



7 de julho 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

4ªF – Ata do FOMC: Apesar de datado em certa medida, o documento deverá trazer mais detalhes sobre o balanço de riscos do comitê em relação ao seu duplo mandato.

Ásia | Europa

2ªF - Produção Industrial na Alemanha: O resultado deve seguir sinalizando uma queda na ponta, ainda influenciado pela política comercial dos EUA.

3ªF - Inflação na China: Tanto o índice de preços ao consumidor quanto ao produtor não devem sinalizar um alívio das pressões deflacionárias sobre a economia.

Brasil

3ªF - Comércio: A PMC de maio deve apresentar uma retração na margem para o varejo restrito, mas uma alta no varejo ampliado, em função do impulso de vendas de veículos e peças;

5ªF - Inflação: O IPCA de junho deve sinalizar desaceleração, explicada principalmente pelo segmento de alimentação no domicílio e, em menor grau, pelos preços administrados;

6ªF - Serviços: A PMS de maio deve apresentar uma pequena alta na margem, apoiada pelo crescimento de serviços prestados às famílias.

Dados de fechamento do dia 04-julho

Indicadores de Mercado

Pós-fixado	Ações	Ações EUA	Taxa de Câmbio
CDI	IBOV	S&P 500	Dólar
14.90	141,264	6,279	5.42

Na Semana

0.28%	3.21%	1.72%	-1.20%
-------	-------	-------	--------

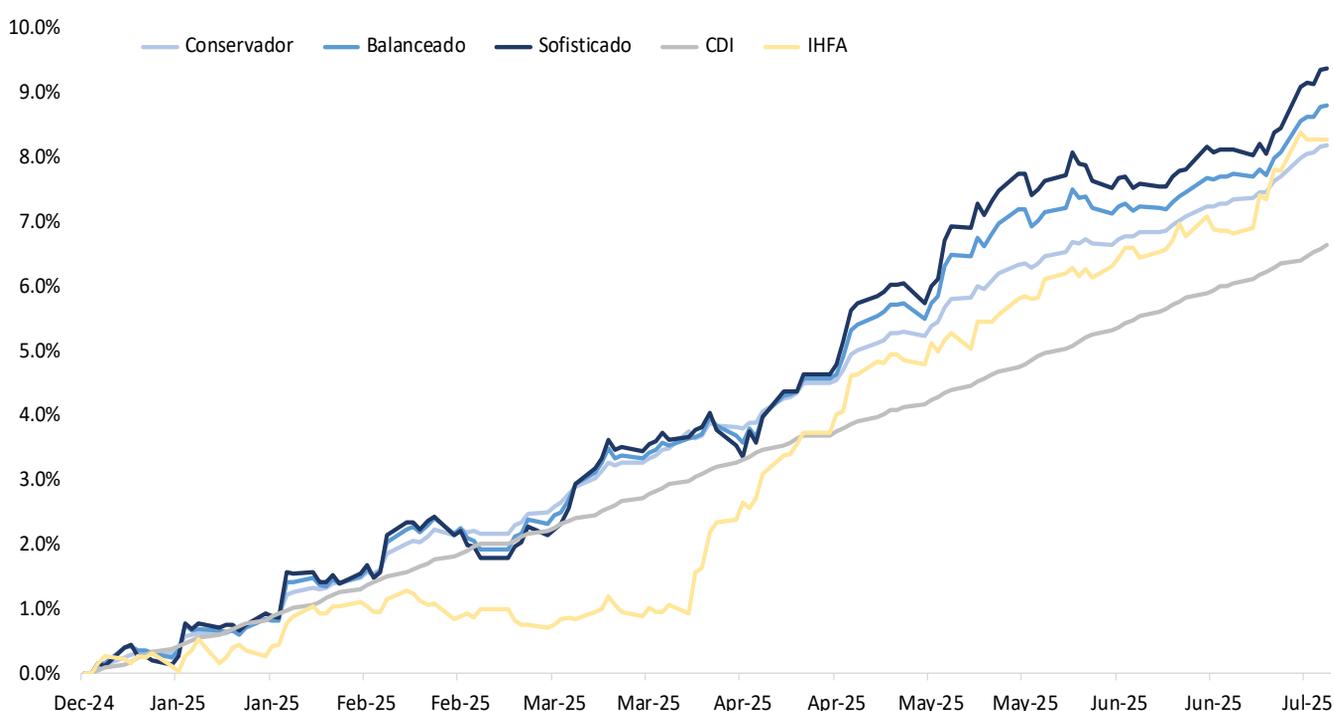
No Ano

6.61%	19.18%	5.67%	-12.36%
-------	--------	-------	---------

Em 12 meses

12.26%	12.42%	13.41%	-2.38%
--------	--------	--------	--------

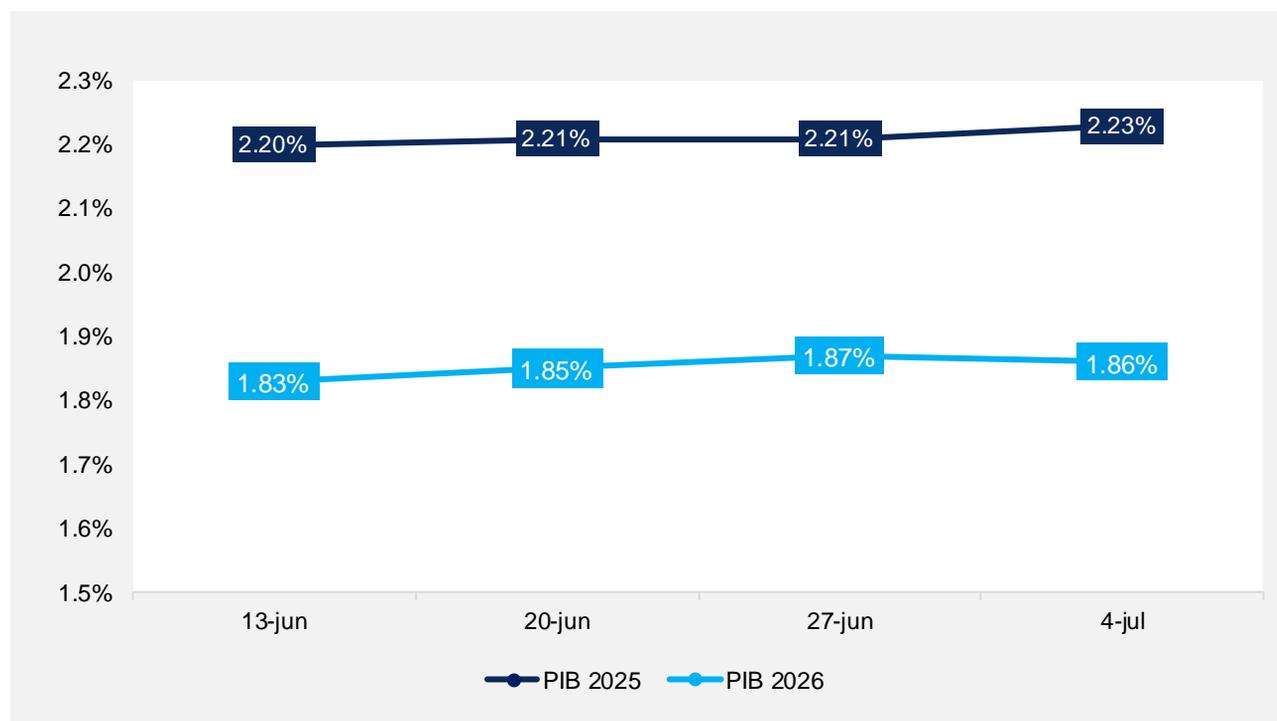
Asset Strategy: perfis vs benchmarks. Rentabilidade YTD



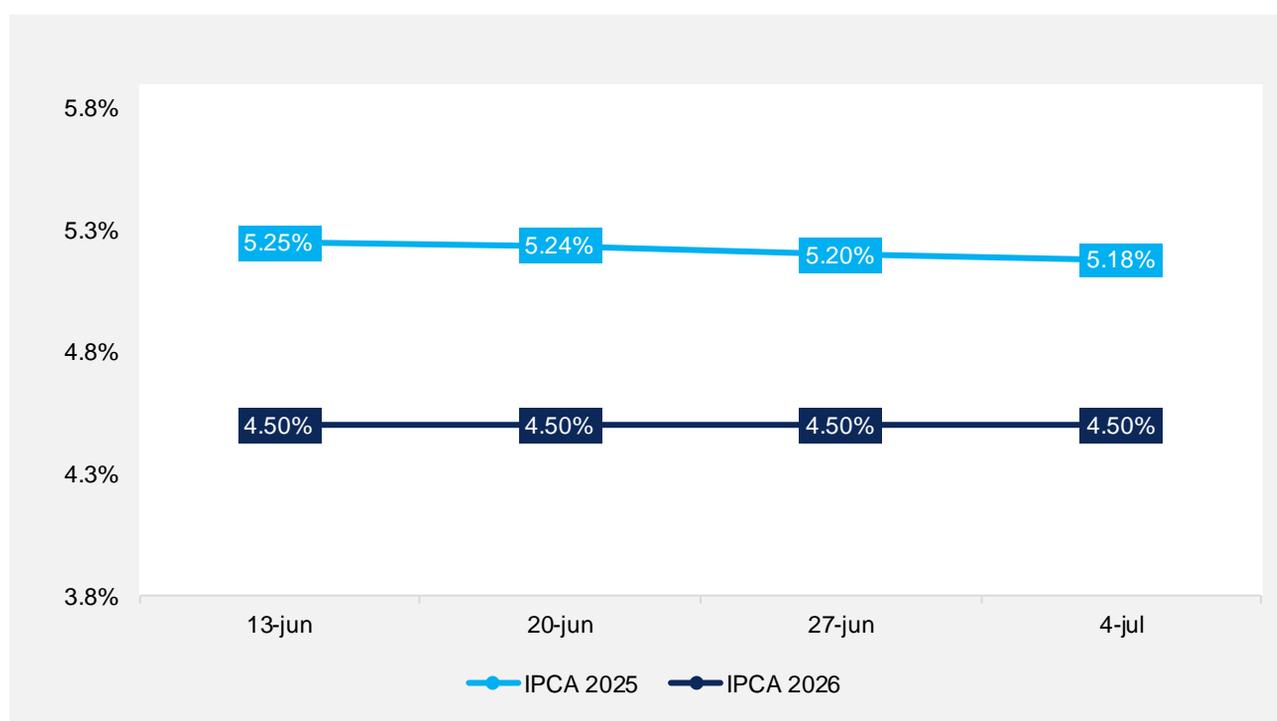
7-jul-25

Relatório Focus

Expectativas PIB – Acumulado em 4 trimestres (%)



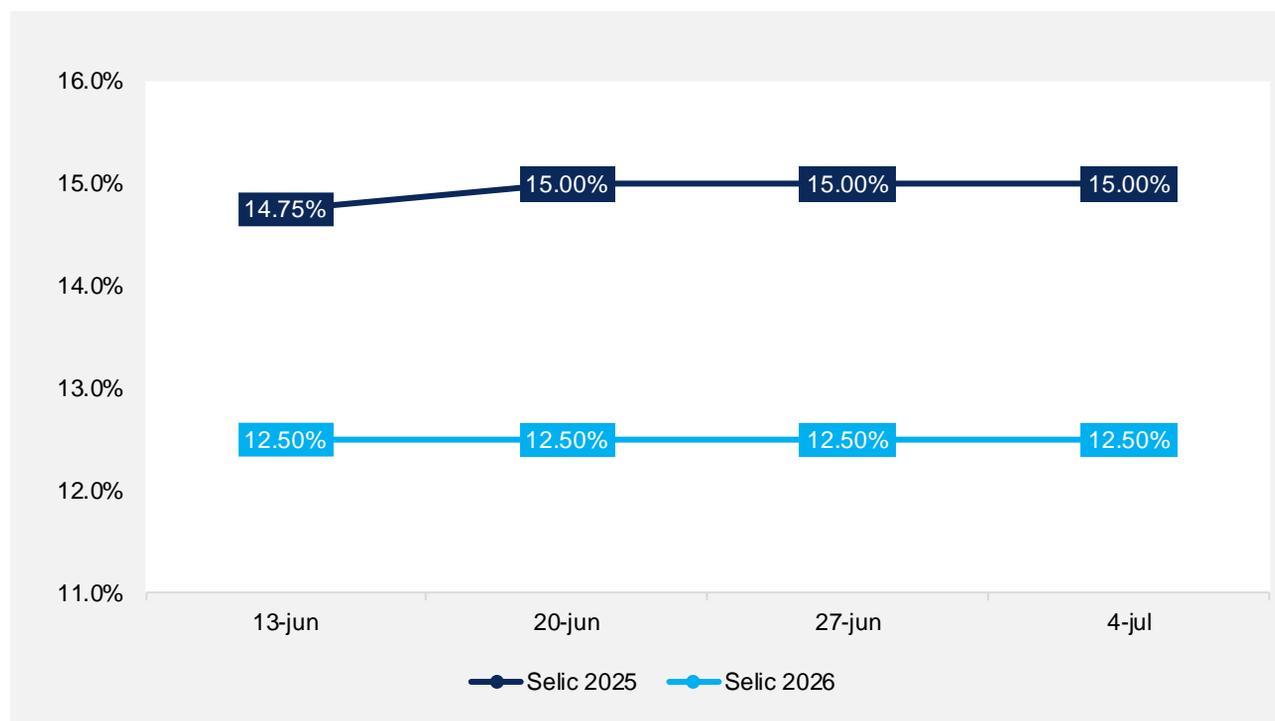
Expectativas IPCA – a/a %



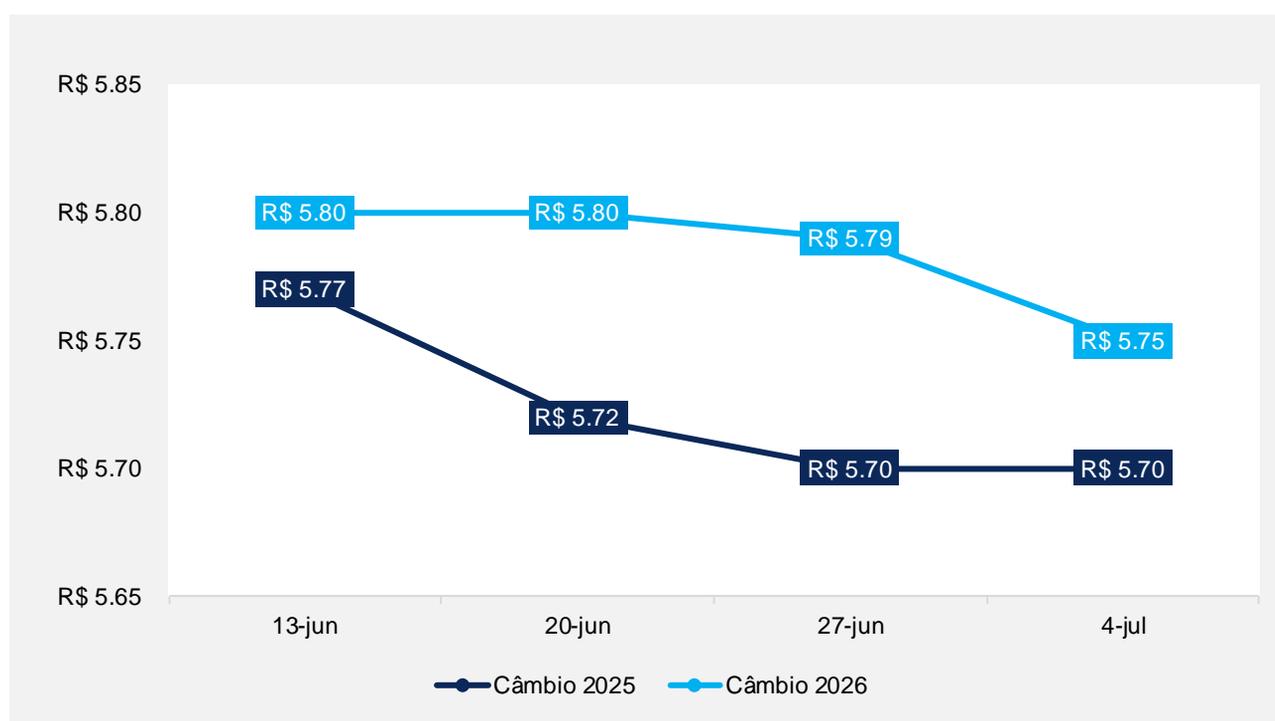
7-jul-25

Relatório Focus

Expectativas Taxa Selic - a/a %



Expectativas Taxa de Câmbio - BRLUSD



7-jul-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	7.20	7.80
Agricultura, Indústria e Serviços							
Agricultura (% a/a)	4.17	0.28	(1.74)	16.30	(3.20)	7.30	0.9
Indústria (% 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 e Investimentos							
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 07 a 11 de julho

Agenda Macro Semanal

Horário	País	Evento	Período	Expectativa	Anterior
Segunda-feira 7-jul					
3:00	Alemanha	Produção Industrial (MoM% a.s.)	Mai	0.3%	-1.4%
6:00	Z. do Euro	Vendas no Varejo (MoM % a.s.)	Mai	-0.6%	0.1%
11:00	Brasil	Produção de veiculos	Jun		
Terça-feira 8-jul					
9:00	Brasil	PMC: Vendas no Varejo (MoM % a.s.)	Mai	-	-0.4%
9:00	Brasil	PMC: Vendas no Varejo Ampliado (YoY %)	Mai	-	0.8%
9:00	Brasil	PMC: Vendas no Varejo (YoY %)	Mai	-	4.8%
9:00	Brasil	PMC: Vendas no Varejo Ampliado (MoM % a.s.)	Mai	-	-1.9%
22:30	China	PPI (YoY %)	Jun	-3.2%	-3.3%
22:30	China	CPI (YoY %)	Jun	-0.1%	-0.1%
Quarta-feira 9-jul					
8:00	Brasil	IGP-M (1ª Prévia) (MoM %)	Jul	-	-0.7%
14:30	Brasil	IC-Br (MoM %)	Jun	-	-1.0%
14:30	Brasil	IC-Br (YoY %)	Jun	-	13.2%
15:00	EUA	Ata do FOMC	18/jun	-	-
Quinta-feira 10-jul					
9:00	Brasil	IPCA (MoM %)	Jun	-	0.3%
9:00	Brasil	IPCA (YoY %)	Jun	-	5.3%
9:30	EUA	Pedidos de auxílio desemprego (mil)	05/jul	-	233k
Sexta-feira 11-jul					
3:00	Alemanha	CPI Harmonizado (MoM%)	Jun F	0.1%	0.1%
3:00	Alemanha	CPI Harmonizado (YoY%)	Jun F	2.0%	2.0%
9:00	Brasil	PMS: Volume de Serviços (MoM %)	Mai	-	0.2%
9:00	Brasil	PMS: Volume de Serviços (YoY %)	Mai	-	1.8%
Na Semana					
	China	Varição Crédito Bancário	Jun	12732.2b	10680.0b
	China	Varição Crédito Agregado	Jun	22430.7b	18630.0b

Cenário macroeconômico

Estados Unidos

Ata do FOMC deve seguir sinalizando cautela

Apesar de mais curta, a última semana foi relevante para as precificações de mercado. Embora o início tenha sido marcado por algum fechamento de taxa, os rendimentos logo voltaram a subir na terça-feira após os republicanos no Senado aprovarem sua versão da legislação de impostos e gastos, que tende a elevar consideravelmente o déficit fiscal ao longo da próxima década, algo em torno de US\$ 3,3 trilhões. Além disso, a divulgação do Payroll de junho, acima do esperado, ajudou a dissipar temores de uma deterioração repentina do mercado de trabalho. Isso porque, dias antes, a leitura fraca do ADP havia gerado preocupação quanto a uma possível desaceleração abrupta. No entanto, os dados oficiais mostraram a criação de 147 mil vagas, superando o consenso de 110 mil, e reforçando a resiliência do mercado de trabalho. Esse cenário contribuiu para a manutenção da percepção de uma atividade econômica ainda sólida, aumentando assim o apetite por risco e contribuindo para o aumento dos rendimentos da curva nos vértices mais longos, além de reduzir a probabilidade precificada de cortes de juros pelo Fed no curto prazo — apesar de alguns membros já sinalizarem a possibilidade de uma reabertura do ciclo em julho.

No lado dos ativos de risco, as bolsas, que haviam subido marginalmente até a parte final da semana, ganharam força na quinta-feira após a divulgação dos dados de emprego. Embora a manutenção do desemprego em níveis historicamente baixos e a criação de vagas em ritmo saudável reduzam a precificação de cortes de juros no curtíssimo prazo — o que teoricamente pressionaria os mercados acionários —, a narrativa dominante tem sido a da resiliência da demanda interna. Isso porque, em caso de retração abrupta, os riscos de recessão aumentam, o que seria potencialmente ainda mais negativo para os lucros corporativos.

Essa semana, o principal evento será a divulgação da ata do FOMC (09 de julho) referente a reunião de junho (18 de junho) na qual o comitê optou por manter a FFR inalterada no intervalo de 4,25%-4,50%. Assim como na comunicação de Powell pós-decisão, esperamos que a cautela seja o tom predominante no documento, com o comitê confortável em manter a política monetária restritiva por mais tempo. No que tange a discussão de crescimento, a leitura deve trazer mais detalhes sobre o balanço de riscos do comitê, que revisou suas projeções de PIB para baixo tanto para 2025 (de 1,7% para 1,4%) quanto para 2026 (de 1,8% para 1,6%).

Dentre os principais vetores para a mudança, destacam-se a materialização dos efeitos tarifários sobre as projeções, além das incertezas sobre as políticas governamentais. Já o mercado de trabalho, embora cada mais perto do equilíbrio, as revisões altistas de desemprego para 2025 (de 4,4% para 4,5%) e 2026 (de 3,4% para 4,5%) seguem em patamar historicamente baixo, sinalizando que o comitê não antecipa uma deterioração significativa. Por sua vez, o mandato de inflação deve ser o ponto focal da discussão, à medida das revisões para o PCE de 2025 (de 2,7% para 3,1% a/a) com as tarifas sendo o principal driver. Apesar disso, as leituras benignas de inflação no curto prazo também devem entrar em discussão, à vista das expectativas do comitê de que os choques advindos das políticas comerciais não sejam duradouros.

Além disso, ao longo da semana, membros do Fed voltam a se pronunciar, com destaque para Musalem (10 de julho, hawkish) e Daly (10 de julho, dovish). Acreditamos que, após os dados de junho do mercado de trabalho sugerirem uma economia ainda resiliente no segundo trimestre e diante do elevado nível de incerteza, os dirigentes devem continuar sinalizando uma postura mais cautelosa — preferindo aguardar no curto prazo a antecipar um corte que poderia se revelar precipitado. A magnitude dos choques tarifários ainda não é totalmente conhecida e tende a se refletir apenas nas próximas divulgações de dados. Além disso, as declarações mais recentes de Powell reiteram que a maioria do comitê continua esperando uma acomodação adicional no mercado de trabalho, mas preferem manter a dependência por dados à fim de maiores evidências.

Cenário macroeconômico

Europa

Impacto da política comercial sobre o crescimento

Na Alemanha, será divulgado o resultado da indústria referente a maio (07 de julho), que deve ter apresentado nova retração, apesar de em menor nível em comparação a abril (consenso -0,5% m/m vs. -1,4% anterior). O resultado deve seguir sendo influenciado pela política comercial dos EUA, embora os relatórios de confiança mostrem uma melhora gradual de perspectivas desde o início do ano. Como resultado, esperamos que a contínua dificuldade do setor seja um vetor importante para explicar a dificuldade de crescimento do país durante o segundo trimestre.

No que tange à política monetária, os membros do ECB voltam a se comunicar ao longo dos próximos dias, com destaque para: Nagel (7, 8 e 9 de julho, hawkish); Holzmann (7 de julho, hawkish); Guindos (9 de julho, neutro); Cipollone (10 de julho, neutro); e Villeroy (10 de julho, neutro). Em suas falas, devem seguir comentando sobre a valorização relevante do euro, que entra no balanço do ECB como um vetor baixista para a inflação, fator que pesa favoravelmente para as perspectivas de um novo arrefecimento da política monetária à frente. Apesar disso, à vista do ambiente de incerteza, devem seguir priorizando a dependência por dados, mas sem descartar nenhum movimento.

No Reino Unido, o principal evento da semana será a leitura do PIB mensal referente a maio (11 de julho), para o qual o mercado espera um resultado ligeiramente positivo após a retração no mês anterior (consenso 0,1% m/m vs. -0,3% anterior). O resultado negativo em abril se deve, sobretudo, à queda das exportações para os EUA, impacto dos anúncios tarifários. Além disso, as mudanças de impostos sobre transações mobiliárias e de veículos também devem ter sido importantes para explicar o resultado. Para esta leitura, os indicadores antecedentes já sinalizam a recuperação, que deve se estender pelo restante do trimestre.

Cenário macroeconômico

Ásia e Oceania

Fraqueza da demanda interna persiste na China

Na China, ao longo dos próximos dias, serão divulgados os dados de crédito referentes a junho, para os quais se espera um resultado robusto, impulsionado pela sazonalidade típica do mês. Além disso, as medidas de afrouxamento do compulsório implementadas pelo governo chinês (redução de 50 bps) para estimular a demanda por crédito também podem contribuir positivamente para o resultado.

Por outro lado, a leitura tanto do CPI quanto do PPI (em 8 de julho) deve continuar indicando fraqueza. Até o momento, não há sinais claros de que a pressão deflacionária será significativamente aliviada, uma vez que a recuperação da demanda doméstica segue fraca. Dessa forma, o mercado espera que a inflação ao consumidor em 12 meses tenha permanecido estável (0% a/a, ante -0,1% no mês anterior), após quatro meses consecutivos de deflação. Já o índice de preços ao produtor deve continuar em território fortemente deflacionário (consenso de -3,2% a/a, ante -3,3% anterior).

Esse cenário evidencia que as políticas de estímulo à demanda interna — como os programas de substituição de bens industriais — ainda não foram suficientes para sustentar uma recuperação mais firme do consumo. Isso limita uma melhora mais consistente do mercado de trabalho, que permanece frouxo e deve continuar pressionando negativamente os ganhos de renda das famílias ao longo deste ano.

Cenário macroeconômico

Brasil

Inflação deve apresentar desaceleração em junho

Essa semana será divulgado o IPCA de junho será divulgado nesta quinta-feira (10 de julho). Esperamos alta de 0,21% m/m (5,32% a/a), desacelerando em relação à leitura de maio (0,26% m/m). A desaceleração é explicada principalmente pelo segmento de alimentação no domicílio e, em menor grau, pelos preços administrados. No segmento de alimentação no domicílio, projetamos uma desaceleração generalizada, com os principais vetores sendo a deflação sazonal de alimentos in natura, o arrefecimento das pressões de repasse em industrializados e a deflação de proteínas — ou seja, nem toda a desaceleração se deve à sazonalidade. Esperamos estabilidade na comparação mensal tanto para o núcleo ampliado de serviços quanto para o núcleo mais restrito, intensivo em trabalho. No entanto, ambos devem apresentar desaceleração na série dessazonalizada, o que sinaliza uma melhora na dinâmica inflacionária. Projetamos uma leve alta para bens industriais, mas a previsão segue compatível com a dissipação generalizada das pressões de repasse.

Esta semana traz dados importantes de atividade econômica referentes aos meses de maio e junho. Na segunda-feira (07 de julho), a Anfavea divulga a produção de veículos do mês de junho. O IBGE divulga a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) na terça-feira (08 de julho) e a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) na sexta-feira (11 de julho), ambos referentes ao mês de maio. Para a PMC, esperamos uma pequena queda de 0,1% m/m (a.s.) no varejo restrito (+1,8% a/a), com as quedas nas vendas de combustíveis (-2,6% m/m a.s.), móveis & eletrodomésticos (-1,4% m/m a.s.) e outros artigos de uso pessoal (-1,0% m/m a.s.) compensando a alta em supermercados (+1,0% m/m a.s.). Impulsionado pelas vendas de veículos & peças (+2,1% m/m a.s.), esperamos um crescimento de 1,1% m/m (a.s.) nas vendas no varejo ampliado (+2,2% a/a). Para a PMS, esperamos uma pequena alta de 0,2% m/m (a.s.) em maio (+3,3% a/a), com crescimento de 0,4% m/m (a.s.) nos serviços prestados às famílias (+4,2% a/a) e recuperação nos serviços de transporte (+1,1% m/m a.s.).

Visão estratégica

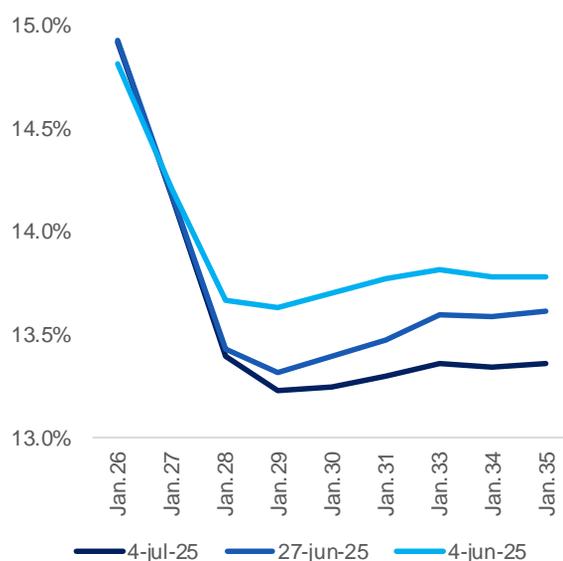
Taxas de Juros

A última semana foi marcada pela abertura da curva de juros dos EUA, em função tanto da aprovação no Senado da “the Big Beautiful Bill”, quanto da leitura do Payroll de junho, mais forte do que o esperado. Apesar disso, a curva DI encerrou a semana com queda de rendimento, especialmente nos vértices mais longos, apoiada, sobretudo, pelos dados de empregos formais criados (Caged) referentes a maio, mais fracos do que o esperado.

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	3.88%	4.35%	2.56%	2.34%	1.32%	2.01%
Alemanha	1.82%	2.61%	1.80%	1.73%	0.01%	0.88%
Reino Unido	3.85%	4.55%	3.12%	3.05%	0.73%	1.50%
Brasil	13.71%	13.59%	8.42%	7.08%	5.29%	6.51%
Diferencial de Juros						
Brasil vs EUA	9.83%	9.24%	5.86%	4.74%	3.97%	4.50%
EUA vs Alemanha	2.06%	1.74%	0.76%	0.61%	1.31%	1.13%
UK vs Alemanha	-2.04%	-1.95%	-1.32%	-1.32%	-0.72%	-0.63%
EUA vs UK	0.03%	-0.21%	-0.56%	-0.71%	0.59%	0.50%

Juros DI	4-jul-25	27-jun-25	4-jun-25	30 dias (bps)	2025 (bps)	12M (bps)
Jan.26	14.92%	14.93%	14.82%	10	-1	340
Jan.27	14.18%	14.18%	14.21%	-4	-1	233
Jan.28	13.40%	13.43%	13.67%	-27	-4	132
Jan.29	13.23%	13.32%	13.63%	-40	-9	103
Jan.30	13.25%	13.39%	13.70%	-45	-14	98
Jan.31	13.30%	13.48%	13.77%	-47	-18	100
Jan.33	13.36%	13.60%	13.81%	-45	-24	107
Jan.34	13.34%	13.59%	13.78%	-44	-25	110
Jan.35	13.36%	13.61%	13.78%	-42	-25	114

Visão estratégica

Taxas de Juros

Internacional

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

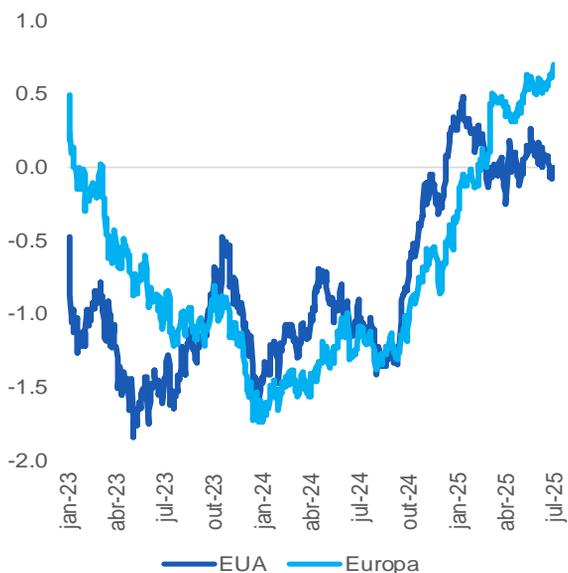


Doméstico

Inclinação da Curva de Juros



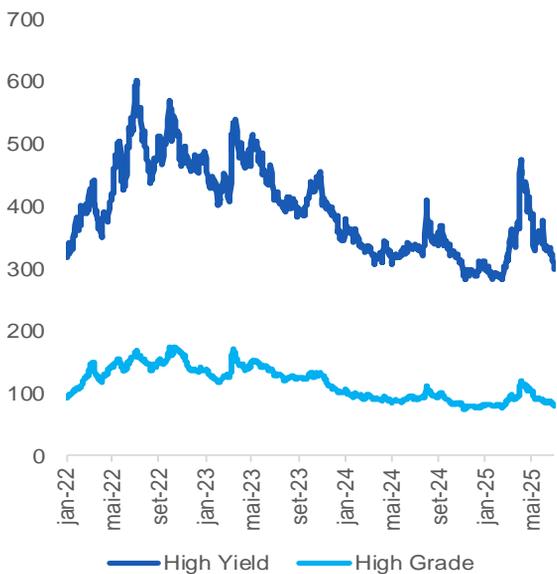
Inclinação (10Y vs 3M): EUA vs Euro



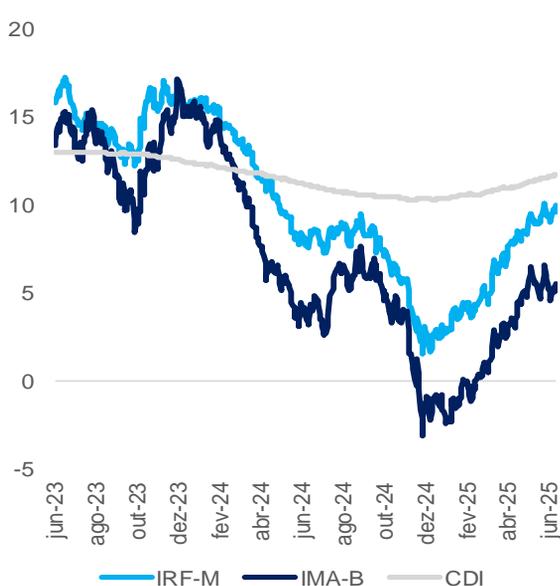
Evolução das taxas indexadas ao IPCA (%)



Spread de crédito



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

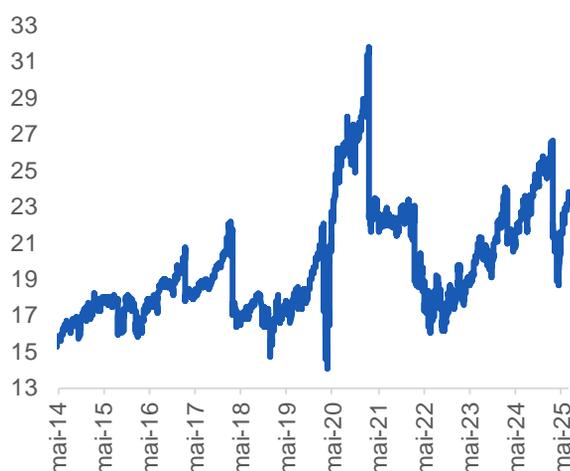


Visão estratégica

Renda Variável

Nos EUA, apesar da abertura da curva de juros, a percepção de uma atividade econômica ainda sólida sustentou o apetite por risco, o que levou os principais índices acionários a encerrarem a semana renovando as máximas históricas. No Brasil, o Ibovespa fechou a semana em alta, com destaque para a valorização de quinta-feira, impulsionada pelo maior apetite por risco global após os dados sólidos do mercado de trabalho nos EUA.

S&P 500: preço/lucro



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



País	Índice/ETF	3-jul-25	Semana	Julho	2025	12 meses
EUA	Dow Jones	44,829	4.3%	1.7%	5.4%	13.8%
Emergentes	XCEM Equity	\$ 34.74	2.6%	1.6%	17.4%	6.1%
EUA	S&P	6,279	3.1%	1.2%	6.8%	12.8%
China	MCHI Equity	\$ 54.72	-1.5%	-0.7%	16.8%	28.1%
Europa	EZU Equity	\$ 59.61	2.4%	0.3%	26.3%	18.4%
Brasil	EWZ Equity	\$ 29.31	6.3%	1.6%	30.2%	3.2%
EUA	Nasdaq	20,601	3.1%	1.1%	6.7%	12.3%

Índices	Código	4-jul-25	Semana	Julho	2025	12 meses
Fundos Imob.	IFIX	3,495	0.9%	0.3%	12.2%	5.8%
Indústria	INDX	27,359	4.0%	2.5%	5.3%	16.1%
Mat. Básicos	IMAT	5,226	4.9%	4.4%	-5.4%	-9.1%
Ibovespa	IBOV	141,264	3.2%	1.7%	17.4%	12.4%
Small Caps	SMLL	2,232	1.4%	0.1%	26.5%	9.6%
Utilities	UTIL	13,613	2.6%	0.5%	30.9%	26.3%
Consumo	ICON	2,947	0.4%	-1.0%	21.2%	8.5%
Finanças	IFNC	15,798	3.1%	1.2%	33.5%	28.7%

Visão estratégica

Renda Variável

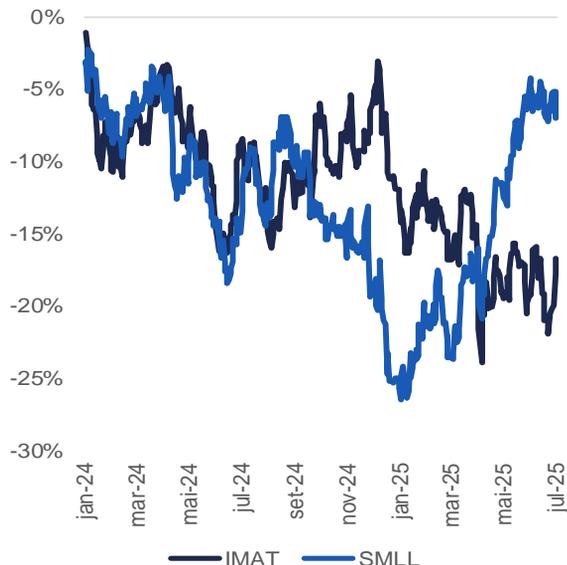
Internacional

S&P e Nasdaq

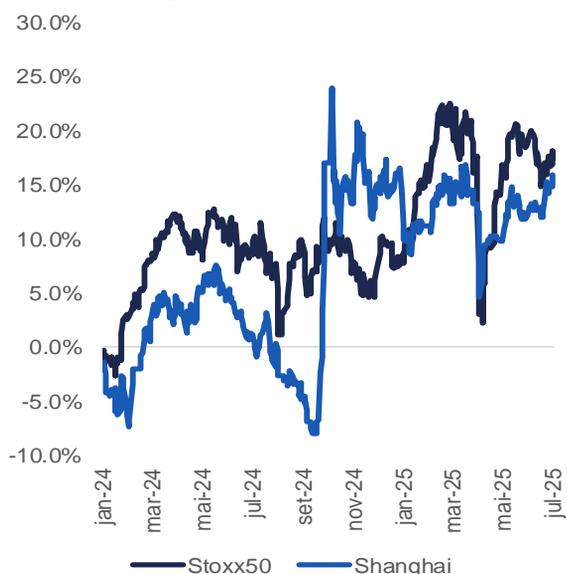


Doméstico

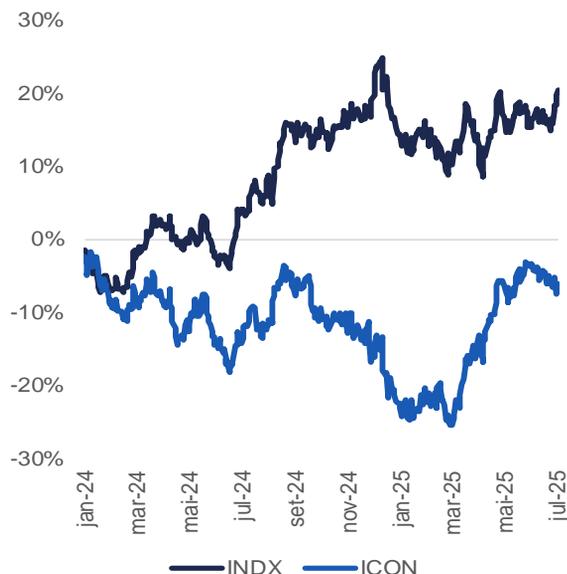
Materiais Básicos x Small Caps



Shanghai vs Euro stoxx



Indústria x Serviços



Cíclicos vs defensivos



Utilidade Pública x Dividendos

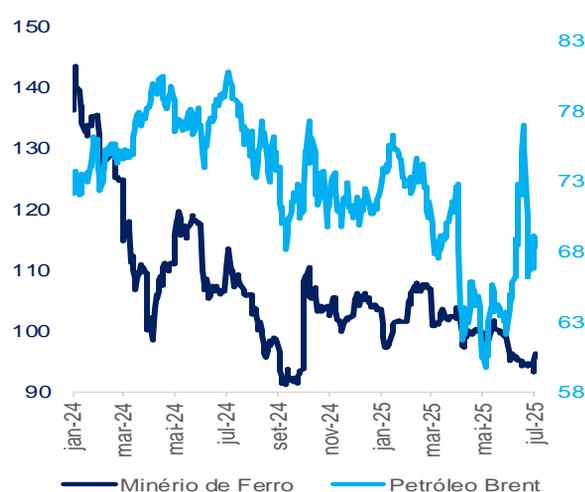


Visão estratégica

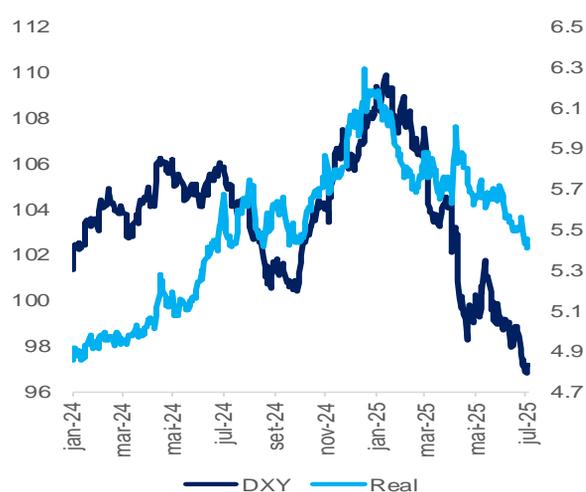
Commodities e moedas

Ao longo da última semana, o dólar registrou nova perda frente aos seus principais pares (DXY) e ao real, em meio à persistência da incerteza quanto às políticas do governo norte-americano, que tem rebalanceado o peso do dólar como ativo de reserva. Esse movimento foi acompanhado por um maior apetite ao risco, impulsionado pelos dados que continuam sinalizando a solidez da economia dos EUA, diminuindo os riscos de uma queda abrupta do consumo.

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



DXY Index vs Real



Commodity	Bolsa		4-jul-25	Semana	Julho	2025	12 meses
CRB Index			565.33	-0.43%	-0.6%	5.0%	4.5%
Café	Nova Iorque	\$	289.60	-4.7%	-3.5%	-5.1%	35.5%
Gado	Chicago	\$	214.05	0.4%	0.1%	14.4%	16.7%
Minério de Ferro	Cingapura	\$	96.65	2.5%	2.8%	-1.3%	-9.5%
Soja (bu)	Chicago	\$	1,049.25	2.4%	2.2%	4.1%	-6.5%
Petróleo Brent	Londres	\$	67.76	1.4%	1.5%	-5.9%	-16.2%
Ouro		\$	3,334.05	1.82%	0.94%	27.91%	41.50%
Milho (bu)	Chicago	\$	420.25	2.1%	2.7%	-4.1%	-6.8%

Moedas	País		4-jul-25	Semana	Julho	2025	12 meses
DXY	EUA		97.18	-0.2%	0.1%	-10.1%	-7.6%
Real	Brasil	R\$	5.42	-1.2%	0.2%	-12.2%	-1.2%
Peso Mexicano	México	R\$	0.29	-0.2%	-0.5%	-2.8%	-4.1%
Libra Esterlina	Inglaterra	R\$	7.40	-1.7%	0.8%	-4.6%	5.7%
Yuan	China	R\$	0.76	-1.0%	0.2%	-10.6%	0.3%
Euro	Europa	R\$	6.39	-0.7%	0.3%	-0.6%	7.7%
Rand Sul-African	África do Sul	R\$	0.31	0.2%	-0.5%	-6.3%	2.6%

Disclaimer

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse

www.btgactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx