

Outlook 2024 Global e Brasil

Disclaimers pertinentes no final deste relatório



OUTLOOK 2024 GLOBAL E BRASIL

Sumário

03 – Cenário Macro

03 – Cenário Macro Global

07 – Cenário Macro Brasil

11 – Visão por Classes de Ativos

11 – Renda Fixa Global e Brasil

12 – Renda Variável Global e Brasil

14 – Estratégias de Alocação e Posicionamento dos Portfolios

14 – Estratégias de Alocação Global

17 – Estratégias de Alocação Brasil

19 – Disclaimer



ESTADOS UNIDOS: AVANÇANDO RUMO AO POUSO SUAVE

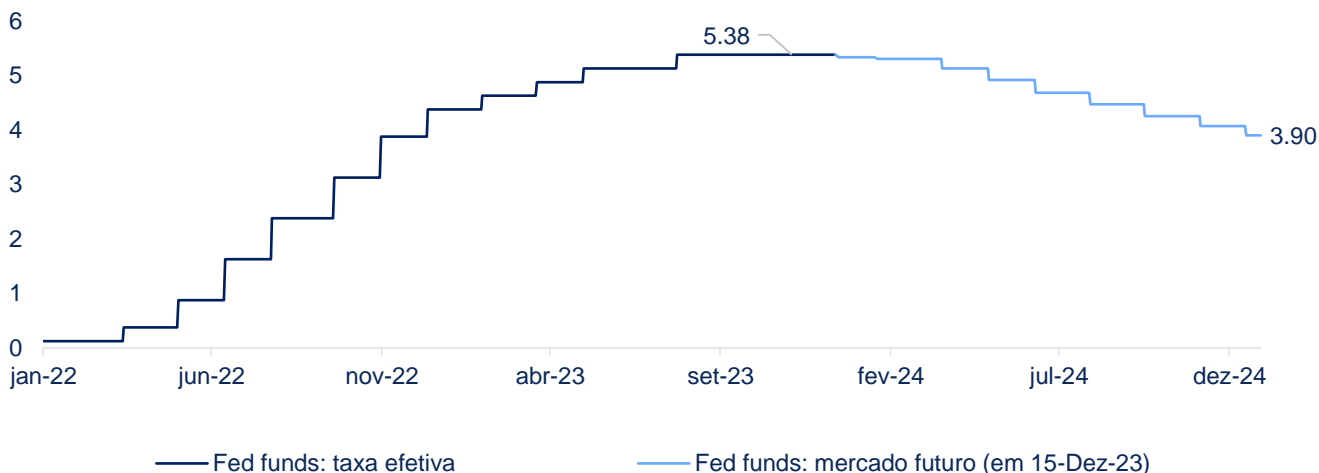
Após um 2023 marcado pela forte surpresa em relação à resiliência da economia americana frente ao rápido aumento do custo de capital, evitando uma recessão e desafiando modelos, o mercado está dividido quanto à probabilidade de uma recessão (leve) em 2024 nos EUA. Embora já tenha entrado na fase final do ciclo econômico há alguns trimestres, entendemos que a longevidade deste ciclo de crescimento será maior do que os de ciclos anteriores.

Os principais fundamentos para o consumo seguem saudáveis: A taxa de desemprego, em 3,7%, deve subir marginalmente para 4,1% em 2024, segundo a visão do próprio Fed, um patamar historicamente baixo. Nossa projeção é de que a inflação salarial desacelere dos atuais 5,2% a/a, nas estimativas do *Wage Tracker* do Fed de Atlanta, para 3,5% a/a de acordo com nosso modelo com indicadores antecedentes, patamar superior à inflação, implicando ganho salarial real. Isso, somado a um cenário de crescimento do emprego resiliente, deve garantir um crescimento da massa salarial real suficiente para suportar o consumo no próximo ano. Por sua vez, o nível de endividamento das famílias entra em 2024 em um baixo patamar, partindo dos 71% do PIB no 3T23, que ainda é abaixo do já baixo patamar pré-

pandemia (73,8%). No lado negativo, temos a exaustão do excesso de poupança acumulado pelas famílias durante a pandemia, ao menos para os consumidores renda abaixo da mediana, e os efeitos defasados do aperto monetário no mercado de crédito. Com isso, o consumo das famílias (PCE) deve desacelerar de 2,25% em 2023 para 1,6% no próximo ano, liderado pela acomodação do setor de serviços (de 2,4% para 1,4%) e bens duráveis (de 4,3% para 2,2%), mas acompanhado de uma recuperação nos não duráveis (de 0,6% para 1,3%), em função do forte carregamento estatístico. Ao incorporar esse cenário, projetamos um crescimento de 2,5% em 2023 e de 1,7% em 2024, beneficiado por um carregamento estatístico de 0,9% deixado por este ano.

Por sua vez, é importante destacar que o progresso na desinflação está se tornando mais evidente, reforçado não apenas pela redução em itens voláteis, como o preço do petróleo, mas também por itens subjacentes da inflação, como serviços. Após encerrar 2022 em 6,5%, o CPI deve desacelerar para 3,3% no final de 2023 e 2,78% no final de 2024, aproximando-se da meta de inflação em 2025.

TAXA DE FED FUNDS (% AA)



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual. Data base: 15 de dezembro de 2023. Apenas para fins informativos. Não há garantias que projeções se concretizarão.

Quanto à política monetária, após um posicionamento duro ao longo de 2022 e 2023, os membros do FOMC já reconhecem de maneira mais aberta o progresso feito no campo da desinflação e do reequilíbrio benigno do mercado de trabalho. Embora ressaltando que a batalha contra a inflação não está ganha, o comitê já colocou em pauta a discussão sobre condições para iniciar um ciclo de corte de juros. Com isso, o mercado futuro de Fed *Funds* já precifica um primeiro corte de juros em março de 2024 e 150 pontos-base de cortes até o final do ano. Tudo isso vem contribuindo para um relaxamento expressivo de condições financeiras, mais um fator que contribui para um cenário de “pouso suave” da economia. No nosso cenário temos o primeiro corte de juros pelo Fed em maio de 2024, com 4 cortes de 25 pontos-base ao longo do ano.

Reconhecemos, contudo, que a continuidade de surpresas positivas no mercado de trabalho e, principalmente, na tendência inflacionária pode levar a cortes antecipados e em ritmo mais forte.

Por fim, o cenário político americano estará em evidência em 2024, com as eleições presidenciais e congressuais em novembro. As chances de uma alternância de poder são crescentes, e o novo governo já terá que lidar com um quadro de forte desequilíbrio fiscal e com questões geopolíticas espinhosas. A narrativa pró-crescimento durante a campanha, juntamente com o retorno de temas como mudanças nas cadeias globais de suprimentos e protecionismo, podem dificultar a precificação da trajetória da política monetária nos anos subsequentes. Apesar disso, prevemos que 2024 será um ano construtivo para a economia americana.

EUROPA: EQUILÍBRIO INSTÁVEL

Na Europa, o cenário ainda é desafiador. A Zona do Euro está saindo de um ano marcado pela superação do choque de oferta decorrente da guerra na Ucrânia e das disrupções nas

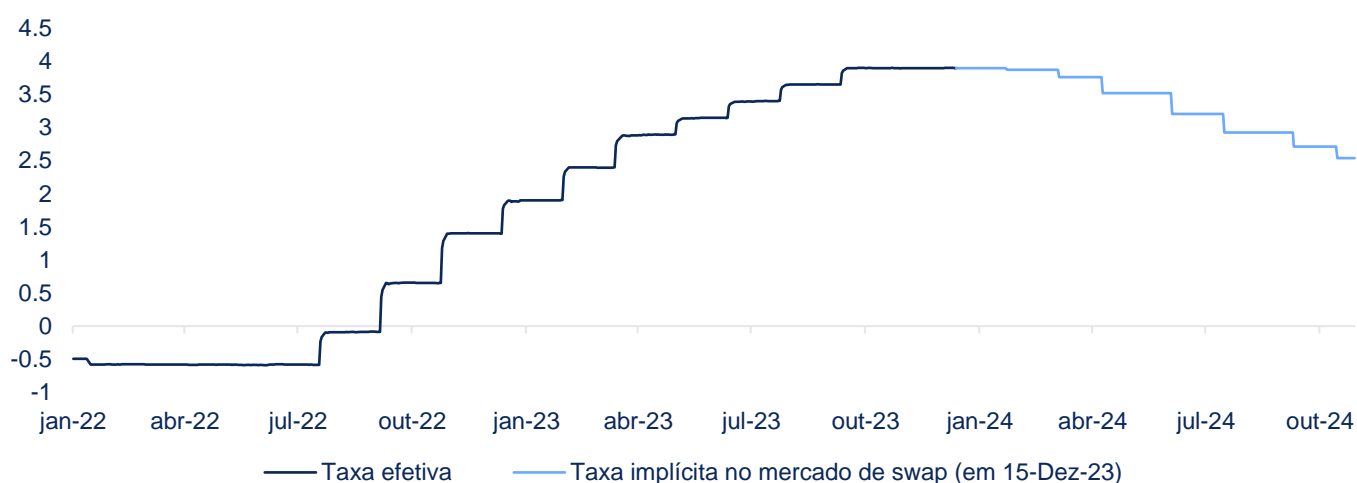
cadeias produtivas, mas enfrenta agora choques negativos de demanda, tanto no lado monetário quanto no fiscal. O ano de 2023 foi marcado por surpresas baixistas no crescimento e pela evidência de uma transmissão mais clara do aperto das condições financeiras para o mercado de crédito, com o crescimento dos novos empréstimos de apenas 0,1% para as famílias e recuo de 0,4% para as empresas não financeiras.

No lado fiscal, é importante destacar o 'fiscal cliff' em 2024, com a expiração de subsídios concedidos em 2022 e 2023 como resposta ao aumento dos custos de energia. Esperamos uma redução do suporte de 2,0% do PIB para 0,5% no próximo ano. Além disso, a recente decisão do Tribunal Constitucional da Alemanha, que reduziu o orçamento em 1,5 p.p. do PIB (EUR 58 bilhões) para o próximo ano, é relevante para o cenário de crescimento, considerando que o país representa mais de 25% do PIB do bloco. Com impulso fiscal negativo, além dos efeitos defasados do aperto monetário sobre o mercado de crédito, estimamos que o crescimento anêmico de 0,4% em 2023 seja seguido por uma retomada modesta de apenas 0,7% em 2024, especialmente no segundo semestre. O balanço de riscos para o crescimento em 2024 apresenta viés de baixa, podendo contribuir para desinflação mais rápida ao longo do ano, mesmo após as recentes surpresas baixistas do CPI na Zona do Euro.

Como isso, também estimamos que o ECB iniciará o ciclo de normalização da política monetária no 2T24, refletindo um cenário de CPI que desacelera de 3,15% em 2023 para 2,44% em 2024 e 2,03% em 2025. A taxa de depósito controlada pelo ECB deve recuar dos atuais 4,0% para 2,75% em 2024, permanecendo ainda em um patamar restritivo.

Fonte: BTG Pactual . Apenas para fins informativos. Não há garantias que projeções se concretizarão.

ZONA DO EURO: TAXA DE JUROS OVERNIGHT (%AA)



Fonte: Bloomberg e BTG Pactua. Data base: 15 dezembro de 2023.

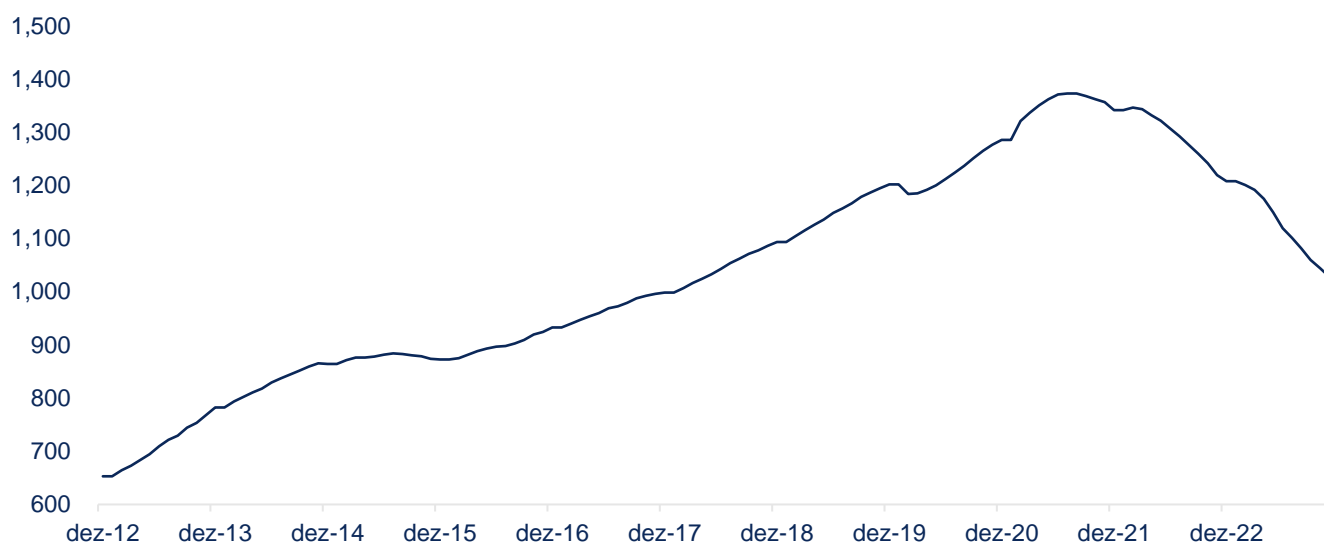
CHINA: AMORTECENDO A DESACELERAÇÃO

Na china, o ano do Coelho (2023) foi marcado pela frustração com o ritmo de crescimento após o otimismo inicial com o processo de reabertura após o abandono da política de Covid-zero. O Ano do Dragão (2024) não promete entregar um crescimento mais robusto, mas apenas um processo de estabilização das expectativas (deprimidas), com o governo em estado de alerta para dar suporte. Na última reunião do Politburo em 2023, comitê que decide as principais estratégias econômicas do país, foi mantida a comunicação de que o governo deve “fortalecer a política fiscal para estimular a demanda interna”, enquanto implementa uma política monetária “flexível e direcionada” para 2024. Nesse contexto, o apoio ao crescimento continuará sendo um tema central, ainda que sem exageros e focado em setores e empresas estratégicas. Após um crescimento de 5,1% em 2023, segundo nossas projeções, a economia chinesa deve avançar 4,8% em 2024, com um balanço de riscos ainda desfavorável e provavelmente alinhado à nova meta de crescimento que será estabelecida, podendo variar entre 4,5% e 5%. Há, de fato, demanda reprimida da pandemia para ser liberada, mas persiste o desafio de impulsionar o baixo nível de confiança dos agentes privados.

Fonte: BTG Pactual. Apenas para fins informativos. Não há garantias que projeções se concretizarão.

Por outro lado, a dinâmica do setor imobiliário continuará sendo um fator limitante, não apenas para o crescimento do segmento, mas também para a retomada da confiança dos consumidores, que ainda têm uma parcela relevante de sua riqueza em ativos reais. Em resposta, o país continuará a fornecer liquidez direcionada a algumas empresas e projetos (via PSL - Pledged Supplementary Lending), buscando garantir uma estabilização do setor e evitar uma deterioração adicional. A demanda doméstica seguirá contribuindo para o crescimento do país, com destaque para o varejo e o setor de serviços. Enquanto isso, os setores industriais de alta qualidade (como veículos elétricos, baterias e indústria de robôs) continuarão crescendo, mas ainda não possuem escala suficiente para liderar o crescimento do país. A demanda externa deverá oferecer uma contribuição mais modesta, diante da desaceleração dos principais parceiros comerciais (Ásia e Europa), bem como a continuação de conflitos geopolíticos ou disputas comerciais que limitam a expansão de exportações, além dos rearranjos nas cadeias globais de suprimentos.

CHINA : INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO (MÉDIA DE 12 MESES, CNY BI)



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual. Data base: 15 de dezembro de 2023.

PROJEÇÕES INDICADORES ECONÔMICOS GLOBAL

		2022	2023E	2024E	2025E
EUA	PIB	1,90	2,50	1,70	1,50
	CPI	6,46	3,35	2,87	2,21
	Núcleo do CPI	5,69	3,72	2,78	2,34
	Taxa de Fed funds	4,38	5,38	4,38	3,38
Zona do Euro	PIB	3,50	0,40	0,70	1,40
	CPI	9,21	3,15	2,44	2,12
	Núcleo do CPI	5,19	3,29	2,72	2,48
	Taxa de Depósito	2,50	4,00	2,75	2,25
China	PIB	3,00	5,10	4,80	4,50

Fonte: BTGP Macro Strategy . Data base: 15 de dezembro de 2023.
Apenas para fins informativos. Não há garantias que projeções se concretizarão.

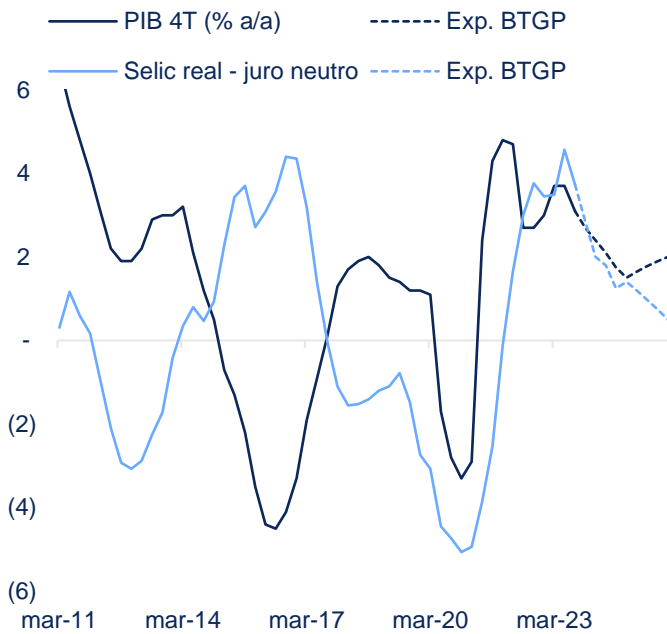


CENÁRIO BRASIL: ENTRE PIORA FISCAL E FLEXIBILIZAÇÃO MONETÁRIA

A evolução do ambiente macro tende a ser positivo, em função da redução significativa das taxas de juros nas economias desenvolvidas, retomando, assim, a atratividade para países emergentes. No Brasil, 2024 trará dois fatores positivos para a dinâmica local dos preços: (i) a redução do nível restritivo da política monetária e (ii) um saldo comercial novamente muito positivo. Em relação ao primeiro ponto, o Banco Central vem sinalizando que o atual ritmo de cortes na taxa Selic se manterá nas próximas reuniões, sem prejuízos ao processo de reancoragem das expectativas de inflação e à atratividade do diferencial de juros. Acreditamos que a valorização dos preços internacionais das commodities agro, como efeito do el niño, somada a uma maior produção doméstica de petróleo tendem a reforçar a narrativa de fluxo cambial forte no próximo ano. Portanto, há razões para uma forte apreciação do real em 2024.

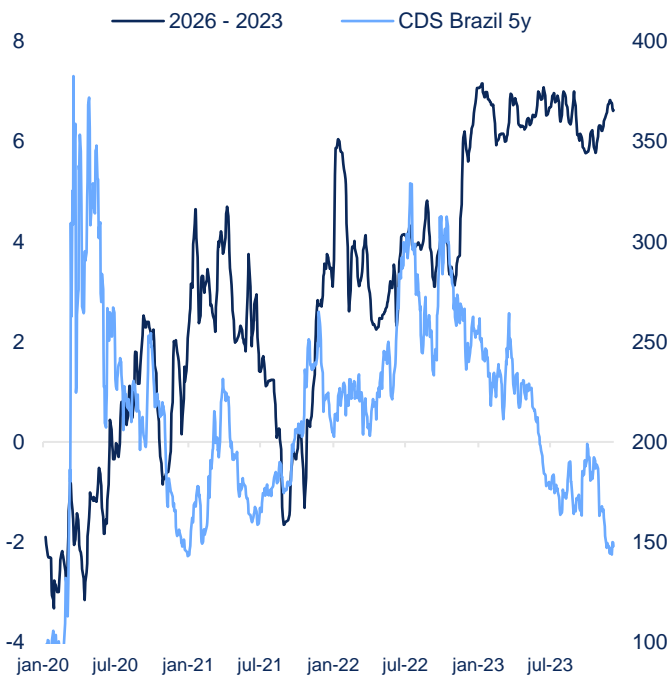
Contudo, acreditamos que a deterioração do cenário fiscal pode reduzir, ainda que na margem, o otimismo doméstico no próximo ano, principalmente se a mudança do centro da meta fiscal, que deve ocorrer em março, vier entre -0,75% a -1% como instrumento para o governo não contingenciar despesas, impactando não apenas os dados fiscais de 2024, mas passando uma sinalização bastante negativa para os próximos anos. Vale lembrar, também, que no 2º semestre haverá a indicação do novo Presidente do Banco Central do Brasil, fator que pode trazer alguma volatilidade para a curva de juros local. Com tudo na mesa, entendemos que o ambiente é liquidamente positivo, dado que a evolução do ambiente externo será determinante para a dinâmica dos preços domésticos.

PIB VS POL. MONETÁRIA



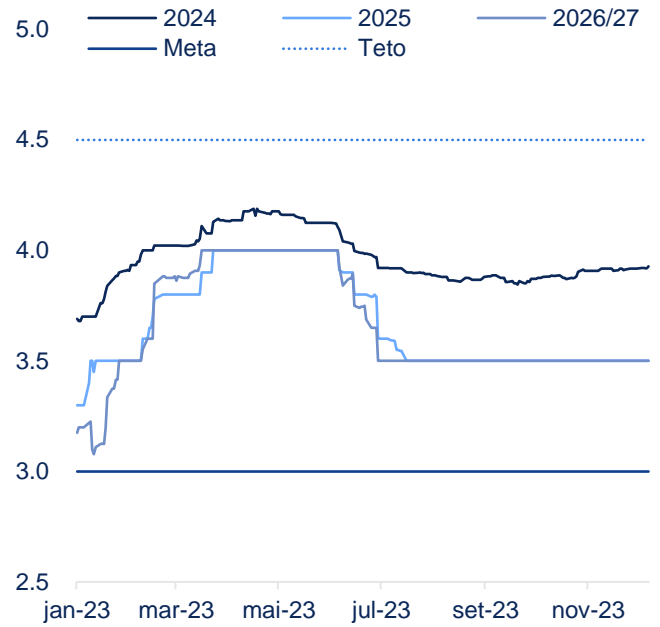
Fonte: IBGE, Banco Central do Brasil, Bloomberg e BTG Pactual.
 Projeções do BTG Pactual de 22 de dezembro de 2023. Apenas para fins informativos.
 Não há garantias que projeções se concretizarão.

AUMENTO ESPERADO DA DÍVIDA BRUTA 2023 -2026 (% PIB) VS CDS BRAZIL 5Y



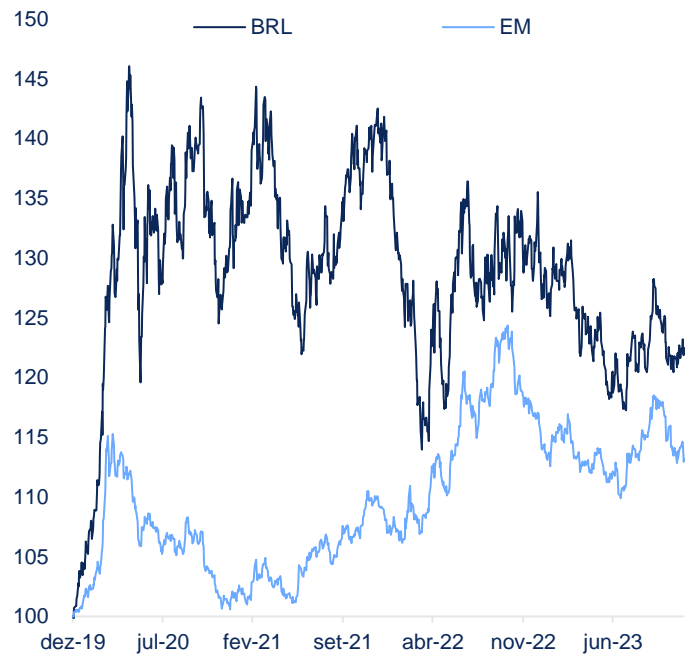
Fonte: Relatório Focus do Banco Central do Brasil, Bloomberg e BTG Pactual.
 Projeções do BTG Pactual de 22 de dezembro de 2023. Apenas para fins informativos.
 Não há garantias que projeções se concretizarão.

EXPECTATIVA DE INFLAÇÃO (FOCUS)



Fonte: Relatório Focus do Banco Central do Brasil e BTG Pactual.
 Projeções do BTG Pactual de 22 de dezembro de 2023. Apenas para fins informativos.
 Não há garantias que projeções se concretizarão.

BRL VS EM (BASE 100=DEZ/18)



Fonte: Banco Central do Brasil, Bloomberg e BTG Pactual.
 Projeções do BTG Pactual de 22 de dezembro de 2023. Apenas para fins informativos.
 Não há garantias que projeções se concretizarão.



ATIVIDADE: CONSUMO RESILIENTE

A revisões históricas elevaram o nível do PIB e mostraram maior resiliência no consumo das famílias. Para 2024, revisamos a projeção de crescimento de 1,5% para 1,7%, explicada por um carregamento estatístico mais elevado, pela recente melhora nas condições financeiras e pelos primeiros sinais de normalização dos níveis de estoques na indústria. No balanço de riscos da atividade, pelo lado altista estão: (i) o pagamento antecipado de precatórios e (ii) a intensificação das pressões salariais devido à nova regra de reajuste do salário-mínimo (previsão de 3,0% de crescimento real em 2024 e 2025). Do lado baixista, (i) a possibilidade de quebra maior da safra, (ii) a elevação dos impostos e (iii) a piora da credibilidade fiscal/institucional são os principais vetores redutores do crescimento.

BRL: NARRATIVAS FAVORECEM APRECIACÃO

Os principais pontos que podem levar o real a um nível mais apreciado no próximo ano são (i) a balança comercial e (ii) o diferencial de juros ainda atrativo. Sobre o saldo comercial, ele deve ser, aproximadamente, USD 90bi em 2024 em função do crescimento significativo da produção doméstica de petróleo (80% até 2029, segundo a Empresa de Pesquisa Energética) e do aumento da produtividade do setor agropecuário. Com isso, o déficit de transações correntes continuará em patamar baixo (~1,5% PIB), sendo facilmente financiado pelo investimento estrangeiro direto no país. Em relação ao diferencial de juros, apesar do ciclo de cortes de juros levar a Selic terminal para 9,5%, o nível ainda será restritivo e manterá diferencial de juros adequado. Portanto, vemos a taxa BRL/USD se aproximar de 4,80 e, em um ambiente mais otimista, 4,65.

POLÍTICA FISCAL: DETERIORAÇÃO À VISTA

Revisamos nossa projeção para o primário do setor público de 2023 de R\$ 149 bilhões para R\$ 242 bilhões (-2,2% do PIB), incorporando a regularização do estoque de precatórios e a arrecadação mais fraca do que o esperado em novembro. Para 2024, nossa projeção ficou

praticamente estável em -R\$ 71 bilhões (-0,6% do PIB), refletindo uma redução no contingenciamento esperado para o ano, que foi compensada pela inclusão das receitas oriundas da taxa sobre subvenção de custeio e alterações na regra do JCP – MP 1185. Contudo, a mudança de meta fiscal será relevante não apenas pelo não contingenciamento das despesas, mas também para o não acionamento dos gatilhos fiscais em 2025 e 2026, podendo deteriorar a trajetória esperada da dívida pública.

IPCA: DINÂMICA BENIGNA, MAS INCERTEZAS PERSISTEM

Revisamos nossa estimativa de IPCA para 2024, de 4,3% para 4,1%, em função da mudança da premissa de câmbio para final do ano, agora em BRL/USD 4,80, e pelo viés baixista para preços de combustíveis e energia elétrica. Acreditamos que há espaço para a Petrobras cortar o preço da gasolina, tanto pela redução do preço internacional do petróleo quanto pela elevação do ICMS sobre combustíveis em fevereiro. Ainda mais importante, o STJ pautou em dezembro sobre a exclusão do TUSD da base tributária do ICMS tem impacto baixista relevante, dado que representa 50% do custo da energia elétrica para consumidores. A decisão foi postergada para 2024, deixando incertezas no cenário de inflação.

SELIC: TAXA TERMINAL AINDA RESTRITIVA

O último encontro do Copom manteve a indicação de -50bps nas próximas reuniões e de forma unânime. Segundo alguns diretores, a estratégia foi assertiva pois a mesma comunicação suavizou as flutuações da curva de juros, que ora precisava desaceleração no cenário mais pessimista, ora (e agora) aceleração em ambiente de menor risco. Acreditamos que este será o ritmo ao longo de todo o ciclo, dado que, depois de março, seria desafiador para o BC acelerar para -75bps no mesmo período em que pode ocorrer uma deterioração do cenário fiscal. Contudo, reforçamos que o ciclo de cortes dos *fed fund rates* será tão ou mais relevante para determinar a Selic terminal que, neste momento, vemos em 9,5%.

Fonte: BTG Pactual. Apenas para fins informativos. Não há garantias que projeções se concretizarão.



PROJEÇÕES: INDICADORES ECONÔMICOS BRASIL

Dados esperados para o fim do período		2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
PIB real	(% a.a.)	1,22	-3,28	4,99	2,90	2,90	1,70	2,00
Taxa de Desemprego	(%)	11,10	14,20	11,10	7,90	8,10	8,40	8,50
Selic	(% a.a.)	4,50	2,00	9,25	13,75	11,75	9,50	8,50
IPCA	(% a.a.)	4,31	4,52	10,06	5,79	4,30	4,30	3,25
IGP-M	(% a.a.)	7,30	23,14	17,78	5,45	-3,60	4,60	4,00
Taxa de Câmbio	(BRLUSD)	4,03	5,20	5,57	5,29	4,80	4,80	4,80
Resul. Primário Gov. Central	(% PIB)	-1,20	-9,79	-0,40	0,55	-2,23	-0,62	-1,03
Dívida Bruta	(% PIB)	74,77	86,94	78,29	72,87	74,54	77,21	79,72

Fonte: BTG Pactual. Data base: 15 de dezembro de 2023.

Apenas para fins informativos. Não há garantias que projeções se concretizarão.



RENDA FIXA GLOBAL

Ao longo do ano de 2023, a economia americana surpreendeu ao demonstrar uma resiliência notável, contrariando as projeções iniciais de desaceleração da atividade. Isso porque em janeiro a Inflação americana estava acima de 6% e a taxa de juros do Fed entre 4,25% e 4,50%. Isso indicava que o Fed teria que ser mais restritivo para trazer a inflação para a meta de 2%.

Durante o ano vimos um mercado precificando taxas menores, à medida em que se acreditava mais na desaceleração econômica. Paralelamente, vimos um Fed comunicando que teriam que manter a taxa elevada por mais tempo. Não obstante, seguiram com aumentos até a reunião de julho, onde decidiram por uma alta de +25bps levando a taxa para entre 5,25% e 5,50%, a atual taxa de juros (dezembro 2023).

O ápice desse movimento dos juros americanos veio em outubro, quando vimos a taxa de 10 anos bater a máxima dos últimos 15 anos 5.02% (23 Out 23). Já na última reunião do ano (dezembro), o que vimos foi o início de uma expressiva mudança nessa narrativa. Com um discurso mais *Dovish* por parte de Jerome Powell, bem como indicações do *Dot Plot* (que reflete opiniões dos diferentes membros que integram o Fed sobre perspectivas para a trajetória das taxas de juros) apresentando cortes em 2024, o mercado reprecificou as taxas futuras implícitas. A *Treasury* de 10 anos reduziu sua rentabilidade para seu atual patamar de 3,90% (-112bps da alta em out) e a taxa de 2 anos caiu para 4,44%.

No nosso cenário, temos o primeiro corte de juros pelo Fed em maio de 2024, com 4 cortes de 25 pontos base ao longo do ano. Reconhecemos, contudo, que a continuidade de surpresas positivas no mercado de trabalho e, principalmente, na tendência inflacionária pode levar a cortes antecipados e em ritmo mais forte. Vislumbramos uma convergência da inflação americana em direção a meta de 2% acompanhada de uma desaceleração econômica gradual (cenário de pouso suave)

No âmbito dos spreads de crédito, observamos um notável estreitamento com as taxas atingindo os

patamares mais baixos dos últimos dois anos. Na classe de *Investment Grade (Bloomberg US IG Corporate Bond Index)* os spreads estão em +1% com retornos (YTW) em 5,18% enquanto no âmbito de *High Yield (Bloomberg US Corp High Yield Index)* os spreads estão em +3,37% com retornos (YTW) em 7,81%. Esses spreads chegaram a bater +5,00% (HY) e +1.60% (IG) no início do ano com a crise do *Silicon Valley Bank*.

Mantemos um otimismo em relação aos retornos na classe de renda fixa para o próximo ano e seguimos com nossa estratégia *Overweight*. Damos preferência aos ativos de alta qualidade – Mercado Soberano DM + *Investment Grade* e Mercados Emergentes de alta qualidade.

RENDA FIXA BRASIL

Ainda que 2023 tenha sido um ano de bastante volatilidade, com mudanças significativas de cenário e preços dos ativos, estamos observando retornos elevados na Renda Fixa neste final de ano. Os índices pré-fixados superaram o CDI com elevada margem, assim como os índices de atrelados as NTN-Bs (juros reais + inflação) de *duration* média e longa. A exceção até o momento está nas NTN-Bs mais curtas, onde a revisão para baixo do IPCA 2023 ao longo de todo ano, acabou por prejudicar o carregamento desses papéis e fazer com que o resultado final ficasse aquém do CDI.

Atribuímos este cenário construtivo para a Renda Fixa, principalmente, ao ambiente de cortes de juros promovidos pelo Banco Central. O Copom iniciou o ciclo de cortes na reunião de Agosto de 2023, mas o mercado começou a precificar cortes significativos com alguma antecedência. Para 2024, acreditamos na continuidade deste cenário. Consideramos que a evolução do ambiente macro continue sendo positiva, com o cenário de inflação ainda benigno, moderação na atividade econômica e um ambiente externo favorável. Na nossa avaliação, ainda há espaço para ganhos de capital considerando o nível atual de precificação na Renda Fixa, nas diversas subclasses.

Fonte: BTG Pactual. Apenas para fins informativos. Não há garantias que projeções se concretizarão.



RENDA VARIÁVEL GLOBAL

2023 foi um ano extraordinário para os índices acionários americanos, com o Nasdaq 100, o S&P 500 e o Russell 1000 registrando um retorno de 52,6%, 24,3% e 24,5%, respectivamente. A rentabilidade desse ano foi concentrada nas ações com as maiores capitalizações de mercado, conhecidas como as 7 Magníficas (Apple, Amazon, Google, Meta, Microsoft, Nvidia, e Tesla), que forneceram grande parte do retorno dos índices devido ao seu forte desempenho e maior peso relativo (28% no S&P 500).

Olhando para 2024, esperamos um ano com um retorno para o SP500 em torno de um dígito. Embora este seja o nosso cenário base, vemos algum risco altista, caso os dados macroeconômicos indiquem uma atividade econômica mais robusta que apoie o desempenho operacional das empresas, e números de inflação mais suaves que possam levar a uma abordagem ainda mais *dovish* do Fed. Nesta hipótese o retorno por nós projetado ficaria subestimado. Em geral, uma análise de retorno ajustado por risco aponta para uma menor alocação tática em renda variável. Essa conclusão se baseia nos seguintes fatores; (i) um retorno esperado de um dígito para o S&P500; (ii) S&P 500 negociando a 19,8x Preço/Lucro nos próximos 12 meses (acima da média de 5 anos, de 19,0x); (iii) prêmio de risco de ações mais comprimido, negociado a três desvios-padrão abaixo da sua média histórica.

Para 2024, a nossa alocação em *equities* prevê um potencial de alta nos setores de Saúde, Tecnologia de Informação, e Bancos no segmento financeiro. As nossas ponderações se baseiam nas seguintes teses:

1. A alocação no setor de tecnologia pode ser justificada pelos temas de investimentos em

inteligência artificial, computação em nuvem, e cibersegurança. Acreditamos que a Inteligência Artificial (IA) é uma tecnologia revolucionária com um impacto profundo na sociedade e na economia. A computação em nuvem fornece a infraestrutura necessária para o crescimento da IA, apoiando a necessidade de grandes conjuntos de dados e do poder de computação, bem como a necessidade de cibersegurança adicional nas empresas, uma vez que a ameaça de *hacking* de informação aumenta com o avanço desta tecnologia.

2. O setor de Saúde está bem posicionado para capitalizar tendências seculares como o envelhecimento da população a nível global e o aumento da inovação, resultando em novos medicamentos e diagnósticos mais precisos. Isso resultou em um aumento de 101% no número de medicamentos aprovados pela FDA de 2018 a 2022, em comparação com 2003 a 2007. O ano de 2023 foi difícil para o setor de Saúde (queda de -0,6%), com revisão negativa de resultado. Para o ano de 2024, enxergamos um maior potencial de retorno com menor risco, dado que a adoção da referida tecnologia irá desempenhar um papel significativo no desenvolvimento de novos medicamentos e tratamentos.

3. Por fim, sobre o setor financeiro, o Índice de Bancos Comerciais do S&P negocia a um *valuation* atrativo quando comparado com sua média histórica dos últimos 10 anos, com um retorno sobre o patrimônio (ROE) mais alto do que seus patamares históricos. Além disso, nossa equipe macro está esperando um fechamento da curva nos juros americanos, o que tende a ser positivo para este segmento. Vemos o sistema bancário como resiliente e consideramos o setor uma oportunidade estratégica.



RENDA VARIÁVEL BRASIL

Há um ano, os que estimavam um desempenho de mais de 20%* do Ibovespa em 2023 seriam chamados certamente de otimistas. A maior preocupação do mercado local era o cenário político interno enquanto poucos ainda contemplariam um cenário de *Treasury* de 10 anos alcançando 5% e uma frustrada reabertura chinesa, riscos de alta relevância para o mercado de renda variável. Por outro lado, mais recentemente, vimos reações positivas tanto dos índices acionários globais quanto locais após dados da economia americana contemplando um cenário de encerramento do ciclo de aperto monetário por lá.

Do lado corporativo, continuamos vendo boas empresas de capital aberto entregando resultados sólidos diante deste cenário bastante desafiador interno e externo, tanto é que temos visto revisões altistas de lucros para 2024 nos últimos meses. Diversos fatores permitiram isso; a alta qualidade dos gestores

à frente destes negócios, suas economias de escala, acesso ao mercado de capitais, dominância setorial, diversificação regional, alavancagem controlada, entre outros. Além disso, os níveis de *valuation* de várias destas empresas estavam e estão ainda depreciados por diversas métricas (P/E, EV/EBITDA, P/B, EV/NAV, EV/RAB), mesmo contemplando nossos ainda altos juros de longo prazo, oferecendo um potencial bastante atrativo nos próximos anos, apesar da performance recente.

Dados os preços ainda atrativos do mercado local de renda variável, o movimento de inflexão de resultados corporativos, a baixa alocação nesta classe de ativos e o ciclo de relaxamento monetário global e doméstico impactando as alocações dos investidores e os fundamentos das empresas, vemos 2024 como um ano positivo para o Ibovespa.

*Data base: até o dia 21/12/2023

Fonte: BTG Pactual. Apenas para fins informativos. Não há garantias que projeções se concretizarão.



ESTRATÉGIAS DE ALOCAÇÃO GLOBAL

2023 certamente será lembrado como um ano desafiador para previsões macroeconômicas. A expectativa quase unânime dos economistas de uma recessão na economia americana foi se dissipando à medida que o consumo e o mercado de trabalho deram sinais de robustez, em um pano de fundo do encaminhamento da inflação para a meta, após o seu nível mais elevado dos últimos 40 anos. O que predominou na precificação dos ativos foi a incerteza da política monetária e, conseqüentemente, qual nível de juros adequado para desacelerar uma economia fortemente aquecida no curto prazo, pesando também um contexto da incerteza na trajetória de gastos fiscais. Essa forte oscilação do nível de juros impactou na precificação dos demais ativos: ações, commodities, crédito, etc.

Para 2024*, avaliamos que os riscos incorporados pelo mercado devem se alterar, na medida que a incerteza da política monetária tende a se reduzir com o encaminhamento da inflação global para a meta (ainda que com velocidade questionável).

Seguimos atentos ao risco fiscal das economias desenvolvidas e seu efeito nos juros, principalmente em um ano eleitoral, no qual dificilmente podemos esperar por propostas reformistas mais duras, além do risco de uma desaceleração mais abrupta na atividade, caso o efeito defasado da política monetária seja mais intenso que o esperado e precificado pelo mercado. Ainda avaliamos que teses presentes em 2023 devem se amadurecer em 2024, como o ganho de produtividade da tecnologia de IA de forma mais disseminada, podendo trazer impactos positivos na geração de lucro das empresas de tecnologia.

Dessa forma, enxergamos um cenário bastante propício para a Renda Fixa em 2024, à medida que o mercado deixa de lado a discussão do nível de juros terminal do ciclo da alta promovido pelo Fed, e passa a avaliar quando iniciará ciclo de cortes e qual será sua magnitude. No entanto, a incerteza do mercado deverá recair sobre a resiliência da atividade e, considerando, prêmios de risco bastante comprimidos nos spreads de crédito e múltiplos da bolsa elevados, uma posição mais cautelosa nesses ativos (principalmente a setores cíclicos) nos parece ser mais prudente, entendendo que haverá oportunidade na geração retorno em empresas de qualidade com alto potencial de crescimento de lucros que poderão se beneficiar da adoção de novas tecnologias via incremento de margens e aumento de *valuation* pelos potenciais cortes de juros.

*Fonte: BTG Pactual. Apenas para fins informativos. Não há garantias que projeções se concretizarão.



ESTRATÉGIAS DE ALOCAÇÃO GLOBAL

DEZEMBRO 2023

	FIXED INCOME		CONSERVATIVE		BALANCED		GROWTH		EQUITIES	
	Neutro	Atual	Neutro	Atual	Neutro	Atual	Neutro	Atual	Neutro	Atual
Fixed Income	98,0	98,0	65,0	72,5	47,5	55,0	25,0	32,5	-	-
DM Sov + IG	64,0	65,0	42,5	48,0	30,0	35,0	15,0	20,0	-	-
DM High Yield	15,0	13,5	10,0	10,0	7,5	7,5	5,0	5,0	-	-
EM	19,0	19,5	12,5	14,5	10,0	12,5	5,0	7,5	-	-
Equity	-	-	20,0	15,0	40,0	35,0	60,0	52,5	98,0	98,0
United States	-	-	12,0	10,0	24,0	24,0	37,0	35,5	60,0	70,0
DM (ex US)	-	-	6,0	4,0	12,0	8,0	17,0	12,0	28,0	20,0
EM	-	-	2,0	1,0	4,0	3,0	6,0	5,0	10,0	8,0
Alternatives	-	-	7,5	7,5	7,5	7,5	12,5	12,5	-	-
Hedge Funds/Liq. Alt.	-	-	7,5	7,5	7,5	7,5	12,5	12,5	-	-
Commodities	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FX DM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cash	2,0	2,0	7,5	5,0	5,0	2,5	2,5	2,5	2,0	2,0

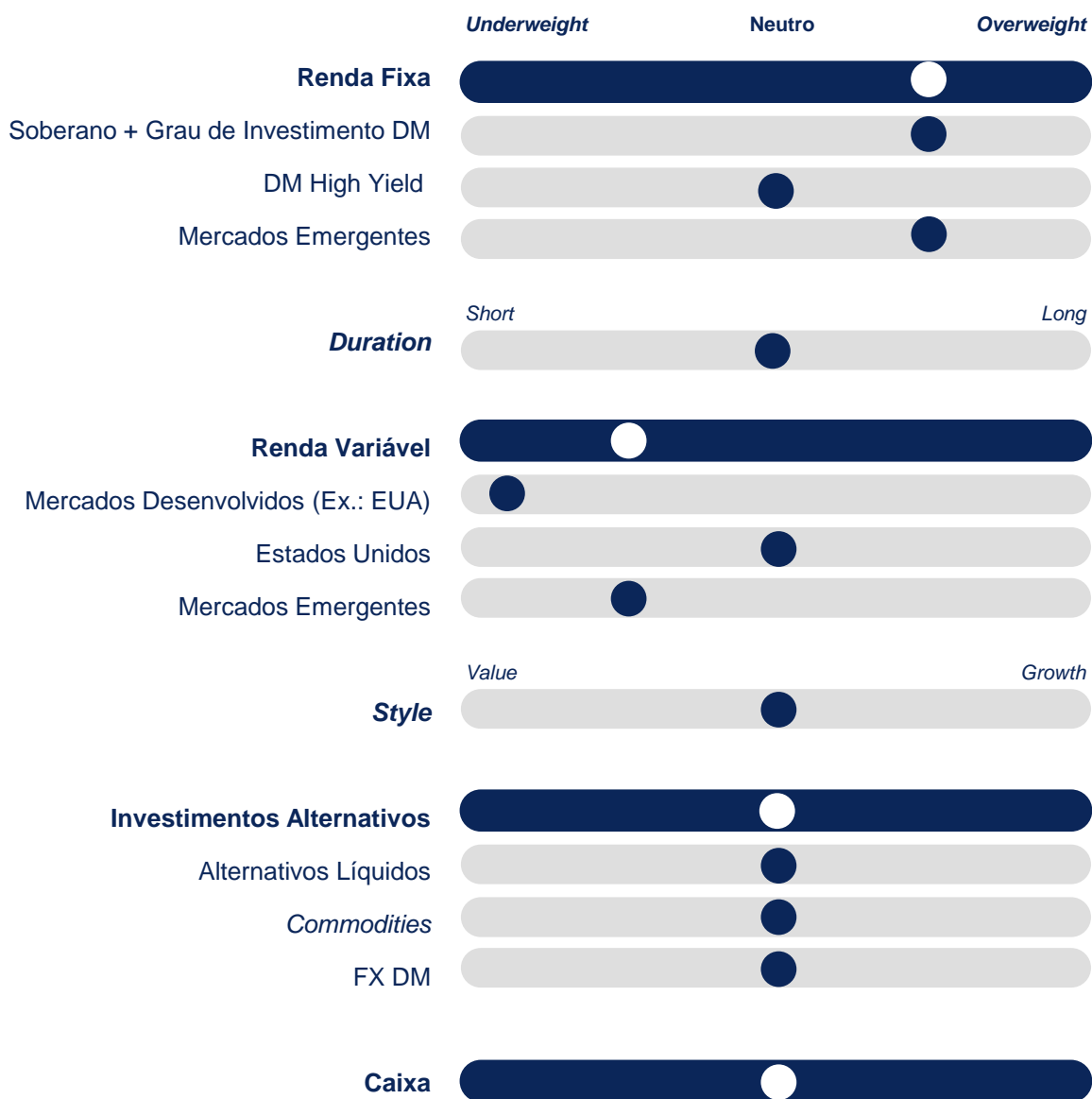
Fonte: BTG Pactual. Data base: Dezembro/ /2023. As alocações estão sujeitas a mudanças. Apenas para fins ilustrativos

Fonte: BTG Pactual. Apenas para fins informativos. Não há garantias que projeções se concretizarão.



ESTRATÉGIAS DE ALOCAÇÃO GLOBAL

ALOCAÇÃO DOS ATIVOS GLOBAL



Fonte: BTG Pactual | As alocações estão sujeitas a mudanças. Apenas para fins ilustrativos. Data base: 15 dezembro de 2023.



ESTRATÉGIAS DE ALOCAÇÃO BRASIL

Conforme mencionado em diversos trechos desse relatório, a política monetária terá papel fundamental no desempenho dos mercados em 2024. Como pudemos observar em 2023, principalmente ao longo do segundo semestre, a política monetária Global, em especial a dos EUA, exerce influência enorme nos ciclos de juros de diversos países, como o Brasil. Ainda que o idiossincrático de cada país seja relevante para entendermos o respectivo estágio do ciclo, ter a leitura correta da política monetária do Fed será o ponto de partida para a construção do cenário de 2024.

Dito isso, o cenário que se apresenta a frente é de início de flexibilização monetária do Fed e a continuação do ciclo de cortes de juros pelo Banco Central do Brasil. Nesse contexto, acreditamos que o apetite a risco observado no final de 2023, deverá permanecer ao menos no

início de 2024. Com isso, acreditamos que as classes de ativos no Brasil seguem apresentando prêmios de risco atraentes. Podemos testemunhar um ciclo de cortes de juros maior do que está precificado na curva pré-fixada. As NTN-Bs, especialmente as de longo-prazo, ainda apresentam taxas mais elevadas do que o juro neutro estimado pelo próprio Banco Central e pela média do mercado. O cenário também deveria ser fértil para a Renda Variável. A queda nas taxas de juros deve continuar impulsionando expansão de múltiplos, que apesar da melhora recente permanecem abaixo da média histórica. Da mesma forma, o contexto microeconômico das empresas parece ser mais promissor. Por último, após um ano extremamente desafiador para a classe de Retorno Absoluto, acreditamos que a indústria de fundos deve voltar a apresentar resultados robustos.

DEZEMBRO 2023

Classes de Ativos	CONSERVADORA		MODERADA		BALANCEADA		ARROJADA		AGRESSIVA	
	Estratégica	Atual	Estratégica	Atual	Estratégica	Atual	Estratégica	Atual	Estratégica	Atual
Renda Fixa Pós Fixado	81,5%	77,9%	45,0%	38,6%	37,5%	27,8%	30,0%	17,5%	25,0%	6,3%
Renda Fixa Inflação	5,0%	6,3%	7,5%	9,5%	10,0%	12,5%	12,5%	15,5%	20,0%	25,0%
Renda Fixa Pré Fixado	-	1,5%	-	2,5%	-	4,0%	-	5,0%	-	6,3%
Retorno Absoluto	10,0%	10,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	25,0%	25,0%
Renda Variável	3,5%	4,4%	7,5%	9,4%	12,5%	15,8%	17,5%	22,0%	30,0%	37,5%
Local	3,5%	4,4%	7,5%	9,4%	12,5%	15,8%	17,5%	22,0%	30,0%	37,5%
Internacional	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fonte: BTG Pactual | As alocações estão sujeitas a mudanças. Apenas para fins ilustrativos. Data base: 15 dezembro de 2023.



ESTRATÉGIAS DE ALOCAÇÃO BRASIL

ALOCAÇÃO DOS ATIVOS BRASIL



Fonte: BTG Pactual | As alocações estão sujeitas a mudanças. Apenas para fins ilustrativos. Data base: 15 dezembro de 2023.

Disclaimer



Este material é um documento resumido, apenas para fins informativos, preparado por BTG Pactual WM Gestão de Recursos LTDA e distribuído nos Estados Unidos da América pelo BTG Pactual US Capital LLC e BTG Pactual Asset Management US, LLC ("BTG Pactual"). Este não é um relatório de research e as informações aqui contidas não constituem uma oferta de venda ou solicitação de uma oferta de compra de qualquer ativo ou produto de investimento. Qualquer oferta ou solicitação deste tipo só pode ser feita por meio da entrega de um memorando de oferta aprovado e somente nas jurisdições onde permitido por lei. Os potenciais investidores devem informar-se e aconselhar-se adequadamente sobre quaisquer requisitos legais aplicáveis e quaisquer regulamentos fiscais aplicáveis nos países da sua cidadania, residência ou domicílio que possam ser relevantes para a subscrição, compra, detenção, troca, resgate ou alienação de quaisquer investimentos. Embora as informações aqui contidas tenham sido obtidas de fontes consideradas confiáveis, o BTG Pactual e suas afiliadas não fazem qualquer declaração ou garantia, expressa ou implícita, com relação à razoabilidade, correção, precisão ou integridade das informações e opiniões. Todas e quaisquer informações, opiniões e valores indicados estão sujeitos a alterações, sem prévio aviso. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar, modificar ou emendar esta comunicação ou de outra forma notificar um destinatário no caso de qualquer assunto aqui declarado, ou qualquer opinião, projeção, previsão ou estimativa aqui estabelecida, mudar ou posteriormente se tornar imprecisa.

Este material não deve ser a única fonte de informação no processo de tomada de decisão de qualquer investidor. Os investidores são aconselhados a analisar cuidadosamente todas as informações e seus riscos em relação aos seus objetivos pessoais e seu perfil de risco ("*Suitability*"). Nada neste documento constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário. O investimento nos produtos aqui descritos não são adequados para todos os investidores. As informações aqui contidas não levam em consideração os objetivos particulares de investimento ou as circunstâncias financeiras de cada pessoa específica que possa recebê-las. Antes de fazer um investimento, os potenciais investidores são aconselhados a analisar minuciosa e cuidadosamente o memorando de oferta com seus consultores financeiros, jurídicos e fiscais para determinar se um investimento como este é adequado ou não. Ao aceitar este documento e/ou anexos, você concorda que você ou a entidade que você representa atende a todas as qualificações de investidor na(s) jurisdição(ões) onde você está sujeito às regulamentações estatutárias relacionadas a este tipo de investimento.

O desempenho passado não é necessariamente um indicativo seguro de resultados futuros. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Não há garantia de que os objetivos de investimento serão alcançados. Devido a vários riscos e incertezas, eventos ou o desempenho real, os investimentos aqui descritos podem diferir materialmente daqueles refletidos ou contemplados em declarações prospectivas. O documento reflete as condições econômicas no momento em que foi criado e não há garantia de que qualquer transação futura estará nos mesmos níveis econômicos aqui especificados. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência na tomada de decisões de investimento. As informações e/ou resultados de desempenho, salvo indicação em contrário, não são auditados e sua aparição neste documento reflete os retornos estimados líquidos de todas as despesas, incluindo taxas de administração e desempenho.

Quaisquer opiniões e/ou projeções neste documento estão relacionadas aos pareceres do grupo Wealth Management dentro da área do BTG Pactual; e não representam a opinião institucional do BTG Pactual. O BTG Pactual, suas subsidiárias e/ou funcionários podem manter posições compradas ou vendidas, negociar em nome próprio, coordenar ou administrar transações ou ofertas envolvendo os emissores aqui discutidos ou realizar qualquer outro investimento relevante. As áreas de negócios do BTG Pactual e suas afiliadas operam independentemente umas das outras e podem restringir o acesso de determinado(s) indivíduo(s) responsável(is) por tratar de assuntos de clientes a determinadas áreas de informação. Isso é necessário para gerenciar conflitos de interesses materiais.

Este documento é aprovado e emitido pelo BTG Pactual, sendo expressamente proibida a reprodução ou transcrição deste documento por qualquer meio, no todo ou em parte, sem autorização prévia por escrito do BTG Pactual. Se você não for o destinatário pretendido deste documento, fica por meio deste notificado que é estritamente proibido divulgar, copiar, distribuir ou tomar qualquer ação com base no conteúdo deste documento.

Este não é um produto assegurado pelo FDIC. Não é um produto assegurado pelo Governo Federal dos Estados Unidos da América ou qualquer outra agência Federal. Este é um produto sujeito aos riscos de investimento, incluindo a perda, parcial ou total, do montante investido.