



Asset Strategy

2 de outubro de 2023

Macro Strategy

Banco BTG Pactual S.A.

Álvaro Frasson

São Paulo – Banco BTG Pactual

Arthur Mota

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

As várias faces da política monetária local e global

O final do 3T23 foi marcado por movimentos de aversão ao risco nos mercados, liderados por uma abertura de taxa nos EUA, iniciado por fatores técnicos envolvendo as estratégias de leilões do Tesouro americano, mas foi reforçado por uma sinalização mais *hawkish* por parte do Fed quanto a trajetória de política monetária. A despeito desse fato, entendemos que o principal sinal emitido pelo mês de setembro foi o final do ciclo de alta de juros nos principais mercados, com destaque para Zona do Euro e EUA.

A China, por sua vez, dá sinais de estabilização de sua demanda doméstica, ainda que não exibindo uma recuperação exuberante. Tal fato também não se estende ao setor imobiliário, que segue enfrentando problemas de confiança no curto prazo e precisará de mais alguns meses para que os estímulos comecem a apresentar os seus reais efeitos, sobretudo os cortes das taxas de juros. Por outro lado, a estabilização é um fator importante para estancar o movimento de revisão baixista de crescimento para esse e para o próximo ano.

Mediante tal cenário, seguimos ainda construtivos com a alocação internacional, em especial aplicados em juros nos EUA, após a forte abertura nos últimos dois meses, que abriram oportunidades para reforçar a posição sobrealocada em renda fixa. Para renda variável, conforme o mercado realize o final de ciclo de juros, vemos espaço para retomada do apetite ao risco, sobretudo com a temporada resultados que se inicia em breve.

No Brasil, além de seguir os fortes ventos direcionados pelo mercado internacional, o local volta a disputar protagonismo com novos contornos da incerteza fiscal e, na política monetária, COPOM faz “corte hawkish” elevando suas preocupações com as surpresas altistas da atividade (e da incerteza fiscal) nas expectativas de inflação. O comunicado afastou o debate em torno da aceleração dos cortes na taxa Selic, aproximando do nosso cenário de Selic em 11,75% ao final deste ano e sem acelerações ao longo de todo o ciclo – ao menos por agora.

O risco doméstico acabou jogando luz às várias faces da incerteza fiscal: (i) atividade mais forte não tem refletido maior arrecadação; (ii) as receitas superestimadas para 2024 não encontraram confiança do mercado, que, por sua vez (iii) desconfiança sobre a manutenção do recém aprovado arcabouço, dado o risco de contingenciamento das despesas no próximo ano e, agora, (iv) a AGU entrou com recurso no STF pedindo a inconstitucionalidade do “teto dos precatórios” (PEC 23/21) e que o governo execute o pagamento total da rubrica. Soma-se a este cenário, os dados recentes de atividade que mostram resiliência do setor de serviços e de construção civil – surpreendente dado o tempo contracionista dos juros –, segmentos que empregam bastante e elevam a renda disponível das famílias. Todos estes fatores jogam contra a desancoragem das expectativas de inflação, sobretudo em prazos mais longos.

Para os portfólios, o momento demanda cautela. Mantemos nossas posições sobrealocadas nos vencimentos longos entendendo que tanto o arrefecimento do cenário externo quanto a deterioração nos dados de atividade local do 3T23 poderão ser construtivos para a reprecificação dos atuais níveis da curva de juros, que nos parece exagerado em algum nível.

Macro View

Incorporando o risco fiscal no cenário para a Selic

Região	Fator	Outubro 2023
Global	Atividade	Mercado continua incorporado o cenário de um crescimento mais resiliente nos EUA, que dá cada vez mais sinais de um soft landing. No caso da China, últimos dados de atividade sugerem que a economia já fez o seu fundo e deve estabilizar no curto prazo.
	Inflação	Inflação americana segue em trajetória mais construtiva, com a pressão atual concentrada em itens mais voláteis e que dão pouca indicação sobre a trajetória subjacente. Seguimos vendo uma convergência lenta para a meta de 2% apenas em 2025 tanto para o caso EUA, quanto para Zona do Euro
	Juros	FOMC adotou posicionamento mais hawkish na reunião de setembro, alertando que o espaço para cortes de juros em 2024 é menor do que o estimado anteriormente. Por outro lado, indicou que vai proceder com cautela, o que, em nossa visão, é a sinalização de que o ciclo de alta de juros já acabou.
	Commodities e FX	A continuidade da revisão altista do crescimento nos EUA tem suportado o dólar na margem, mas também tem gerado uma percepção maior de consumo e sustentando o preço do petróleo e outros ativos cíclicos.
Brasil	Atividade	Resiliência nos dados de serviços e construção civil mantém um mercado de trabalho aquecido e somado aos efeitos do Desenrola na inadimplência PF, elevamos nossas projeções de PIB 2023 para 2,8% e 2024 para 1,5%.
	Inflação	As leituras recentes do IPCA vêm trazendo uma melhor composição, com núcleos e serviços subjacentes em queda, mas ainda distante da melhora significativa para fins de política monetária. As surpresas baixistas promoveram uma revisão no IPCA 2023 para 4,5% e mantivemos em 3,8% a leitura para 2024.
	Juros	O cenário externo deteriorado somado aos riscos fiscais domésticos foram pautas do Copom mais hawkish, afastando acelerações no ritmo de corte de juros. Mantemos nossa projeção de Selic em 11,75% em 2023 e de 9,5% em 2024, embora haja riscos altistas para a projeção do juro ao fim do ciclo de cortes.
	Câmbio	O melhor desempenho do real em relação aos seus pares emergentes foi um teste positivo para a taxa de câmbio. Contudo, caso a valorização do DXY continue no mesmo pace e o local mantiver os riscos fiscais para 2024 com queda de diferencial de juros, será um terreno complicado para o câmbio. Por ora, mantemos nossa projeção em R\$4,9/US\$ para o final do ano.

Projeções Econômicas – BTG Pactual

		2023e (ant.)	2023e (atual)	Δ (p.p.)	2024e (ant.)	2024e (atual)	Δ (p.p.)
PIB	(% a.a.)	2,80	2,80		1,00	1,50	▲ 0,50
SELIC	(% a.a.)	11,75	11,75		9,50	9,50	
IPCA	(% a.a.)	4,80	4,50	▼ -0,30	3,80	3,80	
IGP-M	(% a.a.)	-4,10	-3,50	▲ 0,60	3,80	3,80	
Taxa de Câmbio	(R\$/US\$)	4,80	4,90		5,00	5,00	
Result. Primário	(% PIB)	-0,73	-0,78	▼ -0,05	-0,47	-0,47	
Dívida Bruta	(% PIB)	74,80	74,80		77,90	77,70	▼ -0,20

Strategy View

Reforçando o posicionamento pró-riscos para o 4T

Classe de ativo	Asset Strategy – Outubro 2023		
	View	View* (1-5)	Onde encontrar no BTG?
RF Pós-fixado	Continuamos subalocados na classe, não apenas pelo ciclo de corte de juros que iniciou mais intenso que nossas expectativas, mas pela redução da rentabilidade do CDI nos próximos 12 meses em comparação a outras classes de ativos de renda fixa e variável.	1	
RF Inflação	Mantemos um nível sobrealocado e com <i>duration</i> de 8 anos, onde vemos melhora no ponto de entrada em razão da abertura da curva em todos os vértices e pela maior distância em relação ao juro neutro durante o ciclo de corte de juros.	4	Macro & Estratégia Estratégia em Renda Fixa Renda Fixa
RF Prefixado	Mantemos um nível sobrealocado e com <i>duration</i> de 3,5 anos. A forte abertura das taxas prefixadas até nos vértices mais curtos torna mais atrativo o ponto de entrada.	4	
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	Permanecemos sobrealocados em Renda Variável, sobretudo com boas expectativas para a temporada de resultado do 3T23 e as expectativas de continuidade da revisão do crescimento para 2023 e 2024, o que suporta a melhora nas estimativas de lucro dos ativos domésticos. Entendemos que o cenário global é o maior risco para a classe nesse momento.	4	10SIM , Small Caps , Dividendos , ESG
Internacional	Após correção dos ativos ao longo de setembro, liderados pela abertura de taxa na curva americana, vemos com bons olhos os novos níveis de preço, em especial no mercado de juros americano. Além disso, olhando para o médio prazo, alocações em renda variável americana seguirão como geradores de valor.	3	Carteira de BDRs Global Asset Strategy
Alternativo	Fundos Imobiliários e dedicados à Infraestrutura (FIP-E) seguem oferecendo a melhor relação de risco e retorno neste segmento, especialmente com ofertas atrativas.	3	Carteira de Fundos Imobiliários , FIPs

Indicadores de Mercado

		Pós-Fixado CDI (a.a.)	Prefixado IRF-M	Inflação IMA-B	Ibovespa IBOV	S&P 500 SPX	Taxa de Câmbio Dólar	FI Imobiliário IFIX	Multimercados IHFA
Cotação	29-set-23	12,65	17.191	9.457	116.565	4.288	R\$ 5,03	3.219	4.808
Setembro	(%)	0,97%	0,17%	-0,95%	0,71%	-4,87%	1,60%	0,20%	-0,05%
2023	(%)	10,0%	11,6%	10,8%	6,2%	11,7%	4,9%	12,3%	4,7%
12 meses	(%)	13,5%	13,6%	11,0%	5,9%	19,6%	-7,3%	7,6%	4,9%
24 meses	(%)	25,8%	22,4%	18,6%	3,2%	-1,6%	-7,0%	18,6%	18,7%

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

Alocações Sugeridas

Conservador

Em outubro, seguimos com nossa exposição Internacional (2,5%) de forma moderada, embora reconheçamos que a maior parcela do ajuste de juros americano já ocorreu. Além disso, Retorno Absoluto (7,5%) também segue relevante para a diversificação neste momento.

Por sua vez, seguimos com maior exposição ao risco, sobrealocados nas posições em Renda Variável (9%) e Prefixado (6%), reflexo do alongamento na *duration* promovido meses atrás. Para tanto, seguimos subalocados em Pós-fixado (60%) como financiamento, enquanto a posição em Inflação (12,5%) também segue sobrealocada, focada em *duration* intermediária e longa.

Balanceado

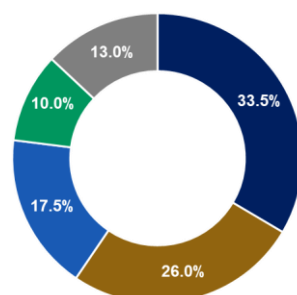
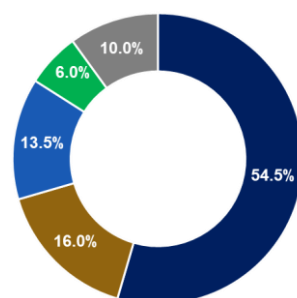
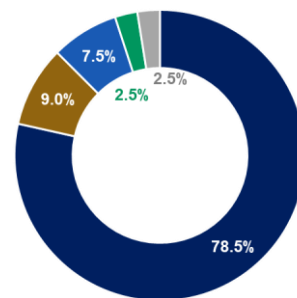
Neste mês, mantemos a sobrealocação no posicionamento de Renda Variável (16%), com maior exposição em *large caps*, mas também o foco em ativos ligados ao risco doméstico, além da seleção de alta qualidade e liquidez. No Internacional (6,0%), ainda focamos em EUA neste momento. Também seguimos com maior alocação em Alternativos (10,0%), focados em FIP-E e FII, que continuam com *valuation* e ofertas atrativas. Já Retorno Absoluto (13,5%) segue como estratégia importante para decorrelação e maior eficiência dada a gestão ativa.

Por sua vez, em renda fixa, ainda temos maior exposição a risco, subalocados em Pós-fixado (25%) e com maior *duration* e alocação no componente de Prefixados (8%), assim como em Inflação (21,5%), que permanecerão com alocação taticamente elevada.

Sofisticado

Em outubro, permanecemos construtivos com Alternativos (13%), focados em FIP-E e FII, aproveitando o *valuation* atrativo e/ou ofertas estratégicas nesse momento de mudança de ciclo de juros. Na alocação Internacional (10%), ainda estamos focados em EUA como diversificação geográfica. 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.

Além disso, permanecemos com as posições sobrealocadas em Inflação (15,5%), Prefixado (12%) e de Renda Variável (26%), ainda financiados pelo posicionamento subalocado em Pós-fixado (6%), em linha com um perfil de risco mais sofisticado e inclinado para uma expectativa de retorno maior à frente. Entendemos que o *valuation* atrativo, suportado por um *momentum* mais positivo, cria um cenário para elevado retorno esperado. A continuidade do ciclo de corte de juros deve beneficiar ainda mais tal posicionamento.



Alterações do Mês

	Conservador				Balanceado				Sofisticado			
	Estrutural	Setembro	Tático	Outubro	Estrutural	Setembro	Tático	Outubro	Estrutural	Setembro	Tático	Outubro
			>>				>>				>>	
Renda Fixa	81,5%	78,5%	0,0%	78,5%	60,0%	54,5%	0,0%	54,5%	43,0%	33,5%	0,0%	33,5%
Pós-fixado	72,5%	60,0%	0,0%	60,0%	40,0%	25,0%	0,0%	25,0%	27,0%	6,0%	0,0%	6,0%
Inflação	7,0%	12,5%	0,0%	12,5%	16,0%	21,5%	0,0%	21,5%	10,0%	15,5%	0,0%	15,5%
Prefixado	2,0%	6,0%	0,0%	6,0%	4,0%	8,0%	0,0%	8,0%	6,0%	12,0%	0,0%	12,0%
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%	9,0%	0,0%	9,0%	14,0%	16,0%	0,0%	16,0%	22,0%	26,0%	0,0%	26,0%
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%	10,0%	0,0%	10,0%	12,5%	13,0%	0,0%	13,0%
Fundos Imob.	2,5%	2,5%	0,0%	2,5%	5,0%	7,0%	0,0%	7,0%	7,5%	8,5%	0,0%	8,5%
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

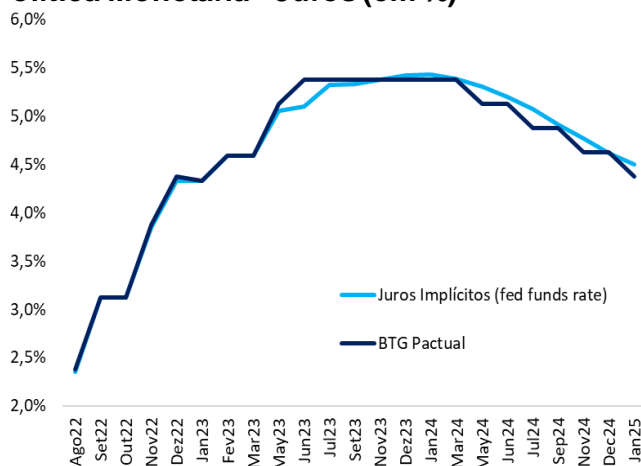
Abertura de curva de juros americana abre oportunidades para alocação local e global. Seguimos vendo taxas mais baixas à frente.

O FOMC surpreendeu o mercado em setembro ao reforçar ainda mais o viés de uma taxa de juros alta por mais tempo, promovendo nova rodada de abertura de taxa ao longo da curva de juros. Já na China, economia dá sinais de estabilização.

No Brasil, o COPOM continua ciclo de corte de juros, enquanto aumenta a vigilância para o cenário fiscal. Nesse sentido, governo segue com a tarefa de assegurar o compromisso de atingir a meta de resultado primário em 2024. No lado de estratégia, seguimos vendo ambiente pró-risco para os próximos 6-12 meses.

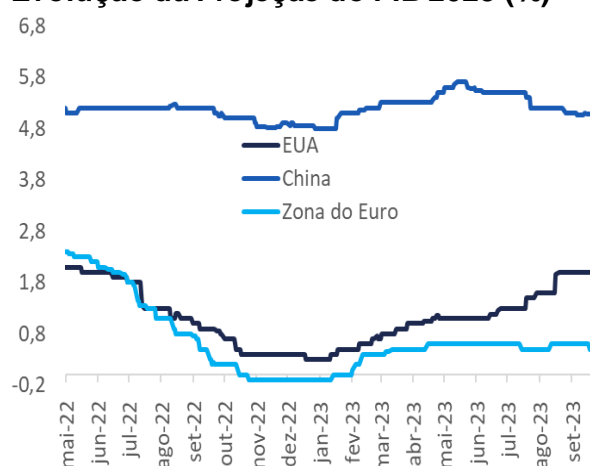
EUA: diagnóstico permanece o mesmo para o mercado de trabalho e inflação. Na esteira da reavaliação do cenário de crescimento americano no ano, os dados macro continuam suportando a percepção de uma resiliência do consumo das famílias. Nesse sentido, a leitura do PCE de agosto ainda revela uma tendência forte no 3T23, com um carry-over atual de +3,7% em t/t anualizado, o que representa uma forte aceleração em relação ao trimestre anterior (0,8% t/t anualizado). O resultado reflete uma contribuição positiva dos bens duráveis (+4,9% t/t anualizado), além de uma aceleração nos bens não duráveis (+2,5% t/t anualizado), mas principalmente nos serviços (3,7% t/t anualizado), que têm maior representatividade no consumo americano. À luz dos dados recentes, o próprio Fed elevou suas estimativas para o ano (de 1,0% para 2,1%), bem como para 2024 (de 1,1% para 1,5%). Após revisão da série histórica do PIB, mudamos apenas sutilmente nossa estimativa para 2,1% em 2023 e 1,4% para 2024. Por sua vez, o deflator do PCE, inflação ao consumidor perseguida pelo Fed, apresentou alta de 0,39% m/m em agosto, abaixo da nossa estimativa e do mercado (0,47% e 0,50% m/m, respectivamente). Por sua vez, o núcleo do deflator registrou alta 0,14%, apenas levemente abaixo da nossa estimativa (0,17% m/m). Setorialmente, a aceleração da inflação foi puxada por energia (6,1% m/m), assim como já tinha sido registrado pelo CPI e em linha com a recuperação do preço do petróleo.

Política Monetária - Juros (em %)



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Evolução da Projeção do PIB 2023 (%)*



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual; (*) Mediana da Bloomberg

Fed: Fed decidiu surpreender o mercado. Em setembro, o FOMC confirmou as nossas expectativas e do consenso de mercado, mantendo a Fed Funds Rate (FFR) no intervalo entre 5,25%-5,50%. Na oportunidade, o comitê atualizou suas estimativas de fed funds rate para esse e os próximos anos, reforçando o *tightening bias* ao manter mais um ajuste de juros para esse ano, dado a projeção de 5,6% para 2023 (12 estimativas de novo *hike* e 7 de manutenção), ao passo que aumentaram a taxa esperada para 2024 (de 4,6% para 5,1%) e 2025 (de 3,4% para 3,9%), mostrando um ciclo de cortes mais lento do que antecipado. Apesar do *tightening bias*, entendemos que o compromisso e desejo para continuar subindo juros diminuiu para as próximas reuniões. Powell abriu a coletiva de imprensa com as falas iniciais, preparadas antecipadamente, subsistindo o trecho em que utiliza a “dependência de dados” para determinar a extensão do aperto apropriado por estarem “em posição de preceder cuidadosamente” para determinar tal extensão, revelando uma barra mais alta do que anteriormente para voltar a elevar juros. Em nosso cenário base, ainda consideramos que o ciclo de alta já se encerrou e que o comitê teria espaço para cortar juros apenas no final do 2H24.

China: estabilização na margem. No lado chinês, após uma sequência de dados mais fracos do que o esperado, a economia chinesa demonstrou alguma estabilização no curto prazo, surpreendendo nos dados de agosto e setembro. De fato, a produção industrial cresceu 4,5% a/a em agosto, superando as expectativas do consenso (3,9%), enquanto as vendas no varejo também tiveram um desempenho robusto (4,6% a/a versus 3,0% esperados). No entanto, os investimentos em ativos fixos ficaram ligeiramente abaixo das expectativas (3,2% a/a versus 3,3%), e os investimentos em propriedade recuaram de forma expressiva (-8,8% a/a), o que ainda revela os desafios enfrentados pelo setor. Por sua vez, os PMIs mensurados pelo governo (NBS) para setembro avançaram de 51,0 para 51,5 pontos no caso do setor de não-manufatura (serviços, construção e imobiliário), enquanto a manufatura voltou a expandir de 49,7 para 50,1 pontos. Já aqueles mensurados pelo setor privado (Caixin) performaram abaixo do esperado e apontam uma recuperação que não é disseminada. Ainda trabalhamos com estabilização do crescimento no 4T23.

Em alocação internacional, seguimos vendo valor em renda fixa. O mês de setembro voltou a ser marcado por abertura da curva de juros americana, especialmente em vértices mais longos, promovendo uma recomposição da inclinação da curva, refletindo um movimento de incorporação do cenário de *higher-for-longer*. Nesse cenário, incorporando o final do ciclo de alta de juros pelo Fed, optamos por permanecer com a duration alinhada ao nosso benchmark (~7 anos), bem como uma posição em Renda Fixa sobrealocada, realizada por meio de títulos soberanos, mas também com uma alocação em ativos de qualidade com grau de investimento. Também optamos por manter uma maior exposição em mercados emergentes, que já estão no ciclo de afrouxamento monetário. Seguimos subalocados em Renda Variável, mas vendo valor no mercado americana, especialmente quando avaliamos o índice para além das empresas de tecnologia. Por fim, mantemos uma composição de estilos mista entre crescimento e valor (50%/50%).

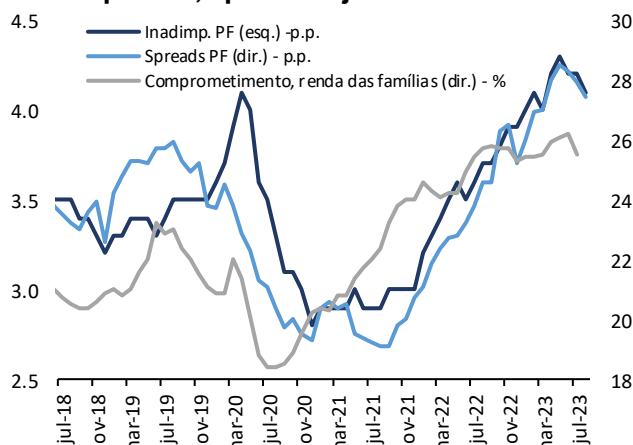
Atividade doméstica: efeitos nos dados de crédito para pessoa física podem manter resiliência da economia por mais tempo. Após a surpresa altista do PIB 2T23, o mercado refez suas projeções de crescimento não apenas para este ano, mas também para 2024: no nosso caso, saímos de 1,0% para 1,5%. Os dados de julho mostraram enfraquecimento da indústria (tanto extrativa quanto de transformação) e do varejo, sobretudo nas vendas de veículos e peças automotivas. Contudo, vem nos chamando atenção a resiliência do setor de serviços e da reversão de alguns dados de crédito para pessoa física. Após atingir pico em maio, dados de inadimplência, spread de juros e comprometimento da renda das famílias mostram tendência de queda, podendo ser reflexo do programa Desenrola fazendo efeito no crédito e na renda disponível das famílias – não à toa, o BC revisou seu hiato do produto do 3T23, de -1,4% para -0,7% e a taxa de desemprego mostrou nova queda em agosto (7,8%) mesmo com nova elevação da taxa de participação. Portanto, atividade passa a ser um ponto de atenção: se a “resiliência” não esmorecer nos próximos dados, podemos ter pressões inflacionárias à frente.

Inflação: trajetória das expectativas é ponto de atenção. É fato que as leituras de IPCA e IPCA-15 de junho para cá tem mostrado queda nos núcleos de inflação, em serviços subjacentes com queda na difusão, entretanto, as surpresas altistas na atividade podem impactar as expectativas de inflação. As medidas do governo de impulso à renda disponível das famílias (ex.: ganho real no salário mínimo, isenção de IRPF até 2 salários mínimo, desenrola...) tem mantido a demanda por serviços bastante forte para o nível (e o tempo) contracionista da taxa de juros. Vale lembrar, que nos últimos 3 meses, os preços internacionais das commodities ganharam tração: +14% no minério de ferro e +23% no petróleo – fato que já impacta o IGP-M em razão da elevação nos IPAs agro e industrial. Por ora, continuamos com nossa projeção de 4,5% de IPCA para 2023 e 3,8% para 2024.

Fiscal: risco de mudança no arcabouço recém aprovado eleva o risco fiscal. Nas últimas semanas, o mercado vem imputando maior risco de não cumprimento da banda inferior da meta de resultado primário de 2024 (-0,25% PIB) em função da perda de arrecadação mesmo com atividade mais forte e, principalmente, da superestimação das receitas (+R\$170bi) oriundas das medidas arrecadatórias que o governo tem proposto: nós estimamos R\$54bi. Por quais razões? Por exemplo, não acreditamos no avanço da PL de extinção da JCP (R\$10bi), achamos difícil a aprovação do projeto que inclui os créditos de subvenção do ICMS na base de cálculo do IRPJ/CSLL (R\$35bi) e entendemos que seja difícil a mensuração do efeito da PL do CARF (R\$55bi). Ainda assim, seguimos com o cenário em que os parlamentares não alteram a meta fiscal durante o debate da LDO, reduzindo parte das incertezas fiscais. No Macro Box, exploramos mais o atual debate dos precatórios.

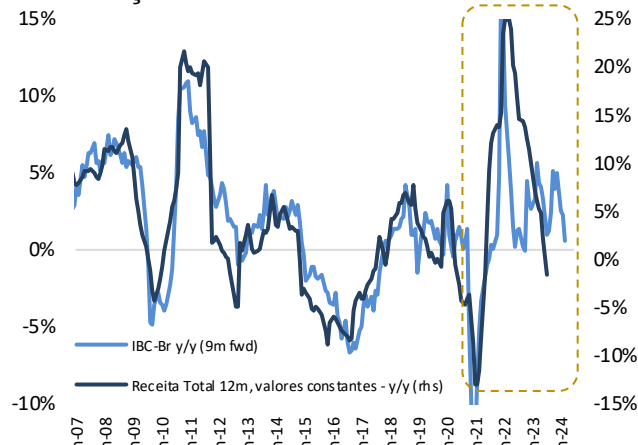
Selic: corte hawkish do Copom afasta aceleração ao longo do ciclo. A reunião de setembro elevou o tom em relação aos riscos para a trajetória das expectativas de inflação: (i) deterioração do cenário americano, jogando as treasuries nas máximas do mundo pós-2008, (ii) risco fiscal mais elevado (pelos motivos supracitados) e (iii) hiato do produto mais alto elevando as projeções de inflação do próprio Banco Central. Neste cenário, reforçamos nossa projeção de 11,75% para a Selic deste ano e, para 2024, continuamos com 9,5% e certo risco altista para a projeção a depender da evolução dos riscos.

Inadimplência, spread de juros e dívida PF



Fonte: Banco Central do Brasil e BTG Pactual

Arrecadação vs Atividade - % a/a



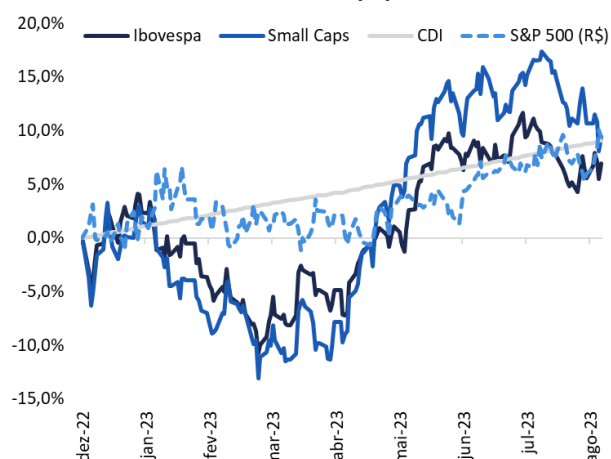
Fonte: Banco Central do Brasil, Tesouro Nacional e BTG Pactual

Renda fixa: cautela sim, mudanças não. Conforme abordado no cenário internacional, o movimento do yields das treasuries americanas de 10 anos abriu ~60bps nos últimos 30 dias atingindo o maior nível dos últimos 15 anos – no mesmo período, o juro brasileiro de 10 anos subiu ~100bps. O resultado foi a deterioração dos ativos de duration mais longa: o IMA-B5+ apresentou valorização de -1,3%, enquanto o IDKa Pré de 5 anos caiu 0,3%. Neste ambiente, optamos pela manutenção nas posições de renda fixa, dado que alongar a duration das alocações seria adicionar risco desnecessário para as

carteiras e, encurtar, não é uma opção por entendermos que o movimento global dos juros não tende a ser uma reversão estrutural de cenário.

Em Renda Variável, sazonalidade e temporada de resultados são o suporte para o final do ano. O cenário de renda variável à frente segue dependente da evolução das taxas de juros locais e globais, bem como o apetite ao risco de uma maneira mais geral. Além disso, o cenário de China pode interferir na percepção do Brasil como uma alternativa importante para alocação. Por outro lado, entendemos que a temporada de resultados do 3T23 pode ser um trigger importante para evolução positiva da bolsa doméstica, mas também uma sazonalidade favorável para o final do ano. Por sua vez, entendemos que uma força vendedora advinda da indústria de fundos locais perdeu força, dado a neutralização do fluxo de saques. No lado de fundamentos, os ativos locais seguem descontados, com o P/L da bolsa ex-Petro e Vale em patamar quase dois desvios-padrão abaixo da série histórica, enquanto destacamos a continuidade do viés para ativos de qualidades, que devem surfar o movimento de redução do custo financeiro dado a queda da Selic, bem como seguem gerando caixa e com elevada distribuição esperada de dividendos. Nesse sentido, seguimos favorecendo setores como: financeiro, Utilities, varejo de alta renda e commodities. Seguimos sobrealocados na classe de ativo, entendemos que a classe deve se beneficiar do cenário do novo ciclo de juros nos próximos 6 a 12 meses.

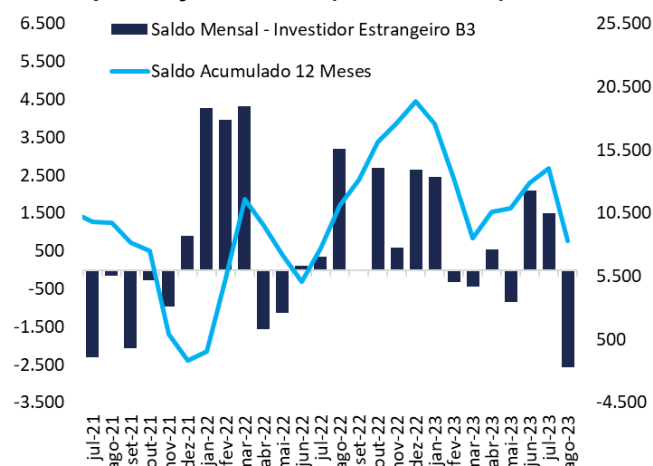
Retorno acumulado no ano (%)



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Nota: S&P 500 em R\$

Fluxo para Ações Brasil (US\$ milhões)



Fonte: B3 e BTG Pactual.

Macro Box 19 – O (atual) debate dos precatórios

AGU pede ao STF que Teto de Precatórios (PEC 23/21) se torne inconstitucional. A Advocacia Geral da União (AGU) enviou uma petição ao Supremo Tribunal Federal pedindo que a corte julge a Emenda Constitucional 23/2021, que instituiu um limite (teto) para o pagamento de precatórios dentro do ano expedido, fazendo seus excedentes se acumularem ao longo do tempo e, portanto, atrasando o pagamento do governo ao credor mesmo após a decisão transitada em julgada. Na mesma petição, a AGU também pede uma reclassificação dos valores devidos em precatórios: (i) o valor original da dívida como despesa primária e (ii) o valor dos encargos financeiros como despesa financeira. Segundo declaração do Secretário do Tesouro, Rogério Ceron, esta relação está próxima do 70/30, ou seja, 70% do estoque total de precatórios seria considerada despesa primária.

O pedido da AGU dificulta ainda mais o cumprimento da meta fiscal em 2024. Nossa estimativa para o resultado primário do governo central em 2024 está em -R\$94,2 bilhões (-0,83% do PIB), levando em consideração a continuidade do teto dos precatórios (despesa primária de R\$44,8bi) e aumento da arrecadação em R\$34 bilhões em razão das novas medidas para aumento da receita líquida do governo central. Contudo, se o STF julgar a petição da AGU favorável ao governo, estimamos que a despesa com precatórios salte para R\$77,5bi, conta resultante de 70% do estoque total de precatórios a ser pago em 2024, e aumentando o déficit primário no próximo ano dos atuais R\$94,2bi estimados para R\$127bi. Este valor representa -1,13% do PIB, longe da banda inferior da meta de resultado primário, instituída pelo arcabouço fiscal, de -0,25% do PIB.

Acreditamos que a melhor alternativa seria reclassificar os precatórios como dívida e não despesa primária. O “calote temporário” do teto de precatórios cria, ao nosso ver, dois principais problemas: (i) deteriora sua credibilidade fiscal, por atrasar o pagamento de uma dívida já transitado em julgado e expedida pela União e (ii) ao criar excedente de pagamento se aumenta o tamanho da despesa financeira a ser paga decorrente do tempo que o governo demorou para executar o pagamento. Concordamos que o pagamento do precatório deve ocorrer de forma integral dentro do mesmo exercício, pois aumenta a credibilidade fiscal do governo e evita o acúmulo de juros a pagar. Outro ponto positivo é a reclassificação dos encargos financeiros oriundos dos precatórios como despesa financeira, dado que ela guarda correlação como ocorre a contabilização dos encargos financeiros da dívida mobiliária. Contudo, entendemos que o valor do principal é uma dívida, e não despesa primária, por ser um passivo financeiro no balanço patrimonial do governo. Caso os precatórios fossem incluídos na contabilização da dívida pública, ela poderia ser paga de forma integral (evitando juros futuros) e, principalmente, diminuiria em ~R\$45 bilhões a despesa primária do próximo ano, aproximando da banda inferior da meta do arcabouço fiscal.

Sobre este assunto, o economista Gustavo Franco escreveu um artigo em 2021 defendendo esta resolução: <https://braziljournal.com/precatórios-evitar-o-calote-sem-abrir-a-caixa-de-pandora/>.

Teto de Precatórios - R\$ bilhões	2023	2024	Impacto no Resultado Primário do Gov. Central - 2024	R\$ bi	% PIB
Saldo de Precatórios do ano anterior (A)	22,31	63,81	Precatório a ser pago pelo teto (A)	44,82	0,40%
Precatórios expedidos no ano (B)	51,68	47,02	Estoque de precatórios a ser pago (B)	110,83	0,98%
Estoque de precatórios a ser pago no ano (C=A+B)	73,99	110,83	% estimado como despesa primária (C)	70%	
Teto de precatórios (D)	43,32	44,82	Precatório a ser pago - teto inconstitucional (D=BxC)	77,58	0,69%
Prioridade de pagamento - RPV (E)	26,18	29,37	Impacto no Result. Primário (E=D-A)	32,76	0,29%
Precatórios pago após RPV (F=D-E)	17,14	15,45	Resultado Primário do Gov. Central - com Teto (F)	(94,20)	-0,83%
Saldo de Precatórios a Pagar (G=C-F)	56,85	95,38	Resultado Primário do Gov. Central - sem AGU (G=F-E)	(126,96)	-1,13%
Saldo de Precatórios a Pagar incluindo juros (H)	63,81		RPGC - precatório como dívida (H=F+A)	(49,38)	-0,44%

Fonte: Tesouro Nacional e BTG Pactual.

Análise Detalhada

Alocações detalhadas – Outubro 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		78,5%	54,5%	33,5%
Pós-fixado		60,0%	25,0%	6,0%
Liquidez	IMA-S	40,0%	8,0%	-
CDB/LCI/LCA	104.7% CDI (*)	20,0%	17,0%	6,0%
Crédito Privado	IDA-DI	-	-	-
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		6,0%	8,0%	12,0%
Pré Curto	IRF-M 1	-	-	-
Pré Médio	IRF-M	-	-	-
Pré Longo	IRF-M 1+	6,0%	8,0%	12,0%
Retorno Absoluto	IHFA	7,5%	13,5%	17,5%
Renda Variável		9,0%	16,0%	26,0%
Ibovespa	IBOV	7,0%	10,0%	17,0%
Dividendos	IDIV	-	-	-
Small Caps	SMLL	2,0%	6,0%	9,0%
Internacional		2,5%	6,0%	10,0%
EUA (em R\$)	IVVB11	2,5%	5,0%	7,5%
China (em R\$)	BCHI39	-	1,0%	2,5%
Europa (em R\$)	BIEU39	-	-	-
Alternativos*		2,5%	10,0%	13,0%
FII's	IFIX	2,5%	7,0%	8,5%
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 (*): 104,7% do CDI é a média dos rendimentos dos produtos pós-fixados listados na plataforma [BTG Pactual em 31/jul/2023](#)

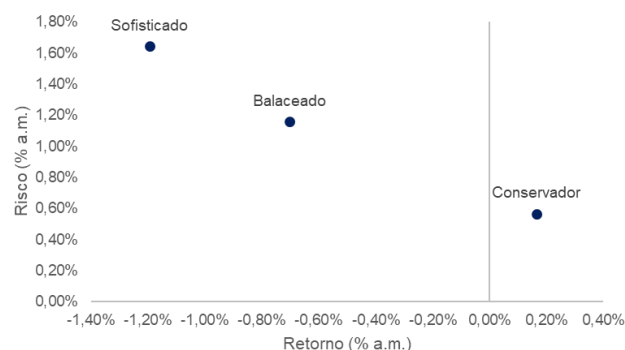
Exclusivos: COE, FIP-E, Venture Capital, Private Equity e etc.

Análise de Desempenho

Retorno por Contribuição

	set-23		
	Conservador	Balaceado	Sofisticado
Renda Fixa	0,43%	-0,07%	-0,18%
Pós-Fixado	0,61%	0,25%	0,06%
Inflação	-0,17%	-0,31%	-0,22%
Prefixado	-0,01%	-0,01%	-0,02%
Retorno Absoluto	-0,02%	-0,03%	-0,04%
Renda Variável	-0,17%	-0,40%	-0,62%
Internacional	-0,08%	-0,21%	-0,36%
Alternativos	0,00%	0,01%	0,01%
Total	0,17%	-0,70%	-1,19%

Relação Risco vs Retorno



Acertos de alocação: entendemos a duration atual das estratégias segue adequada, tanto em Inflação, quanto Prefixado e Renda Variável (o equilíbrio entre Small e Large).

Pontos de atenção: a despeito da correção ao longo de setembro, não temos nenhum grande viés negativo para o momento, o que demanda um monitoramento mais tempestivo para riscos sistêmicos.

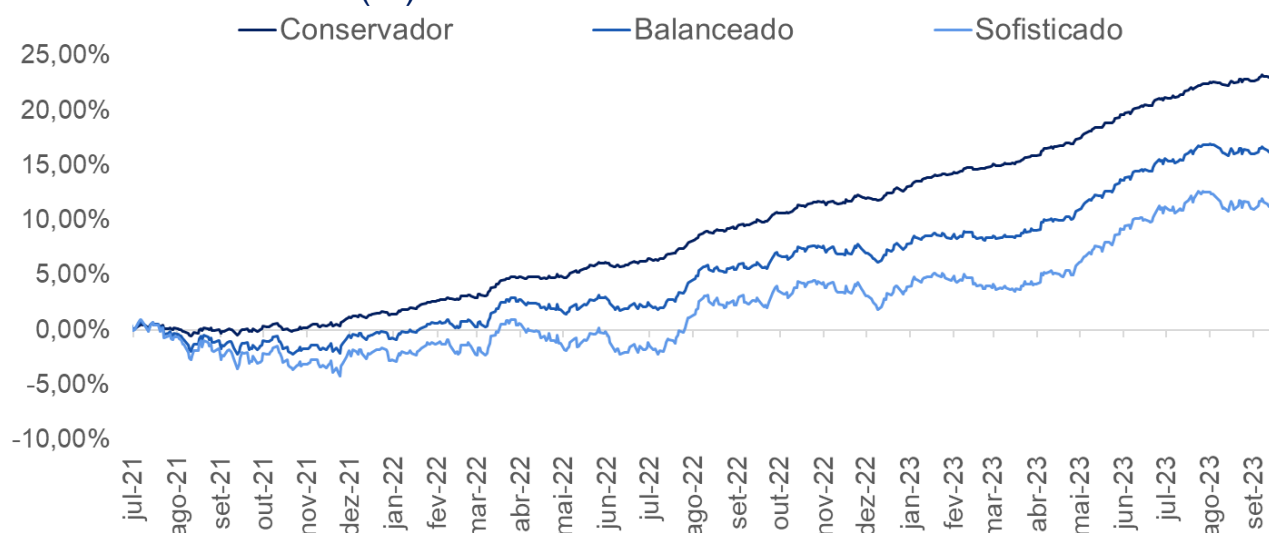
Performance (%)*

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%	0,93%	1,29%	1,73%	1,97%	1,32%	0,44%	0,17%	-	-	-	9,92%	24,48%

Balaceado	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Início
2021	-	-	-	-	-	-	-0,37%	-0,50%	-0,85%	-0,49%	0,32%	1,73%	-0,19%	-0,19%
2022	0,52%	0,40%	1,88%	-0,71%	0,82%	-0,96%	1,52%	1,84%	0,67%	1,66%	0,17%	0,17%	8,24%	8,04%
2023	0,63%	-0,30%	0,67%	1,39%	2,21%	2,54%	1,61%	-0,31%	-0,70%	-	-	-	7,95%	16,63%

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%	1,28%	2,36%	2,84%	2,00%	-0,88%	-1,19%	-	-	-	6,55%	10,92%

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. Dado a divulgação em 04/setembro/2023, a performance de agosto inclui o resultado de 1/setembro/2023

Suitability – Alinhando o Perfil de Risco

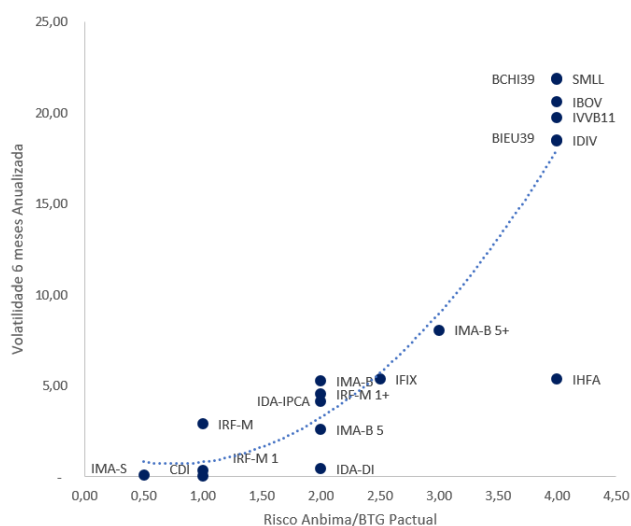
O *Asset Strategy* é um *report* de investimento mensal que busca endereçar a estratégia de 3 perfis de investidores: conservador, balanceado e sofisticado. Cada perfil lida com uma volatilidade implícita e, portanto, um risco diferente.

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).

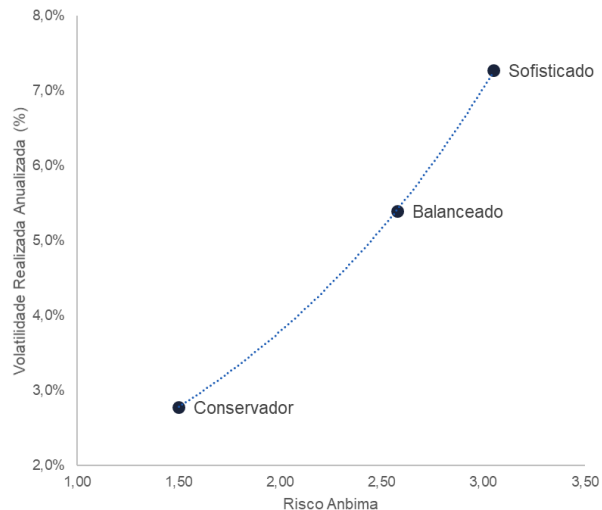
Abaixo colocamos a relação entre a nota para cada índice de referência utilizado em nossa estratégia e também a sua volatilidade realizada nos últimos 6 meses. Fica claro que a nota de risco guarda relação próxima com a volatilidade do ativo ou da classe.

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 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, CFA
leonardo.paiva@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 do 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