>Retorno Absoluto</b>	<b>7.5%</b>	<b>7.5%</b>	<b>0.0%</b>	<b>7.5%</b>	<b>13.5%</b>	<b>13.5%</b>	<b>0.0%</b>	<b>13.5%</b>	<b>17.5%</b>	<b>17.5%</b>	<b>0.0%</b>	<b>17.5%</b>
<b>Renda Variável</b>	<b>6.0%</b>	<b>6.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>6.0%</b>	<b>14.0%</b>	<b>12.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>12.0%</b>	<b>22.0%</b>	<b>18.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>18.0%</b>
<b>Internacional</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.5%</b>	<b>0.0%</b>	<b>2.5%</b>	<b>4.0%</b>	<b>6.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>6.0%</b>	<b>5.0%</b>	<b>10.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>10.0%</b>
<b>Alternativo</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.5%</b>	<b>0.0%</b>	<b>2.5%</b>	<b>8.5%</b>	<b>8.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>8.0%</b>	<b>12.5%</b>	<b>11.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>11.0%</b>
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 Brasil, novo governo assume e deve seguir enfrentando pauta fiscal. No Global, esperamos juros altos ao longo de todo ano e China enfrentando desafios da reabertura da economia

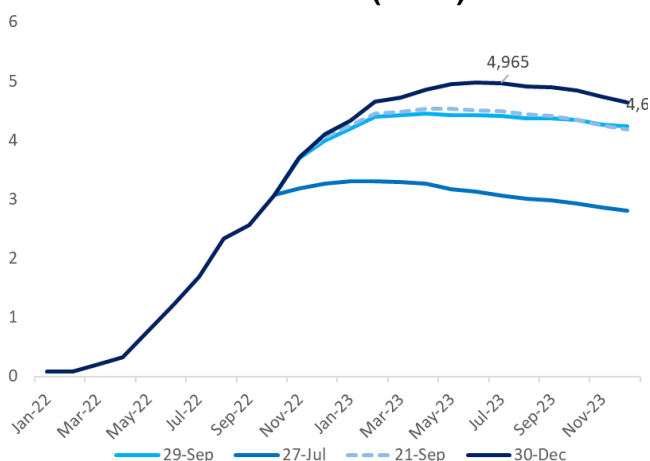
Economia global em trajetória de desaceleração, com política monetária atingindo o pico do aperto neste primeiro semestre. Na China, reabertura vem acompanhada com aumento expressivo de número de casos de Covid.

No Brasil, mercado seguirá aguardando a definição da nova pauta econômica nas próximas semanas, sobretudo para o mapeamento dos riscos fiscais. Por sua vez, inflação continuará sendo tema para 2023, deixando menos espaço para cortes de juros.

**Entrando em um ano de menor crescimento e juros altos.** O ano de 2023 será marcado por uma desaceleração expressiva da atividade econômica global, reflexo da exaustão dos efeitos dos estímulos fiscais adotados durante a pandemia, bem como o fim da poupança excessiva acumulada durante o processo, mas principalmente pelos efeitos do aperto da política monetária global. Mesmo incorporando o cenário de menor crescimento, ainda vemos riscos importantes para o cenário inflacionário global, sobretudo do lado de energia, da qual ainda temos um *view* construtivo (ver [Relatório Especial – Petróleo](#)). O balanço de risco para a inflação ainda é alista, o que deve promover um ano marcado pela continuidade de taxas básicas de juros em patamar historicamente elevadas.

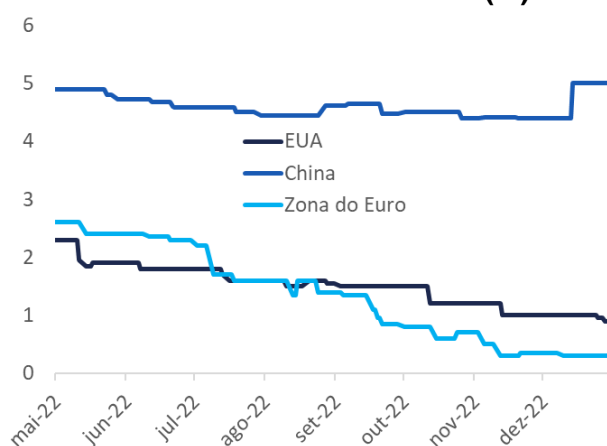
**EUA: menor crescimento e desafios com a inflação.** Apesar de mostrar resiliência no 4T22 (estimamos +2,04% t/t anualizado de PIB), a economia americana deve perder ímpeto em 2023, com crescimento de 1,9% em 2022 diminuindo para 0,6%, que ainda assim será acima da Zona do Euro (do qual projetamos apenas 0,1% de PIB em 2023, com recessão mais clara). O consumo de bens mostra sinais de esgotamento, mas ainda há espaço para recuperação do setor de serviços, o que ainda é uma preocupação para o ambiente de inflação.

**Política Monetária - Juros (em %)**



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

**Crescimento do PIB 4T23 vs 4T22 (%)**



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Estimamos uma inflação ao consumidor (CPI) desacelerando de 6,8% em 2022 para 3,45% em 2023, ainda acima da meta perseguida pelo FOMC, com o próprio Powell revelando expectativa de descompressão da inflação do mercado imobiliário (aluguéis), do setor de bens, mas ainda incerto

quanto a trajetória do setor de serviços, cujos preços ainda continuarão sentido o impacto do aumento dos salários (*Wage Tracker* do Fed Atlanta mostra um acumulado de 6,4% a/a até novembro, e 8,1% no caso daqueles que estão trocando de posição). Como consequência desse cenário, não alteramos nossa expectativa para os juros nos EUA: +50 bps em fevereiro e +25 bps em março, com a taxa fazendo pico em 5,00%-5,25% (5,12% *mid-point*) e encerrando o ano nesse patamar (há risco elevado de 3 elevações de 25 bps). Inclusive, o próprio Fed convergiu para o nosso cenário, formalmente elevando a mediana da taxa de juros esperada para 2023 (de 4,6% para 5,1%, ver [Pós-FOMC 21/dez](#)).

**China: reabertura não será linear, mas será positiva para 2023.** Conforme apontamos em nosso [Relatório Especial - Reabertura da China](#), nossa expectativa básica é que a reabertura estrutural ganhará mais tração próximo das “Duas Sessões”, no 2T23. O evento marca as reuniões anuais do Congresso Nacional do Povo (NPC) e da Conferência Consultiva Política do Povo Chinês (CCPPC), mas reconhecemos que a normalização pode ocorrer ainda no 1T23. A campanha de vacinação ganha tração e há maior chance de utilização de novas vacinas de mRNA em 2023, abrindo espaço para uma consolidação da mudança da dinâmica de Covid-zero. Reforçamos mais uma vez que o processo não será linear e a fase inicial será repleta de um número elevado de casos – que só não aparecerá no curto prazo pela ausência de novos testes – mas também de óbitos. Por sua vez, o setor imobiliário deve mostrar estabilização ao longo dos próximos meses, mas não deve retomar ao nível pré-pandemia. A economia chinesa mostra fraco crescimento em 4T22, limitando o PIB não só de 2022 (2,8%), mas afetando contabilmente a performance de 2023 (4,8%).

A despeito disso, ainda contamos com um ambiente mais construtivo a partir do segundo trimestre deste ano. Essa avaliação ganhou peso após o *Central Economic Work Conference*, e a reunião de dezembro do Politburo, ambas mostrando um tom do governo central pró-crescimento, buscando a estabilidade econômica como prioridade em 2023 e “trabalho duro” para atingir as metas (entendemos que será buscado 5% de taxa de crescimento), em especial com recuperação do consumo e das expectativas. É um posicionamento diferente do que boa parte de 2022, onde a mensagem central dos principais líderes era não “inundar” a economia com estímulo.

**Brasil: menor crescimento em 2023.** Observarmos indicativos de que o mercado de trabalho pode continuar fortalecido e esperamos a continuidade de estímulos fiscais, o que pode incentivar o consumo das famílias. Por outro lado, nossa expectativa de manutenção das condições financeiras apertadas, com a taxa Selic sendo cortada apenas no 4T23 em nosso cenário base, bancos centrais globais sinalizando uma política monetária restritiva por mais tempo e a deterioração da confiança dos empresários devem sobressair os vetores altistas e resultar em perda de ímpeto da atividade econômica no próximo ano. Nesse sentido, nosso balanço de riscos motivou a revisão da projeção de PIB para 2023 de 0,9% para 0,7%. Como ponto de atenção, ressaltamos que uma retomada mais forte do que a projetada em nosso cenário base da economia chinesa pode beneficiar a balança comercial brasileira e contribuir positivamente para o número de crescimento.

**Balanço de risco para inflação em 2023 piorou.** Nosso cenário central para a inflação em 2022 aponta uma taxa de 5,6%, mas, em 2023, as questões envolvendo os impostos federais sobre combustíveis ganham novos atos. Em 1/janeiro/2023, o novo governo já editou uma Medida Provisória que estende por mais 60 dias as desonerações sobre a gasolina e, por um ano, para diesel e GLP. Ainda que possa haver reduções nas expectativas do IPCA para janeiro e fevereiro, vemos um cenário de deterioração das expectativas de inflação para 2023 e 2024, onde projetamos 5,9% e 4,0%, respectivamente. Logo, reforçamos o cenário desafiador para inflação e, por consequência, na cautela nas decisões de alocação em Renda Fixa.

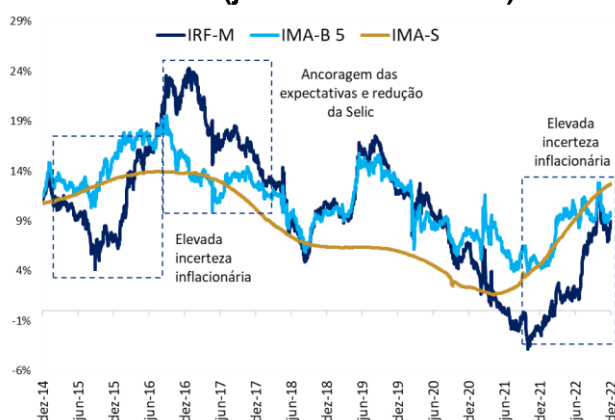
**Discussão sobre política fiscal e parafiscal continuarão no radar neste ano.** Após meses de discussão sobre o Orçamento de 2023 e o tamanho do *waiver* que seria dado para gastos no próximo ano, entendemos que o risco fiscal não está encerrado. Os próximos meses serão marcados pela análise de dois temas: i) a nova proposta de regra fiscal, que irá substituir o Teto dos Gastos; ii) a possível alteração da política creditícia atual do BNDES, com volta de subsídios e aumento da

participação do crédito direcionado, o que gera impactos fiscais e limita o potencial da política monetária. Entendemos que os dois vetores não estão totalmente precificados e representam um risco importante para as estratégias ao longo do próximo ano. Para mais detalhes, ver **Macro Box 11**.

**Selic: reduzindo o espaço para cortes de juros em 2023.** O COPOM formalmente vocalizou sua preocupação com os impactos da mudança do cenário fiscal brasileiro na política monetária. O comitê debateu diversos cenários em sua última reunião, avaliando mudanças em políticas parafiscais ou a reversão de reformas estruturais que podem reduzir a potência da política monetária. Nos exercícios analisados, o BC apontou que o efeito final dependerá tanto da combinação quanto da magnitude das políticas adotadas, mas que pode demandar reação do comitê. Nesse sentido, deixou a porta aberta para dois cenários – que não são base, mas representa risco para a curva de juros: i) o não corte de juros ao longo de todo 2023; ii) a retomada do ciclo de alta de juros. Revisamos nossa estimativa de taxa Selic para o final do próximo ano de 11,00% para 12,75%, revelando um apetite menor para cortes de juros, que, se houver, devem ocorrer apenas no último trimestre.

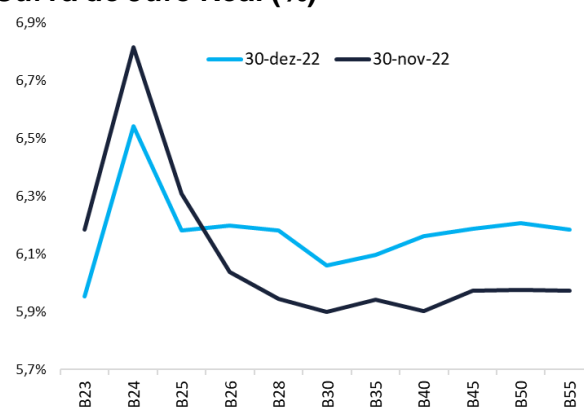
**Em Renda Fixa, ambiente é de taxas mais elevadas ao longo do ano e monitoramento da nova fase da política monetária.** É importante reforçar que a mudança de cenário de taxa Selic não afeta a visão sobre as posições em Prefixadas ajustadas no último *Asset Strategy*, que foram feitas em uma taxa em patamar elevado e em um ambiente em que a curva PRE x DI precificava mais 2 altas de 25 bps – enquanto há menos de 1 alta nesse momento. A curva ainda precifica uma Selic de 13,00% no final de 2023, 25 bps acima do nosso cenário base, o que deixa assimetria ainda positiva para posições em 2025 e 2026 (conforme *duration* do IRF-M 1+, ~2,5 anos), vértices que ainda preferimos nesse início de ano, com tamanho controlado dentro da estratégia de Renda Fixa. Cabe notar que o componente de inflação implícita na curva Prefixada continuabem acima da meta de longo prazo (3%), flutuando entre 6,0% e 6,2% entre os vencimentos de 2 e 10 anos, reforçando que ainda há espaço para transmissão de um posicionamento mais duro da política monetária neste ano – o que não promoveria um fechamento de taxa de juro real, mas poderia reduzir o prêmio de inflação na curva.

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



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

**Curva de Juro Real (%)**



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Por sua vez, o foco continua sendo a posição estrutural iniciada desde 2021, com instrumentos Pós-Fixados detendo maior participação nas estratégias e se beneficiando desse ciclo de juros elevados mais longo, além de entregarem liquidez necessária para mudanças táticas de posição para maior risco, caso o cenário mude nessa direção. Continuamos com bom posicionamento em títulos atrelados à inflação (NTN-Bs), sobretudo pelo nível de taxa elevada para padrões históricos e dado a evolução esperada do juro real ao longo do ano, conforme as mudanças da política monetária doméstica abram espaço para descompressão da curva no segundo semestre. Atualmente projetamos uma variação mensal média do IPCA de 0,48% para os meses de 2023, o que resulta no nosso cenário de IPCA em 5,9%, que tem viés altista e pode melhorar as estratégias de carregio. Como não estimamos um fechamento estrutural da curva no curto prazo, enquanto o nível de incerteza sobre a política econômica seguir vigente, seguimos com um nível de risco controlado em tal estratégia, focando em



vértices intermediários, com uma *duration* média mais próxima de 6 anos (conforme o IMA-B, que usamos de referência).

**Em Renda Variável, ficou mais desafiador estimar o retorno esperado, por isso seguimos neutro.**

Conforme aponta o relatório [Estratégia Brasil 2023](#), elaborado pela equipe de Renda Variável do BTG Pactual, há um conjunto bem amplo de cenários para o Ibovespa no próximo ano (como *proxy* de retorno esperado para a alocação em RV), a depender do direcional de juros real e de crescimento – dois parâmetros amplamente sensíveis à nova realidade fiscal. As estimativas mostram que a taxa de juro real (NTN-Bs) estaria melhor precificada próxima do atual patamar do que a bolsa brasileira e que o fechamento de taxa deveria ser intenso para gerar um efeito no múltiplo para promover um retorno esperado elevado, quando ajustado ao risco – o que deveria motivar uma sobrealocação na classe. Entendemos que, dado a incerteza no ambiente macro, esse fechamento estrutural não deve ocorrer no curtíssimo prazo, portanto, demanda alocação neutra na classe.

Por outro lado, entendemos que o *valuation* continua atrativo, com as ações brasileiras sendo negociadas a 8,8x P/L projetado de 12 meses ex-Petrobras e Vale, quase dois desvios padrão abaixo de sua média histórica (de 12,5x). Esse parâmetro ainda reflete um crescimento de lucros razoável. Em nossas estimativas, os lucros consolidados da bolsa, ex-Petrobras e Vale, deve crescer 7,7% a/a em 2023. Muito embora se assemelhe com a performance nominal esperada para o PIB (~1% de crescimento e 5% de inflação), é preciso entender que há efeitos separados entre exportadores de commodities e empresas que dependem do ambiente doméstico. De fato, estimamos que os lucros das empresas domésticas crescerão 14% a/a, parcialmente compensados por uma queda de 27% a/a nos lucros dos exportadores de commodities. Cabe notar que o viés é baixista para o primeiro e altista para o segundo, dado o risco de crescimento mais fraco e uma recuperação dos preços das commodities com reabertura de China.

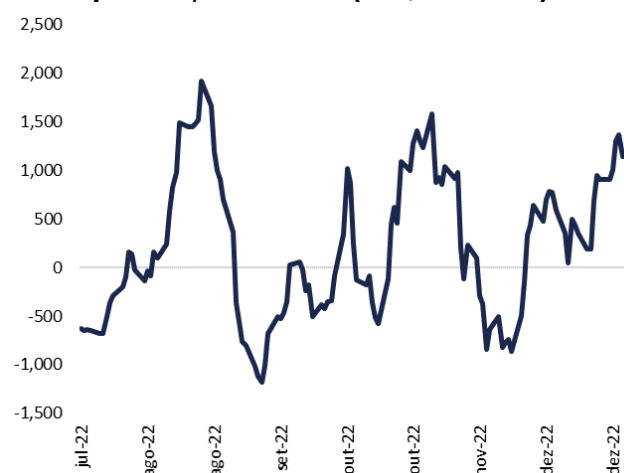
Ainda estamos monitorando a formação do novo governo e, dado o risco macro, seguimos focando mais na composição da carteira do que necessariamente no tamanho da classe de ativo (Renda Variável) nas estratégias. Nesse sentido, ainda preferimos ativos de qualidade e liquidez, como serviços financeiros e teses de commodities. Reforçamos a [Carteira de Ações 10SIM do BTG Pactual](#) como alternativa para alocação em janeiro.

**Bovespa P/L 12 meses projetado**



Fonte: BTG Pactual

**Fluxo para Ações Brasil (US\$ milhões)**



Fonte: B3 e BTG Pactual. Nota: Somatória fluxo B3 e Anbima (FIAs).

## Macro Box 11 – Expansão do crédito subsidiado pode deteriorar expectativas macro

**BNDES pode alterar sua política de concessão de crédito em relação aos últimos anos.** Desde 2016, o banco iniciou um processo de alteração na sua estrutura de capital, elevando seu patrimônio de referência e maior critério para expandir sua carteira de crédito. Por consequência, o Índice Basileia do BNDES também traçou uma tendência positiva e, hoje, se encontra no patamar de 36%. Contudo, recentes sinalizações podem indicar uma mudança nesta estratégia e o tamanho da carteira de crédito tende a expandir nos próximos anos.

Desta forma, fizemos 3 simulações para quantificar tal expansão, alterando o Índice de Basileia para 3 diferentes níveis: (i) 19,1%, valor referente a média entre os anos 2003-17, período que prevalecia a TJLP como indexador dos contatos; (ii) 14,5%, referente ao mínimo da série histórica do BNDES desde janeiro de 2004 e (iii) 10,5%, referente ao índice mínimo exigido pelo BACEN.

BNDES (R\$ bi)	Basileia (%)	RWA	Cart. Crédito	Δ Cart. Crédito	Δ Crédito (% PIB)
Hoje	36.0	507	471	-	-
Média 2003-17 (Pré-TLP)	19.1	954	886	415	4.2
Mínimo Histórico (2004-22)	14.5	1,255	1,166	695	7.0
Mínimo Resolução BACEN	10.5	1,737	1,613	1,142	11.5

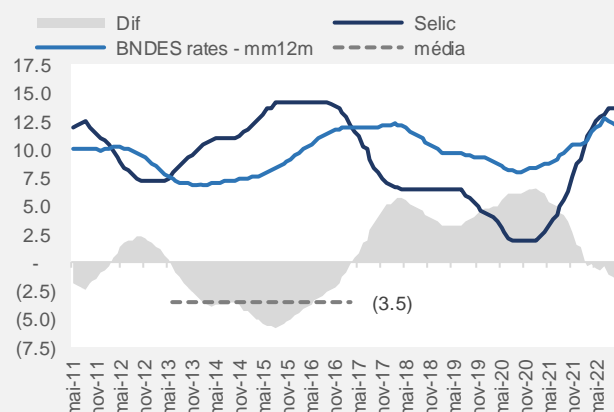
Fonte: BNDES e BTG Pactual.

Segundo nossas simulações, e partindo do pressuposto que não haverá mudanças no patrimônio de referência, se a nova gestão do BNDES optar por uma redução do seu Basileia para 19,1% a carteira de crédito pode expandir em, aproximadamente, R\$415 bilhões, 4,2% do PIB.

**TJLP pode retornar?** Tanto a TJLP, de 1994, quando a TLP, de 2018, foram instituídas via Medida Provisória e, portanto, depende apenas de vontade do poder executivo e uma tramitação de baixa complexidade (maioria absoluta) no Congresso para que ocorra este retorno. A saber, a TJLP está em 7,2% a.a., enquanto a TLP, em vigor, está em 12,8%. Enquanto a primeira é uma taxa fixa determinada pelo CMN e a TLP é a variação 12 meses do IPCA mais a média dos últimos 4 meses da taxa prefixada de uma NTN-B de 5 anos.

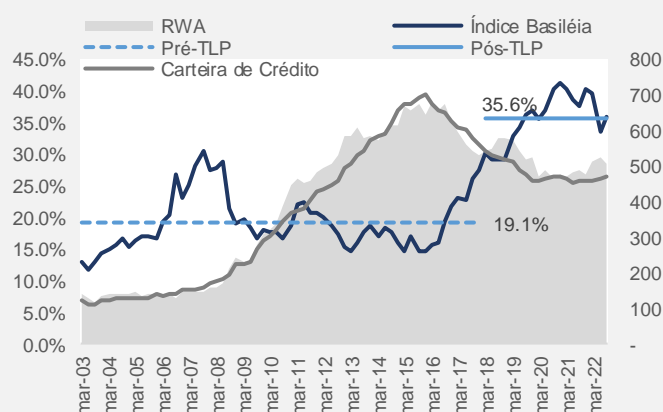
**Qualitativo fiscal e monetário pior.** Neste cenário, o Tesouro Nacional poderia ser usado como *funding* deste subsídio, deteriorando ainda mais a trajetória da dívida bruta para além das discussões atuais no Congresso. Adicionalmente, a transmissão da política monetária se enfraquece e demanda do BCB uma reação mais contracionista. Logo, entendemos que este fator é um *driver* de risco e pode manter a taxa Selic em patamar elevado por tempo maior do que é atualmente esperado.

Taxa Selic vs Taxa média de financiamentos do BNDES (%)



Fonte: BCB, BNDES e BTG Pactual, 2023

Índice de Basileia (%) e Ativos ponderados, RWA (R\$ bi) do BNDES



Fonte: BCB, BNDES e BTG Pactual, 2023

## Análise Detalhada

### Alocações detalhadas – Janeiro 2023

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
<b>Renda Fixa</b>		<b>81.5%</b>	<b>60.5%</b>	<b>43.5%</b>
<b>Pós-fixado</b>		<b>70.0%</b>	<b>38.0%</b>	<b>25.0%</b>
Liquidez	IMA-S	50.5%	13.5%	5.0%
CDB/LCI/LCA	107.4% CDI (*)	19.5%	20.5%	15.0%
Crédito Privado	IDA-DI	-	4.0%	5.0%
<b>Inflação</b>		<b>9.5%</b>	<b>18.5%</b>	<b>12.5%</b>
Inflação Curto	IMA-B 5	2.0%	5.0%	2.0%
Inflação Médio	IMA-B	7.5%	8.5%	7.5%
Inflação Longo	IMA-B 5+	-	-	-
Crédito Privado	IDA-IPCA	-	5.0%	3.0%
<b>Prefixado</b>		<b>2.0%</b>	<b>4.0%</b>	<b>6.0%</b>
Pré Curto	IRF-M 1	-	-	-
Pré Médio	IRF-M	-	-	-
Pré Longo	IRF-M 1+	2.0%	4.0%	6.0%
<b>Retorno Absoluto</b>	IHFA	<b>7.5%</b>	<b>13.5%</b>	<b>17.5%</b>
<b>Renda Variável</b>		<b>6.0%</b>	<b>12.0%</b>	<b>18.0%</b>
Ibovespa	IBOV	4.5%	12.0%	16.0%
Dividendos	IDIV	1.5%	-	-
Small Caps	SMLL	-	-	2.0%
<b>Internacional</b>		<b>2.5%</b>	<b>6.0%</b>	<b>10.0%</b>
EUA (em R\$)	IVVB11	2.5%	6.0%	10.0%
China (em R\$)	BCHI39	-	-	-
Europa (em R\$)	BIEU39	-	-	-
<b>Alternativos*</b>		<b>2.5%</b>	<b>8.0%</b>	<b>11.0%</b>
FII's	IFIX	2.5%	5.0%	6.5%
Ouro (em R\$)	BIAU39	-	-	-
Criptomoedas (em R\$)	HASH11	-	-	-
Exclusivos*	-	-	3.0%	4.5%
<b>Asset Strategy</b>		<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Nota (\*): 107,4% do CDI é a média dos rendimentos dos 333 produtos pós-fixados listados na plataforma [BTG Pactual em 23/dez/2022](#)

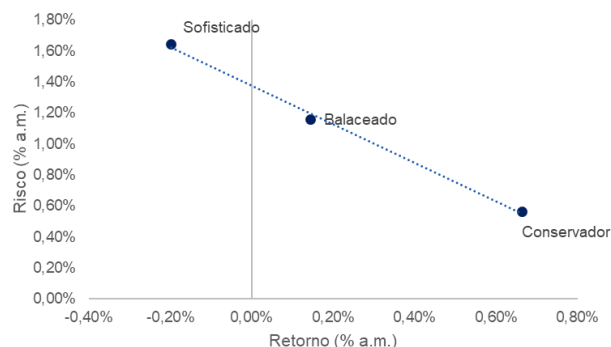
Exclusivos: COE, FIP-E, Venture Capital, Private Equity e etc.

## Análise de Desempenho

### Retorno por Contribuição

	dez-22					
	Conservador		Balanceado		Sofisticado	
<b>Renda Fixa</b>	<b>0,87%</b>		<b>0,53%</b>		<b>0,42%</b>	
Pós-Fixado	0,86%		0,49%		0,35%	
Inflação	0,01%		-0,01%		0,01%	
Prefixado			0,05%		0,06%	
<b>Retorno Absoluto</b>	<b>0,01%</b>		<b>0,01%</b>		<b>0,02%</b>	
<b>Renda Variável</b>	<b>-0,13%</b>		<b>-0,28%</b>		<b>-0,43%</b>	
<b>Internacional</b>	<b>-0,09%</b>		<b>-0,21%</b>		<b>-0,34%</b>	
<b>Alternativos</b>	<b>0,00%</b>		<b>0,09%</b>		<b>0,13%</b>	
<b>Total</b>	<b>0,66%</b>		<b>0,14%</b>		<b>-0,20%</b>	

### Relação Risco vs Retorno



**Acertos de alocação:** Continuidade da participação de posições em Retorno Absoluto são importantes para momentos de incerteza doméstica, garantindo a diversificação geográfica e de classes de ativos, sobretudo dado a movimentação no mercado de juros e de modas.

**Pontos de atenção:** A incerteza sobre a situação fiscal especialmente danosa para as posições no mercado doméstico. Por outro lado, cabe notar que as taxas voltaram a ficar mais atrativas, dando espaço para novos pontos de entrada. Janeiro ainda conta com incertezas, mas contamos com uma sazonalidade mais positiva.

### 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%	0,96%	1,47%	0,57%	0,66%	11,38%	13,27%

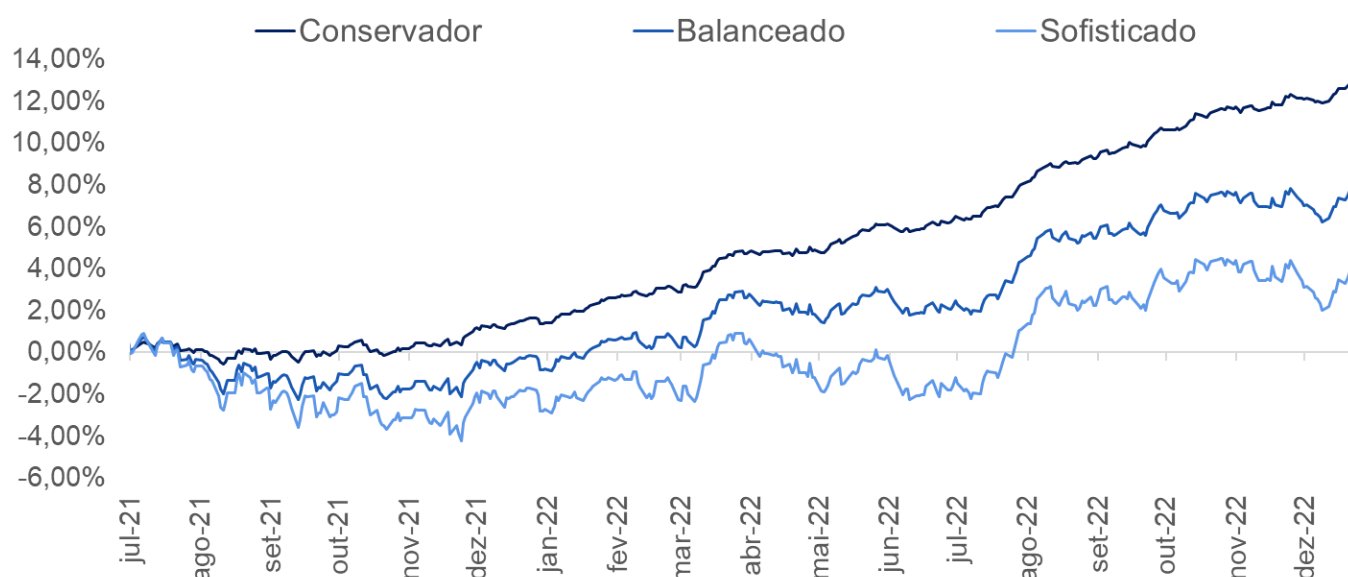
  

Balanceado	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Início
2021	-	-	-	-	-	-	-0,37%	-0,50%	-0,85%	-0,49%	0,32%	1,73%	-0,19%	-0,19%
2022	0,52%	0,40%	1,88%	-0,71%	0,82%	-0,96%	1,52%	1,84%	0,67%	1,66%	0,21%	0,14%	8,25%	8,05%

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%	0,36%	1,96%	0,08%	-0,20%	5,95%	4,11%

### Retorno Acumulado (%)\*



## Suitability – Alinhando o Perfil de Risco

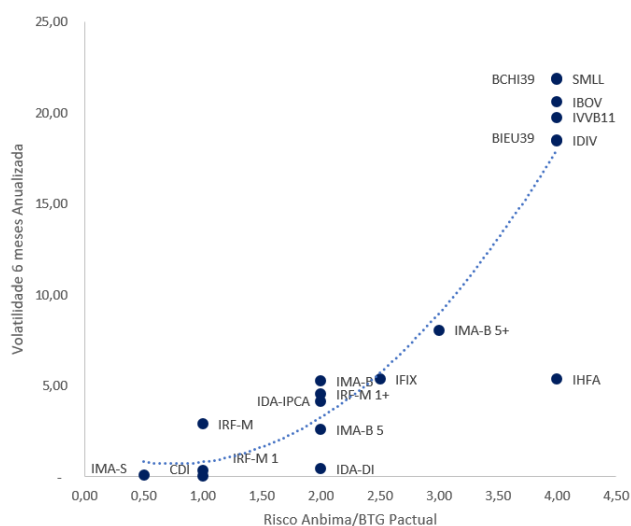
O *Asset Strategy* é um *report* de investimento mensal que busca endereçar a estratégia de 3 perfis de investidores: conservador, balanceado e sofisticado. Cada perfil lida com uma volatilidade implícita e, portanto, um risco diferente.

Nesse sentido, é importante ressaltar que as nossas alocações estão em linhas com as “*REGRAS E PROCEDIMENTOS ANBIMA DE SUITABILITY Nº 01*”<sup>1</sup>, 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).

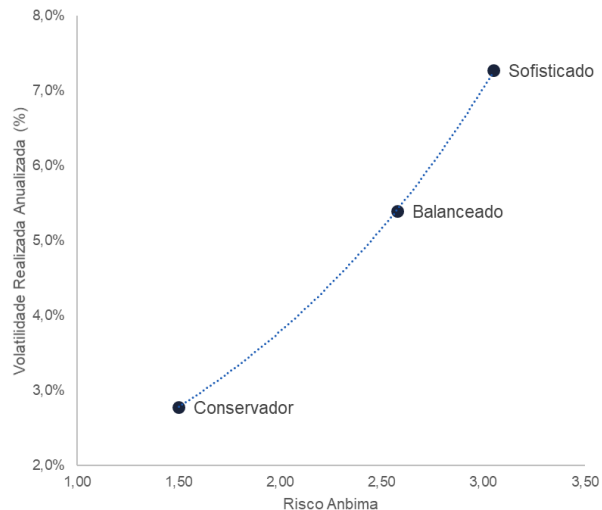
Abaixo colocamos a relação entre a nota para cada índice de referência utilizado em nossa estratégia e também a sua volatilidade realizada nos últimos 6 meses. Fica claro que a nota de risco guarda a relação próxima com a volatilidade do ativo ou da classe.

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.

<sup>1</sup>[https://www.anbima.com.br/data/files/92/76/52/EC/B349E61055FEC5E6192BA2A8/Regras\\_e\\_Procedimentos\\_do\\_Codigo\\_de\\_Distribuicao\\_11.11.19.pdf](https://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 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](mailto:alvaro.frasson@btgpactual.com)

Arthur Mota  
[arthur.mota@btgpactual.com](mailto:arthur.mota@btgpactual.com)

Leonardo Paiva  
[leonardo.paiva@btgpactual.com](mailto:leonardo.paiva@btgpactual.com)

Luiza Paparounis  
[luiza.paparounis@btgpactual.com](mailto: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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)