



Cenário Internacional

pág. 2

Cenário Macroeconômico

IPCA fecha o ano abaixo do piso da
meta de inflação

pág. 4

Estratégia para o mês

Risco político em um ambiente
macroeconômico construtivo

pág. 7

Cenário Internacional

O Passado: um rápido comentário sobre 2017

"Bull markets are born on pessimism, grow on skepticism, mature on optimism and die of euphoria."
- John Templeton

O cenário "Goldilocks" prevaleceu no ano passado - economias desenvolvidas e emergentes tiveram crescimento positivo com inflação moderada, além do suporte proporcionado pelos bancos centrais, que continuaram provendo liquidez aos mercados. Essa combinação de fatores positivos levou os ativos financeiros a terem um ano bastante positivo.

O Presente: "TINA", "FOMO" e outras siglas

"There is no training, classroom or otherwise, that can prepare for trading the last third of a move, whether it's the end of a bull market or the end of a bear market."
- Paul Tudor Jones

O sentimento dos investidores continua bastante otimista e, em alguns casos, à beira da euforia. Alguns acrônimos que se tornaram populares nos ajudam a entender melhor o atual ambiente de investimentos:

TINA (ou "There is no Alternative") é visível em todos os mercados, em particular nos mercados de renda fixa, onde os investidores têm migrado para títulos de prazos mais longos e instrumentos de crédito mais arriscados para obter rendimentos ligeiramente mais elevados. Exemplos recentes disso foram a emissão altamente demandada do título soberano de 10 anos do Tajiquistão (emitido a 7.125%) e o fato que os títulos soberanos da Grécia têm hoje remuneração semelhante aos títulos de high yield de empresas americanas (ambos em torno de 4,2%);

FOMO (ou "Fear of Missing Out") ajudou os ativos de risco em geral, mas não há melhor que o fenômeno das criptomoedas (apesar de sua recente correção, o Bitcoin multiplicou por mais de 10x nos últimos 12 meses). Embora não tenhamos uma opinião sobre o valor justo das criptomoedas (e quem tem?), o desempenho exponencial só pode ser atribuído à euforia dos investidores;

FANG (Facebook / Amazon / Netflix / Google) e **BAT** (Baidu / Alibaba / Tencent) foram as ações que lideraram os mercados de ações globais, rendendo mais de 50% nos últimos 12 meses. O seu desempenho superior reflete a preferência dos investidores por companhias com receitas em expansão, independentemente de sua lucratividade e também pela percepção de que em alguns mercados de consumo o "vencedor leva tudo";

Economia compartilhada (Uber, AirBnB, Wework, etc.), **IA** (Inteligência Artificial) e **IdC** (Internet das Coisas) tornaram-se palavras amplamente utilizadas e por uma boa razão. A tecnologia é agora parte integrante de qualquer empresa seja como motor de crescimento de receitas, mas também como uma maneira de melhorar a eficiência de custos, uma força chave para a deflação (vide mais sobre inflação abaixo).

Duas peças faltantes: Inflação e Volatilidade

É justo dizer que os investidores continuam otimistas devido à ausência de inflação e à queda dos níveis de volatilidade. A nosso ver, no entanto, esse equilíbrio não é sustentável nem permanente.

Com relação à inflação (ou a ausência de), nossa visão é que, uma vez que o mercado de trabalho fique mais aquecido e o crescimento econômico continue em ascensão, os salários provavelmente pressionarão mais a inflação, criando espaço para que os bancos centrais retomem ou potencialmente acelerem a normalização da política monetária. Continuamos a enxergar uma inflação mais forte como o principal fator de risco que alocadores de recursos, como nós, precisam ter cuidado.

Em relação à volatilidade, acreditamos que os dias de baixa volatilidade estão para trás. A normalização da política monetária mencionada acima e os inúmeros riscos geopolíticos (Coreia do Norte, negociações do NAFTA, Brexit, eleições na Itália e no congresso americano, eventos políticos em importantes países do mercado emergente, como Irã, Rússia, Brasil, México e Turquia) são algumas das variáveis que nos mantêm apreensivos.

O Futuro: Retornos mais baixos para tradicionais classes de ativos

“Trying to predict the future is like trying to drive down a country road at night with no lights while looking out the back window”

- Peter Drucker

Sem abusar demais com equações matemáticas, aqui falaremos de uma simples equação: o retorno real esperado de qualquer ativo ($E(r)$) é basicamente a soma de (a) taxa livre de risco R_f e (b) prêmio de risco desse ativo em particular, menos (c) a taxa de inflação esperada $E(\pi)$.

$$E(r) = R_f + \text{prêmio de risco} - E(\pi)$$

A taxa livre de risco continuará a subir uma vez que os bancos centrais continuam a normalizar a política monetária. Se pensarmos em dólares americanos, a taxa livre de risco é dada pelo FED Funds Target Rate, atualmente em 1,25-1,5% a.a.; se tivermos 3 altas de juros pelo FED, podemos ver a taxa de juros nos EUA acima de 2% a.a. no final de 2018. Quanto maior a taxa livre de risco, maior o retorno esperado para qualquer ativo.

No entanto, se tivermos uma inflação atual mais alta e, portanto, a taxa de inflação esperada aumentando, a diferença entre a taxa livre de risco e a taxa de inflação esperada continuará, na melhor das hipóteses, a ser a mesma. Neste caso, o retorno real esperado de qualquer ativo só aumentará se o prêmio de risco aumentar. E esse é exatamente o problema: a maioria das tradicionais classes de ativos já estão sendo negociadas com um prêmio de risco muito baixo ou, em outras palavras, não estão baratos. Uma vez que isso seja verdade, então o retorno esperado das tradicionais classes de ativos diminuirá inevitavelmente.

Cenário Macroeconômico

IPCA fecha o ano abaixo do piso da meta de inflação

Os principais eventos recentes foram a divulgação do IPCA de dezembro, além da produção industrial e o resultado do balanço de pagamentos (ambos referentes a novembro). Destacamos também o Relatório Trimestral de Inflação referente ao 4º trimestre de 2017, divulgado pelo Banco Central algumas semanas atrás.

Tratando dos dados de atividade econômica, a produção industrial de novembro registrou alta de 0,2% m/m (+4,7% a/a). Os resultados recentes da produção industrial, incluindo o de novembro e a revisão altista nos números de outubro (de +5,3% a/a para +5,5% a/a), sugerem uma recuperação lenta, mas consistente. Apesar de a produção industrial ainda estar longe do seu pico de junho de 2013, as leituras de 2017 têm sido positivas, com crescimento sendo registrado em todos os trimestres do ano. Nossa visão geral continua sendo de uma recuperação gradual da atividade industrial, que deve ser apoiada pelo atual ciclo de flexibilização monetária e – em medida ainda incerta – pela agenda de reformas do governo.

No campo inflacionário, o IPCA de dezembro registrou variação de 0,44% m/m, acumulando alta de 2,95% a/a em 2017 (ante 6,29% a/a em 2016). Com isso, foi a primeira vez que o IPCA fechou o ano abaixo do limite inferior (3%) da meta de inflação (4,5%). Examinando o resultado de dezembro no detalhe, a inflação de preços regulados foi uma pressão baixista, sendo explicada principalmente pela deflação de energia elétrica (-3,1% m/m ante +4,2 m/m em novembro) e menor inflação de combustíveis (1,9% m/m ante 2,5% m/m em novembro). Nos preços livres, a alimentação no domicílio voltou ao terreno positivo (+0,52% m/m ante -0,72% m/m em novembro), mas acumulou deflação de 4,9% a/a ao longo do ano (ante +9,4% a/a em 2016). A inflação de serviços também registrou alta em dezembro (0,6% m/m ante 0,12% m/m), mas no acumulado do ano (4,5% a/a) fechou bem abaixo de 2016 (6,5% a/a). A excelente performance da inflação em 2017, que foi em grande parte explicada pela deflação da alimentação no domicílio, além do recuo da inflação de serviços e preços industriais, não deve se repetir neste ano. Nossos exercícios sugerem que a alimentação deve retornar ao terreno positivo em 2018, e pressões altistas podem vir do segmento de energia. Para janeiro especificamente, a Aneel surpreendentemente mudou a bandeira tarifária de vermelha para verde (mais barata), mas isso deve ser contrabalançado pela aceleração da alimentação. Por ora, nossa projeção para 2018 está em 4,2% a/a.

Em relação ao setor externo, o balanço de pagamentos registrou déficit de US\$2,4 bilhões na conta corrente em novembro, aumentando o déficit acumulado em 12 meses para US\$11,3 bilhões (0,56% do PIB) em comparação com o déficit de US\$9,6 bilhões (0,48% do PIB) em outubro. Na conta financeira, as entradas líquidas totalizaram US\$1,8 bilhão – enquanto numa janela de 12 meses, encerrada em novembro, as entradas superaram as saídas em US\$6,6 bilhões (ante os US\$5,1 bilhões nos 12 meses encerrados em outubro). As principais fontes de financiamento no balanço de pagamentos (investimento direto líquido, portfólio e emissões

líquidas) registraram entrada líquida de US\$3,9 bilhões no mês, totalizando US\$69,5 bilhões num período de 12 meses. A dinâmica benigna na conta corrente continua sendo favorecida pelos superávits recordes na balança comercial, refletindo uma lenta recuperação da atividade econômica doméstica.

Finalmente, desde que o Copom decidiu, no ano retrasado, reforçar o conteúdo de seus comunicados pós-reunião, e acrescentar às atas detalhes numéricos sobre as projeções condicionais de inflação, o Relatório Trimestral de Inflação (RTI) do BCB perdeu algo do seu impacto informacional. O relatório do quarto trimestre não fugiu à regra: na nossa leitura, manteve a postura de política monetária no mesmo lugar onde a ata de dezembro a havia deixado.

Como já havíamos sido informados, o plano de voo consiste em reduzir a taxa Selic em 25 pontos-base em fevereiro, se a economia se comportar tal qual contemplado no cenário básico do BCB. A ressalva extra foi que a possibilidade de uma reavaliação ficou maior agora do que em reuniões anteriores – nas quais o comitê entregou consistentemente as ações que telegrafara. Para além de fevereiro, a mensagem é de ‘cautela’ – uma expressão que pende para o lado hawkish mas não chega a firmar qualquer compromisso.

O RTI traz projeções condicionais de inflação que legitimam patamares em torno dos 6,75% esperados para fevereiro como ponto terminal para a taxa Selic neste ciclo. As projeções continuam mostrando o mesmo cenário: a inflação converge para bem perto das metas anuais – que, elas próprias, caem de 4,5% este ano para 4,25% em 2019 e 4% em 2020 – mas tal convergência acontece por baixo, passando cerca de 30 pontos-base abaixo do centro em 2018. Na verdade, trata-se de uma trajetória de convergência natural após inflações abaixo de 3% a/a em 2017, pois não seria aconselhável inflar a economia até a meta de 4,5% em 2018 somente para depois ter que reimpor o sacrifício de atividade necessário para trazê-la de volta às inflações menores mandatadas para os anos subsequentes. (Seria natural até mesmo que a convergência não somente se desse por baixo da trajetória plurianual de metas, mas que mantivesse a inflação rodando, ao longo de todo o percurso, abaixo dos 4% do seu ponto terminal). Tenha a convergência o formato que tiver, ela só se completará mediante algum aumento na Selic, embora possivelmente moderado e começando somente no final do deste ano, a menos que a taxa “neutra” caia mais que os modelos de projeção de inflação já pressupõem.

Talvez mais reveladores que o RTI tenham sido algumas declarações recentes do presidente Ilan Goldfajn – ecoadas pelo diretor Carlos Viana de Carvalho, na coletiva de imprensa do RTI – de que o Copom não pretendeu estabelecer qualquer viés na avaliação dos riscos que cercam seu cenário básico (e, portanto, que cercam o plano de voo telegrafado). Nossa visão, por exemplo,

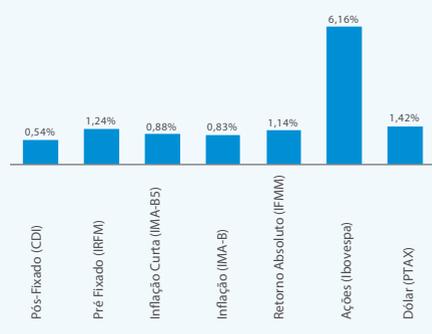
tinha sido de que a ata dera um pouco mais de relevância aos riscos inflacionários do que aos desinflacionários, mas desde então as autoridades esclareceram que não tiveram essa intenção, e que cabe aos analistas de mercado fazer seu próprio julgamento das probabilidades de um desvio numa ou noutra direção. Da mesma forma, também fora do RTI propriamente dito, enfatizaram a ausência de uma conexão estrita e mecânica entre qualquer evento isolado – por exemplo, o destino imediato da reforma previdenciária – e as próximas decisões de política monetária.

Tomando tudo isso em conta, seguimos vendo como cenário largamente dominante que o corte de 25 pontos-base agendado para fevereiro de fato aconteça, conforme o planejado. Esperamos então que o Copom, ciente dos riscos que deverão continuar piscando na tela do radar, e considerando a magnitude da flexibilização monetária já implementada, mantenha os juros inalterados a partir daí, tencionando chegar ao final de 2018 ainda com a taxa Selic estacionada em 6,75%.

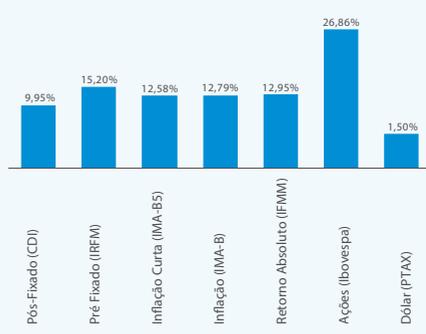
Desempenho das classes de ativos

Dados até 29/12/2017

Desempenho no mês (Dezembro/2017)



Desempenho no ano (2017)



Fonte: ANBIMA, BOVESPA e BTGPactual

Estratégia para Janeiro e o que esperar para o ano de 2018

Risco político em um ambiente macroeconômico construtivo

Para desenhar a estratégia de investimentos para 2018, é necessário que antes analisemos em que estágio do ciclo macroeconômico estamos e o que aconteceu nos últimos tempos, especialmente em 2017. Notamos que está em curso no País uma recuperação importante da confiança do empresário e do consumidor, da renda real disponível, combinada com queda relevante do endividamento das famílias. Isso tudo em um ambiente de juros baixos, com expansão do PIB e inflação sob controle (projetamos PIB de 2018 em 2.7% e IPCA de 4.2%). Esta combinação de fatores favorece a volta dos investimentos.

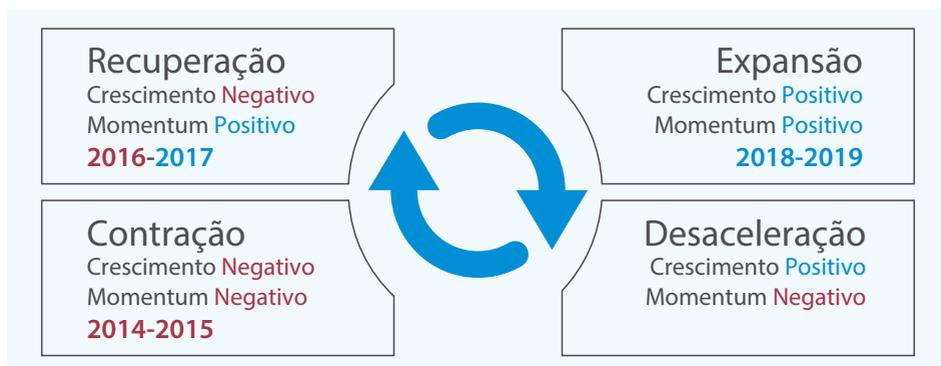
Todavia, sabemos também que há riscos no curto prazo, como as eleições presidenciais no final de 2018 e antes disso, as negociações para aprovar as tão necessárias reformas, que podem endereçar a preocupante situação fiscal do Brasil.

Portanto, o cenário macroeconômico é construtivo, o que seria um sinal verde para construir portfólios compostos de ativos mais cíclicos, mas dado o cenário eleitoral incerto e os riscos externos - como uma perda de compasso entre os bancos centrais das economias desenvolvidas na retirada dos estímulos monetários, recomenda-se maior cautela, buscando riscos mais diversificados, mas sem deixar de lado classes de ativos que se beneficiam dos fundamentos econômicos - as quais devem ser constantemente revisadas de forma a monitorar sua eventual deterioração.

Ciclos Econômicos

Os ciclos macroeconômicos podem ser analisados por duas dimensões, *momentum* e crescimento.

Quando cruzamos as duas variáveis, temos quatro cenários: A. Contração - onde tanto crescimento como *momentum* são negativos, B. Recuperação - onde o *momentum* passa a ser positivo, mas o crescimento ainda é negativo, C. Expansão - neste estágio ambos estão no campo positivo, D. Desaceleração - aqui o crescimento ainda é positivo, mas o *momentum* já se tornou negativo.



Analisando o crescimento real do PIB das economias emergentes nos últimos anos e aplicando esta análise ao Brasil, nota-se que o país está entrando na fase de **Expansão** - onde o *momentum* é positivo (dados de confiança e intenção de compras ascendentes) assim como o crescimento (PIB) entrou no campo positivo (projeção Focus do Banco Central para 2017 é de +0.96% e +2.64% em 2018).

PIB Real das economias emergentes



Fonte: Bloomberg

Usando a mesma lógica, o período de 2011 a 2015 se caracterizou pela *Contração*, pois o PIB desacelerava e havia piora de confiança, assim tanto o crescimento do PIB como *momentum* estavam no campo negativo. Já o ano de 2016 serviu como uma transição para o período atual. Naquele momento, o processo de *impeachment* e o resgate do chamado "tripé" macroeconômico (meta de inflação, ajuste fiscal e câmbio flutuante) embasou a inflexão dos indicadores de confiança que passaram a subir, mas os dados de crescimento ainda reagem lentamente. Sendo assim, com *momentum* positivo e crescimento do PIB ainda negativo, o ano de 2016 se caracterizou como o da *Recuperação*.

Confiança do Consumidor



Fonte: BTGPactual Research

— Índice de Confiança — Situação Atual — Expectativas

Ao longo do ano de 2017, na *Recuperação*, houve uma compressão enorme do prêmio de risco dos ativos brasileiros, com queda de mais de 7% na taxa Selic, a inflação medida pelo IPCA abaixo do piso da meta de 3% a.a., o risco soberano (medido pelo credit default swap - CDS de 5 anos) caiu de 550 pontos-base para 160 pontos-base e o Ibovespa praticamente dobrou no período.

Em 2018, acreditamos que o Brasil transitará da fase de *Recuperação* para a fase de **Expansão**.

Alocação de Ativos em diferentes Ciclos Econômicos.

As classes de ativos têm comportamentos distintos em cada fase do ciclo econômico, por isso a importância de se analisar em qual fase do ciclo estamos inseridos.

Por exemplo, na fase de *Contração*, com desaceleração de crescimento e confiança baixas, normalmente se observa uma depreciação da moeda local, gerando pressão inflacionária e consequente alta de juros e, de forma correlata, queda no preço das ações. Entre 2011 e 2015, o Ibovespa foi negativo em 4 dos 5 anos, e o dólar americano (USD) foi positivo contra o real em 3 dos 5 anos deste período. Neste contexto, posições pós-fixadas (CDI), sub-aloções em renda variável e eventualmente alguma exposição em USD são estratégias recomendadas – refletidas em nossos portfólios.

No período de *Recuperação*, normalmente vemos ativos em níveis de preços depreciados que, em função do *momentum* positivo, representam oportunidades de compra. Em 2016, promovemos mudanças em nossos portfólios para ter mais exposição a risco e capturar a compressão de prêmio de risco - ao longo do ano, aumentamos a alocação em Renda Fixa-Inflação, Renda Variável, Renda Fixa-Pré Fixado (Setembro 16) e reduzimos nossa alocação tática em Câmbio.

Em 2017, continuávamos a enxergar um processo de convergência de redução de taxas de juros e melhora do quadro macroeconômico. Com o retorno do crescimento e um melhor ambiente para Renda Variável e para a classe Retorno Absoluto, promovemos um aumento de alocação para essa última classe de ativos no início do ano. Porém, a melhora não foi linear e os áudios do presidente Temer em Maio último causaram estresse nos ativos locais, exigindo que fizéssemos algumas alterações nos portfólios buscando reequilíbrio de risco (reduzimos a sobre-alocação em Renda Fixa-Inflação de dois para um *notch* e reduzimos Renda Variável de um *notch* para neutro). Em Agosto, após corte de praticamente 7% dos juros nominais, reduzimos a exposição em Renda Fixa-Pré-Fixado de um *notch* para neutro e voltamos a aumentar a exposição em Renda Variável e Renda Fixa-Inflação que havíamos reduzido em Maio.

Para 2018, o ambiente econômico é de **Expansão** porém as incertezas do processo de ajuste fiscal e as eleições presidenciais trarão mais volatilidade aos mercados; esses fatores podem, ao longo dos meses, impactar os fundamentos econômicos. Este ambiente mais volátil requer revisão constante das variáveis que direcionam nossas alocações, bem como uma alocação de ativos mais dinâmica e flexível, com exposições em classes de ativos mais defensivas. Desta forma, vemos as classes de Renda Fixa-Inflação e Retorno Absoluto como as principais alocações para enfrentar este ambiente.

Classes de Ativos

Na nossa estratégia de alocação dividimos as classes de ativos em “Estratégica” e “Oportunistica”. Renda Fixa - Pós-Fixada (CDI), Renda Fixa - Inflação, Retorno Absoluto e Renda Variável são classes de ativos *estratégicas* e, em menor ou maior grau, sempre devem estar na composição do portfólio. Já as alocações em Renda Fixa-Pré-Fixada e Câmbio, classificamos como *oportunísticas* e como o nome sugere, devem estar presentes apenas em momentos específicos nos portfólios.

Para 2018, acreditamos que as classes de ativos deverão se comportar da seguinte maneira:

Renda Fixa - Pós-Fixada (CDI): com os juros correntes baixos ao longo deste ano (marginalmente abaixo de 7%aa) a classe apresenta-se pouco atrativa, sendo utilizada para dosar o risco dos portfólios. Uma das estratégias nessa classe será a de buscar retornos em ativos de crédito privado – principalmente corporativo, onde os prêmios ainda seguem interessantes dados os fundamentos das companhias emissoras.

Renda Fixa-Inflação: esta classe de ativos se caracteriza pela indexação à inflação adicionada a um juro real. Observamos que esta classe apresenta um desempenho bastante consistente mesmo em diferentes ciclos econômicos. Em ciclos positivos, a exposição a vencimentos mais longos supera o desempenho dos títulos mais curtos e o inverso ocorre em ciclos de desaceleração. No primeiro caso, há queda das taxas de juros reais por conta de menores prêmios de risco; já no segundo há uma aceleração da inflação corrente e piora de suas expectativas – melhorando o carregamento da posição e normalmente causando uma compressão dos juros reais de curto prazo (juros tendem a subir posteriormente ao início do processo inflacionário). Acreditamos que uma exposição sobre-alocada à esta classe de ativos - com duração média, é adequada para enfrentar o ambiente macroeconômico positivo de 2018 mas com as incertezas das eleições.

Retorno Absoluto: esta classe de ativos inclui os fundos multimercados e os long & short equities (valor relativo). Nossa seleção criteriosa de fundos e gestores tem trazido desempenho acima do CDI e da média da indústria (índice de fundos multimercado - IFMM). No ambiente de 2018, será ainda mais importante ter uma seleção de gestores que sejam pouco correlacionados entre si, com exposições em diferentes mercados (locais e internacionais) e que no conjunto componham um portfólio diversificado e com volatilidade dentro dos perfis de risco de cada carteira. Gestores com histórico de performance consistente em ambientes voláteis como o de eleições e que dependam menos dos mercados locais estão dentro das nossas maiores convicções. Recomendamos uma sobre-alocação nesta classe de ativos para 2018.

Renda Variável: esta classe comporta o mercado de ações. A forma como preponderantemente fazemos a alocação nesta classe é via gestores de ações pouco correlacionados com o índice Bovespa e com foco no longo prazo e análise *bottom-up* (valor). Historicamente, nossa seleção de gestores de renda variável obtém retornos superiores ao Ibovespa e ao IBX, sendo que muito deles tem metas de retorno absoluto (benchmark) – como IPCA +5 ou 6%. No ambiente econômico de *Expansão* as empresas tendem a apresentar lucros e margens crescentes, principalmente quando o crescimento econômico é acompanhado de custo de capital mais baixo e com empresas com maior alavancagem operacional. Portanto, nossa recomendação é

de uma sobre-alocação nesta classe. Por outro lado, a incerteza da eleição poderá impactar os prêmios de risco desta classe – independentemente dos resultados das companhias – o que deverá exigir que o tamanho da nossa alocação seja reavaliada dinamicamente.

Renda-Fixa Pré-Fixado: mantivemos uma sobre-alocação em Pré-Fixado ao longo de aproximadamente 12 meses entre Agosto de 2016 e Agosto de 2017, quando os juros caíram de 14,25% para 7%, sendo que esta classe de ativos teve uma importante contribuição nos resultados das carteiras. Em 2018, com a taxa Selic abaixo de 7%, temos menos incentivo a manter posições pré-fixadas, a despeito da enorme inclinação da curva futura de juros. Nossa estratégia será a de promover movimentos mais táticos e no curto prazo para essa classe de ativos, sendo que iniciamos o ano sem alocação a Renda-Fixa Pré-fixada.

Câmbio: esta classe de ativos é composta por posições vendidas no Real versus posições compradas em outras moedas como o Dólar Americano, como forma essencialmente de proteção, a exemplo do que fizemos no pós eleição de 2014 e no início de 2015. Em 2018, o ambiente é distinto daquele período pois, a despeito de envolver um processo eleitoral, o ciclo econômico atual é de Expansão enquanto que naquele momento, vivíamos dentro de um ciclo de *Contração*. Portanto, deveremos permanecer sem alocação em Câmbio mas sempre com a prerrogativa de utilizar esta classe de forma tática, para fim de proteger os portfólios.

Em suma, dado nosso diagnóstico de um cenário econômico de *Expansão*, teremos nesse ano de 2018 ventos ainda favoráveis do ambiente externo e, no ambiente local, crescimento próximo de 3% de PIB com juros baixos e inflação baixa, além de um hiato do produto pronunciado, o que possibilita um crescimento acima do potencial sem gerar inflação. Por outro lado, as eleições no Brasil devem elevar as incertezas (logo, a volatilidade dos mercados), bem como a árdua negociação política em torno das reformas.

Estratégia de Alocação

Janeiro 2018

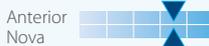


Alocação Estratégica

Renda Fixa - Pós-fixada

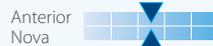


Retorno Absoluto



Alocação Oportunística

Renda Fixa - Pré-fixada



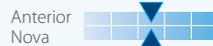
Renda Fixa - Inflação



Renda Variável



Câmbio



Estratégia para o mês de Janeiro/18

Classes de Ativos	Conservadora		Moderada		Balanceada		Arrojada		Agressiva	
	Estratégica	Atual	Estratégica	Atual	Estratégica	Atual	Estratégica	Atual	Estratégica	Atual
Estruturais										
Renda Fixa - Pós-Fixado	85%	77,5%	40%	25%	40%	23,75%	25%	1,25%	20%	0%
Renda Fixa - Inflação	5%	7,5%	10%	15%	10%	15%	15%	22,5%	15%	22,5%
Retorno Absoluto	10%	12,5%	50%	55%	45%	50%	45%	50%	45%	45%
Renda Variável	-	-	-	-	5%	6,25%	15%	18,75%	20%	25%
Oportunísticas										
Overlay - Juros e Moedas	-	2,5%	-	5,0%	-	5,0%	-	7,5%	-	7,5%

Amplitude dos retornos esperados das alocações estratégicas

Para um intervalo de confiança de 95%. Baseado em dados históricos, apresentamos uma estimativa da amplitude do comportamento do retorno esperado das estratégias de investimento. Estas estimativas são calculadas com base no desempenho passado dos respectivos referenciais em relação ao índice livre de risco (CDI):

Retorno Esperado		Conservadora CDI + 0,50%	Moderada CDI + 1,5%	Balanceada CDI + 2%	Arrojada CDI + 2,5%	Agressiva CDI + 3,5%
Retornos Diários	máximo	0,05%	0,11%	0,17%	0,33%	0,41%
	mínimo	0,01%	-0,06%	-0,11%	-0,27%	-0,35%
Retornos Mensais	máximo	0,66%	1,00%	1,24%	1,99%	2,37%
	mínimo	0,47%	0,20%	-0,03%	-0,75%	-1,12%
Retornos Anuais	máximo	7,35%	8,79%	9,65%	12,42%	13,79%
	mínimo	6,68%	6,05%	5,25%	2,91%	1,67%

Para os cálculos das estimativas acima, consideramos uma taxa livre de risco (CDI) prospectiva para 12 meses de 7,13% a.a.

¹ Dados diários de 31/07/2006 a 29/09/2017. ²Renda Fixa - Pós-fixada: CDI; Renda Fixa - Pré-fixada: IRF-M; Renda Fixa - Inflação: IMA-B5; Retorno Absoluto: BTG Pactual IFMM, e Renda Variável: IBRX-100.

Instrumentos de Investimento

Fundos de Investimentos - Estratégias

Conservadora BTGP Access Juros & Moedas FIC, FIM CP

Balanceada BTGP Access Balanceado FIC FIM

Classes de Ativos	Isonção Fiscal	Ativo	Fundos BTGP Pactual
Renda Fixa - Pós-fixada	LCA, LCI, CRI	CDB, LF, LFT	FI BTGP Pactual Tesouro Selic RF FI BTGP Pactual Yield DI FI BTGP Pactual Capital Markets RF FIC BTGP Crédito Corporativo I MM FIC BTGP CDB I RF CP FI BTGP CDB PLUS RF CP
Renda Fixa - Pré-fixada	LCA, LCI, CRI	CDB, LF, LTN, NTN-F	
Renda Fixa - Inflação (IPCA)	LCI, CRI Debêntures Incentivadas	CDB, LF, NTN-B	FIC BTGP Pactual Inflation RF FI BTGP Pactual Tesouro IPCA Curto RF FI BTGP Pactual Tesouro IPCA Geral RF FI BTGP Pactual Tesouro IPCA Longo RF
Retorno Absoluto - Fundos Multimercados sem RV			FI BTGP Pactual Explorer MM
Retorno Absoluto - Fundos Multimercado - Macro			FI BTGP Pactual Hedge MM FIC Access Multigestor Macro MM BTG Discovery FIM
Retorno Absoluto - Long & Short / Equity Hedge			FIC-FIA BTGP Pactual Absoluto LS FIA BTGP Pactual Alpha
Retorno Absoluto - Investimento no Exterior			GEMM BRL FIM CP IE
Renda Variável / Fundos Imobiliários	FII BTGP Pactual Corporate Office Fund (BRCR11) FII BTGP Pactual Fundo de CRI (FEXC11B) FI Imobiliário Hotel Maxinvest (HTMX11B) FII BTGP Pactual Fundo de Fundos (BCFF11B)	Ações	FIA BTGP Pactual Andromeda FIA BTGP Pactual Dividendos FIC-FIA BTGP Pactual Absoluto FIM BTGP Pactual Index FIA BTGP Pactual Absoluto Global Eq BRL IE FIC-FIA BTGP Pactual Global Equities USD IE FIC FIA Access Multigestor Ações

Indicadores Econômicos

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB	Crescimento Real	4,0	1,9	3,0	0,5	-3,8	-3,6	1,0	2,7
Inflação	IPCA	6,5	5,8	5,9	6,4	10,7	6,29	2,8	4,20
	IGPM	5,1	7,8	5,5	3,7	10,5	7,17	-0,6	4,25
Taxa de Câmbio	R\$ - US\$ (fim de período)	1,88	2,04	2,34	2,66	3,90	3,26	3,15	3,15
Taxa de Juros	Selic (fim de período)	11,00	7,25	10,00	11,75	14,25	13,75	7,00	6,75
Contas Externas	Conta corrente (fim de período)	-3,0	-3,0	-3,0	-4,3	-3,3	-1,3	-0,5	-1,4
Contas Públicas	Superávit Primário - % do PIB	2,9	2,2	1,8	-0,6	-1,9	-2,5	-2,4	-2,1
	Dívida Pública Líquida - % do PIB	34,5	32,9	31,3	34,1	36,0	46,0	50,9	56,0

Fonte: BTG Pactual Research, atualizado em 29/12/2017

Glossário

Underweight: indica uma alocação inferior à alocação estratégica de referência (alocação neutra).

Overweight: indica uma alocação superior à alocação estratégica de referência (alocação neutra).

Risco: Exposição a danos ou perdas financeiras tais como, por exemplo, queda na cotação de um ativo ou insolvência por parte de um credor. Na teoria de mercado financeiro, o risco de um investimento ou de uma carteira é medido pelo grau de oscilação dos retornos esperados. Entretanto, um investimento financeiro pode estar sujeito a outros riscos que não se manifestam através da oscilação dos retornos de curto prazo.

Volatilidade: Medida das oscilações nas taxas de retorno de um determinado título dentro de um prazo específico. Geralmente é definida como um desvio padrão anualizado.

Classes de ativos: Qualquer categoria de investimento que reage de uma determinada maneira aos movimentos fundamentais da economia. As mais importantes classes de ativos são as ações, os títulos, os investimentos no mercado monetário (liquidez) e os fundos multimercados.

Renda Fixa - Pós-fixada: ativos ou fundos com risco de crédito soberano ou privado cujo desempenho está atrelado a variação das taxas SELIC/CDI.

Renda Fixa - Pré-fixada: ativos ou fundos com risco de crédito soberano ou privado cujo desempenho está atrelado a variação das taxas juros nominais.

Renda Fixa – Inflação: ativos ou fundos com risco de crédito soberano ou privado cujo desempenho está atrelado à inflação e aos juros reais.

Retorno Absoluto: fundos multimercados que buscam retorno operando nos diversos mercados (juros, cambio, renda variável, etc). Além de exposição direta ou indireta a estratégias que busquem obter retornos através de alocação em ativos no exterior (títulos, ações, etc).

Renda Variável: ativos ou fundos cuja principal estratégia esteja altamente correlacionado ao desempenho do mercado acionário.

Overlay: estratégias oportunísticas que se sobrepõem a outras estratégias estruturais.

Disclaimer

O presente material é um breve resumo de cunho meramente informativo e genérico, não configurando consultoria, oferta, solicitação de oferta, ou recomendação para a compra ou venda de qualquer investimento ou produto específico. Esse material não deve servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor, que, antes de tomar qualquer decisão, deverá realizar uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos, face a seus objetivos pessoais. Embora as informações e opiniões expressas neste documento tenham sido obtidas de fontes confiáveis e de boa fé, nenhuma declaração ou garantia, expressa ou implícita, é feita a respeito da exatidão, fidelidade e/ou totalidade das informações. Todas as informações, opiniões e valores indicados estão sujeitos a alteração sem prévio aviso. Este material não deve ser divulgado ou utilizado por qualquer pessoa ou entidade em qualquer jurisdição ou país onde esta divulgação ou uso seja contrário as leis ou regulamentos vigentes ou em que o ofertante ou solicitante não esteja qualificado a agir, ou para qualquer pessoa cuja jurisdição possa considerar ilegal a divulgação de informações, serviços ou produtos contidos neste material. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do regulamento do(s) fundo(s) de investimento ao aplicar seus recursos. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rendimentos futuros. O(s) investimento(s) em fundo(s) não (é)o(s) garantido(s) pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo fundo garantidor de crédito (FGC). Para avaliação da performance de um fundo de investimento, é recomendável uma análise de período de, no mínimo, 12 meses. O(s) fundo(s) de investimento no(s) qual(is) o(s) fundo(s) aplica(m) pode(m) prever cobrança de taxa de administração e/ou performance. Alguns investimentos podem resultar em perdas patrimoniais, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e consequente necessidade de aporte de recursos adicionais.

Esse material é um breve resumo de cunho meramente informativo, preparado e distribuído pela área Wealth Management do Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual"), não configurando análise de valores mobiliários nos termos da Instrução CVM Nº 483, de 06 de Julho de 2010, e não tendo como objetivo a oferta, solicitação de oferta, ou recomendação para a compra ou venda de qualquer investimento ou produto específico. Embora as informações e opiniões expressas neste documento tenham sido obtidas de fontes confiáveis e fidedignas, nenhuma garantia ou responsabilidade, expressa ou implícita, é feita a respeito da exatidão, fidelidade e/ou totalidade das informações. Este material é baseado em relatórios de Research, cujo conteúdo reflete a opinião pessoal de um analista de Research certificado pela CVM.

Este material foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual") para distribuição somente no Brasil sob circunstâncias permitidas pela regulamentação vigente. Nada neste material constitui indicação de que a estratégia de investimento ou recomendações aqui citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas as circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Este material possui caráter informativo, não constitui material promocional e não foi produzido como uma solicitação de compra ou venda de qualquer ativo ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição. Os dados que aparecem nos gráficos referem-se ao passado, a rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Os preços e demais informações contidas neste material são críveis e dignos de confiança na data de publicação do mesmo e foram obtidas de uma ou mais das fontes que seguem: (i) fontes expressas ao lado da informação; (ii) preço de cotação no principal mercado regulado do valor mobiliário em questão; (iii) fontes públicas confiáveis; ou (iv) base de dados do BTG.

Nenhuma garantia ou declaração, tanto expressa quanto implícita, é provida em relação à exatidão, abrangência ou confiabilidade das informações aqui contidas, com exceção das informações referentes ao BTG Pactual, suas subsidiárias e afiliadas. Também não tem o intuito de ser uma declaração completa ou um resumo sobre os ativos, mercados ou estratégias abordados no documento. Em todos os casos, investidores devem conduzir suas próprias investigações e análises antes de proceder ou deixar de proceder qualquer ação relacionada aos valores mobiliários analisados neste material.

BTG Pactual não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. 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. BTG não tem obrigações fiduciárias com os destinatários deste material e, ao divulgá-lo, não apresenta capacidade fiduciária.

O presente material não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício do seu próprio julgamento. Opiniões, estimativas e projeções expressas aqui constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste material na data em que foi preparada e por isso, está sujeito a mudanças sem aviso e pode diferir ou ser contrário a opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG, BTG Pactual e suas afiliadas ou subsidiárias como resultado do uso de diferentes hipóteses e critérios.

Preços e disponibilidade de instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a mudanças sem aviso.

A análise contida aqui é baseada em diversas hipóteses. Diferentes hipóteses podem ter resultados substancialmente diferentes.

Os analistas responsáveis pela preparação deste material podem interagir com a mesa de operações, mesa de vendas e outros departamentos, com o intuito de reunir, sintetizar e interpretar informações de mercado. BTG Pactual não está sob a obrigação de atualizar ou manter atualizada a informação contida neste material.

BTG Pactual confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, em outras áreas, unidades, grupos e filiais do BTG Pactual.

Os ativos mencionados neste material podem não estar disponíveis para venda em todas as jurisdições ou para certas categorias de investidores. Opções, derivativos e futuros não são adequados a todos os investidores e a negociação desses tipos de instrumentos é considerada arriscada. Hipotecas e ativos lastreados em títulos de crédito podem envolver alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta às taxas de juros ou outras variáveis de mercado. Performance passada não é indicação de resultado futuro. Se um instrumento financeiro é cotado em uma moeda que não a do investidor, mudanças nas taxas de câmbio podem afetar de forma adversa o valor, o preço ou o retorno proveniente de qualquer ativo mencionado nesse documento e o leitor deve considerar o risco relacionado ao descasamento de moedas.

Este material não leva em consideração objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades especiais de nenhum investidor em particular. Investidores devem buscar orientação financeira baseada em suas particularidades antes de tomar qualquer decisão de investimento baseada nas informações aqui contidas. Para recomendações de investimento, execução de ordens de negociação ou outras funções correlacionadas, os clientes devem contatar seus representantes de vendas locais. 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 presente material.

Qualquer preço apresentado neste material possui caráter informativo e não representa avaliação individual do valor de mercado do ativo ou outro instrumento. Não há garantias de que qualquer transação pode ou pôde ter sido efetuada nos preços apresentados neste material. Os preços eventualmente apresentados não necessariamente representam os preços cotáveis internos ou os preços teóricos provenientes de avaliação por modelos do BTG Pactual e podem estar baseados em premissas específicas. Premissas específicas assumidas pelo BTG Pactual ou por terceiros podem ter resultados substancialmente diferentes.

Este material não pode ser reproduzido ou distribuído por qualquer outra pessoa, parcialmente ou em sua totalidade, sem o prévio consentimento por escrito do BTG Pactual. Informações adicionais acerca dos instrumentos financeiros mencionados nesta apresentação estão disponíveis sob consulta.

Rio de Janeiro +55-21-3262-9600 | São Paulo +55-11-3383-2000 | Recife +55-81-3797-2100 | Belo Horizonte +55-31-3057-4700 |
Porto Alegre +55-51-3201-9500 | Brasília +55-61-2191-6300 | www.btgpactual.com