



# Asset Strategy

2 de maio de 2022

## Macro & Estratégia

Banco BTG Pactual S.A.

**Álvaro Frasson**

São Paulo – Banco BTG Pactual

**Arthur Mota**

São Paulo – Banco BTG Pactual

**Leonardo Paiva**

São Paulo – Banco BTG Pactual

**Luiza Paparounis**

São Paulo – Banco BTG Pactual



# Carta de Estratégia

Macro View .....	3
Strategy View .....	4
Alocações Sugeridas .....	5
Estratégia Macro .....	6
Macro Box	
Anexos .....	11
Alocação Detalhada	
Desempenho das Carteiras	
Suitability	
Glossário	

## A nova fase de combate à inflação no mundo

Entramos no mês de maio com a mesma cabeça dos últimos meses: optamos pela neutralidade nas alocações, ou seja, mais próximos da posição estrutural, ainda que buscando proteção para inflação. A nossa posição estrutural é bem concentrada em Renda Fixa, posição adotada ao longo do ano passado por entender que a assimetria para a classe ficou mais positiva, com retorno esperado elevado para ativos mais líquidos e de menor *duration*, mas com riscos mais limitados na comparação com o ano passado para os mais longos.

Desta forma, o posicionamento estrutural nos proporcionou trabalhar com uma volatilidade e exposição ao risco mais controlado ao longo do ano, que está sendo marcado por vários choques internacionais e a renovação contínua da preocupação para com o ambiente inflacionário.

Assim como todos os meses deste ano, abril não deixou de guardar surpresas e volatilidade. O grande destaque ficou para China, que surpreendeu de duas formas: i) dobrou a aposta em sua estratégia de Covid-zero, com todos seus impactos econômicos e sociais decorrentes disso; ii) optou por não afrouxar mais a política monetária, dado suporte vocal para política fiscal ser mais atuante nos próximos meses. O saldo líquido foi de uma percepção que a economia chinesa, apesar de já ter passado pelo pior momento, irá se recuperar de forma mais lenta do que estimamos anteriormente. Além disso, renovou o choque nas cadeias produtivas e os impactos inflacionários adjacentes ao fato.

Dito isso, estamos entrando em uma nova fase de combate à inflação no mundo. Diversos Bancos Centrais começaram a apertar ainda mais a política monetária, como será o caso do Fed neste mês. O ciclo iniciado em março irá ganhar ainda mais intensidade, com um ritmo de alta mais forte (+50bps de FFR por reunião). O objetivo é impedir que os efeitos dos choques de oferta se propagem, além de desaquecer componentes mais cíclicos, como o setor de serviços, o mercado de trabalho e a velocidade do crescimento dos salários. A despeito disso, os fundamentos de crescimento americano ainda são mais saudáveis do que o caso Europeu, que segue enfrentando semanalmente os impactos advindos da Guerra na Ucrânia, que não dão sinais de arrefecer ao longo deste mês.

Já o Brasil se aproxima cada vez mais do fim do ciclo de altas, mas a inflação já está encaminhada para 8% neste ano e ameaça se afastar dos 4% para o próximo. Em termos de revisão, entendemos que a taxa Selic irá permanecer em dois dígitos por muito mais tempo do que estimávamos – reduzindo o prêmio na curva de juros.

Neste ambiente, continuamos sem alterações nos portfólios. O objetivo é ainda navegar de forma leve em termos de risco nos próximos meses, seguindo sobrealocados em Inflação por uma questão conjuntural.

Para renda variável local, seguimos preferindo ativos com liquidez, com exposição aos exatos mesmos temas dos últimos 8 meses e ainda vendo uma classe descontada em relação à média histórica. Em internacional, seguimos preferindo a posição concentrada no mercado americano, com um balanço de risco mais favorável que os pares e ainda oferecendo diversificação geográfica. Além disso, a potencial continuidade de fortalecimento do dólar contribui como um *hedge* para nossas carteiras alocadas em Real.

## Macro View

### Mês de definição para o cenário de juros local e global

Região	Fator	Maio 2022
Global	Atividade	Estímulos abaixo do esperado na China e continuidade da política de Covid-zero frustram expectativa de recuperação mais robusta, ainda que o cenário aponte melhora no 2T22. EUA segue com elevada contribuição do consumo, mas deve normalizar no 2T22.
	Inflação	Composição de inflação continua desfavorável, mas está em seu pico nos EUA. Para 2022, a taxa deve superar 5% e não deve convergir para meta de 2% em 2023. Ainda há potencial de surpresas com evolução dos salários e aluguéis, bem como commodities.
	Juros	Revisamos nosso cenário para 5 altas de 50bps por parte do Fed, seguidos de 4 altas de 25bps. Entendemos que o aperto ainda não está bem precificado e deve seguir gerando pressão na curva americana. Zona do Euro, por sua vez, deve elevar juros apenas em julho.
	Commodities	Cenário ainda é de oferta apertada e segue dando suporte para preços estruturalmente elevados, mas preocupação com demanda ainda deve ser monitorada em China e na desaceleração europeia. No geral, não alteramos nosso viés altista para a classe.
Brasil	Atividade	Ainda há espaço para surpresas positivas ao longo desse segundo trimestre, sobretudo com a contribuição da antecipação de benefícios (13º/FGTS), mas com riscos maiores para o terceiro trimestre. Por sua vez, seguimos com viés baixista para a economia em 2023.
	Inflação	Revisamos nossa expectativa para 8% neste ano, com balanço de risco ainda altista por conta das surpresas com IPCA e por uma pressão disseminada. A preocupação com a desancoragem das expectativas para 2023 é crescente (4% atualmente vs 3,25% de meta).
	Juros	Seguimos com a expectativa de Selic em 13,25% a partir de junho e durante todo o restante de 2022. Por sua vez, nossa expectativa de 9,5% para o final de 2023 continua com risco altista (taxa em dois dígitos) dado a dificuldade de ancorar as expectativas.
	Câmbio	Nossa expectativa de depreciação cambial ao longo dos próximos meses, conforme apontado no <a href="#">Cenário de Câmbio</a> , já começou. A paralisação do fluxo estrangeiro, em busca de commodities, limitou a performance nas últimas semanas.

### Projeções Econômicas – BTG Pactual

		2021	2022e (ant.)	2022e (atual)	Δ (p.p.)	2023e (ant.)	2023e (atual)	Δ (p.p.)
PIB	(% a.a.)	4.60	0.30	1.00	▲ 0.70	1.70	1.50	▼ -0.20
SELIC	(% a.a.)	9.25	13.25	13.25	▲ 0.00	9.00	9.50	▲ 0.50
IPCA	(% a.a.)	10.06	7.40	8.00	▲ 0.60	3.80	4.00	▲ 0.20
IGP-M	(% a.a.)	17.78	10.50	10.50	▲ 0.00	2.70	2.90	▲ 0.20
Taxa de Câmbio	(R\$/US\$)	5.57	5.00	4.80	▼ -0.20	5.00	5.00	▲ 0.00
Result. Primário	(% PIB)	0.75	-0.09	-0.09	▲ 0.00	-0.23	-0.20	▲ 0.03
Dívida Bruta	(% PIB)	80.30	81.20	79.70	▼ -1.50	84.20	82.60	▼ -1.60

## Strategy View

### Caminhando ainda próximo das alocações estruturais

Classe de ativo	Asset Strategy – Maio 2022		
	View	View* (1-5)	Onde achar no BTG?
<b>RF Pós-fixado</b>	Nosso cenário de Selic continua suportando um retorno esperado favorável da subclasse. Ainda consideramos mais duas altas pelo BC e uma taxa elevada (dois dígitos) por mais tempo ao longo de 2023.	3	
<b>RF Inflação</b>	Dado a elevada inflação mensal esperada para o curto prazo, seguimos sobrealocados nos vencimentos mais curtos (2024-2028), entendendo que o foco é carregue e compressão de juro real nesses vértices.	4	<a href="#">Macro &amp; Estratégia</a>   <a href="#">Renda Fixa</a>
<b>RF Prefixado</b>	Optamos por não alterar a nossa alocação em Prefixado, com vencimento médio de 2,5 anos (2024-2025). Os números de inflação continuam pressionados para cima, assim como a desancoragem, apertando cenário de Selic para 2023.	3	
<b>Retorno Absoluto</b>	Posição busca capturar a gestão ativa, sobretudo em cesta de moedas e curvas de juros em que usualmente não temos exposição direta. Indústria continua sem exposição expressiva contra o Real.	3	<a href="#">Top Funds BTG</a>
<b>RV Brasil</b>	Sem alteração relevante nas exposições, ainda entendendo que <i>large caps</i> continuam com maior retorno esperado e com as mesmas teses dos últimos meses (commodities, setor financeiro e consumo de alta renda).	3	<a href="#">10SIM</a> , <a href="#">Small Caps</a> , <a href="#">Dividendos</a> , <a href="#">ESG</a>
<b>Internacional</b>	Cenário continua menos desafiador para mercado americano do que Europa e China - mesmo colocando forte ciclo de juros. Economia global entra em fase mais clara de desaceleração e com retorno esperado moderado à frente. Seguimos neutros.	3	<a href="#">Carteira de BDRs</a>
<b>Alternativo</b>	A consolidação do processo de abertura segue apoiando FIIs, mas seguimos com limitada exposição e em linha com o estrutural. Por sua vez, tratamos ouro e dólar como proteção e diversificação, com viés mais positivo para o segundo do que o primeiro.	3	<a href="#">Carteira de Fundos Imobiliários</a> , <a href="#">FIPS</a> e <a href="#">COEs</a>

### Indicadores de Mercado

		CDI (a.a.)	IRF-M	IMA-B	IBOV	SPX	Dólar	IFIX	IHFA
<b>Cotação</b>	<b>29-abr-22</b>	<b>11,65</b>	<b>14.326</b>	<b>8.324</b>	<b>107.876</b>	<b>4.132</b>	<b>R\$ 4,97</b>	<b>2.813</b>	<b>4.324</b>
Março	(%)	0,83%	-0,12%	0,83%	-10,10%	-8,80%	4,86%	1,19%	0,86%
2022	(%)	3,3%	1,2%	3,7%	2,9%	-13,3%	12,1%	0,3%	7,0%
12 meses	(%)	7,1%	1,2%	4,7%	-9,3%	-1,2%	-7,4%	-3,6%	10,2%
24 meses	(%)	9,4%	3,2%	14,8%	34,0%	46,0%	-6,8%	8,0%	20,7%

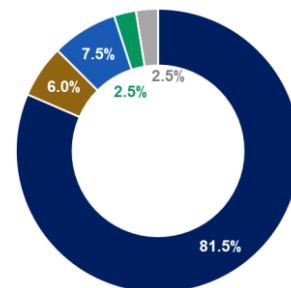
\*View (1-5): Reforça nosso posicionamento para a classe de ativo, sendo 1 a não exposição, 3 a neutralidade e 5 a sobrealocação máxima.

## Alocações Sugeridas

### Conservador

Em maio, a contribuição elevada da participação de Pós-fixado (71,5%) segue como a vantagem da estratégia para um perfil que usualmente convive com menos volatilidade e tem se mostrado vencedor nos últimos meses. Por sua vez, seguimos com maior posição em Inflação (10%) e sem influências de Prefixados, favorecendo alocações em vértices curtos e intermediários, com expectativa de carregio.

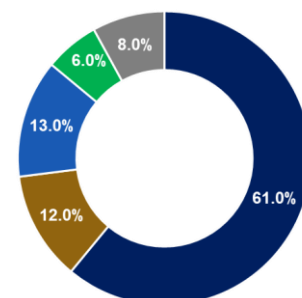
Nossa exposição Internacional (2,5%) continua limitada, com cenário ainda desafiador de mudança de juros, o que também demanda um posicionamento modestos em Renda variável (6,0%), sobretudo por conta da volatilidade elevada, mas ainda com viés positivo para o mês - reflexo de *valuation* e o tema das commodities no mundo.



### Balanceado

Neste mês, em Renda Fixa, seguimos modestos na exposição em Prefixado (3%), ainda que o pico da inflação seja um ponto importante para a discussão da reversão dos juros. Mantivemos elevada composição de Inflação (19,0%) e Pós-fixados (39,0%), além de conservadora posição em Alternativos (5,0%), focados em FIs, e em Retorno Absoluto (13%).

Por sua vez, temos posicionamento neutro de Renda variável (12,0%) – ainda focada nos temas de commodities bancos. Dado os riscos globais, principalmente com geopolítica e China, nossa alocação em Internacional (6,0%) continua focada em EUA.

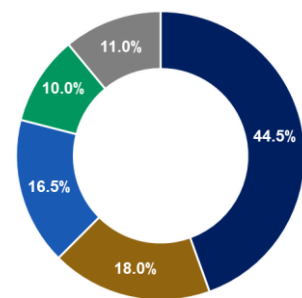


### Sofisticado

Em maio, continuamos sobrealocados nas posições em Inflação (16,0%) nesta estratégia, concentrados ainda em vencimentos mais curtos, além de manter uma boa alocação em Pós-Fixado (24,5%). Além disso, seguimos com posição ainda controlada em Prefixados (4%), com *duration* média de 2,5 anos, mapeando os riscos para ciclo de juros em 2023.

Seguimos neutros em Renda Variável (18,0%), mas ainda com expectativas positivas para maio, reflexo do *valuation* atrativos. No mercado Internacional (10%), seguimos focados em EUA, após forte correção em abril, mas que apresenta uma relação de riscos mapeados e composição de retorno mais oportunos. Seguimos bem posicionados em Retorno Absoluto (16,5%), com os fundos capturando os movimentos das moedas, bem como a abertura de juro global.

Por fim, não alteramos nossa cabeça com a exposição modesta em Alternativos (6,5%), reflexo da importante contribuição de FIs e de dólar, esse último apenas como estratégia de hedge, dado o bom carregio do Real.



### Alterações do Mês

	Conservador				Balanceado				Sofisticado			
	Estrutural	Abril	Tático >>	Maio	Estrutural	Abril	Tático >>	Maio	Estrutural	Abril	Tático >>	Maio
<b>Renda Fixa</b>	<b>81.5%</b>	<b>81.5%</b>	<b>0.0%</b>	<b>81.5%</b>	<b>60.0%</b>	<b>61.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>61.0%</b>	<b>43.0%</b>	<b>44.5%</b>	<b>0.0%</b>	<b>44.5%</b>
Pós-fixado	72.5%	71.5%	0.0%	71.5%	40.0%	39.0%	0.0%	39.0%	27.0%	24.5%	0.0%	24.5%
Inflação	7.0%	10.0%	0.0%	10.0%	16.0%	19.0%	0.0%	19.0%	10.0%	16.0%	0.0%	16.0%
Prefixado	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	3.0%	0.0%	3.0%	6.0%	4.0%	0.0%	4.0%
<b>Retorno Absoluto</b>	<b>7.5%</b>	<b>7.5%</b>	<b>0.0%</b>	<b>7.5%</b>	<b>13.5%</b>	<b>13.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>13.0%</b>	<b>17.5%</b>	<b>16.5%</b>	<b>0.0%</b>	<b>16.5%</b>
<b>Renda Variável</b>	<b>6.0%</b>	<b>6.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>6.0%</b>	<b>14.0%</b>	<b>12.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>12.0%</b>	<b>22.0%</b>	<b>18.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>18.0%</b>
<b>Internacional</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.5%</b>	<b>0.0%</b>	<b>2.5%</b>	<b>4.0%</b>	<b>6.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>6.0%</b>	<b>5.0%</b>	<b>10.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>10.0%</b>
<b>Alternativo</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.5%</b>	<b>0.0%</b>	<b>2.5%</b>	<b>8.5%</b>	<b>8.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>8.0%</b>	<b>12.5%</b>	<b>11.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>11.0%</b>
Fundos Imob.	2.5%	2.5%	0.0%	2.5%	5.0%	5.0%	0.0%	5.0%	7.5%	6.5%	0.0%	6.5%
Outros*	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.5%	3.0%	0.0%	3.0%	5.0%	4.5%	0.0%	4.5%

### Rentabilidade das Alocações Sugeridas

Para o acompanhamento da rentabilidade das nossas sugestões, cada classe e subclasse de ativo recomendada irá refletir o desempenho do seu índice de referência, apresentado na sessão **Alocação Detalhada** deste relatório. Portanto, as alocações sugeridas apresentam desempenhos teóricos, mas fruto de índices reais. Logo, o objetivo é trazer uma referência de retorno que cada perfil de investidor pode alcançar com o seu portfólio.



## Estratégia Macro

### Fed deve acelerar o aperto monetário, suportando dólar global. Brasil ainda enfrenta desafios com inflação e ciclo de juro deve se estender.

Esperamos que o FOMC acelere o ritmo de alta de juros de 25 bps para 50 bps em maio, num processo mais intenso ao longo do ano. Dessa forma, dólar global segue forte e não vemos vetores para reversão, sobretudo vindo de Europa.

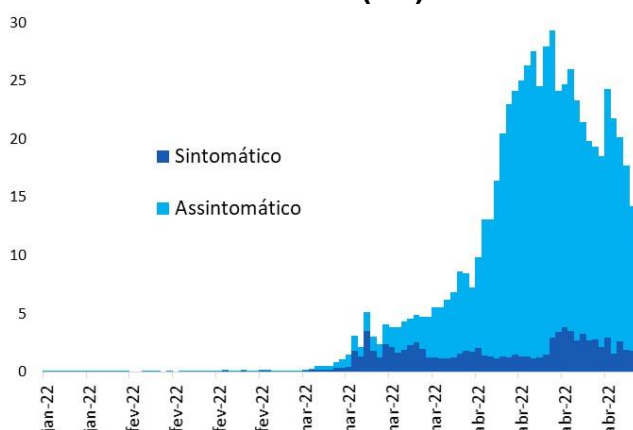
No Brasil, inflação esperada no curto prazo continua com viés altista e reforça nossa expectativa de mais duas altas de Selic pelo COPOM. Ambiente ainda é de proteção.

### China deve registrar recuperação a partir de maio, mas riscos para crescimento aumentaram.

No último relatório (ver [Asset Strategy Abril/22](#)), ao tratar da economia chinesa, revelamos expectativa de que “*assim como em eventos anteriores, a atual onda de Covid deva durar cerca de um mês, criando ambiente mais favorável no final de abril*”. Muito embora o número de casos tenha de fato diminuído no final do mês, a política de Covid-zero segue vigente e impactando a recuperação da economia. Mais do que isso, parece pouco provável que o país não enfrentará novas ondas num futuro, dado o nível de vacinação completa entre a população de risco (apenas 51% com duas doses para população acima de 80 anos) e pouca exposição à imunidade coletiva em ondas anteriores.

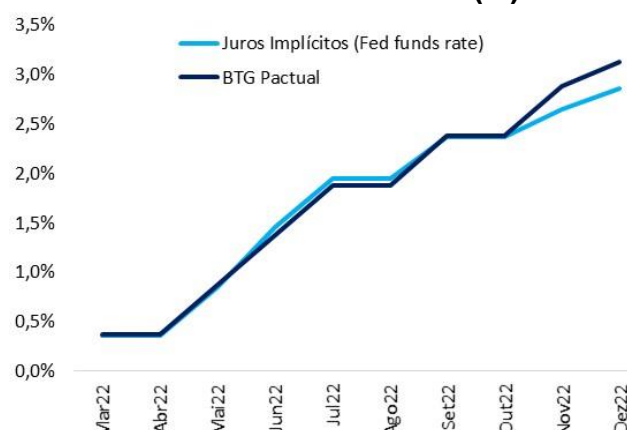
Nossa visão também era fundamentada pela expectativa de novas medidas de estímulo monetário, que foi frustrada ao longo do mês por uma redução abaixo do esperado da taxa de compulsório (25bps vs 50bps), liberando US\$ 83 bilhões de liquidez, contra US\$ 183 bilhões em dezembro. Mais do que isso, as autoridades chinesas optaram por não reduzir as taxas referênciais (1 ano *MLF* de 1 e 5 anos *LPR*) e, portanto, emitindo um sinal menos positivo para a recuperação à frente. Ainda assim, reforçamos nosso call: “*entendemos que os efeitos positivos ficarão mais claros apenas a partir de maio e junho. No curto prazo continuamos preferindo as exposições indiretas, como o caso do Brasil*”. Por fim, o comunicado do Politburo (comitê central do partido chinês) foi mais construtivo para estímulos fiscais à frente, ainda que não tenha formalizado um plano ou divulgado números.

China: Casos de Covid-19 (mil)



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Fed: Cenário de Fed Funds Rate (%)



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

**Fed: Esperamos cinco altas de 50 bps e uma de 25bps a partir em maio.** A partir deste mês teremos ainda mais aperto das condições financeiras pelo Fed, com mais aumentos nas taxas de juros. Revisamos nosso cenário de *fed funds rate* (FFR) para cinco elevações de +50 bps nas próximas

reuniões (uma alta de +50 bps a mais do que o cenário anterior), seguido de uma alta de +25 bps na última reunião do ano, encerrando 2022 com uma taxa média de 3,125% (intervalo de taxa entre 3% e 3,25%). Por sua vez, não alteramos a taxa terminal esperada para o ciclo em 2023, com o ponto médio de 3,875% (3,75%-4,00%). Vale notar que esse ambiente de aceleração da política monetária já leva em conta a frustração com o PIB no primeiro trimestre, de -1,4% (na taxa trimestral anualizada) e a nossa revisão de crescimento para 2022 de 3,3% para 2,7%. O resultado do PIB, ainda que abaixo do esperado, confirmou o consumo privado forte (2,7%) mesmo em um ambiente de inflação elevada e fim dos cheques de estímulo. Quando olhamos os fundamentos macro à frente, seguimos vendo um balanço das famílias saudável e mercado de trabalho favorável, mas com um nível de poupança mais normalizado após um primeiro trimestre exuberante.

**Inflação ainda preocupa, bem como curva de juro: hora de reforçar a seletividade nas alocações internacionais.** A continuidade da deterioração do cenário inflacionário é o vetor para um ciclo mais intenso de juros por parte do Fed, com nossa revisão do cenário de CPI para 5,4% em 2022 e 3% em 2023 – números abaixo do mercado justamente por contemplarmos um ciclo mais elevado de política monetária. O mercado também aponta um processo preocupante de desancoragem, mesmo com o arrefecimento de algumas *commodities* após o pico em março, com o *swap* de inflação 5y5y em 2,8% e a inflação implícita no juro do Tesouro de 10 anos em 2,9%, revelando dificuldade da entrega da meta mesmo com um ciclo de aperto maior já precificado na curva. O jogo ainda é de condições financeiras apertando, com abertura de curva de juro americana – em especial a curva real. Dessa forma, as alocações globais ainda devem ser mais neutras em empresas de crescimento (*growth*), com participação de setores mais defensivos como consumo básico, saúde e temas do momento como *commodities*.

**Europa já sofria com guerra, agora também tem desafios com China crescendo menos.** O conflito no leste europeu piorou nas últimas semanas e o cessar-fogo está mais distante neste momento. A falta de consenso entre Rússia e Ucrânia resultou em nova escalada militar. Mais do que isso, continua gerando maior pressão inflacionária na Europa via o canal de energia, mas que não tem sido correspondido na mesma intensidade pela política monetária do Banco Central Europeu. Consideramos atualmente a primeira alta de juros em julho, ante o cenário anterior de setembro, mas sendo algo já parcialmente precificado e insuficiente para fortalecer o cenário de Euro. Há mais riscos para uma desaceleração econômica mais intensa na Europa do que nos pares, o que limita o apetite ao risco para os ativos do país. Desta forma, nas posições globais, seguimos gostando de ativos nos EUA em relação à Europa e China.

**No Brasil, movimento recente do câmbio vai em linha com o nosso cenário.** Conforme ressaltado no [Cenário do Câmbio](#), já esperávamos pressão na moeda entre o segundo e terceiro trimestre, o que se confirmou ao longo de abril de forma antecipada. Com estabilização do fluxo estrangeiro para o nosso mercado, a continuidade do movimento de preço nos principais ativos verificada em março foi comprometida. Na margem, entendemos que o tema de *commodities* ainda segue favorecendo o Real, mas com contribuição mais tímida do que anteriormente, além de um efeito portfólio global em que o fluxo deve fluir em direção à redução de exposição em volatilidade. Nossa alocação no dólar tem caráter de *hedge*, dado que o carregamento do Real (juro de curto prazo) é mais atrativo que nossa expectativa de depreciação.

Sobre riscos fiscais, o que naturalmente pode impactar a precificação da moeda, estimamos cerca de R\$ 52,1 bilhões na mesa de discussão e que devem ser acomodados dentro do Teto de Gastos, indo desde piso de enfermagem e demais profissionais de saúde, até medidas mais residuais envolvendo leis focadas no setor de cultura e eventos.

**A atividade econômica ganha fôlego em 2022, mas perde em 2023.** A aceleração do emprego, a normalização da mobilidade a partir da melhora do cenário de Covid e o aumento de recursos na economia apoiado em medidas do governo (como o Auxílio Brasil, FGTS e 13º), resultaram em quadro mais positivo para a atividade doméstica, melhorando o cenário do 2º trimestre e gerando crescimento

esperado do PIB por nós neste ano em 1%. Por outro lado, entendemos que o elevado endividamento das famílias, o impacto da política monetária e a incerteza eleitoral são riscos para o carregado deixado para o próximo ano, do qual temos viés baixista.

**Inflação: hora de olhar para os desafios de 2023 e seguir buscando proteção.** Revisamos nossa projeção de IPCA em 2022 para 8%, mais uma vez incorporando outras surpresas altistas do número fechado de março (1,62% vs 1,35% esperado). O resultado apresentou uma composição significativamente pior que o esperado, com a média dos núcleos rodando em nível muito elevado (0,98%), além de avanço no índice de difusão, indicando pressões inflacionárias altamente disseminadas. Por sua vez, nossa projeção para 2023 também foi revisada para cima, de 3,8% para 4,0%, devido a maior inércia inflacionária e aumento das expectativas de inflação. Aqui vale notar que a meta de inflação para o próximo ano é de 3,25% e mesmo incorporando um juro mais alto, ainda assim o BC terá dificuldades para alcançá-la. A revisão altista das expectativas para o próximo ano ocorre mesmo à luz de um crescimento esperado menor.

**Caminho aberto para Selic em 2023: cenário de dois dígitos até o final do ano ganhando força.** O risco inflacionário atual reforça nossa expectativa de mais duas altas de juros nesse ano, uma de 100bps (maio) e outra de 50 bps (junho), finalizando ciclo em 13,25%. Por outro lado, o cenário mais adverso para as expectativas de inflação em 2023 deixa risco altista para a projeção de Selic no próximo ano (atualmente em 9,5%), com espaço para a uma taxa de dois dígitos. Nesse sentido, é importante acompanhar a comunicação final do BC nas próximas reuniões para o mapeamento da função de reação, mas, acima de tudo, é preciso seguir acompanhando o cenário de juro global, com o Fed sendo um grande risco altista para a política monetária em mercados emergentes. Sobre desancoragem das expectativas, veja o [Macro Box 3](#).

**Em Renda Fixa, preferimos seguir sobrealocados em inflação neste momento, reflexo e um ambiente que continua trazendo surpresas.** As primeiras leituras de inflação do mês de abril continuam forçando números elevados, mesmo com a contribuição baixista da redução da bandeira de energia elétrica em meados do mês. Desta forma, a conjuntura segue reforçando nossa estratégia de carregado, que tem sido assertiva desde o último trimestre do ano passado. Nossa posição é sobrealocada em inflação e focada em vértices curtos (2024 e 2028), com menos opcionalidade de fechamento de taxa por conta da pressão da curva de juro real americana, mas ainda em ambiente mais favorável que os prefixados.

**Juro real: Brasil vs EUA (%)**



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

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



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Nesse sentido, optamos por permanecer com pouca exposição à Prefixados após as surpresas acumuladas em abril e por uma questão de retorno esperado *versus* nível de risco ainda mais favoráveis para inflação curta do que juro nominal. É uma discussão relativa, dado que ainda vemos um ambiente para redução do prêmio na curva de juro em vértices iniciais como 2024 e 2025, com nossa posição na classe ainda focada nesses vencimentos (gostamos do prefixado, mas ainda preferimos inflação).



Assim como nos meses anteriores, a contribuição expressiva de Pós-fixado tem sido importante para o equilíbrio das estratégias, proporcionando 1% a.m. a partir da próxima reunião do COPOM no início de maio. Dado o carregamento do Real, o mercado continua pagando um bom “preço pela paciência” nessas posições ante um cenário global e local ainda volátil. Desta forma, optamos por mudar a composição dessa subclasse, reduzindo exposição em liquidez (LFTs) e aumentando em CDBs/LCIs/LCAs por conta das taxas atrativas nesse ambiente perto do fim de ciclo de alta da Selic.

**Em Renda Variável, ainda mantemos visão construtiva e focado nos mesmos temas.** Em nossa visão há empresas 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), bem como mais expostas à consumo de alta renda. 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.

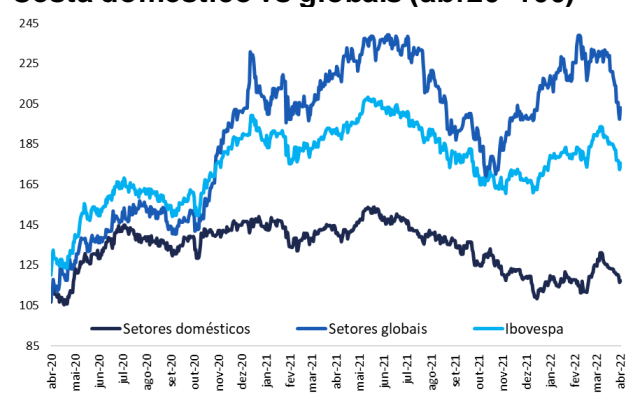
Em termos de estratégia, já ressaltamos em outros Asset Strategy que observamos quatro grandes pontos para leitura do ambiente do mercado acionário: i) cenário macro; ii) momento de resultados (*earnings*); iii) fundamentos e *valuation* e iv) fluxo. Quanto ao primeiro tópico, está claro um ambiente de revisão positiva de crescimento para o ano, mas que vem acompanhado por inflação pressionada e juros elevados. Do ponto de vista de resultados, as expectativas para os números do primeiro trimestre são positivas, mesmo dentro dos setores ligados à economia doméstica. Por sua vez, olhando a bolsa de uma forma geral, o *valuation* ainda aponta para uma bolsa descontada para horizontes de investimento mais longos, com o Preço/Lucro (P/L) da bolsa em 7,9x, sendo 9,9x ex-Petro e Vale e 10,9x apenas setores domésticos, todos bem abaixo da média estrutural do nosso mercado. Por fim, quanto ao fluxo, aqui enxergamos a maior dificuldade. Após um primeiro trimestre exuberante de entrada de estrangeiros em nosso mercado acionário, abril foi marcado por uma leitura negativa de fluxo (R\$ 5,33 bilhões, até 27/04), reflexo de um ambiente volátil de commodities e de mercado de uma forma geral. Por sua vez, os fundos locais também continuam contribuindo negativamente com saques de R\$ 6,35 bilhões (até 26/04). Entendemos que esse vetor ainda não deve melhorar em maio pelo contexto de mercado e, por consequência, demanda uma maior cautela.

**Bovespa P/L 12 meses projetado**



Fonte: BTG Pactual

**Cesta doméstico vs globais (abr20=100)**



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Doméstico: Imobiliário, industrial, comunicação, consumo e utilities

Global: Commodities (materiais básicos e energia)

Ponderação: Pesos do GICS

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. A opção pela neutralidade ajudou a limitar os impactos negativos em abril – ainda que não suficiente para evitá-los. O balanço de risco segue mais equilibrado e continuamos com visão mais construtiva para *Large Caps*, valendo reforçar a [Carteira de Ações 10SIM do BTG Pactual](#).

## Macro Box 3 – A desancoragem das expectativas em ambiente de Selic elevada

O forte aperto na política monetária brasileira desde março de 2021, com a alta da Selic, tem por objetivo único atingir um patamar restritivo suficiente para desaquecer a demanda e reduzir a pressão de preços. Mesmo assim, o conjunto de choques acumulados nos últimos meses em escala global, bem como a força inercial da inflação doméstica, seguem criando um ambiente em que mesmo um juro em patamar historicamente alto não tem sido suficiente para ancorar as expectativas.

O fato ficou mais claro com a divulgação dos dados atrasados do Focus pelo BCB, mostrando que as expectativas para 2023 e 2024 se distanciaram cada vez mais da meta. Quando olhamos a mediana das expectativas para o IPCA de 2023, a projeção de 4,10% já está 85bps acima da meta de 3,25%, enquanto a mediana do Top5 de Longo Prazo já projeta uma inflação em 4,43% no próximo ano (120bps acima da meta). Vale lembrar que a política monetária atual será decidida olhando mais para os números de 2023 do que 2022, dado a defasagem de seus efeitos. Por sua vez, a mediana para 2024 já está em 3,2% e a do Top5 de Longo Prazo em 3,57%, ambas acima da meta de 3% para o ano, revelando uma preocupação com a capacidade da Autoridade em ancorar o mercado.

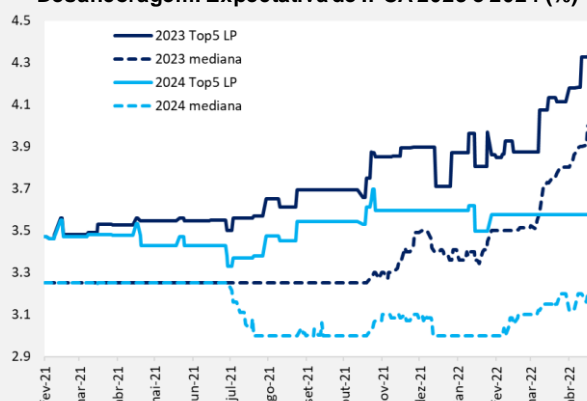
Essa pressão não fica clara apenas no relatório semanal, mas também na própria precificação de inflação pelo mercado. A inflação implícita na curva de juro, que é composta pela inflação esperada mais um prêmio, continua mostrando abertura em todos os vencimentos.

Na Estrutura a Termo da Taxa de Juro (ETTJ) estimada pela Anbima a partir dos títulos públicos locais (NTN-B, LTNs e NTN-F), a inflação implícita saiu de 5,85% no dia anterior à guerra de Rússia e Ucrânia para 6,81% nos vencimentos 1,5 ano à frente, e de 5,63% para 6,42% quando olhamos para os próximos 2,5 anos (vencimentos mais próximos do fim de 2023 e de 2024). Naturalmente essa não é a inflação esperada, mas reforça como o prêmio cobrada pela incerteza do cenário inflacionário é elevado, mesmo em um ambiente em que o COPOM está significativamente mais *hawkish*.

Desta forma, a projeção de Selic em 9,5% para 2023 apresenta um balanço de risco altista, com aumento da probabilidade de um processo de corte mais brando e uma taxa de dois dígitos no final do ano. Cabe notar que esse é o cenário implícito na curva de juro Pré x DI, com o mercado precificando uma Selic em 11,5% no final de 2023 – com alguma gordura para o prêmio de risco.

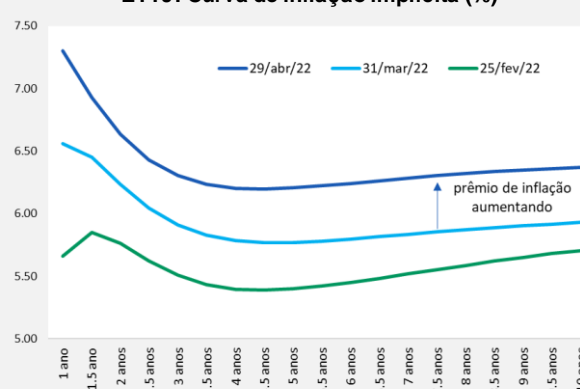
**E o que isso quer dizer para as alocações?** O desafio com o processo de ancoragem das expectativas de inflação acaba por suportar três pontos: i) há uma clara preocupação com uma inflação corrente mais elevada, o que reforça a tese de carregamento nas posições em inflação; ii) mostra que o prêmio para fechamento da curva prefixada é menor do que anteriormente estimado; iii) apoia a posição de pós-fixado por mais tempo, dado uma taxa Selic elevada por mais tempo. Dessa forma, entendemos que os riscos estão bem mapeados, incorporados na decisão e nos tamanhos das alocações.

Desancoragem: Expectativa de IPCA 2023 e 2024 (%)



Fonte: BCB e BTG Pactual

ETTJ: Curva de inflação implícita (%)



Fonte: Anbima e BTG Pactual

## Análise Detalhada

### Alocações detalhadas – Maio 2022

Abaixo apresentamos a nossa visão de alocação não apenas pelas classes de ativos selecionadas, mas o detalhamento da nossa sugestão dentro de cada classe. A rentabilidade das estratégias será metrificada por cada índice de referência e os pesos de alocação sugeridos.

#### Composição Detalhada das Alocações Sugeridas

Classe de Ativo	Índice Referência	Conservador	Balanceado	Sofisticado
<b>Renda Fixa</b>		<b>81,5%</b>	<b>61,0%</b>	<b>44,5%</b>
<b>Pós-fixado</b>		<b>71,5%</b>	<b>39,0%</b>	<b>24,5%</b>
Liquidez	IMA-S	45,0%	17,0%	9,5%
CDB/LCI/LCA	107% CDI (*)	26,5%	18,0%	10,0%
Crédito Privado	IDA-DI	-	4,0%	5,0%
<b>Inflação</b>		<b>10,0%</b>	<b>19,0%</b>	<b>16,0%</b>
Inflação Curto	IMA-B 5	5,0%	8,0%	6,0%
Inflação Médio	IMA-B	5,0%	6,0%	5,0%
Inflação Longo	IMA-B 5+	-	-	-
Crédito Privado	IDA-IPCA	-	5,0%	5,0%
<b>Prefixado</b>		<b>-</b>	<b>3,0%</b>	<b>4,0%</b>
Pré Curto	IRF-M 1	-	-	-
Pré Médio	IRF-M	-	-	-
Pré Longo	IRF-M 1+	-	3,0%	4,0%
<b>Retorno Absoluto</b>	IHFA	<b>7,5%</b>	<b>13,0%</b>	<b>16,5%</b>
<b>Renda Variável</b>		<b>6,0%</b>	<b>12,0%</b>	<b>18,0%</b>
Ibovespa	IBOV	4,5%	12,0%	16,0%
Dividendos	IDIV	1,5%	-	-
Small Caps	SMLL	-	-	2,0%
<b>Internacional</b>		<b>2,5%</b>	<b>6,0%</b>	<b>10,0%</b>
EUA (em R\$)	IVVB11	2,5%	6,0%	10,0%
China (em R\$)	BCHI39	-	-	-
Europa (em R\$)	BIEU39	-	-	-
<b>Alternativos*</b>		<b>2,5%</b>	<b>8,0%</b>	<b>11,0%</b>
FII's	IFIX	2,5%	5,0%	6,5%
Ouro (em R\$)	BIAU39	-	2,0%	3,0%
Criptomoedas (em R\$)	HASH11	-	-	-
Exclusivos*	-	-	1,0%	1,5%
<b>Asset Strategy</b>		<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Nota (\*): 107% do CDI é a média dos rendimentos dos 304 produtos pós-fixados listados na plataforma [BTG Pactual em 29/abr/2022](#)

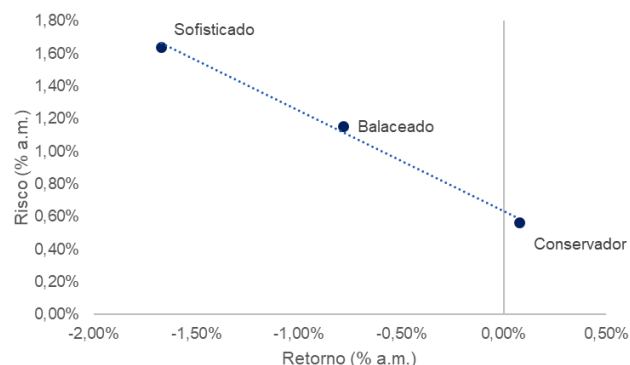
Exclusivos: COE, Venture Capital, Private Equity e etc.

## Análise de Desempenho

### Retorno por Contribuição

	Abril/22		
	Conservador	Balanceado	Sofisticado
<b>Renda Fixa</b>	<b>0,65%</b>	<b>0,55%</b>	<b>0,37%</b>
Pós-Fixado	0,53%	0,33%	0,20%
Inflação	0,12%	0,23%	0,19%
Prefixado		-0,02%	-0,02%
<b>Retorno Absoluto</b>	<b>0,06%</b>	<b>0,11%</b>	<b>0,14%</b>
<b>Renda Variável</b>	<b>-0,55%</b>	<b>-1,26%</b>	<b>-1,84%</b>
<b>Internacional</b>	<b>-0,12%</b>	<b>-0,29%</b>	<b>-0,48%</b>
<b>Alternativos</b>	<b>0,03%</b>	<b>0,10%</b>	<b>0,14%</b>
<b>Total</b>	<b>0,07%</b>	<b>-0,78%</b>	<b>-1,67%</b>

### Relação Risco vs Retorno



**Acertos de alocação:** Continuamos vendo como positivo a decisão de uma posição elevada em inflação, além da contribuição da gestão ativa do Retorno Absoluto, que captura abertura de juro externa e movimento de moedas.

**Pontos de atenção:** A performance do mês foi afetada pela aversão ao risco e impactos no mercado de renda variável local e global. No curto prazo, faltam *triggers* para reverter fortemente esse cenário.

### Performance (%)

Conservador	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Início
2021	-	-	-	-	-	-	0,07%	0,07%	0,07%	0,07%	0,07%	0,07%	0,44%	0,44%
2022	0,75%	0,64%	1,57%	0,07%	-	-	-	-	-	-	-	-	3,06%	3,52%

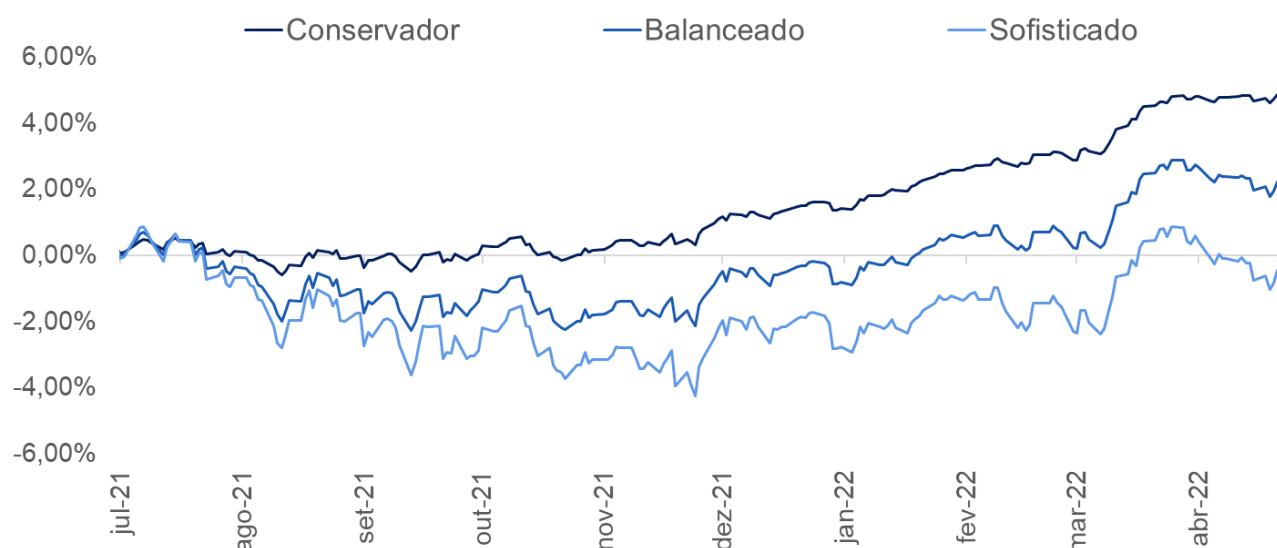
  

Balanceado	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Início
2021	-	-	-	-	-	-	-0,40%	-0,50%	-0,85%	-0,49%	0,32%	1,73%	-0,22%	-0,22%
2022	0,52%	0,40%	1,88%	-0,78%	-	-	-	-	-	-	-	-	2,02%	1,79%

Sofisticado	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Início
2021	-	-	-	-	-	-	-0,73%	-0,79%	-1,43%	-0,78%	-0,18%	2,18%	-1,78%	-1,78%
2022	0,33%	0,00%	2,02%	-1,67%	-	-	-	-	-	-	-	-	0,65%	-1,14%

### Retorno Acumulado (%)\*



(\*) Retorno acumulado pode sofrer alteração marginal por utilizar o IHFA, Índice de Hedge Funds ANBIMA, em seu cálculo, que depende da atualização das cotas dos fundos. Nesse sentido, pelo fato de o Asset Strategy ser divulgado no início de cada mês, é possível que as últimas cotas sejam atualizadas, portanto, alterando sutilmente o histórico de performance de fechamento.



## Suitability – Alinhando o Perfil de Risco

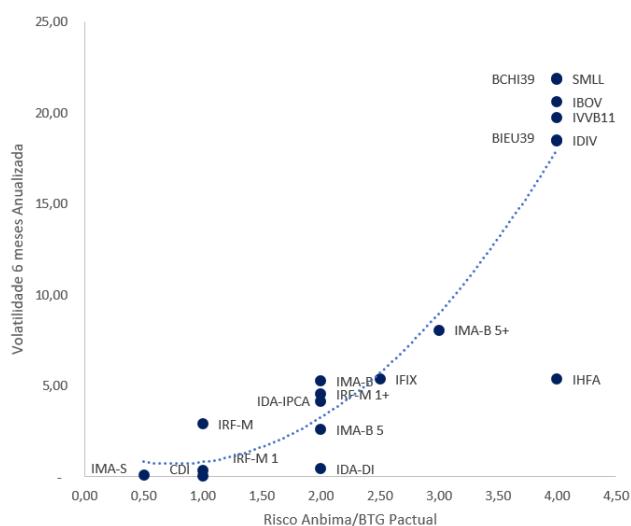
O *Asset Strategy* é um *report* de investimento mensal que busca endereçar a estratégia de 3 perfis de investidores: conservador, balanceado e sofisticado. Cada perfil lida com uma volatilidade implícita e, portanto, um risco diferente.

Nesse sentido, é importante ressaltar que as nossas alocações estão em linhas com as “*REGRAS E PROCEDIMENTOS ANBIMA DE SUITABILITY Nº 01*”<sup>1</sup>, documento divulgado pela associação em 2019 e vigente até hoje. Além disso, elas passam também pela validação da equipe de Compliance do BTG Pactual, que utiliza de tais notas para a validação do *suitability* das estratégias sugeridas pelo grupo.

O normativo estabelece regras e parâmetros que devem ser seguidos pelas Instituições Participantes no que se refere ao *Suitability* de seus clientes. Esse processo é feito conforme pontuação de risco para cada tipo de ativo disponível para o investidor, navegando de uma pontuação que vai de 0,5 ponto (o menos arriscado, como o caso das LFTs) até 5 pontos (mais carriscado, como os FIPs).

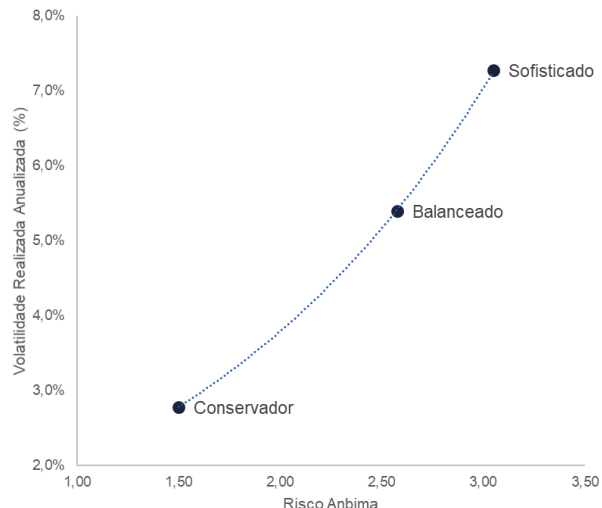
Abaixo colocamos a relação entre a nota para cada índice de referência utilizado em nossa estratégia e também a sua volatilidade realizada nos últimos 6 meses. Fica claro que a nota de risco guarda relação próxima com a volatilidade do ativo ou da classe.

Relação Volatilidade e Nota de Risco – Classe



Fonte: Anbima, Bloomberg e BTG Pactual

Relação Volatilidade e Nota de Risco – Estratégia



Fonte: Anbima, Bloomberg e BTG Pactual

É importante ressaltar que o *Asset Strategy* busca alinhar a nota de risco da estratégia para cada perfil, mesmo considerando ativos mais arriscados para perfis mais conservadores. A gestão de risco é feita baseado na análise *top-down* macro, além da avaliação quantitativa das sugestões de alocação, mas pensando como um portfólio e estratégia.

Nesse sentido, não há conflito em alocação de um ativo de risco moderado para um perfil conservador (apenas um exemplo), desde que respeitando as demais alocações para não fugir do *suitability*. Dessa forma, a relação entre o risco pelas notas de anbima e a volatilidade esperada para cada uma das nossas estratégias de alocação seguem a relação linear esperada.

<sup>1</sup>[https://www.anbima.com.br/data/files/92/76/52/EC/B349E61055FEC5E6192BA2A8/Regras\\_e\\_Procedimentos\\_do\\_Codigo\\_de\\_Distribuicao\\_11.11.19.pdf](https://www.anbima.com.br/data/files/92/76/52/EC/B349E61055FEC5E6192BA2A8/Regras_e_Procedimentos_do_Codigo_de_Distribuicao_11.11.19.pdf)

## Glossário

### Índices de Referência (*Benchmark*)

#### Renda Fixa

**CDI: é o principal *benchmark* para o mercado de renda fixa em pós-fixados.** O Certificado de Depósito Interbancário é um título financeiro das operações entre bancos, sendo utilizado no cálculo da taxa DI que, por sua vez, é utilizada como referência para o cálculo da rentabilidade de diversos títulos. É calculado pela B3.

**IRF-M: é o principal *benchmark* para o mercado de renda fixa em prefixados.** Sua evolução representa a rentabilidade de uma carteira de títulos públicos prefixados, que são as LTNs (Letras do Tesouro Financeiro) e as NTN-Fs (Notas do Tesouro Nacional série F). É calculado pela ANBIMA.

- IRF-M 1: *benchmark* prefixado de *curto prazo*, pois a carteira possui *vencimentos inferiores a 1 ano*.
- IRF-M 1+: *benchmark* prefixado de *longo prazo*, pois a carteira possui *vencimentos superiores a 1 ano*.

**IMA-B: é o principal *benchmark* para o mercado de renda fixa em inflação.** Sua evolução representa a rentabilidade de uma carteira de títulos públicos Tesouro IPCA+ (ou NTN-B), que são indexados por uma taxa de juro real mais a inflação medida pelo IPCA. É calculado pela ANBIMA.

- IMA-B 5: *benchmark* de inflação de *curto prazo*, pois a carteira possui *vencimentos inferiores a 5 anos*.
- IMA-B 5+: *benchmark* de inflação de *curto prazo*, pois a carteira possui *vencimentos inferiores a 5 anos*.

**IDA-GERAL: é o principal *benchmark* para o mercado de crédito privado, mais especificamente debêntures.** O índice reflete a totalidade das debêntures precificadas. É calculado pela ANBIMA.

- IDA-DI: *benchmark* de debêntures pós-fixadas, pois a carteira reflete os créditos indexados ao CDI.
- IDA-IPCA: *benchmark* de debêntures de inflação, pois a carteira reflete os créditos indexados ao IPCA.

#### Renda Variável

**IBOV: é o principal *benchmark* da bolsa de valores do Brasil.** O Índice Ibovespa reflete o desempenho uma carteira com mais de 90 ações, com rebalanceamento é feito a cada 4 meses (janeiro, maio e setembro).

**IDIV: é um indicador utilizado pela Bolsa de Valores do Brasil para apresentar aos investidores qual é o rendimento médio das empresas de capital aberto que melhor pagam dividendos aos seus acionistas.** A carteira possui 50 ações.

**SMLL: é um indicador responsável por representar uma carteira teórica de ações de empresas que operam na Bolsa de Valores com menor capitalização.** A carteira possui 120 ações.

**IVVB11: é um ETF listado na Bovespa que permite acesso às 500 principais ações americanas.**

**BCHI39: é um BDR de um ETF que acompanha o índice MSCI China, composto por empresas chinesas de grande e médio porte, listadas em todos os mercados.**

**BIEU39: é um BDR de um ETF que replica a carteira teórica do MSCI Europe, índice que engloba empresas de média e alta capitalização de mercado acionário europeu.**

**IHFA: é um índice que reúne os principais *hedge funds* do mercado brasileiro.**

**IFIX: é um índice que representa uma carteira teórica de fundos de investimento imobiliários, sendo o principal *benchmark* para fundos imobiliários.**

### Termos Técnicos

## Política Monetária

**Hawkish:** Tom de política monetário mais duro, usualmente relacionado ao aperto das condições monetárias, redução dos estímulos monetários.

**Dovish:** Tom de política monetária mais expansionista, usualmente relacionado a uma expansão das condições monetárias, aumento dos estímulos monetários.

**Juro Nominal:** é a rentabilidade de um ativo em determinado período, sem ajustes.

**Juro Real:** é a diferença entre o rendimento das aplicações financeiras e a inflação.

- Juros Real ex-post: é a diferença entre a taxa de juro nominal corrente menos a inflação corrente.
- Juro Real ex-ante: é a diferença em relação a inflação esperada.

**Tapering:** Movimento de redução da política de Quantitative Easing, ou seja, redução da compra de ativos pelo banco central.

**Reflação/reflation:** Reflação é um período no qual a inflação e a atividade econômica estão em aceleração, após um período de deflação e depressão econômica. Este período tende a beneficiar empresas de setores de setores cíclicos, como energia, commodities, financeiras, entre outras.

**Inflação Implícita:** é a diferença entre as taxas de juros de títulos públicos prefixados (juros nominais) e títulos públicos indexados pelo IPCA (juros reais). A inflação implícita mede a inflação média projetada pelo mercado para um determinado prazo.

## Mercado

**CDS:** abreviação de Credit Default Swap, é um derivativo negociado no mercado financeiro que mensura o risco de inadimplência (default) das operações de crédito. Portanto, o CDS Brazil 10y mede o risco dos títulos do governo de 10 anos não cumprirem suas obrigações e, por isso, é utilizado para mensurar o nível de risco-país.

**Curva Prefixada DI Futuro:** referência para mostrar a expectativa do mercado em relação aos próximos movimentos do Banco Central e ao futuro das taxas SELIC e CDI. Vencimentos de curto prazo normalmente afetados pelos movimentos do Banco Central e os vencimentos de longo prazo normalmente afetados pelo risco país.

- Back-end: Vencimentos mais longos da curva de juros.
- Belly: Vencimentos intermediários da curva de juros.
- Front-end: Vencimentos curtos da curva de juros.

**Valuation:** método de estudo onde analistas buscam encontrar o valor adequado para algum ativo

- Preço-lucro: Preço sobre Lucro é um indicador que relaciona o valor de mercado de uma ação com o lucro apresentado ou projetado pela empresa em questão, indicando ao investidor quanto disposto o mercado está a pagar pelos resultados da companhia.
- Dividend-yield: um indicador utilizado para relacionar os proventos pagos por uma companhia e o preço atual de suas ações, explicitando o retorno obtido através dos proventos de um investimento.
- Value: Empresas que estão descontadas, preços das ações abaixo do seu valor intrínseco.
- Growth: Empresas com grande potencial de crescimento, normalmente com preço das ações mais elevadas

**Fundos tijolo:** O fundo imobiliário de tijolo é uma categoria formada exclusivamente por imóveis físicos.

**Fundos papel:** O fundo imobiliário de papel de papel aloca seu patrimônio em recebíveis imobiliários, principalmente em Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI).



## Macro & Estratégia - BTG Pactual

Álvaro Frasson  
[alvaro.frasson@btgpactual.com](mailto:alvaro.frasson@btgpactual.com)

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

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

Luiza Paparounis  
[luiza.paparounis@btgpactual.com](mailto:luiza.paparounis@btgpactual.com)

### Disclaimer

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual e os seus clientes. O BTG Pactual ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento. O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

**Certificação dos analistas:** Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse [www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)