



30 de junho de 2025

Spoiler Macro

Macro Strategy – BTG Pactual S.A.

Álvaro Frasson

Arthur Mota

Gabriel Fongaro

Lorena Laudares

Victor Amaral

Destques da Semana



Estados Unidos

5ªF - Payroll: Os dados de mercado de trabalho referentes a junho devem seguir sinalizando resiliência, acima dos juros considerados neutros (80–100 mil vagas criadas);

ISM de Serviços: Os dados de serviços de junho devem seguir em patamar expansionista.

Ásia | Europa

3ªF - Inflação na Zona do Euro: O CPI de junho deve se estabelecer em 2% a/a, em linha com a meta do ECB;

5ªF - Ata do ECB: O documento será importante para sinalizar os balanços de riscos considerados pelos membros em relação à atividade, o que deve impactar, conseqüentemente, as perspectivas para a inflação à frente e, por extensão, as decisões futuras sobre juros.

Brasil

2ªF - Caged: Esperamos a geração líquida de 150 mil empregos em maio, com destaque para o setor de serviços, ainda sinalizando a resiliência do mercado de trabalho;

4ªF - PIM: A indústria em maio deve apresentar uma queda de 0,4% m/m a.s., com os setores cíclicos registrando as quedas mais acentuadas.

Dados de fechamento do dia 27-junho

Indicadores de Mercado

Pós-fixado	Ações	Ações EUA	Taxa de Câmbio
CDI	IBOV	S&P 500	Dólar
14.90	136,866	6,173	5.49

Na Semana

0.28%	-0.18%	3.44%	-0.49%
-------	--------	-------	--------

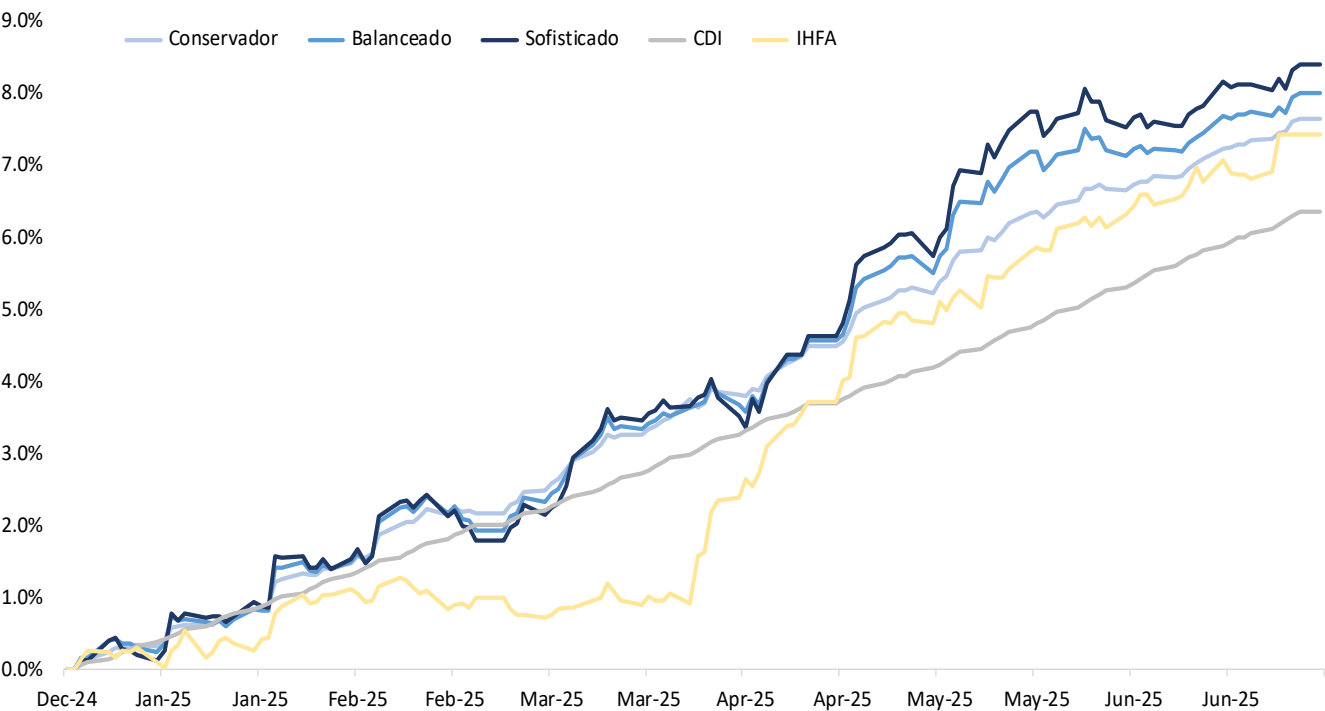
No Ano

6.31%	15.47%	3.88%	-11.30%
-------	--------	-------	---------

Em 12 meses

12.17%	11.60%	12.59%	-0.62%
--------	--------	--------	--------

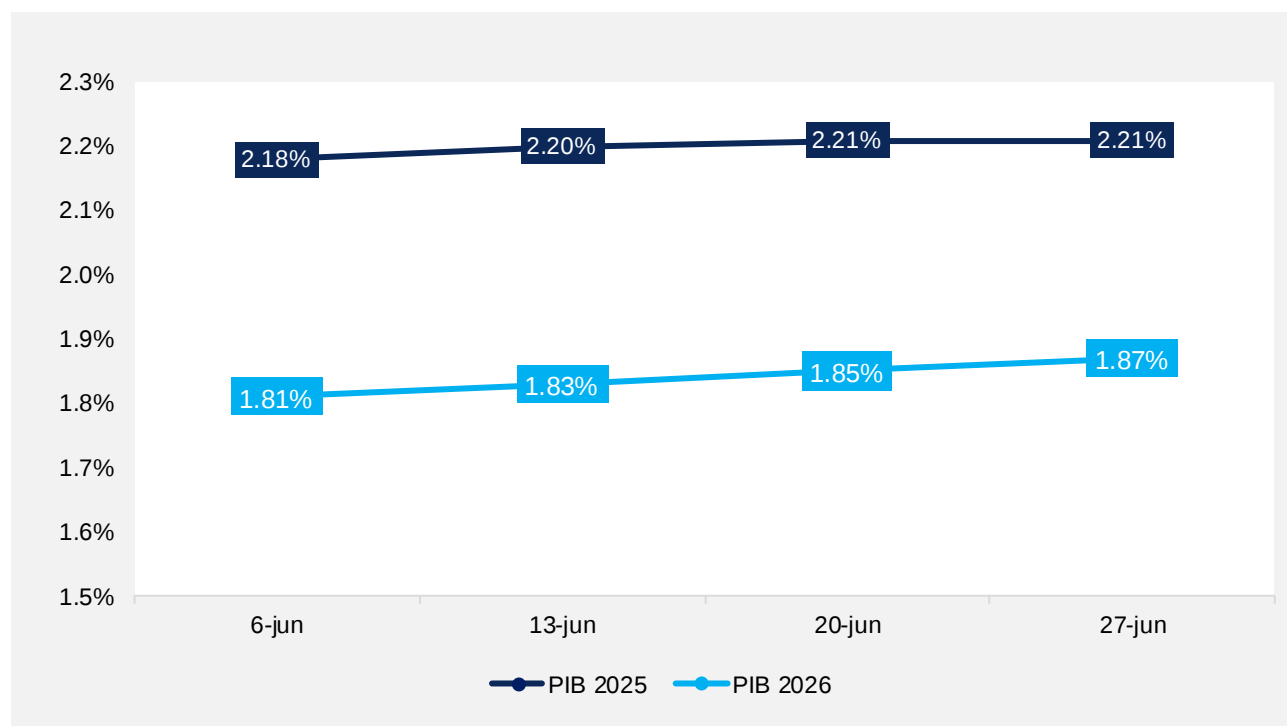
Asset Strategy: perfis vs benchmarks. Rentabilidade YTD



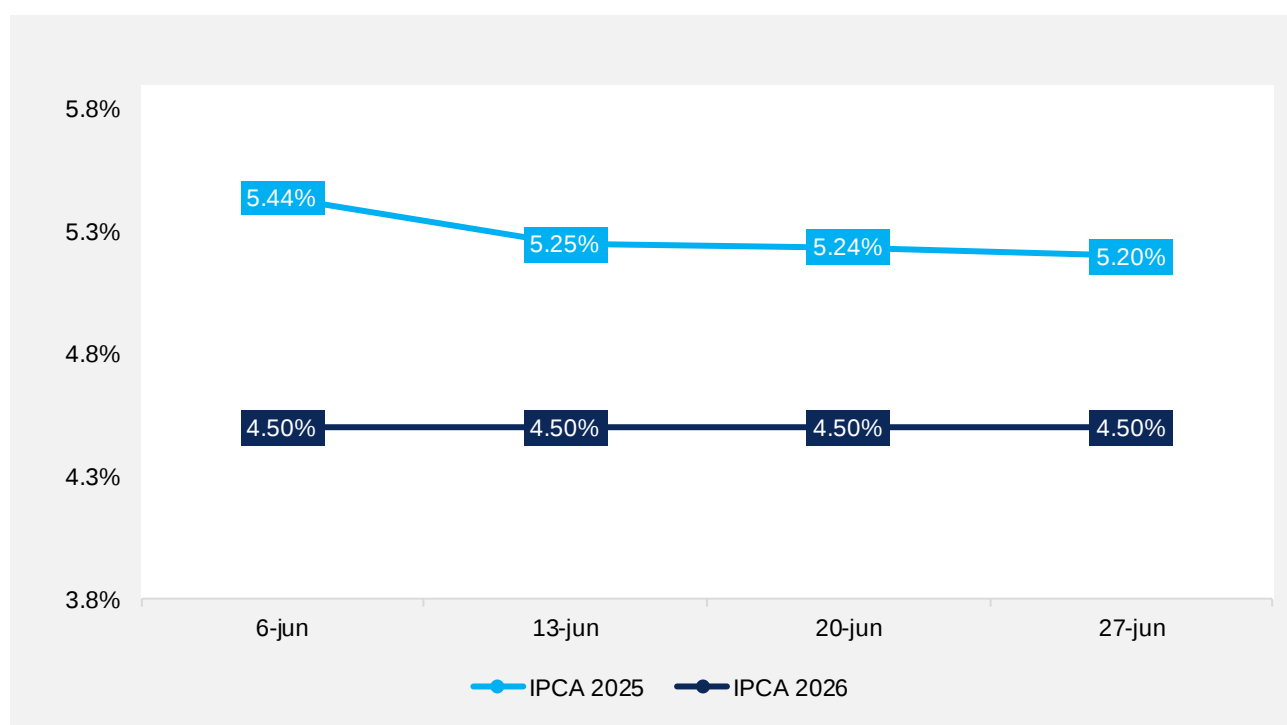
30-jun-25

Relatório Focus

Expectativas PIB – Acumulado em 4 trimestres (%)



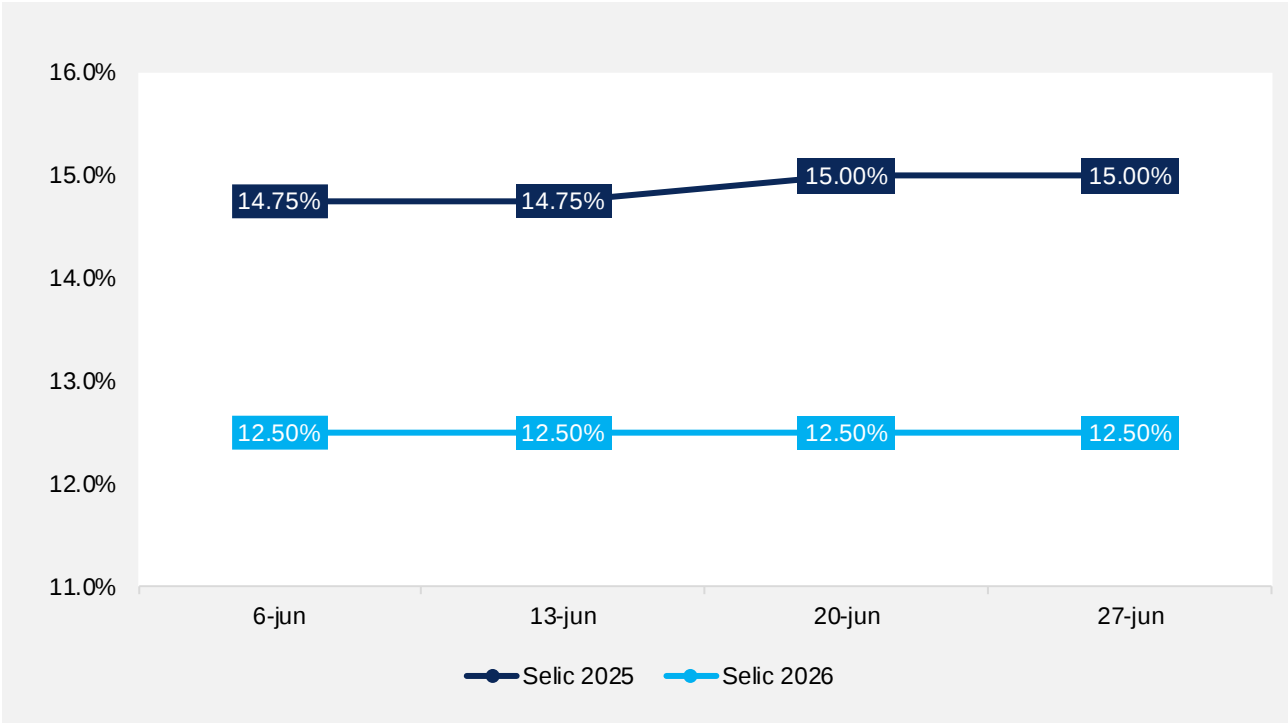
Expectativas IPCA – a/a %



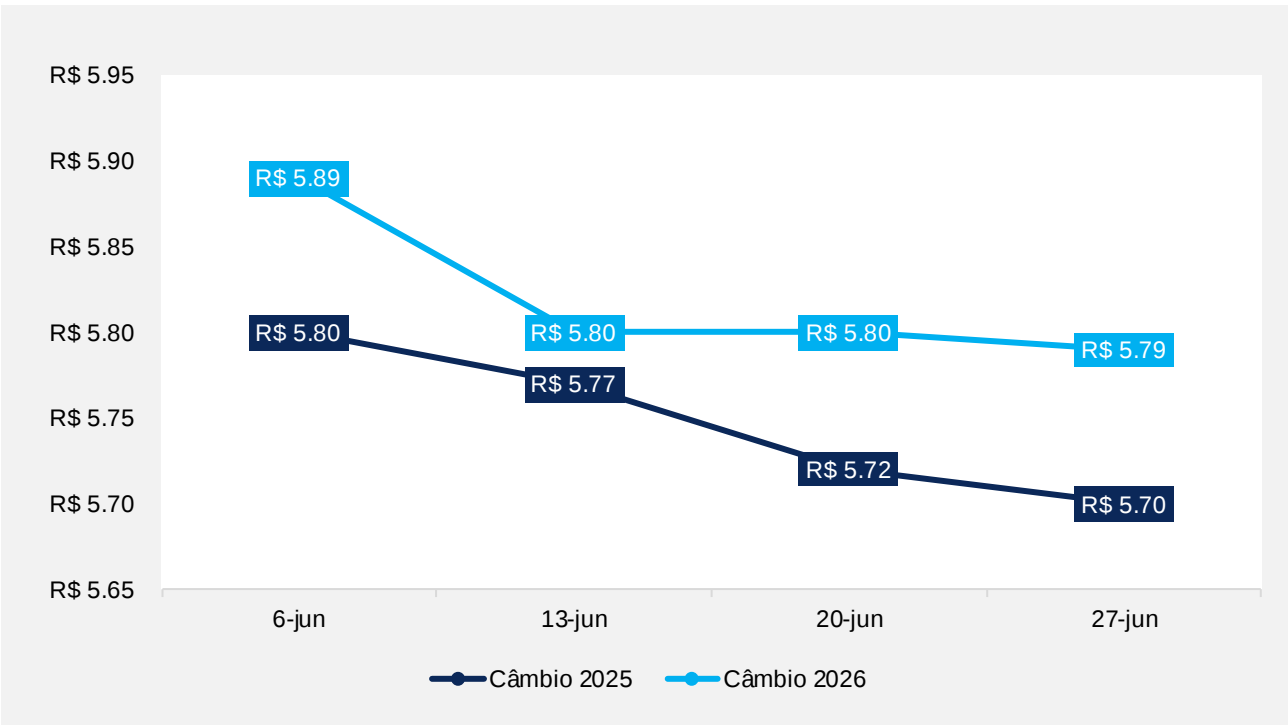
30-jun-25

Relatório Focus

Expectativas Taxa Selic - a/a %



Expectativas Taxa de Câmbio - BRLUSD



30-jun-25

Projeções BTG Pactual

Macro Research	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
Atividade Econômica							
PIB Real (% a/a)	(3.28)	4.76	2.90	3.20	3.40	1.90	1.50
Taxa de Desemprego (% fim de período)	14.20	11.10	7.90	7.40	6.20	7.30	7.80
Agricultura (% a/a)	4.17	0.28	(1.74)	16.30	(3.20)	7.30	0.9
Industria (% a/a)	(2.97)	4.78	1.62	1.68	3.30	1.60	(0.20)
Serviços (% a/a)	(3.74)	5.22	4.16	2.78	3.70	1.40	1.80
Consumo Privado (% a/a)	(4.56)	3.69	4.28	3.24	4.80	2.20	2.40
Consumo Governo (% a/a)	(3.69)	3.46	1.53	3.77	1.90	1.30	2.00
Investimentos (% a/a)	(1.75)	16.49	0.89	(2.98)	7.30	4.40	(2.20)
Exportações (% a/a)	(2.29)	5.87	5.54	8.92	2.90	4.60	3.60
Importações (% a/a)	(9.48)	12.03	0.81	(1.18)	14.70	7.60	3.50
Inflação & Taxa de Juros							
IPCA (% a/a fim de período)	4.52	10.06	5.79	4.62	4.83	5.10	4.50
IGP-M (% a/a fim de período)	23.14	17.78	5.45	(3.18)	6.54	2.80	4.50
Taxa Selic (% fim de período)	2.00	9.25	13.75	11.75	12.25	15.00	12.00
Taxa Selic (% média)	2.88	4.59	12.63	13.25	10.92	14.56	13.02
Balança de Pagamentos & Taxa de Câmbio							
Balança Comercial (US\$ bi) – BP	35.70	42.30	51.50	92.30	65.80	69.50	81.00
Conta Corrente (US\$ bi)	(24.90)	(40.40)	(42.20)	(27.90)	(61.20)	(56.00)	(46.00)
Investimento Direto no País (US\$ bi))	38.30	46.40	74.60	62.40	71.10	70.00	60.00
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, fim de período)	5.20	5.57	5.29	4.85	6.18	5.60	5.50
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, média)	5.16	5.40	5.17	4.99	5.39	5.70	5.60
Contas Fiscais							
Resultado Primário (% do PIB)	(9.2)	0.7	1.2	(2.3)	(0.4)	(0.5)	(0.8)
Governo Central (R\$ bi)	(745.3)	(35.9)	54.9	(264.5)	(42.9)	(64.9)	(100.1)
Resultado Nominal (% PIB)	(13.3)	(4.3)	(4.6)	(8.8)	(8.5)	(8.9)	(8.6)
Dívida Líquida (% PIB)	61.4	55.1	56.1	60.4	61.5	66.1	70.1
Dívida Bruta (% PIB)	86.9	77.3	71.7	73.8	76.5	79.6	82.7

de 30 de junho a 04 de julho

Agenda Macro Semanal

Horário	País	Evento	Período	Expectativa	Anterior
Domingo	29-jun				
22:30	China	PMI Serviços	Jun	50,2	50.3
22:30	China	PMI Composite	Jun	-	50.4
Segunda-feira	30-jun				
9:00	Alemanha	CPI Harmonizado (MoM%)	Jun P	0.3%	0.2%
9:00	Alemanha	CPI Harmonizado (YoY%)	Jun P	2.2%	2.1%
14:30	Brasil	Caged (Emprego Formal) (Mil)	Mai	175,5mil	257,5mil
22:45	China	PMI Industrial	Jun	49,3	48.3
Terça-feira	1-jul				
6:00	Z. do Euro	CPI (YoY %)	Jun P	2.0%	1.9%
6:00	Z. do Euro	CPI: Núcleo (YoY %)	Jun P	2.3%	2.3%
10:30	EUA	Discurso de J. Powell (Presidente do Fed) e de Christine Lagarde (BCE)			
11:00	EUA	ISM Industrial	Jun	48.8	48.5
11:00	EUA	JOLTS: estoque de vagas em aberto	Mai	7320k	7391k
Quarta-feira	2-jul				
6:00	Z. do Euro	Taxa de Desemprego (%)	Mai	6.2%	6.2%
9:00	Brasil	PIM: Produção Industrial (MoM % a.s.)	Mai	-0.6%	0.1%
9:00	Brasil	PIM: Produção Industrial (YoY %)	Mai	3.4%	-0.3%
22:45	China	PMI Composite	Jun	-	49.6
22:45	China	PMI Serviços	Jun	51,0	51.1
Quinta-feira	3-jul				
9:30	EUA	Relatório de Emprego (criação de vagas) (mil)	Jun	113k	139k
9:30	EUA	Taxa de Desemprego (%)	Jun	4.3%	4.2%
9:30	EUA	Ganho Médio por Hora (MoM %)	Jun	0.3%	0.4%
9:30	EUA	Ganho Médio por Hora (YoY %)	Jun	3.90%	3.90%
9:30	EUA	Pedidos de auxílio desemprego (mil)	28/jun	-	236k
11:00	EUA	ISM Serviços	Jun	50.8	49.9
Sexta-feira	4-jul				
	EUA	Feriado Nacional			

Cenário macroeconômico

Estados Unidos

Mercado de trabalho deve seguir sinalizando resiliência

Nos EUA, a última semana foi marcada por um fechamento da curva de juros, concentrado especialmente na segunda-feira, impulsionado pela retirada de prêmio de inflação diante da queda nos preços do petróleo, que reverteram parte da alta anterior com a menor percepção de risco de o Irã interromper o fornecimento. Além disso, os comentários de Michelle Bowman — diretora votante do Fed, geralmente interpretada como hawkish — sinalizando que poderia haver espaço para uma reabertura do ciclo de cortes de juros já na reunião de julho, também contribuíram para o movimento. Soma-se a isso a expectativa de que Trump possa indicar de forma antecipada um novo chair para o Fed, em linha com sua visão de que os juros deveriam estar mais baixos, o que também teve algum impacto.

Por fim, tanto a terceira leitura do PIB do 1T25, que revisou o consumo para baixo (de 1,2% para 0,5% t/t saar), quanto a leitura do PCE de maio, com queda real do consumo de 0,3% m/m (vs. 0% consenso) e confirmação de uma inflação mais benigna (0,14% m/m vs. 0,1% consenso), reforçaram a percepção de que a inflação segue em direção à meta, ao mesmo tempo em que o crescimento mostra sinais de desaceleração — suportando a maior precificação de cortes de juros em 2025. Como resultado, o maior apetite ao risco também apoiou as bolsas, além de resultar em uma nova rodada de perda de força do dólar americano frente aos seus principais pares (DXY).

Ao longo desta semana, o foco do mercado estará nas divulgações dos dados de mercado de trabalho, em especial o Payroll de junho (03 de julho), para o qual esperamos uma criação de 133k vagas BTGPMS (vs. 113k consenso vs. 139k anterior). Caso confirmado, as médias móveis de 3 e 6 meses devem seguir próximas aos níveis de 130k e 120k vagas, respectivamente — ainda refletindo um mercado de trabalho resiliente, acima do nível que o Fed considera “neutro” (80-100k vagas criadas). Em relação ao desemprego, a expectativa é de uma ligeira alta (consenso 4,2% vs. 4,1% anterior), ainda em patamar historicamente baixo. Por sua vez, a leitura do JOLTS de maio (01 de julho) deve apresentar alguma desaceleração no número de vagas de trabalho ofertadas (consenso 7320k vs. 7391k anterior), mas ainda em nível suficientemente elevado para sinalizar um mercado de trabalho saudável, com a média de 1 vaga disponível por desempregado. Esses dados de mercado de trabalho sugerem um equilíbrio entre oferta e demanda, sem um aperto significativo, mas ainda sustentando o consumo das famílias, permanecendo, assim, como um pilar para que o Fed continue adotando uma postura cautelosa, a fim de entender melhor o impacto das tarifas sobre a inflação.

Além dos dados do mercado de trabalho, a leitura do ISM de serviços referente a junho (a ser divulgada em 03 de julho) deve voltar a registrar patamar expansionista, com o consenso apontando para 50,5 pontos, ante 49,9 na leitura anterior. O dado ganha relevância, especialmente neste momento, diante do aumento das expectativas baixistas para a atividade na margem.

No campo da política monetária, a semana contará com discursos de diversos dirigentes do Fed, com destaque para Bowman (30 de junho, hawkish), Goolsbee (30 de junho, neutro), Powell (01 de julho, neutro) e Bostic (03 de julho, hawkish). Apesar da ausência de um consenso claro sobre o momento ideal para a retomada dos cortes de juros, a visão predominante deve continuar sendo a de que o Fed precisa de mais dados, especialmente frente à incerteza relacionada ao cenário tarifário, cujos efeitos ainda não se refletiram de forma plena nos preços.

Cenário macroeconômico

Europa

Inflação na Zona do Euro em foco

Na Zona do Euro, o principal evento será a leitura dos dados de inflação de junho (01 de julho), para os quais o mercado projeta um avanço de 0,3% m/m (vs. 0% anterior), resultando em um acumulado de 12 meses de 2% a/a (vs. 1,9% anterior), em linha com a meta do ECB. Por sua vez, espera-se que o núcleo da inflação, que exclui itens voláteis como energia e alimentos, permaneça no patamar de 2,3% a/a. Alguma pressão altista sobre os preços de transportes, em função de efeito base, pode ser compensada por outros bens e serviços. De modo geral, seguimos observando a continuidade do processo de desinflação à frente diante do arrefecimento das pressões salariais e das perspectivas de uma atividade mais fraca, com o impacto das tarifas, o setor de serviços mais fraco e um euro mais apreciado. Nesse sentido, esperamos que a inflação encerre o ano abaixo de 2%. Apesar disso, ainda é cedo, dada a quantidade de dados, para que o banco central tome uma decisão sobre uma nova queda nas taxas de juros, devendo se manter em modo de espera nos próximos meses. Entendemos que esse cenário só se concretizaria caso a atividade indique uma fraqueza mais forte e/ou persistente, além dos efeitos pontuais que já projetamos.

Ao longo da semana, também será publicada a ata do ECB referente à reunião de junho (03 de julho), na qual o Governing Council optou por reduzir as três principais taxas de juros do ECB em 25 bps, levando a taxa de facilidade de depósito para o patamar de 2%, considerado neutro. Apesar de datado em certa medida, o documento será importante para sinalizar os balanços de riscos considerados pelos membros em relação à atividade, o que deve impactar, conseqüentemente, as perspectivas para a inflação à frente e, por extensão, as decisões futuras sobre juros.

Os membros do ECB também voltam a se comunicar ao longo dos próximos dias, com destaque para: Lagarde (30 de junho, 01 e 02 de julho, hawkish); Guindos (01 e 02 de julho, neutro); Schnabel (01 de julho, hawkish); Cipollone (02 de julho, neutro); Elderson (04 de julho, neutro); Villeroy (04 de julho, neutro).

Cenário macroeconômico

Ásia e Oceania

Acordos comerciais com os EUA devem ser refletidos nos PMIs da China

Na China, os PMIs de junho devem refletir uma melhora no setor manufatureiro (consenso 49,3 pts. vs. 48,3 anterior), impulsionada pelo recente acordo comercial entre EUA e China, que resultou na retirada de tarifas recíprocas. Como consequência, o impacto positivo da recuperação das exportações deve ser perceptível nos dados da pesquisa, especialmente nas questões relacionadas à produção e aos novos pedidos. Por outro lado, o setor de serviços — menos sensível às questões tarifárias — não deve apresentar mudanças relevantes (consenso 51 pts. vs. 51,1 anterior).

No Japão, a pesquisa Tankan do BoJ referente ao 2T25 deve indicar uma piora no sentimento empresarial, possivelmente influenciada pelas tarifas impostas pelos EUA, especialmente sobre automóveis e aço, que seguem pressionando o setor. Espera-se uma deterioração tanto entre as grandes manufatureiras (consenso 10 pts. vs. 12 anterior) quanto entre as pequenas (consenso 0 pts. vs. 2 anterior), sugerindo uma redução no número de empresas otimistas. Além disso, os preços de alimentos seguem pressionando. Por fim, os indicadores relacionados à inflação devem continuar apontando para expectativas acima de 2%, reforçando a tese do BoJ de que há espaço para novas altas de juros — inclusive com possibilidade de decisão já na reunião de julho.

Cenário macroeconômico

Brasil

Mercado de trabalho resiliente, apesar da desaceleração da economia

Esta semana traz dados importantes de atividade econômica referentes aos meses de maio e junho. Hoje (30 de junho), o Ministério do Trabalho reporta a geração de empregos formais (Caged) do mês de maio e na quarta-feira (02 de julho) o IBGE divulga a Pesquisa Mensal da Indústria (PIM) do mês de maio e a Fenabreve reporta as vendas de veículos do mês de junho. Para o Caged, esperamos a geração líquida de 150 mil empregos (+135 mil s.a.), com destaque para a geração de 83 mil (+84 mil a.s.) empregos no setor de serviços e 18 mil (+22 mil a.s.) na indústria. Para a PIM, esperamos uma queda de 0,4% m/m (a.s.) em maio, com os setores cíclicos apresentando as quedas mais acentuadas, como em bens de capital (-2,6% m/m a.s.) e bens duráveis (-4,3% m/m a.s.). Com a base mais fraca devido as enchentes no RS em 2024, a base anual deve apresentar um crescimento robusto de 3,8% a/a.

Hoje, o Banco Central publicará os dados do setor público consolidado de maio. Nossa expectativa é de um déficit de R\$42,7 bilhões, com contribuição de -R\$1 bilhão dos governos subnacionais e -R\$2 bilhões das estatais. Em 2025, o resultado primário do governo central deverá totalizar -R\$65 bilhões (-0,5% do PIB). Excluindo os precatórios fora da meta, o déficit projetado para 2025 é de R\$20 bilhões, patamar compatível com a banda de tolerância da meta fiscal deste ano ($\pm$ R\$31 bilhões). Já a dívida bruta continuará crescendo, atingindo 79,6% do PIB ao final de 2025.

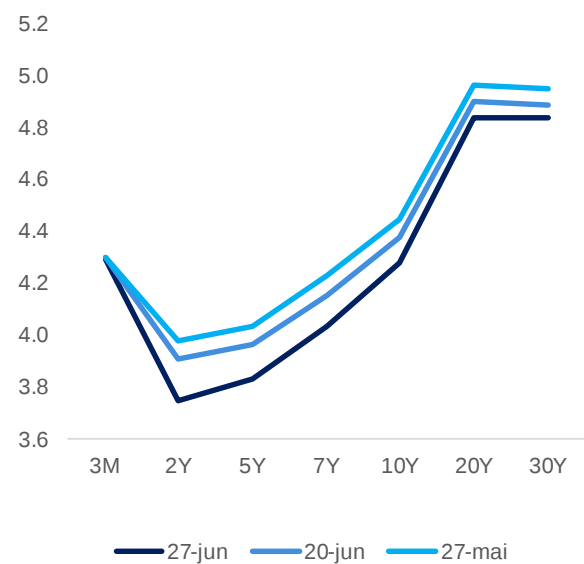
O superávit comercial (04 de julho) deverá totalizar US\$6bilhões em junho, ligeiramente abaixo do resultado para o mesmo mês no ano passado (US\$6,3bilhões). As exportações deverão ser puxadas pelas vendas externas de soja, petróleo e derivados, minério de ferro e veículos. Assim como em maio, as exportações deverão ser afetadas pelo embargo à carne de frango (em função dos casos de gripe aviária). As importações registrarão o segundo maior valor para o mês na série histórica (superadas apenas por junho de 2023), e continuarão a ser puxadas pela resiliência da demanda doméstica. No acumulado em 12 meses, o saldo comercial deverá totalizar US\$63bilhões. Para os próximos meses, esperamos recuperação gradual desse saldo, com projeção de atingir US\$76bilhões até o fim de 2025.

Visão estratégica

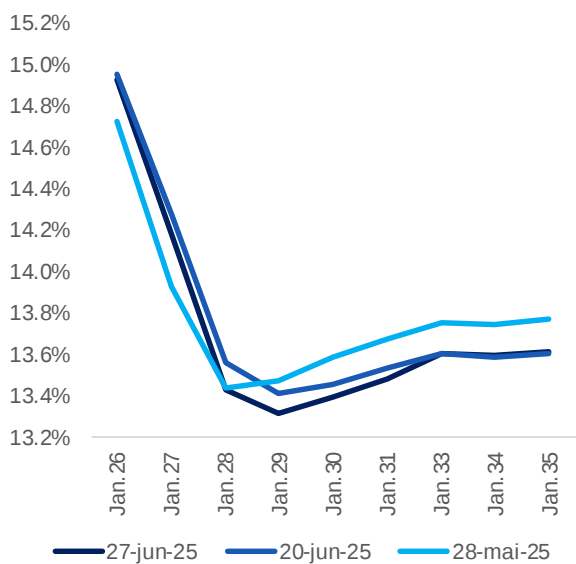
Taxas de Juros

A última semana foi marcada pelo fechamento da curva de juros dos EUA, impulsionado pela retirada de prêmio de inflação diante da queda nos preços do petróleo. Além disso, os comentários de Michelle Bowman, sinalizando que poderia haver espaço para uma reabertura do ciclo de cortes de juros já na reunião de julho, também contribuíram para o movimento. No Brasil, o fechamento nos vértices médios e longos da curva DI foi apoiado pela ata do Copom, considerada hawkish, o que retirou algum prêmio de risco.

Curva de Juros (US)



Curva de Juros (DI Futuro)



Taxas de Juros do Governo	Curva de Juros (% a.a.)		Inflação Implícita (% a.a.)		Juro Real (% a.a.)	
	2 anos	10 anos	2 anos	10 anos	2 anos	10 anos
EUA	3.75%	4.28%	2.46%	2.30%	1.29%	1.97%
Alemanha	1.86%	2.59%	1.99%	1.75%	-0.13%	0.84%
Reino Unido	3.84%	4.50%	3.30%	3.06%	0.54%	1.44%
Brasil	13.74%	13.82%	8.62%	7.14%	5.12%	6.68%
Diferencial de Juros						
Brasil vs EUA	9.99%	9.55%	6.16%	4.84%	3.84%	4.71%
EUA vs Alemanha	1.89%	1.68%	0.47%	0.56%	1.41%	1.13%
UK vs Alemanha	-1.98%	-1.91%	-1.31%	-1.31%	-0.66%	-0.60%
EUA vs UK	-0.09%	-0.23%	-0.84%	-0.76%	0.75%	0.53%

Juros DI	27-jun-25	20-jun-25	28-mai-25	30 dias (bps)	2025 (bps)	12M (bps)
Jan.26	14.93%	14.96%	14.73%	21	-3	367
Jan.27	14.18%	14.28%	13.93%	26	-10	253
Jan.28	13.43%	13.56%	13.44%	-1	-13	151
Jan.29	13.32%	13.41%	13.47%	-15	-9	125
Jan.30	13.39%	13.46%	13.59%	-19	-7	123
Jan.31	13.48%	13.53%	13.68%	-20	-5	128
Jan.33	13.60%	13.61%	13.76%	-16	-1	139
Jan.34	13.59%	13.59%	13.74%	-15	1	143
Jan.35	13.61%	13.60%	13.77%	-16	1	145

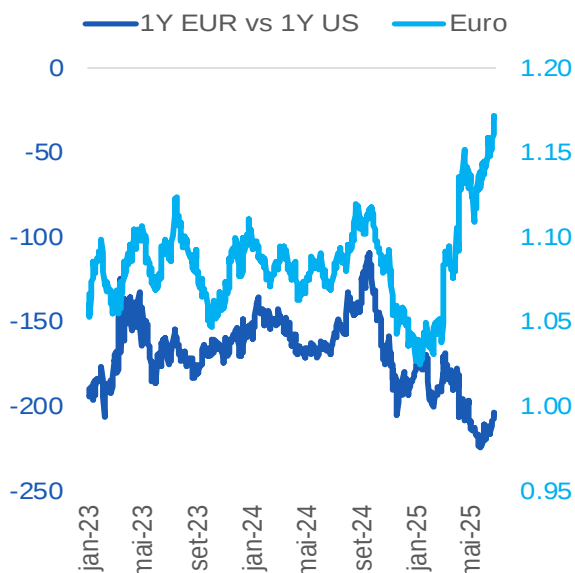
Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Visão estratégica

Taxas de Juros

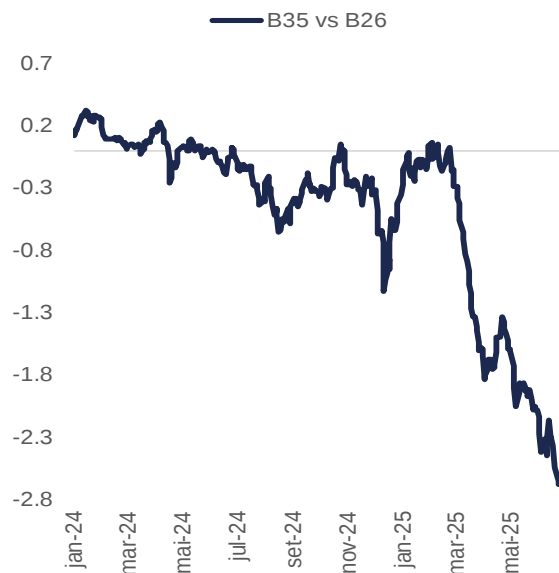
Internacional

Euro vs Spread de juros 1Y (bps) UE vs EUA

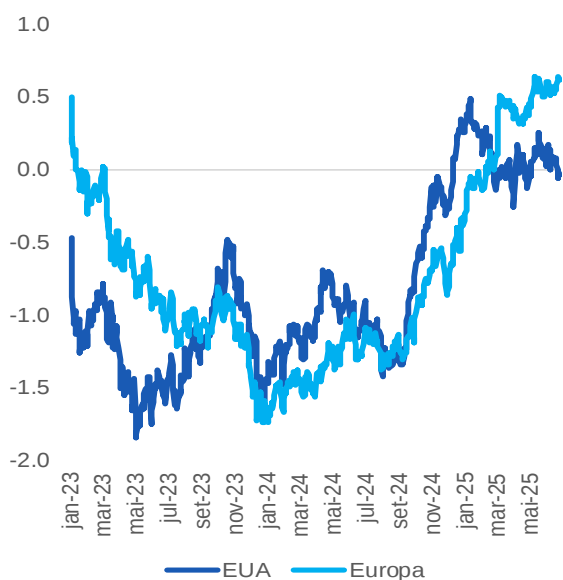


Doméstico

Inclinação da Curva de Juros



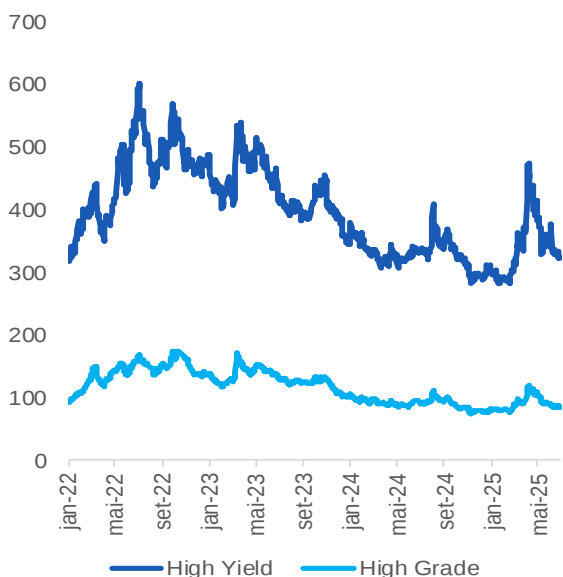
Inclinação (10Y vs 3M): EUA vs Euro



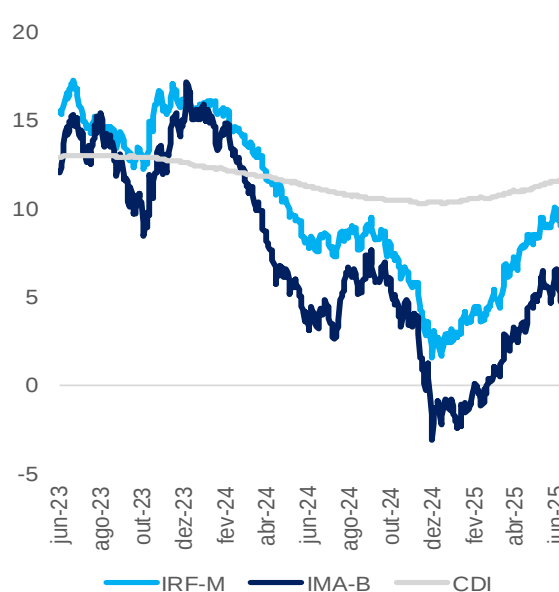
Evolução das taxas indexadas ao IPCA (%)



Spread de crédito



Retorno (% a/a): Pré (IRF-M) vs IPCA+ (IMA-B)

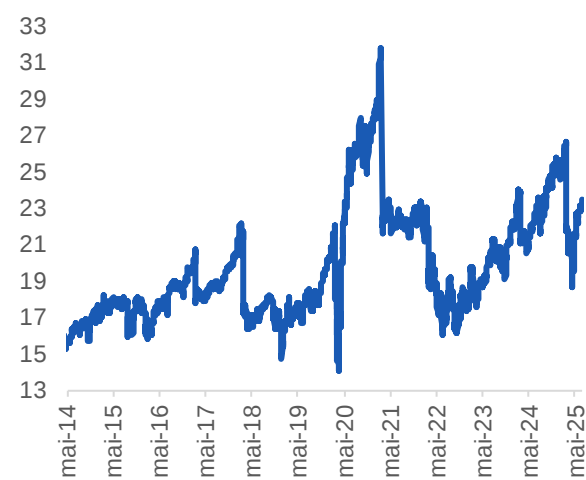


Visão estratégica

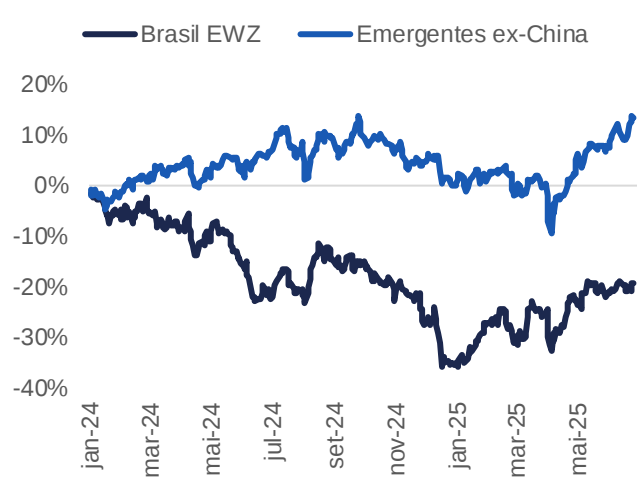
Renda Variável

Nos EUA, o S&P 500 encerrou a última semana com alta expressiva, impulsionado pelo aumento do apetite ao risco, decorrente das perspectivas de acordos comerciais e de cortes de juros por parte do Fed ao longo de 2025. Por outro lado, o Ibovespa andou de lado no período, em meio à retirada de capital estrangeiro do índice na quarta-feira (25).

S&P 500: preço/lucro



Brasil (EWZ) vs Emerging Markets ex-China (% 12 meses)



País	Índice/ETF	27-jun-25	Semana	Junho	2025	12 meses
EUA	Dow Jones	43,819	3.8%	3.7%	3.0%	12.0%
Emergentes	XCEM Equity	\$ 34.06	4.1%	7.1%	15.1%	6.7%
EUA	S&P	6,173	3.4%	4.4%	5.0%	13.0%
China	MCHI Equity	\$ 55.18	3.1%	4.5%	17.8%	30.9%
Europa	EZU Equity	\$ 59.28	3.8%	0.5%	25.6%	21.4%
Brasil	EWZ Equity	\$ 28.14	1.7%	3.4%	25.0%	3.0%
EUA	Nasdaq	20,273	4.2%	6.1%	5.0%	14.3%

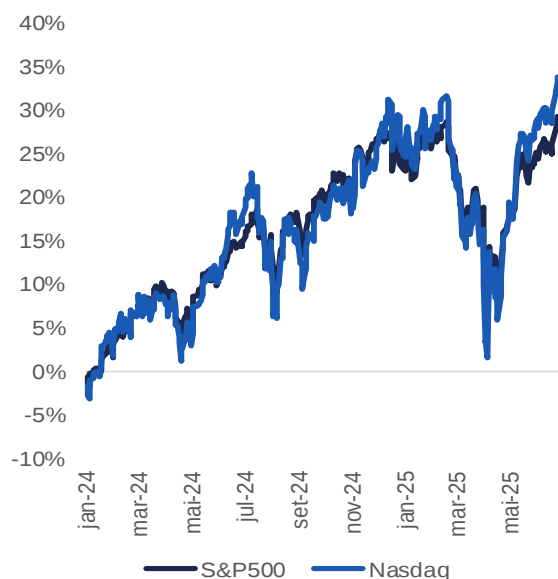
Índices	Código	27-jun-25	Semana	Junho	2025	12 meses
Fundos Imob.	IFIX	3,463	0.8%	0.0%	11.1%	4.6%
Indústria	INDX	26,308	0.0%	0.4%	1.2%	13.9%
Mat. Básicos	IMAT	4,981	0.5%	0.0%	-9.9%	-9.1%
Ibovespa	IBOV	136,866	-0.2%	-0.1%	13.8%	11.6%
Small Caps	SMLL	2,201	0.2%	-0.3%	24.8%	11.0%
Utilities	UTIL	13,262	-0.6%	-2.3%	27.6%	28.2%
Consumo	ICON	2,935	-0.5%	-3.2%	20.7%	9.5%
Finanças	IFNC	15,316	0.6%	-0.4%	29.5%	25.5%

Visão estratégica

Renda Variável

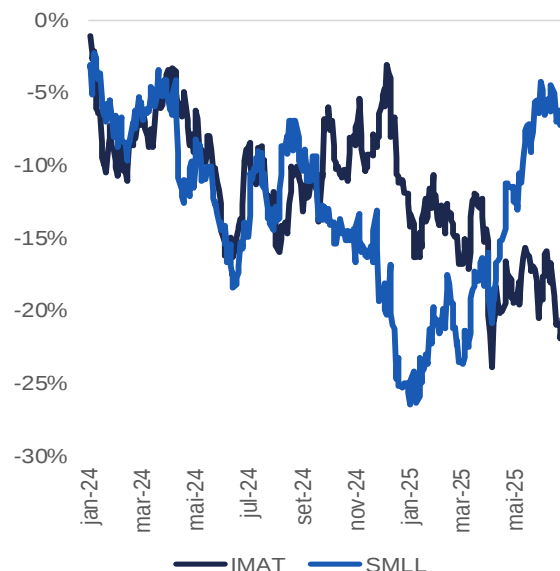
Internacional

S&P e Nasdaq

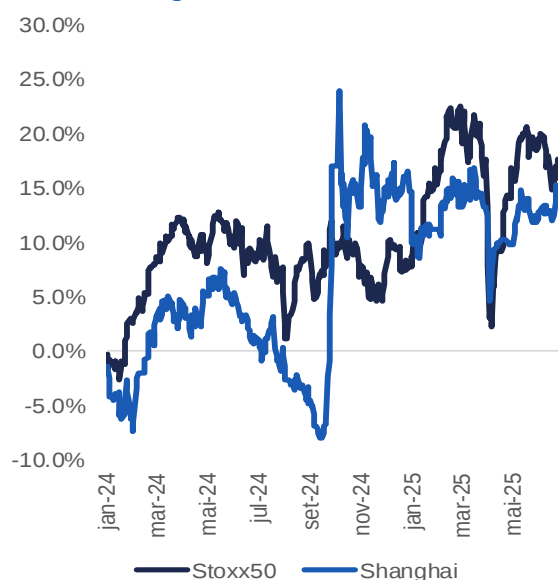


Doméstico

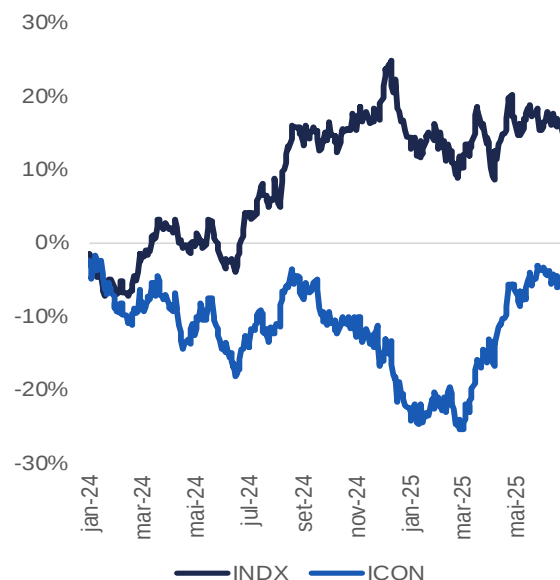
Materiais Básicos x Small Caps



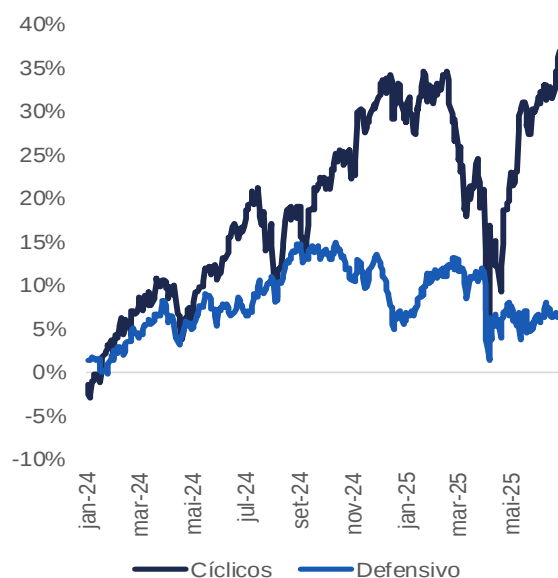
Shangai vs Euro stoxx



Indústria x Serviços



Cíclicos vs defensivos



Utilidade Pública x Dividendos

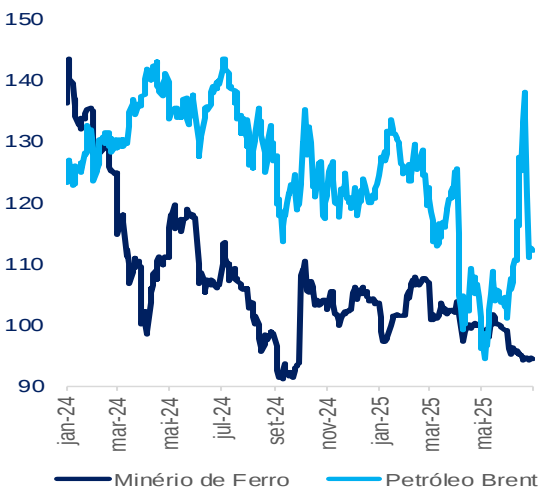


Visão estratégica

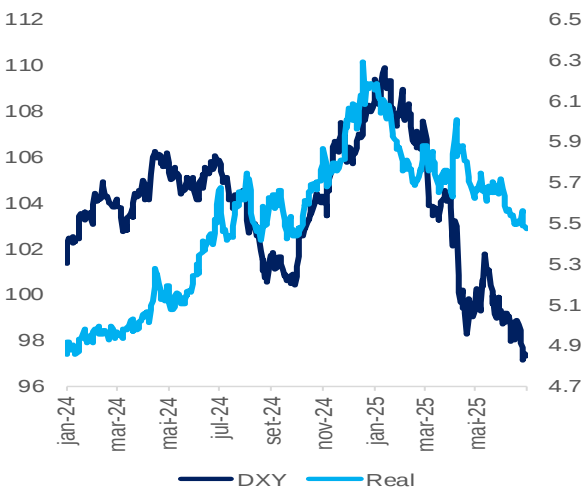
Commodities e moedas

Na última semana, apesar do melhor desempenho dos ativos nos EUA, o dólar voltou a perder força frente aos principais pares (DXY), refletindo o maior apetite por risco e o aumento da probabilidade de cortes de juros pelo Fed ao longo de 2025. Esse movimento também beneficiou o real, que se valorizou frente ao dólar, impulsionado ainda pela ata do Copom, considerada hawkish. No mercado de commodities, o petróleo registrou queda significativa nos preços, em meio à desescalada do conflito entre Israel e Irã.

Minério de Ferro Cingapura vs
Petróleo Brent (US\$)



DXY Index vs Real



Commodity	Bolsa		27-jun-25	Semana	Junho	2025	12 meses
CRB Index			567.79	0.53%	2.3%	5.5%	5.2%
Café	Nova Iorque	\$	304.45	-3.4%	-10.4%	-0.2%	40.4%
Gado	Chicago	\$	213.30	1.7%	1.9%	14.0%	16.2%
Minério de Ferro	Cingapura	\$	94.20	0.7%	-1.5%	-4.1%	-5.8%
Soja (bu)	Chicago	\$	1,030.75	-2.8%	0.4%	2.2%	-6.1%
Petróleo Brent	Londres	\$	67.64	-12.2%	7.7%	-6.4%	-15.1%
Ouro		\$	3,283.15	-2.53%	-0.19%	25.96%	41.05%
Milho (bu)	Chicago	\$	408.25	-4.1%	-3.5%	-6.8%	-10.3%

Moedas	País		27-jun-25	Semana	Junho	2025	12 meses
DXY	EUA		97.40	-1.3%	-2.1%	-9.9%	-8.0%
Real	Brasil	R\$	5.49	-0.5%	4.5%	-11.2%	-0.6%
Peso Mexicano	México	R\$	0.29	1.4%	1.4%	-2.6%	-2.2%
Libra Esterlina	Inglaterra	R\$	7.53	1.5%	2.7%	-2.9%	8.3%
Yuan	China	R\$	0.76	-0.7%	4.0%	-9.7%	1.0%
Euro	Europa	R\$	6.43	1.2%	1.3%	0.1%	9.2%
Rand Sul-African	África do Sul	R\$	0.31	0.5%	3.2%	-6.5%	3.3%

Disclaimer

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

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

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

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

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

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

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

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

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

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

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

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