



Asset Strategy

3 de abril de 2023

Macro Strategy

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



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	

Lidando com a inflação alta por mais tempo

O primeiro trimestre de 2023 demonstrou que ainda há pouco espaço para os mercados se tranquilizarem quanto a volatilidade de juros. Se o ciclo de ajuste de política monetária global mais intenso dos últimos 40 anos já é um ambiente desafiador para as alocações, agora a incerteza em relação ao sistema financeiro acaba deixando a visibilidade à frente ainda mais comprometida.

A situação dos bancos pequenos e regionais nos EUA, em especial aqueles de nicho temático, emitiu um alerta de que a política monetária ainda pode revelar as cicatrizes deixadas ao longo dos últimos 12 meses. Por sua vez, aumenta a expectativa de uma continuidade de condições financeiras apertadas e, por consequência, de um menor crescimento da economia nos próximos meses.

Isso será suficiente para desacelerar a inflação no ritmo adequado? Ainda há poucos sinais, com as principais aberturas de núcleo nos EUA e até mesmo na Zona do Euro surpreendendo o mercado e sugerindo que o enfrentamento ao quadro inflacionário será mais longo do que o esperado hoje. Na verdade, o mercado está enxergando algum evento nos próximos 6 meses que promoverá um completo *shift* da política monetária global, entrando em uma tendência consolidada de cortes. Esse ambiente só é suportado por uma recessão forte ou um estresse financeiro de mais larga escala. Em outras palavras, são dois vetores importantes para as definições para posições de maior risco.

Assim como reforçamos no mês passado, entendemos que o mercado global seguirá combinando os seguintes fatores: i) menor crescimento; ii) juros altos por mais tempo; iii) inflação elevada por mais tempo, ainda que desacelerando; e iv) maior volatilidade, em especial por conta da incerteza envolvendo a dinâmica de crédito.

Os participantes do mercado brasileiro demandam sinais mais claros que o país está reforçando os seus fundamentos em meio a esse cenário global mais desafiador, mesmo já incorporando os ventos positivos da reabertura da China. Nesse sentido, um arcabouço fiscal crível é condição *sine qua non* para a retomada e sustentação do apetite ao risco pelos ativos domésticos, seja pelos próprios investidores brasileiros, mas principalmente pelos estrangeiros, que aumentaram o escrutínio de seus portfólios ante ao estresse financeiro. Por outro lado, ainda vemos um ambiente inflacionário com risco altista, mas que não provavelmente não encontrará resposta tempestiva do BC, o que coloca pressão no cenário de juros real mesmo ante as incertezas fiscais.

Por motivos variados, seguimos com alocações táticas ainda alinhadas a posição estrutural nas classes de ativos, com grande participação de Renda Fixa, e não vemos sinais de alteração de tal alocação estrutural no curto prazo, apenas eventualmente a sua composição. Por sua vez, dentro das subclasses, vemos espaço para redução de Pós-Fixados para alocação em Inflação em *duration* mais elevada, reflexo do prêmio mais atrativo pelo momento e pelo elevado carrego da inflação. Nas posições de maior risco, caso de Renda Variável, seguimos vendo espaço apenas para qualidade e com maior liquidez de negociação, o que se provou mais uma vez acertada durante este primeiro trimestre do ano.

Entendemos que o mês de abril ainda não será o momento de consolidação de uma tendência altista mais clara para o mercado brasileiro, mas vemos níveis de preços e prêmios mais atrativos neste momento.

Macro View

Maior incerteza quanto à trajetória de crescimento e inflação global

Região	Fator	Abril 2023
Global	Atividade	Apesar de um 1T23 resiliente, ainda vemos sinais de uma desaceleração da economia global (ex-Ásia emergente) nesse 2T23, em especial com menor contribuição do mercado de crédito. É um ambiente esperado, dado o nível de aperto monetário e será concentrado na economia americana e europeia.
	Inflação	Núcleo de inflação continua surpreendendo nas últimas leituras e sugere que a tendência de inflação à meta, sobretudo por conta do setor de serviços, será mais longa. Vemos risco de um CPI mais próximo de 4% nos EUA, ainda puxado pelos itens do chamado "supercore". Petróleo voltando a acelerar adiciona risco altista para este cenário.
	Juros	Após o posicionamento do FOMC e a evolução recente da situação do setor financeiro, revisamos nosso cenário para um <i>fed funds rate</i> terminal de 5,0%-5,25%, com término em maio, mas sem cortes ao longo de 2023. Ambiente ainda é de aperto das condições financeiras e elevada volatilidade.
	Commodities	A reabertura da China está sendo ofuscada pela preocupação com a crise de crédito no Ocidente. É um ambiente no qual o minério de ferro já atingiu seu patamar mais sustentável (menor <i>upside</i>) e o petróleo seguirá volátil – embora ainda temos viés altista dado o nível de preços atuais.
Brasil	Atividade	Optamos pela manutenção das projeções de crescimento brasileiro em 2023 e 2024, mas ainda temos viés de baixa. Entendemos que a ausência de um arcabouço fiscal que sinalize ao menos estabilidade para a dívida pública no médio prazo dificulta a melhora nas condições financeiras, que seguirão apertadas.
	Inflação	Voltamos a elevar nossas expectativas de IPCA para 2023 (de 5,7% para 6,0%) por conta dos preços administrados (ICMS em combustíveis), promovendo uma inércia inflacionária maior para 2024 (para 4,2%). Ainda assim, núcleo de inflação mostrou melhor composição em março, sendo necessário verificar se é uma retomada da tendência anterior ou não.
	Juros	Discussão de meta de inflação ao longo do ano e do arcabouço fiscal serão determinantes para o cenário de juros no final de 2023 e 2024. Por ora, seguimos vendo juros estáveis em 2023, mas ainda com espaço para cortes no próximo ano.
	Câmbio	A preocupação com o sistema bancário americano e a proximidade do final do ciclo de alta de juros nos EUA são dois vetores contrários à força do Dólar Global (DXY) no curto prazo. Por outro lado, seguimos com nosso cenário de câmbio para R\$/US\$ 5,30 em 2023 em função da incerteza fiscal e de riscos envolvendo mudanças na política monetária.

Projeções Econômicas – BTG Pactual

		2023e (ant.)	2023e (atual)	Δ (p.p.)	2024e (ant.)	2024e (atual)	Δ (p.p.)
PIB	(% a.a.)	1,10	1,10		0,70	0,70	
SELIC	(% a.a.)	13,75	13,75		11,25	11,25	
IPCA	(% a.a.)	5,70	6,00	▲ 0,30	4,10	4,20	▲ 0,10
IGP-M	(% a.a.)	3,50	3,50		4,00	4,00	
Taxa de Câmbio	(R\$/US\$)	5,30	5,30		5,40	5,40	
Result. Primário	(% PIB)	-1,01	-1,01		-0,90	-0,93	▼ -0,03
Dívida Bruta	(% PIB)	77,17	77,20	▲ 0,03	81,56	81,60	▲ 0,04

Strategy View

Aproveitando o carregamento da inflação e o nível de prêmio na curva

Asset Strategy – Abril 2023			
Classe de ativo	View	View* (1-5)	Onde encontrar no BTG?
RF Pós-fixado	A subclasse continua importante dado os retornos mensais elevados, mas principalmente para a substituição em casos de movimentos mais táticos com o objetivo de elevar o risco do portfólio, como ocorreu no mês de abril. Reduzimos a liquidez e o carregamento da posição Real para uma alocação maior em Inflação.	3	
RF Inflação	Elevamos exposição na subclasse, acima do estrutural, e com alongamento da <i>duration</i> média de 6 para 8 anos. O ganho de inclinação da curva real é em função do fechamento nos vértices mais curtos eleva a atratividade, agora ponderando posições médias e longas.	4	Macro & Estratégia Renda Fixa
RF Prefixado	<i>Duration</i> de 2,5 anos se mostra adequada, performando melhor que o CDI ao longo do ano. Acreditamos que as implícitas ainda trazem prêmios robustos a serem capturados e, portanto, mantemos nossa recomendação na subclasse.	3	
Retorno Absoluto	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	Top Funds BTG
RV Brasil	Seguimos neutro na classe de ativos, ainda enxergando espaço para maior volatilidade dado o ambiente de juros doméstico (fiscal) e global. Ainda vemos espaço apenas para ativos de qualidade, líderes em seus segmentos e com alta liquidez.	3	10SIM , Small Caps , Dividendos , ESG
Internacional	Dado o nível de preços e o balanço de riscos à frente, vemos um ambiente desafiador para Renda Variável em mercados Desenvolvidos, com EUA, mas favorável para Renda Fixa de alta qualidade. Por sua vez, ainda seguimos com exposição à emergentes, com China nas estratégias.	3	Carteira de BDRs
Alternativo	Fundos Imobiliários continuam oferecendo a melhor relação de risco e retorno neste segmento 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	Carteira de Fundos Imobiliários , FIPS e COEs

Indicadores de Mercado

Cotação	31-mar-23	Pós-Fixado	Prefixado	Inflação	Ibovespa	S&P 500	Taxa de Câmbio	FI Imobiliário	Multimercados
		CDI (a.a.)	IRF-M	IMA-B	IBOV	SPX	Dólar	IFIX	IHFA
Março	(%)	1,17%	2,15%	2,66%	-2,91%	3,51%	-3,31%	-1,69%	-0,16%
2023	(%)	3,3%	3,9%	4,0%	-7,2%	7,0%	4,3%	-3,7%	0,8%
12 meses	(%)	13,3%	11,5%	7,5%	-15,1%	-9,3%	6,3%	-0,7%	8,0%
24 meses	(%)	20,5%	14,0%	12,4%	-12,6%	3,4%	-10,1%	-3,0%	16,8%

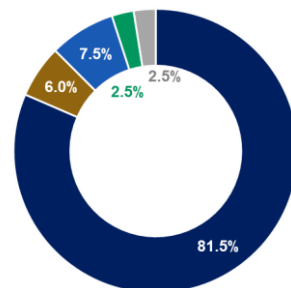
*View (1-5): Reforça nosso posicionamento para a classe de ativo, sendo 1 a não exposição, 3 a neutralidade e 5 a sobrealocação máxima.

Alocações Sugeridas

Conservador

Em abril, reduzimos taticamente a posição Pós-fixados (67%) para financiar um aumento de risco via Inflação (12,5%), com *duration* mais longa, 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 para aplicação. Seguimos com 2% em Prefixados.

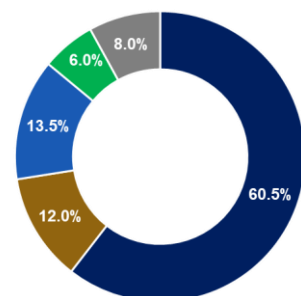
Nossa exposição Internacional (2,5%) segue moderada, esperamos a continuidade da reprecificação de juros americano e enxergamos risco de um curto prazo volátil. Temos viés neutro para Renda Variável (6,0%) e dado a volatilidade reduzida deste perfil de risco, mantemos posição controlada.



Balanceado

Neste mês, continuamos com posicionamento neutro de Renda Variável (12,0%), com foco no retorno das *large caps*, ativos de qualidade, sobretudo serviços financeiros (ex-bancos) e básicos. No Internacional (6,0%), estamos equilibrados entre EUA e emergentes, via China. Não alteramos as alocações em Alternativos (8,0%), focados em FIIs. Já Retorno Absoluto (13,5%) segue como estratégia importante para decorrelação e maior eficiência dada a gestão ativa.

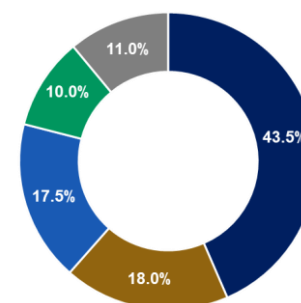
Em Renda Fixa, a posição em Inflação (21,5%) foi aumentada e acompanhada de um alongamento da *duration* (para mais próximo de 8 anos), reflexo do elevado carregamento e da taxa real. Não ajustamos mais a posição em Prefixados (4%), mas reduzimos a posição em Pós-Fixados (35,0%) para financiar o aumento do risco.



Sofisticado

Em abril, 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. Continuamos com a exposição modesta em Alternativos (11%), sendo que há ainda a necessidade de monitorar os riscos fiscais nos próximos meses. Na alocação Internacional (10%), temos diversificação geográfica entre emergentes e desenvolvidos, além de neutros para a bolsa doméstica – o que motiva alocação de 18% em Renda Variável.

Por sua vez, reduzimos a alocação em Pós-Fixados (22%) para a elevação em 3p.p. de Inflação (15,5%), em especial com alongamento da *duration* média (de 6 para 8 anos) para a captura de um prêmio de risco e um carregamento mais elevado para 2023. Por sua vez, não alteramos a estratégia em Prefixados (6%), subclasse de maior risco em RF, mas seguimos monitorando oportunidades.



Alterações do Mês

	Conservador				Balanceado				Sofisticado			
	Estrutural	Março	Tático >>	Abril	Estrutural	Março	Tático >>	Abril	Estrutural	Março	Tático >>	Abril
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%	70.0%	-3.0%	67.0%	40.0%	38.0%	-3.0%	35.0%	27.0%	25.0%	-3.0%	22.0%
Inflação	7.0%	9.5%	3.0%	12.5%	16.0%	18.5%	3.0%	21.5%	10.0%	12.5%	3.0%	15.5%
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%
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

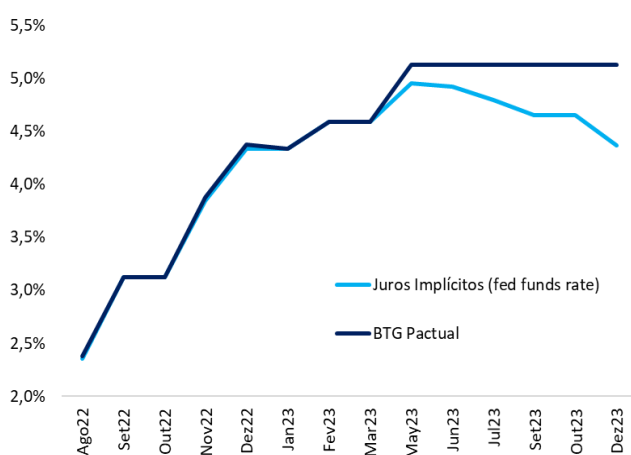
Parte importante dos riscos globais e domésticos decorrentes do cenário de juros e inflação se consolidaram. Vemos Inflação mais elevada, acompanhado de prêmio na curva, abrindo espaço para ajustes na estratégia de RF

Economias desenvolvidas sofrem com maior aperto das condições financeiras por conta da incerteza no mercado bancário. Por outro lado, Bancos Centrais se equipam com ferramentas para liquidez, mas seguem apertando a política monetária global.

No Brasil, abril ganhou mais relevância pela continuidade da discussão do novo arcabouço fiscal, que pautará os prêmios de risco no mercado brasileiro nos próximos meses. Por sua vez, resolvemos capturar o prêmio na curva de juro real, com maior *duration* e aproveitando de um carregio atrativo.

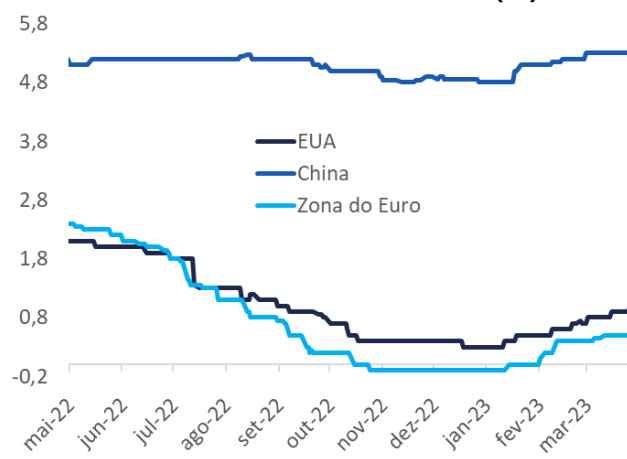
EUA: incorporando a incerteza no mercado de crédito para os próximos meses. O mês de março ficou marcado pelo temor de um estresse no setor bancário americano, com falência de bancos regionais e/ou concentrados em nichos de mercado. Os eventos aumentaram ainda mais a incerteza não apenas sobre a trajetória da economia, influenciada pela dinâmica de crédito, mas naturalmente da própria política monetária. Durante as últimas três semanas, o Fed, o Tesouro e a FDIC adotaram novas medidas para garantir liquidez suficiente ao sistema bancário – que já tem sido usado semanalmente pelos bancos – além de emitirem sinais claros de que assegurarão a estabilidade financeira. Nesse ínterim, o FOMC voltou a apertar a política monetária (25 bps) e deu mais pistas sobre as decisões futuras. Powell reconheceu que o mercado de crédito deve sofrer um aperto adicional, mesmo considerando a falência do SVB como um “*outlier*”. Dessa forma, a desaceleração no mercado de crédito geraria um aperto monetário e das condições financeiras que substituiria a necessidade de altas de juros adicionais.

Política Monetária - Juros (em %)



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Crescimento do PIB 4T23 vs 4T22 (%)



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Quanto aos supostos conflitos entre a busca pela estabilidade de preços e os impactos na estabilidade financeira, o comitê vai usar a política monetária no primeiro caso, sobretudo através do canal do crédito, ao passo que o segundo ponto será alcançado por ferramentas de liquidez que já estão sendo usadas. Por outro lado, o FOMC mostrou uma projeção mediana de 5,125% de taxa de juros para esse ano, mostrando apetite para apenas mais uma alta de 25 bps em maio – o que também se tornou nosso

cenário base, sem espaço para cortes em 2023, diferente do precificado pelo mercado (3 cortes de 75 bps). Por outro lado, cabe destacar que o cenário de inflação não melhorou, com surpresas altistas tanto no núcleo do CPI, quanto do PCE, mostrando que o agregado dos dados de inflação mostra uma tendência de uma inflação mais próxima de 4% no final deste ano (estimamos 3,8%). Esse seria um ambiente para mais altas de juros, mas como o FOMC pontuou, a desaceleração adicional do crédito pode gerar um aperto das condições financeiras que substituirá altas adicionais da *fed funds rate*.

Europa: comprometido com a estabilidade de preços e financeira. O *Governing Council* do ECB decidiu por elevar as três principais taxas de juros em 50 bps (sendo a taxa de depósito de 2,5% para 3,0%), conforme o esperado por nós. Por sua vez, o ECB reforçou que está monitorando as tensões de mercado, em especial no setor financeiro, e está preparado para atuar - se necessário - para garantir a estabilidade de preços e do sistema financeiro. A instituição entende que o setor bancário é resiliente e com ampla liquidez, diferente de 2008. O ECB afirmou ter ferramentas para prover liquidez e preservar a transmissão da política monetária. Dado o nível de incerteza atual, apontou que as próximas decisões serão “*data-dependent*” e que serão determinados i) pelo cenário de inflação à luz dos dados econômicos e financeiros; ii) pela dinâmica da inflação subjacente; e iii) pela força da transmissão da política monetária. Lagarde não deu sinalizações de que o ciclo teria terminado e dada a evolução recente do noticiário envolvendo o setor financeiro na Europa, o risco de contágio ficou menor no continente. Por outro lado, ainda precisam acompanhar a evolução dos fatos no mercado americano para garantir que a economia do Zona do Euro está blindada de ventos contrários ao mercado de crédito e bancário nesse curto prazo.

Brasil: ambiente ainda menos favorável para crescimento. Embora ainda continuemos com a projeção de 1,1% de PIB para 2023 e 0,7% para 2024, reconhecemos que o balanço de risco se deteriorou ao longo de março em função de um aperto adicional das condições financeiras por conta do já citado contexto externo mais desafiador, bem como um baixo nível de confiança. A situação do crédito continua complexa nos próximos meses, ainda que não enxerguemos crise iminente no Brasil, mas uma desaceleração relevante, esperada e de certa forma necessária para que o aperto monetário do BC tenha capacidade para controlar as atuais e futuras pressões de inflação. Como produto desse ambiente, já vemos sinais de desaceleração no mercado de trabalho, com a taxa de desemprego em 8,7%, mas que pode entrar em uma tendência de alta mais acentuada, sobretudo em um cenário de recuperação da taxa de participação. Hoje trabalhamos com uma elevação de 8,6% para 2023 e 8,8% em 2024, mas dado esses fatores metodológicos, reconhecemos um viés altista para a taxa ao longo do ano – o que é um risco importante por ser “*trigger*” de reações e políticas mais tempestivas por parte do governo federal.

Inflação: desancoragem até 2026 dificulta cenário para cortes de juro no primeiro semestre. Muito embora o IPCA-15 tenha mostrado uma situação levemente menos desfavorável no núcleo de inflação, a recomposição do ICMS em combustíveis e a incerteza sobre a trajetória fiscal nos fez revisar o cenário de IPCA para 2023 (6,0%) e, por consequência, 2024 (4,2%). Nesse ambiente de pressão por cortes de juros antecipados e/ou alterações nas metas, seguimos vendo uma desancoragem das expectativas inflacionárias de médio prazo, com o FOCUS revelando preocupantes 4% de IPCA para 2025 e 2026, 100 bps acima da atual meta de inflação que será perseguida a partir de 2024. Vale pontuar que uma inflação mensal mais elevada é um ponto favorável ao carregamento das alocações em Inflação, sendo necessário avaliar, por sua vez, qual a trajetória de juro real futura – que é dependente da política monetária e principalmente da dinâmica fiscal.

Selic: incorporando a continuidade de uma mensagem dura. À luz do cenário em torno das expectativas de inflação, o COPOM segue mantendo a Selic em 13,75% e reforçando que não hesitará em retomar o ciclo de juros caso a desinflação não ocorra como o esperado. A comunicação foi assertiva e com tom *hawkish*, embora o Comitê tivesse de fato poucas escolhas senão manter suas preocupações em torno das expectativas de inflação. No balanço de riscos, o Comitê retira do risco altista as preocupações em torno de um hiato do produto mais estreito, mas adiciona a possibilidade

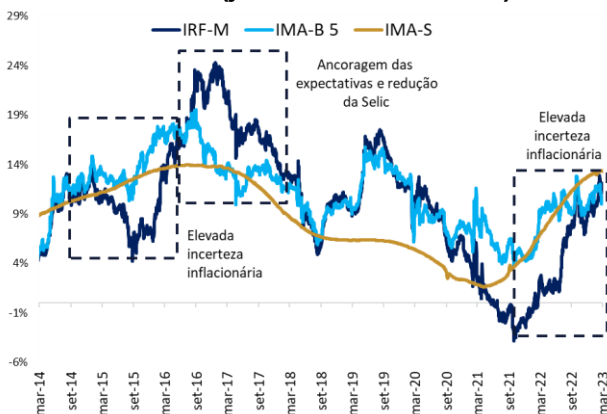
de desancoragem maior, ou mais duradoura, para a inflação nos prazos mais longos. Do lado baixista, sai do radar a manutenção das desonerações sobre combustíveis, e entra a deterioração nas concessões de crédito maior do que o compatível com o atual estágio da política monetária. Por sua vez, caso ocorra uma piora mais intensa das condições de crédito, em um cenário de estabilização dos riscos fiscais e manutenção da meta de inflação, com alguma reancoragem das expectativas, abriria espaço para cortes de juros no segundo semestre deste ano – o que demandaria, de forma antecipada, uma alteração em toda nossa estratégia de Renda Fixa. Entendemos que esse momento ainda não chegou.

Fiscal: avaliando o arcabouço fiscal. O Ministro da Fazenda divulgou a proposta inicial do novo arcabouço fiscal, com vinculação da evolução do crescimento da despesa à 70% performance das receitas em um período de 12 meses, gerando um componente pró-cíclico na meta de primário do governo. Caso o governo não entregue a meta de primário, a despesa do próximo ano será corrigida por 50% do crescimento da receita. Por sua vez, a própria despesa terá um piso de crescimento (0,6%, em linha com o crescimento da população), mas também um teto (de 2,5%). Sobre as metas de resultado primário até 2026 elas são bastante audaciosas no curto prazo e, mesmo se fossem atingidas, o governo parece utilizar premissas com alguma distância das expectativas de crescimento potencial e de juro real de refinanciamento da dívida pública.

Renda Fixa: aumentando exposição e *duration* em inflação. Em março, os eventos com os bancos globais colocaram as expectativas dos *fed fund rates* em trajetória descendente e, por sua vez, um fechamento de ~30bps na curva de juro real americana, contribuindo para uma redução dos prêmios de riscos nas economias emergentes. No Brasil, a apresentação do arcabouço fiscal no penúltimo dia do mês pode contribuir para reduzir a volatilidade do mercado, dada a menor incerteza em torno do plano de vôo fiscal do governo. Por outro lado, conforme o BC trouxe na Ata do Copom, a apresentação do arcabouço não guarda relação mecânica com a convergência das expectativas de inflação.

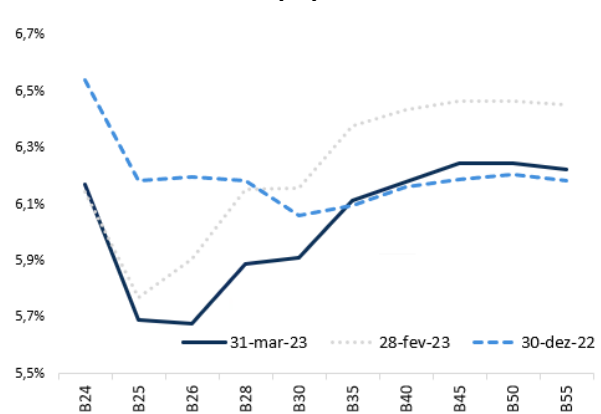
Portanto, entendemos que a posição em ativos com proteção em inflação faz ainda mais sentido neste cenário, onde a trajetória para o IPCA ainda é desafiadora neste ano (expectativa em 6%) e reancoragem para os próximos anos não está clara. Soma-se o fato de que as perspectivas para o início do ciclo de corte de juros possam ocorrer este ano (conforme precifica o mercado na curva de juros nominal), apesar da postura mais *hawkish* do BC na última reunião do Copom. Dito isto, optamos por um posicionamento tático em inflação acima do estrutural em todos os perfis. Em relação à *duration*, alongamos de 6 para 8 anos em média, vendo maior atratividade entre os vértices 2030 e 2045, em função do ganho de inclinação na curva ao longo do ano.

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



Fonte: Bloomberg e BTGP Pactual

Curva de Juro Real (%)



Fonte: Bloomberg e BTGP Pactual

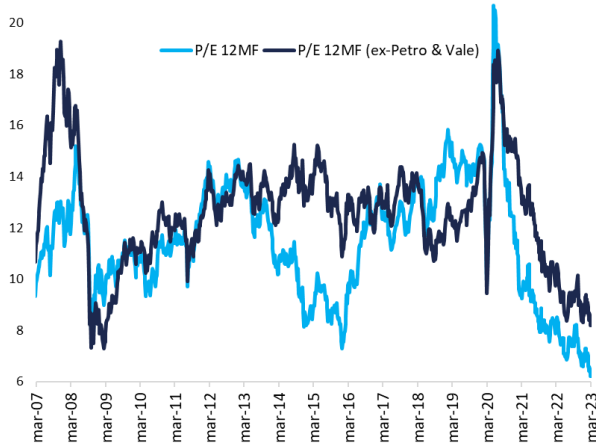
Prefixados performam melhor que CDI em março, mas riscos envolvendo a inflação ainda demandam cautela. Em março, o IRF-M apresentou retorno de 2,12% vs 1,1% do CDI, em função do fechamento da curva PRE x DI reflexo dos eventos externos supracitados. No caso do IRF-M 1+ o retorno foi ainda mais positivo, de 2,66%, justificando nossas posições com vencimentos de 2025 e 2026, em linha com a *duration* média do índice Anbima. Entendemos que a classe ganha atratividade neste momento em que o ciclo de manutenção da taxa Selic pode estar próximo do fim. No entanto, ainda não vemos fatores concretos que possam reancorar as expectativas de inflação e, por sua vez, promover uma queda mais abrupta das implícitas, uma vez que elas fecharam cerca de 70bps nas implícitas de 2 anos, agora em 6,25%. Logo, mantemos nossas alocações em prefixados alinhadas as posições estruturais e mais convictos que a *duration* de ~2,5 anos é a mais assertiva neste cenário.

Em Renda Variável, curto prazo ainda é volátil. Após fortes fluxos de entradas de capital estrangeiro na B3 no primeiro mês do ano (total de US\$ 2,5 bilhões), os fluxos de saídas foram relativamente fortes em fevereiro e março (acumulado de US\$ 1,2 bilhões), mostrando uma aversão ao risco não apenas por conta do ambiente doméstico desafiador, sobretudo nos embates envolvendo política monetária e fiscal, mas também pela situação volátil nos mercados globais, que reduz o apetite do estrangeiro por ativos emergentes. Por sua vez, como a taxa Selic em elevado patamar, os fundos de ações locais ainda enfrentam resgates. Nos primeiros 3 meses do ano, o volume de resgates promoveu uma queda de R\$ 22,7 bilhões no patrimônio líquido da indústria de FIAs e como a Selic continuará alta, podemos ter um fluxo negativo (saques) por mais tempo.

No curto prazo, preferimos ativos que se beneficiarão de um ambiente de preço commodities resilientes, além daquelas que performam melhor do que o Ibovespa em ambientes de alta de juros (financeiro ex-bancos), bem serviços básicos. Por sua vez, seguimos recomendando uma composição de carteira com empresas de qualidade (maior estabilidade de lucros) e já testadas em ambientes de incerteza no passado, sobretudo empresas que são líderes em seus segmentos e devem absorver participação de mercado. O cenário de bolsa é mais construtivo em horizonte de investimentos mais esticado, de pelo menos 1 ano, o que reforça nossa posição neutra (em linha com a estrutural) no curto prazo em renda variável brasileira – cujo cenário é mais turvo. A opção pela neutralidade limitou a absorção da forte queda no 1T23, em especial em *Small Caps*.

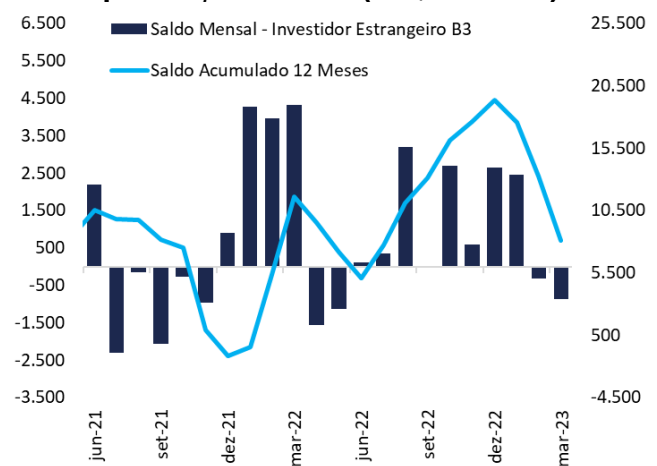
Apenas valuation barato não será suficiente para curto prazo. A bolsa brasileira segue atrativa do ponto de vista de *valuation*, com o Preço/Lucro (P/L) do Bovespa em 6,4x, sendo 8,5x na abertura ex-Petro e Vale, ambos significativamente abaixo da média estrutural do nosso mercado. Por sua vez, a discussão sobre a trajetória de juros nos próximos meses deixa mais incerto o diagnóstico sobre o nível do *valuation* do que nos meses anteriores, com possível mudança estrutural na curva de juros. Reforçamos a [Carteira de Ações 10SIM do BTG Pactual](#) como alternativa para alocação em abril.

Bovespa P/L 12 meses projetado



Fonte: BTG Pactual

Fluxo para Ações Brasil (US\$ milhões)



Fonte: B3 e BTG Pactual.

Macro Box 14 – O cenário dos juros EUA

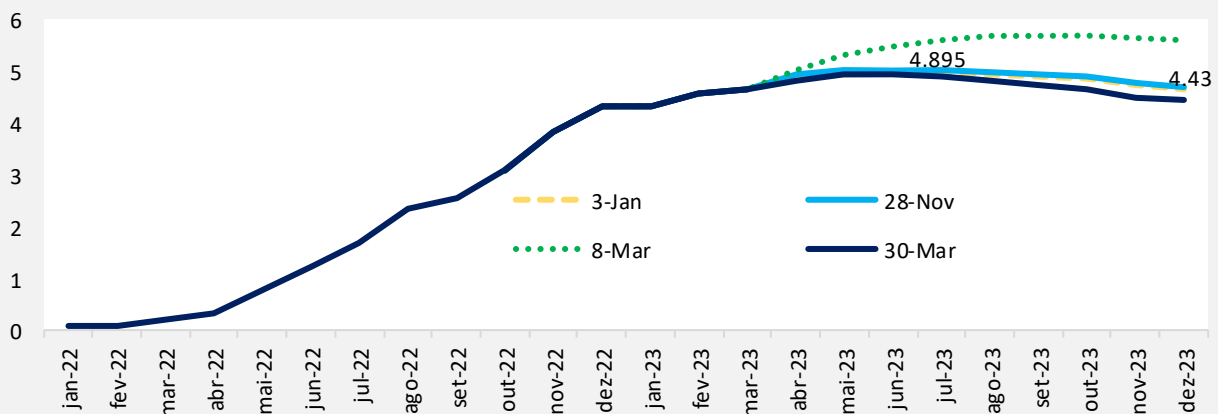
O mercado espera uma mudança rápida de posicionamento dos BCs no segundo semestre do ano. Toda a incerteza envolvendo o sistema bancário americano e os impactos no mercado de crédito alimentou as expectativas do mercado para cortes de juros de forma antecipada neste ano. Passamos a maior parte do 4T22 e 1T23 sugerindo que, dado a trajetória de inflação nos próximos meses, há pouco espaço para cortes de juros neste ano. Enquanto estimamos uma taxa terminal de 5,125% em maio, permanecendo nesse nível durante 2023, o mercado segue precificando 50 bps de cortes, sustentando um forte fechamento da curva de juros – em especial os juros de 10 anos – e possibilitando um *rally* de ativos sensíveis à longa *duration* (destaque para queda de 0,3% no índice de ações valor do S&P e alta de 4,1% no índice de ações de crescimento, também do S&P, ao longo de março).

Entramos em mais um ambiente em que o comunicado agregado do FOMC não está sendo incorporado pelo mercado e, conforme ficou claro no início de março, antes do estresse financeiro, apenas o fluxo de dados econômicos pode fazer com que ocorra essa convergência. Isso vale para o caso do ECB, que adotou um posicionamento *hawkish* na última reunião e seus membros continuam sugerindo novas altas de juros – não apenas em maio.

Quais serão os impactos no crescimento? A grande motivação para o mercado enxergar espaço para corte de juros é uma desaceleração econômica evidente, resultando em uma recessão. Entendemos que o mercado de crédito é sim um vento contrário para o crescimento do consumo e produção nos próximos meses, com nossos modelos indicando que a cada -1p.p. de empréstimos e *leasing* por parte dos bancos americanos, o PIB sofre um impacto negativo de -0,37 pp em 4 trimestres. Apenas à título de comparação, na crise financeiro de 2008 a contração nominal chegou à -6,9%, gerando um impacto de -2,6 pp do PIB – o que nos parece um caso extremo para a situação atual. Por sua vez, a desaceleração de -3,2% em 2021 contribuiu negativamente com -1,2 pp do PIB naquele ano e nos parece um cenário mais próximo. Trabalhamos atualmente com -2% de empréstimos, colocando um viés negativo para nossas estimativas de crescimento.

Quais serão as implicações para alocações? A continuidade de uma assimetria altista na curva de juros americana e europeia pode gerar uma limitação do apetite ao risco ao longo dos próximos meses. A realização por parte dos mercados de que o Fed não cortará juros tão rapidamente é o principal vetor contrário à recuperação adicional do mercado acionário americano nos próximos meses – explicando nosso posicionamento mais equilibrado com mercados emergentes dentro da posição Internacional. Por outro lado, tão logo a curva corrija os cortes em excesso, um movimento altista da curva americana é um risco para os demais mercados de juros no mundo, em especial para países emergentes com fundamentos fiscais mais frágeis. Essa é uma das razões para não adotarmos um posicionamento sobrealocado em Prefixados – a despeito do nível das taxas seguir atrativo.

Cenário de juros EUA em 2023



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual.

Análise Detalhada

Alocações detalhadas – Abril 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
Renda Fixa		81.5%	60.5%	43.5%
Pós-fixado		67.0%	35.0%	22.0%
Liquidez	IMA-S	47.5%	10.5%	2.0%
CDB/LCI/LCA	106.3% CDI (*)	19.5%	20.5%	15.0%
Crédito Privado	IDA-DI	-	4.0%	5.0%
Inflação		12.5%	21.5%	15.5%
Inflação Curto	IMA-B 5	-	-	-
Inflação Médio	IMA-B	7.0%	5.5%	4.5%
Inflação Longo	IMA-B 5+	5.5%	11.0%	8.0%
Crédito Privado	IDA-IPCA	-	5.0%	3.0%
Prefixado		2.0%	4.0%	6.0%
Pré Curto	IRF-M 1	-	-	-
Pré Médio	IRF-M	-	-	-
Pré Longo	IRF-M 1+	2.0%	4.0%	6.0%
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%	3.5%	5.5%
China (em R\$)	BCHI39	-	2.5%	4.5%
Europa (em R\$)	BIEU39	-	-	-
Alternativos*		2.5%	8.0%	11.0%
FII's	IFIX	2.5%	5.0%	6.5%
Ouro (em R\$)	BIAU39	-	-	-
Criptomoedas (em R\$)	HASH11	-	-	-
Exclusivos*	-	-	3.0%	4.5%
Asset Strategy		100.0%	100.0%	100.0%

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Nota (*): 106,3% do CDI é a média dos rendimentos dos 199 produtos pós-fixados listados na plataforma [BTG Pactual em 01/mar/2023](#)

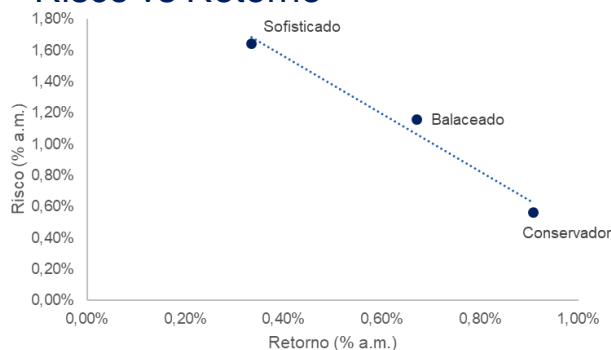
Exclusivos: COE, FIP-E, Venture Capital, Private Equity e etc.

Análise de Desempenho

Retorno por Contribuição

	mar-23					
	Conservador		Balanceado		Sofisticado	
Renda Fixa	1,06%		0,96%		0,72%	
Pós-Fixado	0,83%		0,44%		0,29%	
Inflação	0,24%		0,44%		0,31%	
Prefixado			0,08%		0,11%	
Retorno Absoluto	-0,01%		-0,02%		-0,03%	
Renda Variável	-0,14%		-0,27%		-0,38%	
Internacional	0,04%		0,02%		0,02%	
Alternativos	-0,04%		-0,01%		0,01%	
Total	0,91%		0,67%		0,33%	

Relação Risco vs Retorno



Acertos de alocação: mesmo em um ambiente de incerteza local e global, o posicionamento em liquidez e em inflação continuam importantes para a sustentação dos retornos das estratégias ao longo do ano.

Pontos de atenção: a incerteza sobre a situação fiscal ainda gera volatilidade para posições no mercado doméstico. Ativos de maior risco, como o caso de Renda Variável, seguirão com participação controlada nas estratégias nesse momento.

Performance (%)*

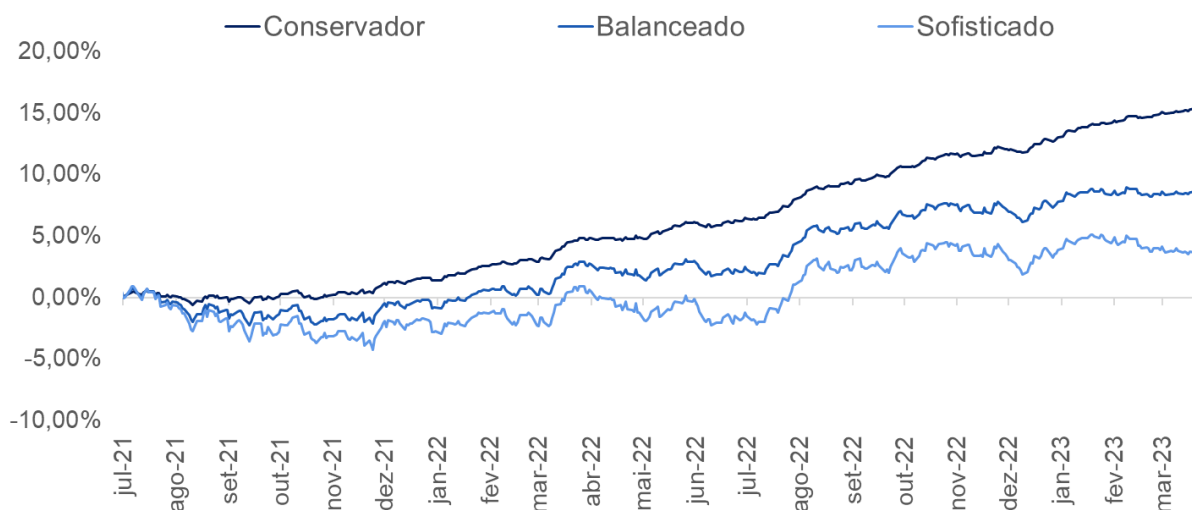
Conservador	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Início
2021	-	-	-	-	-	-	0,07%	-0,02%	-0,12%	0,01%	0,55%	1,20%	1,69%	1,69%
2022	0,75%	0,64%	1,57%	0,14%	1,12%	0,07%	1,31%	1,58%	0,96%	1,47%	0,53%	0,69%	11,36%	13,25%
2023	1,22%	0,46%	0,91%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,61%	16,20%

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%	0,17%	0,17%	8,24%	8,04%
2023	0,63%	-0,30%	0,67%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,00%	9,12%

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%	0,05%	-0,16%	5,95%	4,10%
2023	0,73%	-1,02%	0,33%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,04%	4,15%

*Performance de março a partir do dia 2/março, dado a data de divulgação do relatório.

Retorno Acumulado (%)*



(*) Retorno acumulado pode ser alterado por conta do IHFA da ANBIMA, que depende das contas dos fundos multimercados e são divulgadas com defasagem.

Suitability – Alinhando o Perfil de Risco

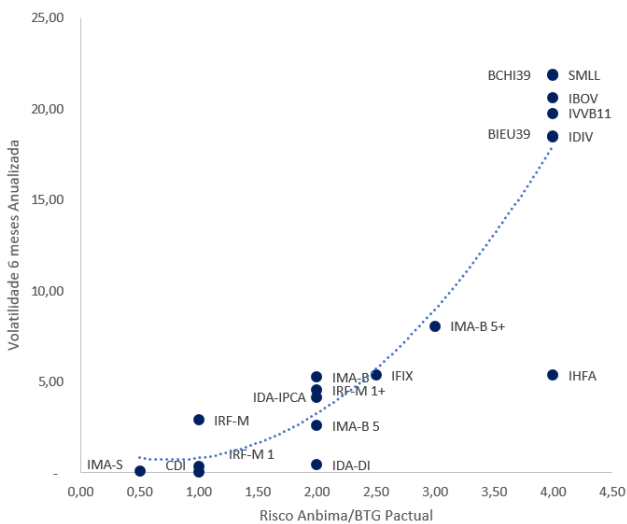
O *Asset Strategy* é um *report* de investimento mensal que busca endereçar a estratégia de 3 perfis de investidores: conservador, balanceado e sofisticado. Cada perfil lida com uma volatilidade implícita e, portanto, um risco diferente.

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).

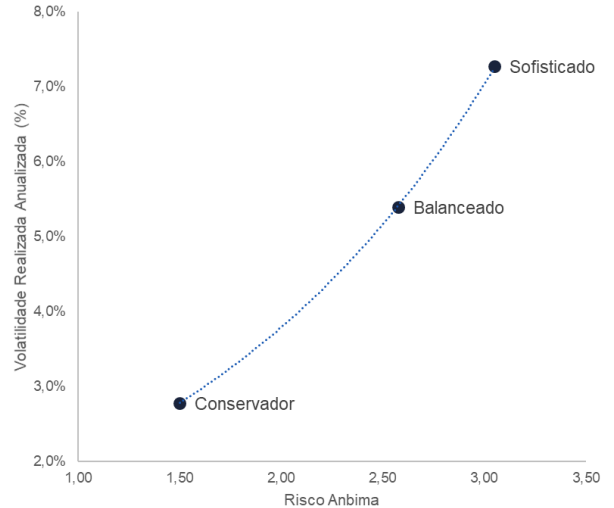
Abaixo colocamos a relação entre a nota para cada índice de referência utilizado em nossa estratégia e também a sua volatilidade realizada nos últimos 6 meses. Fica claro que a nota de risco guarda relação próxima com a volatilidade do ativo ou da classe.

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 Strategy - 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