



Asset Strategy

Maio 2024

BTG Pactual Macro Strategy

Álvaro Frasson

alvaro.frasson@btgpacutal.com
São Paulo – BTG Pactual S.A.

Arthur Mota

arthur.mota@btgpacutal.com
Miami – BTG Pactual US Capital LLC

Victor do Amaral

victor.esteves@btgpacutal.com
São Paulo – BTG Pactual S.A.

Carta Mensal

Mudanças importantes

A escalada da aversão a risco nos mercados globais tem fundamento em uma série de preocupações econômicas e geopolíticas. No último mês, o debate sobre o ciclo de corte de juros US deteriorou significativamente: de 3 ou 4 cortes de -25bps para talvez 2 e com o início postergado de junho para, na melhor das hipóteses, setembro. Nesse ambiente, os mercados emergentes são os mais penalizados, pois com a volta do *higher for longer* no debate da política monetária americana, a atratividade dos *bonds* soberanos dos EUA aumentam, retiram fluxo de capital dos países EM e fortalecem o dólar.

Adicionalmente, os desafios geopolíticos no Oriente Médio, apesar de, até o presente momento, não ter provocado envolvimento de outros países ao conflito, trouxeram impactos importantes, como a forte valorização do preço internacional do petróleo e do ouro. Logo, vivemos uma certa ‘tempestade perfeita’ nos ativos globais, pois, com dólar e ouro forte ao mesmo tempo, sobra pouco espaço para ativos emergentes ganharem nesta concorrência por fluxo.

No Brasil, enganou-se quem acreditava que o petróleo apreciado provocaria apreciação do Real neste início de ano. Neste ambiente de preocupações elevadas com a inflação americana, a apreciação do óleo pode trazer maior preocupação ao CPI americano do que uma fortaleza pra nossa balança comercial, que apesar da narrativa estrutural melhor continuar presente, o enfraquecimento do preço da soja (-11% YTD) e do minério de ferro (-15% YTD) podem estar refletindo em um Real menos resiliente.

Do lado fiscal, o envio da PLDO 2025 com metas fiscais piores e premissas macro bastante otimistas (como, por exemplo, Selic média de 7% entre 2025-2028) sinalizaram ao mercado um ‘plano de vôo’ baixa probabilidade de ocorrência para estabilizar a trajetória da dívida/PIB. Vale destacar, também, que o surgimento de ‘pautas bomba’ no legislativo, com a PEC do quinquênio, prejudicam a capacidade do governo entregar o resultado primário necessário, sugerindo à sociedade que a mudança da meta fiscal para 2024 ainda ocorrerá no segundo semestre.

Se já não fosse incerteza o bastante, o Presidente do Banco Central, Roberto Campos Neto, fez declarações importantes durante um encontro do FMI em meados de abril, sugerindo ao

Gráfico 1 – Fed Funds 2024e vs Pré Brasil 2 anos

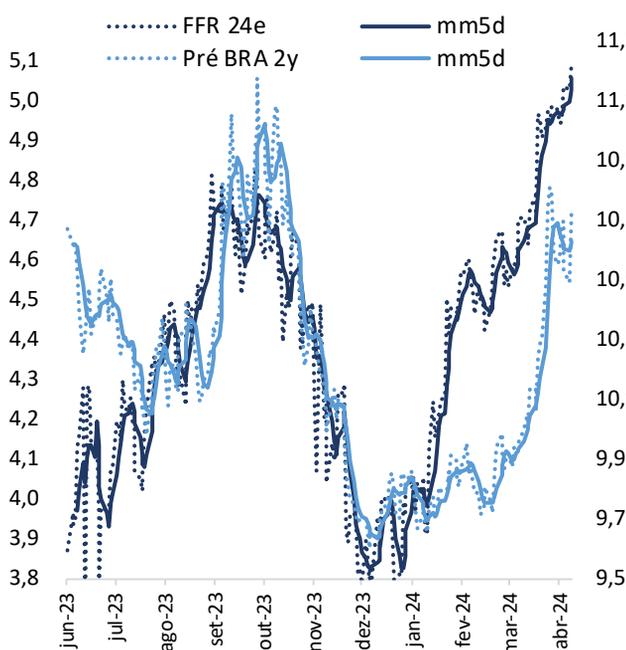
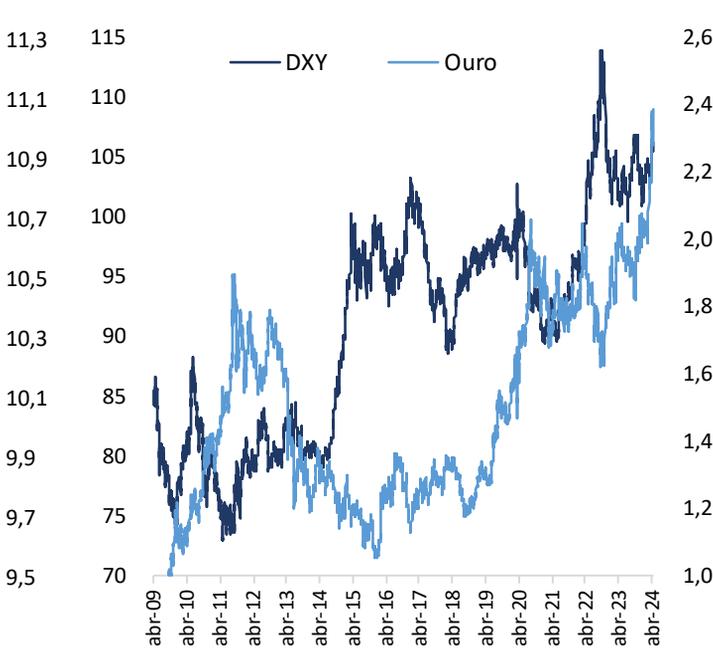


Gráfico 2 – Índice Dólar vs Ouro



mercado que a elevada incerteza atual possibilita o comitê enxergar quatro cenários possíveis para a condução da política monetária. Independente de qual foram as intenções de Campos Neto com estas declarações, o fato é que o mercado doméstico interpretou tais falas como uma tentativa de ‘desamarrar’ a próxima decisão do Copom do *forward guidance* dado na reunião de março. Portanto, se há 3 semanas o corte de -50bps era um ‘não debate’ no mercado, hoje o consenso sugere que -25bps é o cenário central da reunião do dia 08 de maio, com incertezas em relação ao ciclo total a ser entregue.

Com tudo na mesa, revisamos nossas projeções macroeconômicas com taxa de desemprego mais baixa, taxas de inflação mais altas e, portanto, Selic mais elevada em 2024 e 2025. Temos observado que os dados mais recentes do mercado de trabalho local seguem bastante fortes e sem sinalizações claras de arrefecimento, como, por exemplo, um forte crescimento das demissões à pedido do empregado (*‘quit rate’*) que refletem um mercado de trabalho aquecido. Do lado da política monetária, as expectativas de inflação para 2025 e 2026 tem piorado na margem e, dada a depreciação recente do real, devem provocar uma mudança na função de reação do Banco Central. Vale notar que o desvio das expectativas de inflação em relação à meta segue em patamar desancorado e próximo ao ciclo de corte de juros de 2012, quando a deterioração das expectativas obrigou o Banco Central a retomar um ciclo contracionista da política monetária. Em resumo, vivemos em um ambiente mais incerto e, para isso, realizamos algumas mudanças em nossos portfólios.

Gráfico 3 – Quit-Rate vs Desemprego

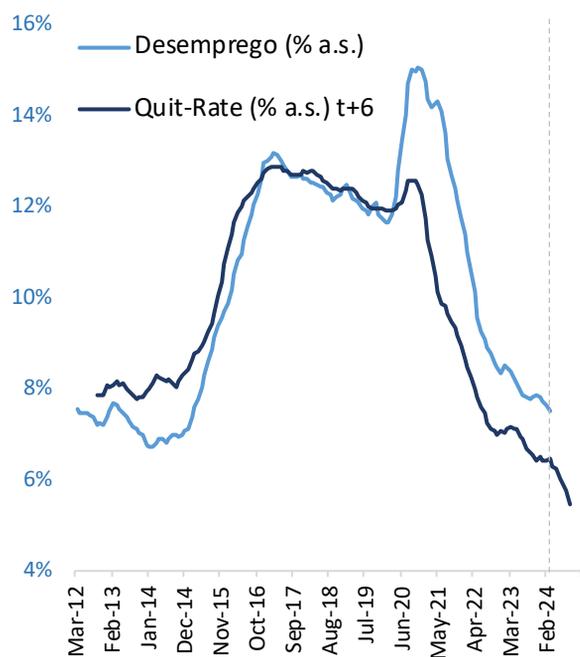


Gráfico 4 – Desvio da expectativa de inflação

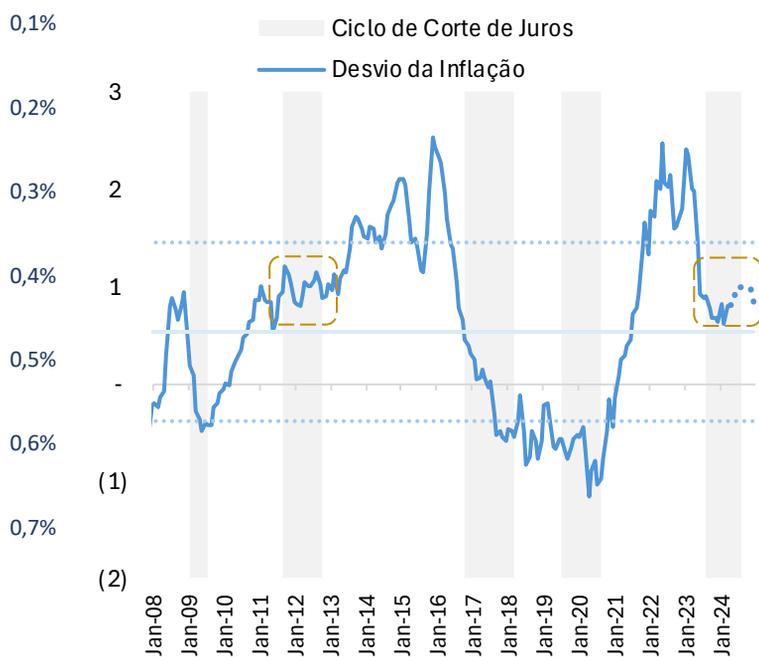


Tabela 1 - Projeções Macro

Dados esperados para o fim do período		2020	2021	2022	2023	2024e	2025e
PIB real	(% a.a.)	-3,28	4,99	2,90	2,90	2,30	2,20
Taxa de Desemprego	(%)	14,20	11,10	7,90	7,80	8,10	8,30
Selic	(% a.a.)	2,00	9,25	13,75	11,75	10,00	9,00
IPCA	(% a.a.)	4,52	10,06	5,79	4,62	3,90	3,80
IGP-M	(% a.a.)	23,14	17,78	5,45	-3,18	4,30	4,00
Taxa de Câmbio	(BRLUSD)	5,20	5,57	5,29	4,85	5,00	5,00
Resul. Primário Gov. Central	(% PIB)	-9,8	-0,4	0,6	-2,3	-0,45	-0,70
Dívida Bruta	(% PIB)	86,9	78,3	72,9	74,6	77,0	79,6

Desempenho do Mercado

Tabela 2 - Rentabilidade dos Índices de Referência

Classe de Ativo	Index	abr-24	mar-24	YTD*	12m	Vol 12m	Sharpe 12m
Renda Fixa (%)							
Títulos Públicos	IMA-Geral	-0,20	0,54	1,46	11,12	1,76	-0,68
Pós-fixado	CDI	0,89	0,83	3,58	12,32	0,06	-
Inflação	IMA-B	-1,61	0,08	-1,44	7,83	3,98	-1,13
Inflação curta	IMA-B 5	-0,20	0,77	1,85	8,42	1,77	-2,21
Inflação longo	IMA-B 5+	-2,91	-0,55	-4,38	6,84	6,19	-0,88
Prefixado	IRF-M	-0,52	0,54	1,14	12,20	2,34	-0,05
Prefixado longo	IDKa 5 anos	-2,77	-0,16	-2,99	14,08	7,16	0,25
Retorno Absoluto (%)	IHFA	-1,42	0,85	-0,75	6,75	3,23	-1,73
Ações (%)							
Ibovespa	IBOV	-1,70	-0,71	-6,16	20,58	14,89	0,55
Small Caps	SMLL	-7,76	2,15	-11,53	12,36	20,94	0,00
Materiais Básicos	IMAT	-5,18	3,37	-9,08	11,40	18,67	-0,05
Financeiro	IFNC	-5,35	0,02	-9,34	19,64	18,20	0,40
Consumo	ICON	-5,98	1,26	-12,66	6,01	21,69	-0,29
Utilities	UTIL	-4,08	-1,39	-7,11	15,85	16,47	0,21
Alternativos (%)							
F. Imobiliários	IFIX	-0,77	1,43	2,12	18,32	4,23	1,42
Câmbio (+apr/-dep)	BRL/USD	-3,58	-0,87	-6,47	-3,96	10,87	-1,50
Nasdaq Crypto Index	NCI	-15,20	12,23	34,00	90,22	46,86	1,66
Ouro	USD	2,53	9,08	12,51	15,09	12,48	0,22
Internacional (%)							
S&P 500	USD	-4,16	3,10	5,21	20,41	12,01	
RF Global Aggregate	USD	-2,54	0,56	-4,55	-2,32	5,98	

*YTD: retorno acumulado no ano pode diferenciar do desempenho até o mês anterior, pois pode incluir dados do mês corrente da publicação do relatório.

Em abril, todos ativos de risco apresentaram performance negativa, refletindo o ambiente de maior escalada no pessimismo global e doméstico. Em resumo, apenas o CDI e o ouro tiveram variações positivas. Em renda fixa, a abertura da curva de juros nominal e real em todos os vértices promoveu um desempenho pior dos ativos mais longos. No caso da renda variável, o Ibovespa apresentou retorno menos negativo que os demais índices de ações domésticos, em razão do forte desempenho das ações da Petrobras (~12,5% MTD).

No ano, os ativos de maior risco voltam a amargar retornos piores e o CDI volta a ter o melhor desempenho acumulado em 2024.

Do lado internacional, os movimentos dos ativos de renda fixa e renda variável foram na mesma direção, em razão dos mesmos motivos globais que tem provocado maior aversão ao risco dos gestores.

Estratégia de Alocação

Tabela 3 - Detalhamento das Alocações por Classe de Ativo

Maio 2024	Índice de Referência	Conservador		Balanceado		Sofisticado	
		Δ.p.p.	Total	Δ.p.p.	Total	Δ.p.p.	Total
Brasil			97,50%		94,00%		90,00%
Renda Fixa			78,00%		55,50%		35,50%
Pós-fixado	CDI	2,00	60,00%	2,50	27,50%	4,00	10,00%
Inflação			12,50%		21,50%		15,00%
Curto prazo	IMA-B 5	1,50	4,50%	3,00	8,00%	2,50	5,50%
Longo prazo	IMA-B 5+	(1,50)	8,00%	(3,00)	13,50%	(2,50)	9,50%
Prefixado			5,50%		6,50%		10,50%
Curto prazo	IRF-M	2,00	5,50%	2,00	6,50%	3,00	9,50%
Longo prazo	IDkA 5A	(2,00)	0,00%	(2,00)	0,00%	(3,00)	1,00%
Retorno Absoluto	IHFA		7,50%		13,50%		17,50%
Ações			7,00%		13,00%		21,00%
Ibovespa	IBOV	(1,00)	6,00%	(1,00)	9,00%	(2,00)	14,50%
Small Caps	SMLL	(1,00)	1,00%	(1,50)	4,00%	(2,00)	6,50%
Alternativos			5,00%		12,00%		16,00%
F. Imobiliário	IFIX		5,00%		9,50%		11,50%
Criptoativos	NCI		0,00%		0,50%		1,00%
Câmbio	BRL		0,00%		0,00%		0,00%
Exclusivos*	-		0,00%		2,00%		3,50%
Internacional**			2,50%		6,00%		10,00%
Renda Fixa	Global Agg.		2,10%		3,80%		4,40%
Renda Variável	S&P500		0,40%		2,20%		5,60%
Asset Strategy			100,00%		100,00%		100,00%

* Produtos estruturados, FIP-E, Venture Capital, Private Equity e etc.

** Preço inicial e final dos indicadores internacional são convertidas em real para cálculo da rentabilidade das carteiras.

Tabela 4 - Posicionamento por Classe de Ativo

	Underweight	Neutral	Overweight	Duration (anos)
Pós-fixado				
Inflação				7,5
Prefixado				1,7
Ações				
Fundos Imobiliários				
Real (BRL)				
Criptoativos				
Internacional				5,5

Estratégia de Alocação

Renda Fixa: encurtando *duration*

Para renda fixa, seguimos sobrealocados na classe de ativos, comprados no pacote ‘risco-Brasil’, mas com menor ímpeto que nos meses anteriores, em razão de uma potencial piora estrutural nos mercados emergentes como consequência da incerteza não apenas sobre o *timing* e o *pace* a ser utilizado pelo *Federal Reserve*, mas sobretudo pela falta de visibilidade de qual será a taxa de juros terminal americana. Este fator é visto com maior preocupação neste momento, dado que ela pode implicar em mudanças nas alocações estruturais dentre as classes de ativos.

Contudo, neste mês fizemos leves alterações táticas a fim de refletir a elevação das incertezas no cenário macro, como, por exemplo, um viés maior para nossas posições dois *notches underweight* em ativos pós fixados, dado que uma taxa de juros estrutural mais elevada no mundo implicaria em taxas mais altas no mercado doméstico.

Para ativos atrelados a IPCA+, seguimos um *notch overweight* na subclasse, em razão dos elevados prêmios nas taxas de juros reais, que seguem distantes de qualquer nível neutro da nossa economia em um ambiente de corte de juros. Por outro lado, observamos uma forte abertura das taxas mais curtas, que estão pagando ~6,2%, retoma a atratividade nestes vértices, fator que abre uma oportunidade de reduzir a volatilidade dos portfólios com retornos mais atrativos. Portanto, optamos por reduzir a *duration* média dos ativos atrelados à inflação de 9 para 7,5 anos.

Em prefixados, seguimos um *notch overweight* na subclasse e mantendo o viés negativo para a posição. A redução da exposição que fizemos em fevereiro se mostrou bastante assertiva e antecipou a forte abertura da curva de juros local. Acreditamos, contudo, que há uma oportunidade bastante interessante neste momento para os títulos do vértice jan26, pois a curva de juros está precificando, atualmente, um ciclo de alta de juros em 2025, fato que vemos ainda com boa distância de ocorrência, sobretudo em um ambiente de corte de juros nos EUA e com um novo comando do Banco Central do Brasil. Portanto, reduzimos a *duration* da carteira prefixada de 2,5 para 1,8 anos.

Gráfico 7 – CDI real ex-post (%)

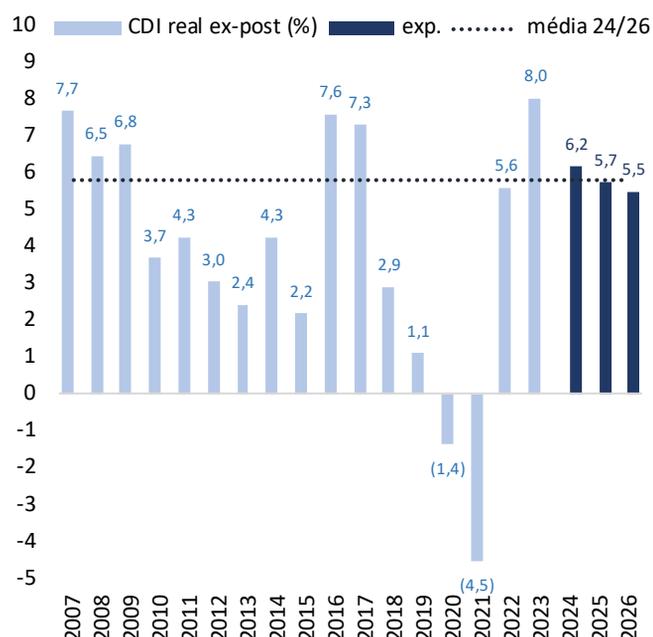
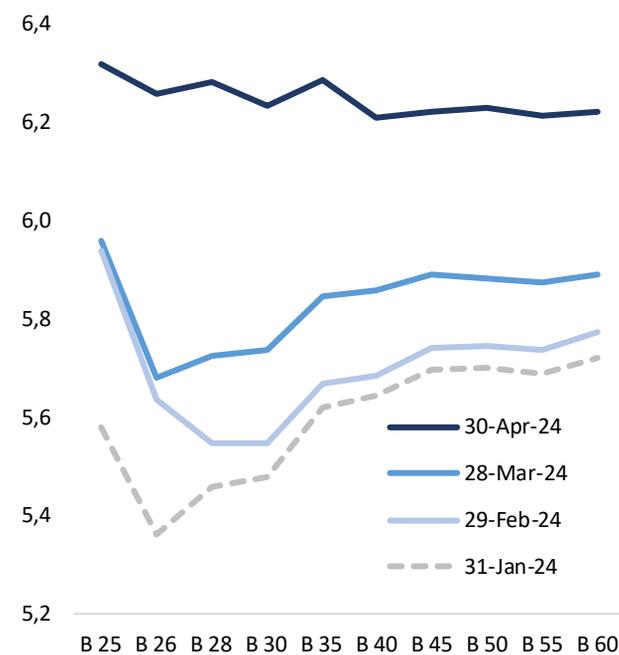


Gráfico 8 – Curva de Juros Real (%)



Estratégia de Alocação

Renda Variável: reduzindo exposição

Em renda variável, continuamos com a estratégia 1 *notch overweight* nas ações, mas com viés negativo em razão da deterioração do cenário externo provocar uma perda de atratividade para a bolsa local em razão: (i) de taxas de juros permanentemente mais altas em países desenvolvidos, (ii) do ‘*hype*’ das ações de empresas americanas correlacionadas com o tema de inteligência artificial e (iii) pior desempenho dos preços internacionais de *commodities*, como soja e minério de ferro, em razão do menor crescimento da economia chinesa.

Neste sentido, 2024 vem se mostrando como o segundo pior ano em termos de saída de fluxo estrangeiro do Ibovespa, com mais de BRL 33 bilhões acumulados até abril – este desempenho perde apenas para 2020, ano da escalada global da pandemia covid-19. Portanto, tão difícil quanto é acertar o ‘*timing*’ de retomada da valorização das ações das empresas doméstica é acreditar que estamos em um ambiente de ‘inflexão’ do fluxo estrangeiro. Como mostramos no gráfico 10, apenas nos anos de 2018 e 2019 o Ibovespa teve performance positiva com saída líquida de fluxo estrangeiro: isto foi possível apenas porque houve uma queda estrutural das taxas de juros domésticas em razão do cenário de maior ajuste fiscal.

Nas demais classes, seguimos com a posição 1 *notch overweight* em fundos imobiliários, dada a baixa volatilidade da classe de ativo, fundamental para a construção de portfólios neste cenário, e pela boa geração de dividendos. Em fundos multimercados não fazemos estratégias táticas por razões óbvias, mas temos enfrentado debates sobre a capacidade recente dos gestores na geração de alfa em ambientes de alta volatilidade e baixa previsibilidade para horizontes mais longos. Neste sentido, olhamos esta classe de ativo com maior atenção dentro de um debate estrutural de construção das carteiras, mas entendendo que a alocação ainda é fundamental tanto pela exposição em diversos temas quanto pela descorrelação com as demais classes de ativos domésticas.

Gráfico 9 – IBOV: fluxo estrangeiro (BRL milhões)

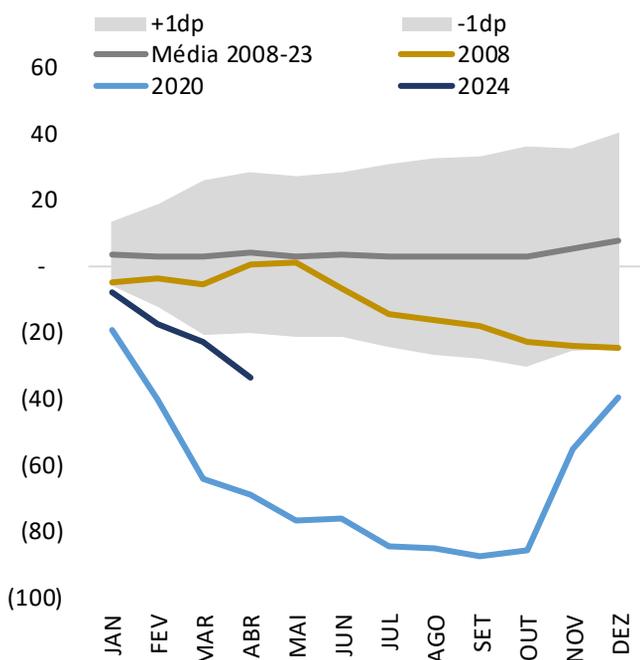
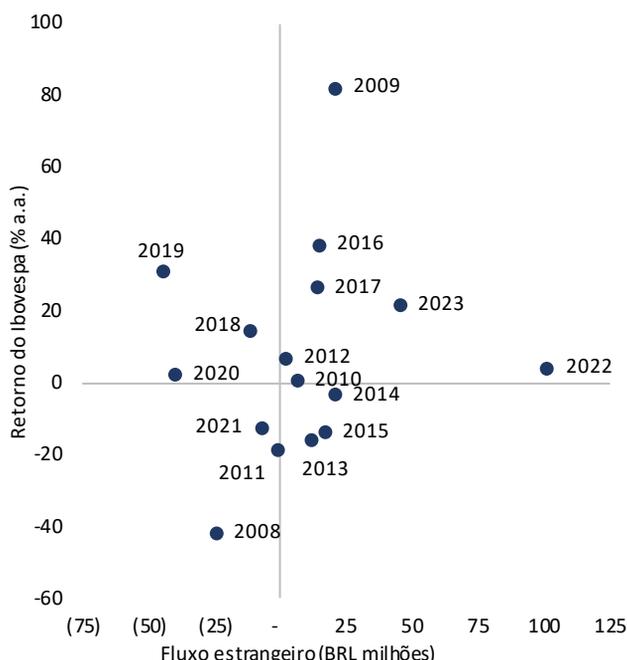


Gráfico 10 – IBOV: fluxo estrangeiro. vs retorno



Fonte: Anbima, Bloomberg e BTG Pactual.

Apêndice

Desempenho histórico das carteiras

Suitability: alinhando o perfil de risco

Disclaimer

Desempenho das Carteiras

Tabela 5 – Contribuição da rentabilidade por classes de ativos

Abril 2024			Indicadores	Reponderação das Carteiras ex-Exclusivos*			Contribuição no Retorno Mensal			
				Conservador	Balaceado	Sofisticado	Conservador	Balaceado	Sofisticado	
Brasil			Var. Mensal	97,5%	93,9%	89,6%	-0,24%	-1,29%	-1,93%	
Renda Fixa				76,0%	54,1%	32,6%	0,18%	-0,34%	-0,46%	
Pós-fixado	CDI	0,93%	58,0%	25,5%	6,2%	0,54%	0,24%	0,06%		
Inflação				12,5%	21,9%	15,5%	-0,28%	-0,50%	-0,37%	
Curto prazo	IMA-B 5	-0,20%	3,0%	5,1%	3,1%	-0,01%	-0,01%	-0,01%		
Longo prazo	IMA-B 5+	-2,91%	9,5%	16,8%	12,4%	-0,28%	-0,49%	-0,36%		
Prefixado				5,5%	6,6%	10,9%	-0,07%	-0,08%	-0,15%	
Curto prazo	IRF-M	-0,52%	3,5%	4,6%	6,7%	-0,02%	-0,02%	-0,04%		
Longo prazo	IDkA 5A	-2,77%	2,0%	2,0%	4,1%	-0,06%	-0,06%	-0,11%		
Retorno Absoluto			IHFA	-1,42%	7,5%	13,8%	18,1%	-0,11%	-0,20%	-0,26%
Ações				9,0%	15,8%	25,9%	-0,27%	-0,61%	-0,97%	
Ibovespa	IBOV	-1,70%	7,0%	10,2%	17,1%	-0,12%	-0,17%	-0,29%		
Small Caps	SMLL	-7,76%	2,0%	5,6%	8,8%	-0,16%	-0,44%	-0,68%		
Alternativos				5,0%	10,2%	13,0%	-0,04%	-0,15%	-0,24%	
F. Imobiliário	IFIX	-0,77%	5,0%	9,7%	11,9%	-0,04%	-0,07%	-0,09%		
Crypto (BRL)	NCI	-13,82%	0,0%	0,5%	1,0%	0,00%	-0,07%	-0,14%		
Internacional				2,5%	6,1%	10,4%	0,02%	0,03%	0,01%	
Renda Fixa	Global Agg.	-2,54%	2,1%	3,9%	4,6%	-0,05%	-0,10%	-0,12%		
Renda Variável	S&P500	-4,16%	0,4%	2,2%	5,8%	-0,02%	-0,09%	-0,24%		
Efeito cambial	BRLUSD	3,58%				0,09%	0,22%	0,37%		
Asset Strategy				100,0%	100,0%	100,0%	-0,22%	-1,27%	-1,91%	

(*) Para efeito de cálculo da rentabilidade de cada estratégia de investimento, reponderamos as carteiras excluindo a participação da subclasse de ativos Exclusivos, em razão da não marcação à mercado dos retornos mensais destes ativos.

Tabela 6 - Performance mensal por perfil, desde julho de 2021 (%)

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%	0,03%	2,54%	1,95%	14,95%	30,17%
2024	0,06%	0,67%	0,65%	-0,22%									1,17%	31,69%

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%	-0,67%	-1,06%	3,85%	2,92%	14,20%	23,38%
2024	-0,70%	0,63%	0,68%	-1,27%									-0,67%	22,55%

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%	-1,17%	-1,82%	5,41%	3,64%	14,31%	19,01%
2024	-1,29%	0,75%	0,83%	-1,91%									-1,64%	17,05%

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

Desempenho das Carteiras

Gráfico 11 – Retorno no Ano (YTD)

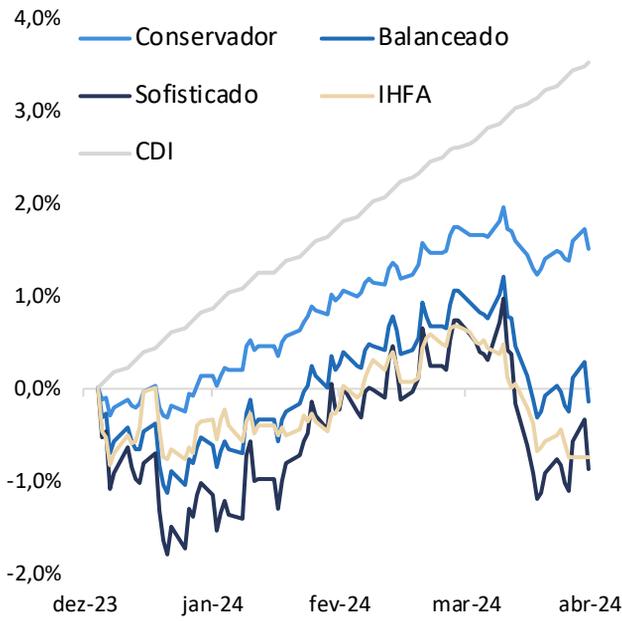


Gráfico 12 – Risco vs Retorno: YTD

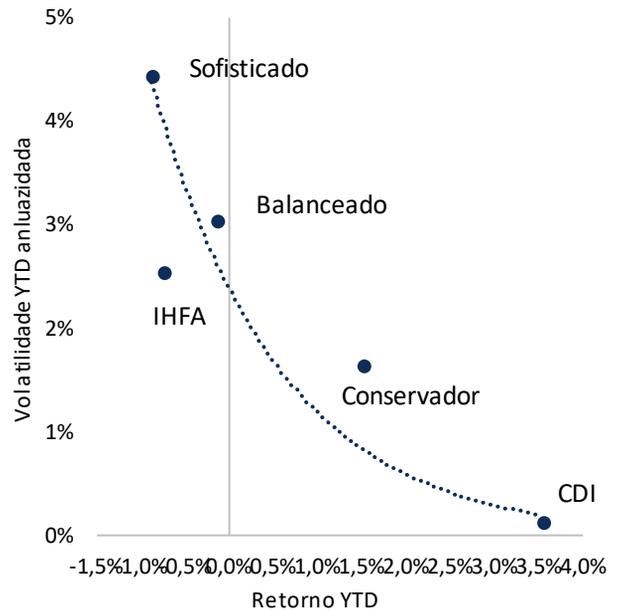


Gráfico 13 - Retorno 12 meses (%)

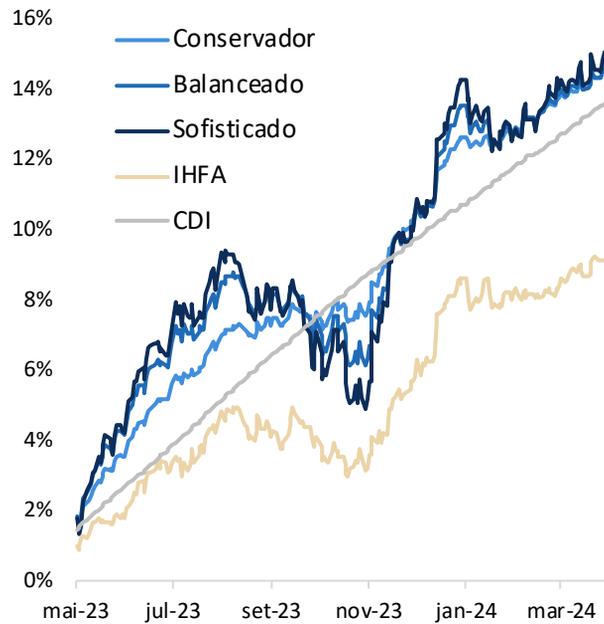


Gráfico 14 – Risco vs Retorno: 12m (%)

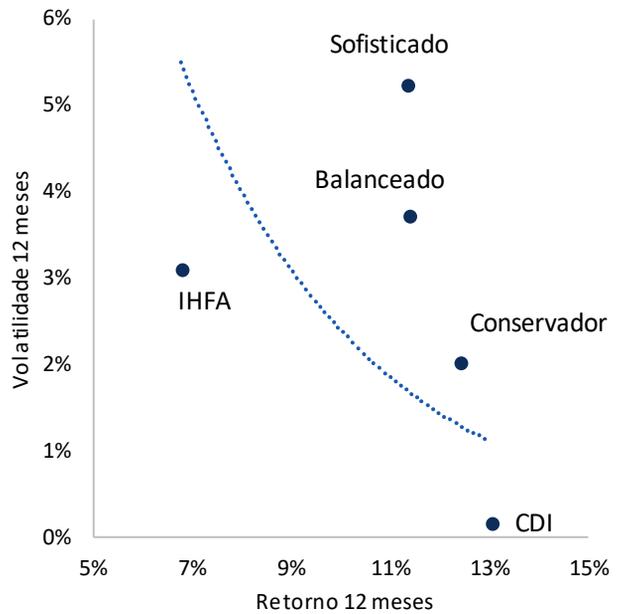


Gráfico 15 - Retorno Acumulado (%)

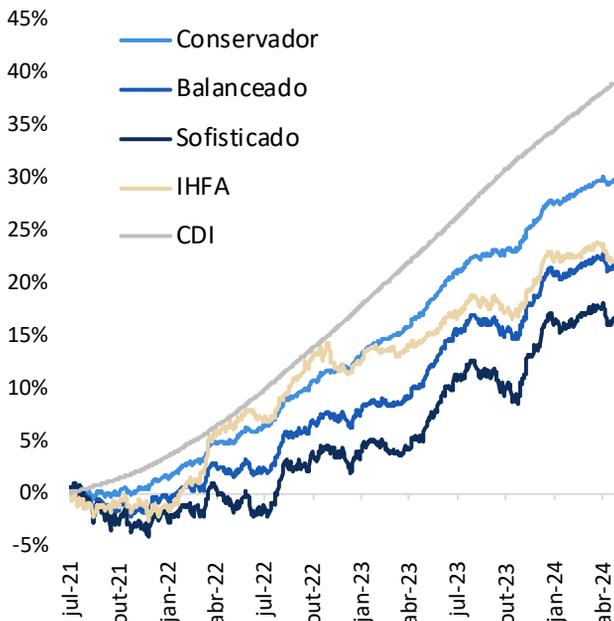
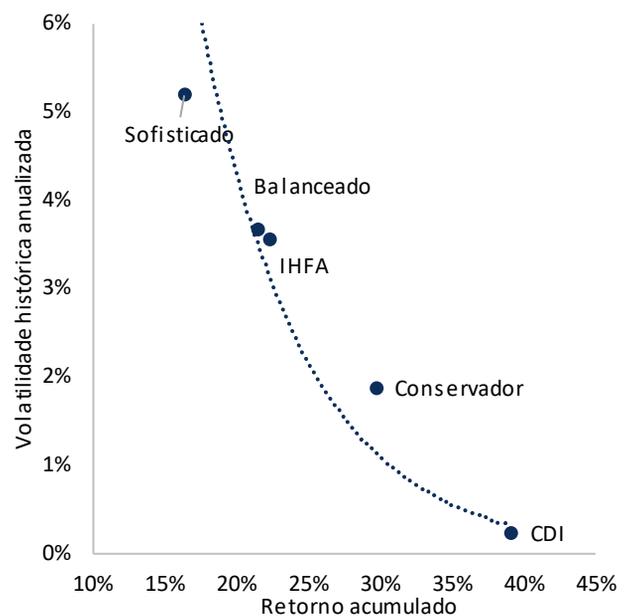


Gráfico 16 – Risco vs Retorno: Acumulado (%)



Suitability

Alinhando o Perfil de Risco

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

Nesse sentido, é importante ressaltar que as nossas alocações estão em linhas com as “REGRAS E PROCEDIMENTOS ANBIMA DE SUITABILITY Nº 01” , 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.

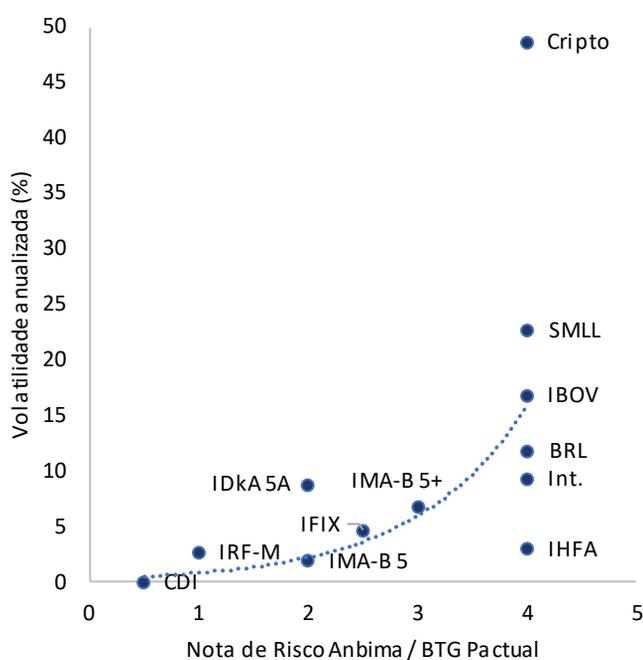
O normativo estabelece regras e parâmetros que devem ser seguidos pelas Instituições Participantes no que se refere ao Suitability de seus clientes. Esse processo é feito conforme pontuação de risco para cada tipo de ativo disponível para o investidor, navegando de uma pontuação que vai de 0,5 ponto (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.

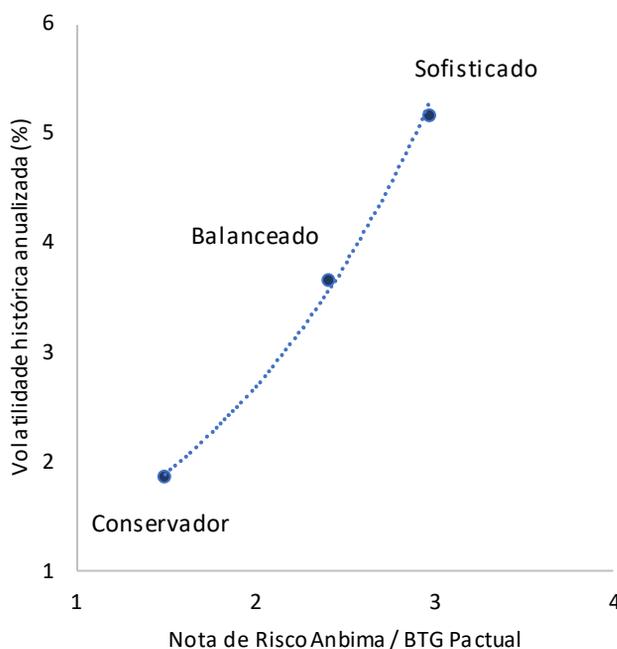
É importante ressaltar que o Asset Strategy busca alinhar a nota de risco da estratégia para cada perfil, mesmo considerando ativos mais arriscados para perfis mais conservadores. A gestão de risco é feita baseado na análise top-down macro, além da avaliação quantitativa das sugestões de alocação, mas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

Volatilidade vs Risco Anbima – Classe de Ativo



Volatilidade vs Risco Anbima - Perfil



https://www.anbima.com.br/data/files/92/76/52/EC/B349E61055FEC5E6192BA2A8/Regras_e_Procedimentos_do_Codigo_de_Distrib_uicao_11.11.19.pdf

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, conseqüentemente, 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