



6 de julho de 2026

# Spoiler Macro

**Macro Strategy – BTG Pactual S.A.**

Álvaro Frasson

Arthur Mota

Gabriel Fongaro

Lorena Laudares

Victor Amaral

# Destques da Semana



## Estados Unidos

**2ªF: ISM de Serviços.** O ISM de junho deve mostrar leve acomodação, mas ainda em território expansionista, com demanda resiliente e emprego próximo da zona neutra. Preços pagos devem recuar, porém seguir elevados, mantendo o desconforto inflacionário no setor de serviços;

**4ªF: Ata do FOMC.** O documento de junho deve reforçar a assimetria do mandato duplo para inflação, em meio a mercado de trabalho ainda saudável e núcleo do PCE pressionado.

## Ásia | Europa

**3ªF: Inflação na China.** O CPI de junho deve desacelerar na margem, refletindo alimentos mais fracos e inflação de bens ainda contida. A leitura sugere ausência de redeflação ampla da demanda doméstica, com núcleo pouco acima de 1% a/a;

**5ªF: Ata do ECB.** A ata de junho deve detalhar o debate sobre a alta de 25 bps que levou a taxa de depósito para 2,25%. O foco será o apetite do ECB por novas altas, diante das projeções de inflação subjacente acima da meta.

## Brasil

**6ªF: Inflação.** O IPCA de junho deverá seguir reacelerando na comparação interanual, ainda com composição qualitativa desfavorável, embora com alguma melhora em relação ao observado no IPCA-15.

Dados de fechamento do dia 03-junho

## Indicadores de Mercado

Pós-fixado	Ações	Ações EUA	Taxa de Câmbio
<b>CDI</b>	<b>IBOV</b>	<b>S&amp;P 500</b>	<b>Dólar</b>
14.15	174,070	7,483	5.17

### Na Semana

0.26%	0.45%	1.76%	-0.06%
-------	-------	-------	--------

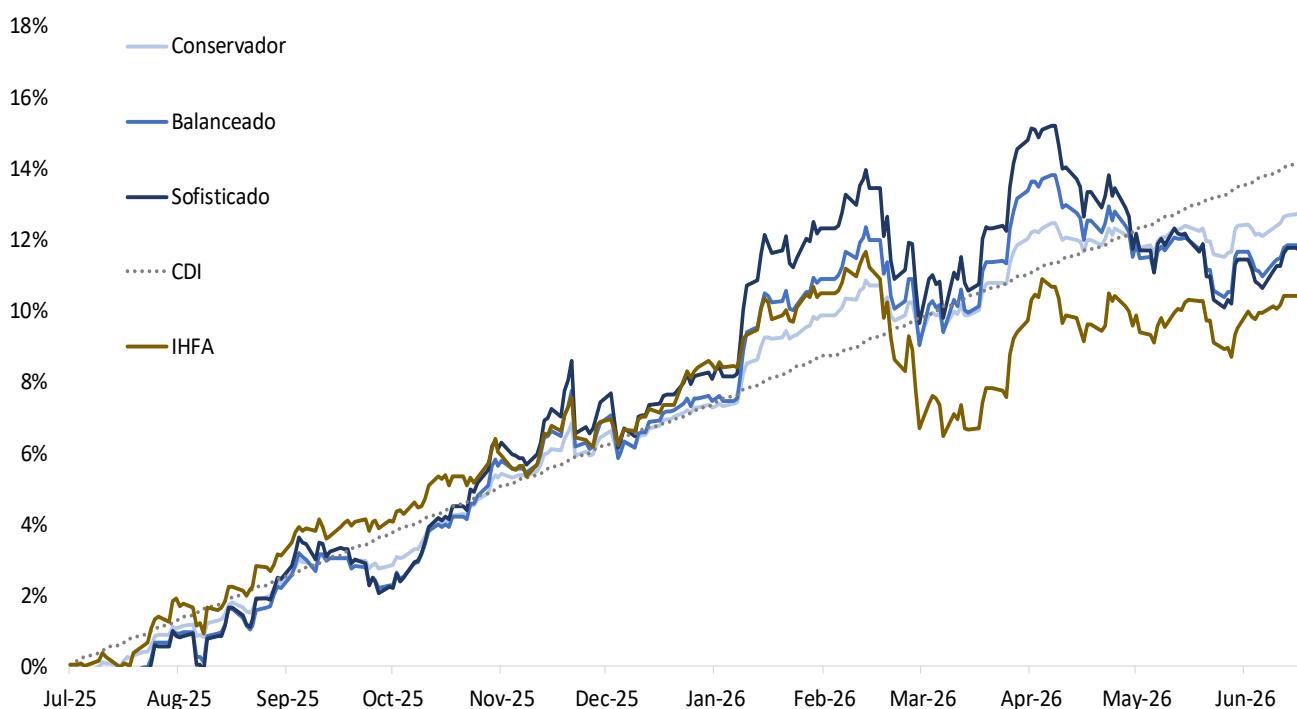
### No Ano

7.07%	8.03%	9.32%	-5.59%
-------	-------	-------	--------

### Em 12 meses

14.83%	25.18%	20.17%	-4.72%
--------	--------	--------	--------

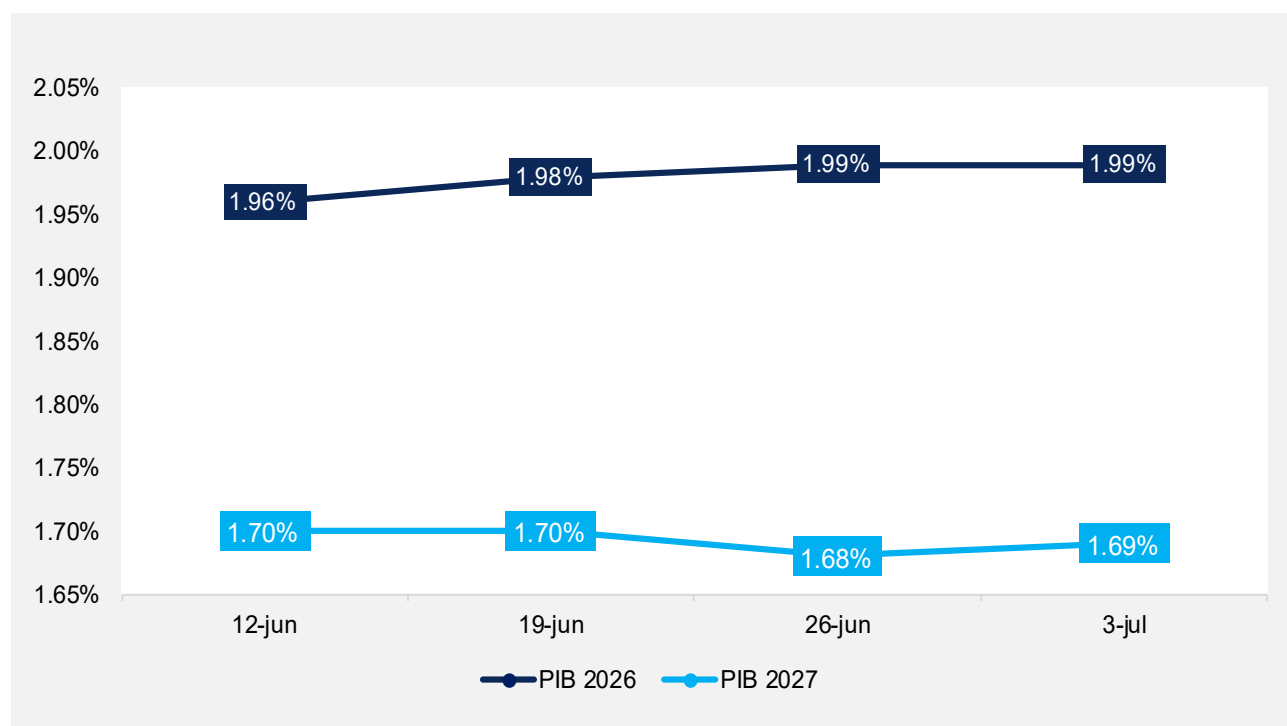
### Asset Strategy: perfis vs benchmarks. Rentabilidade acumulado 12 meses



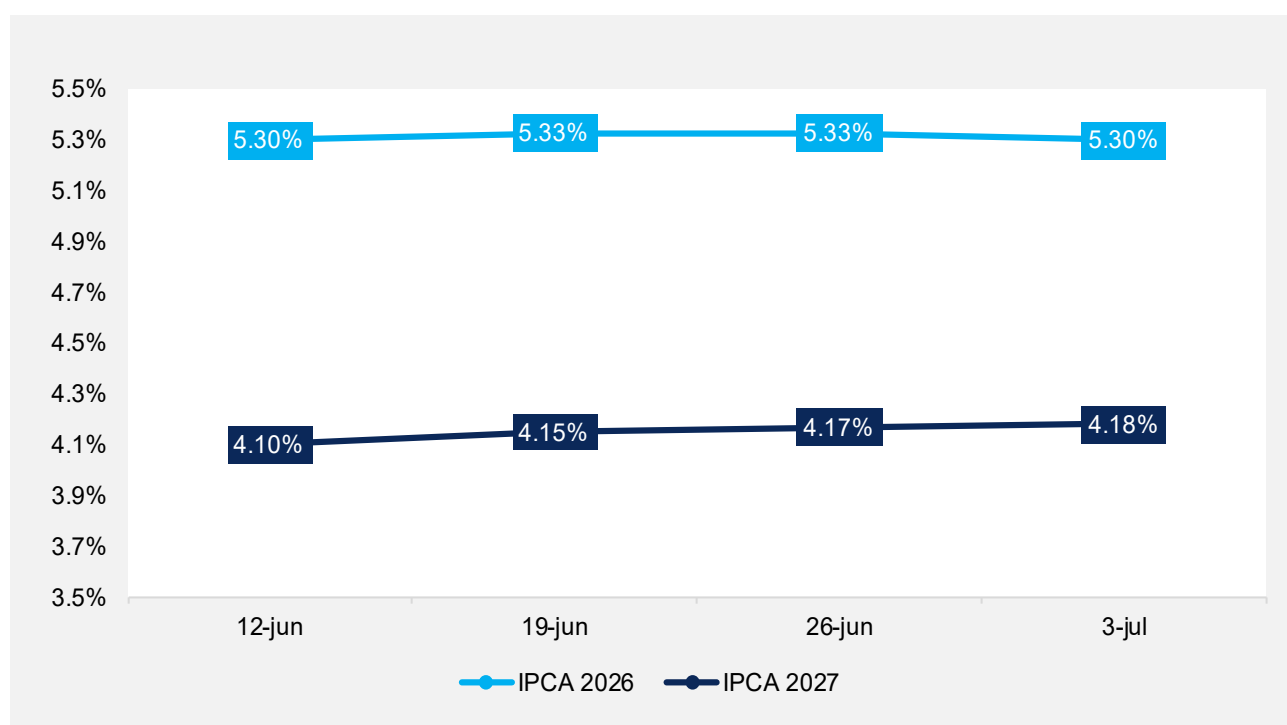
6-jul-26

# Relatório Focus

## Expectativas PIB – Acumulado em 4 trimestres (%)



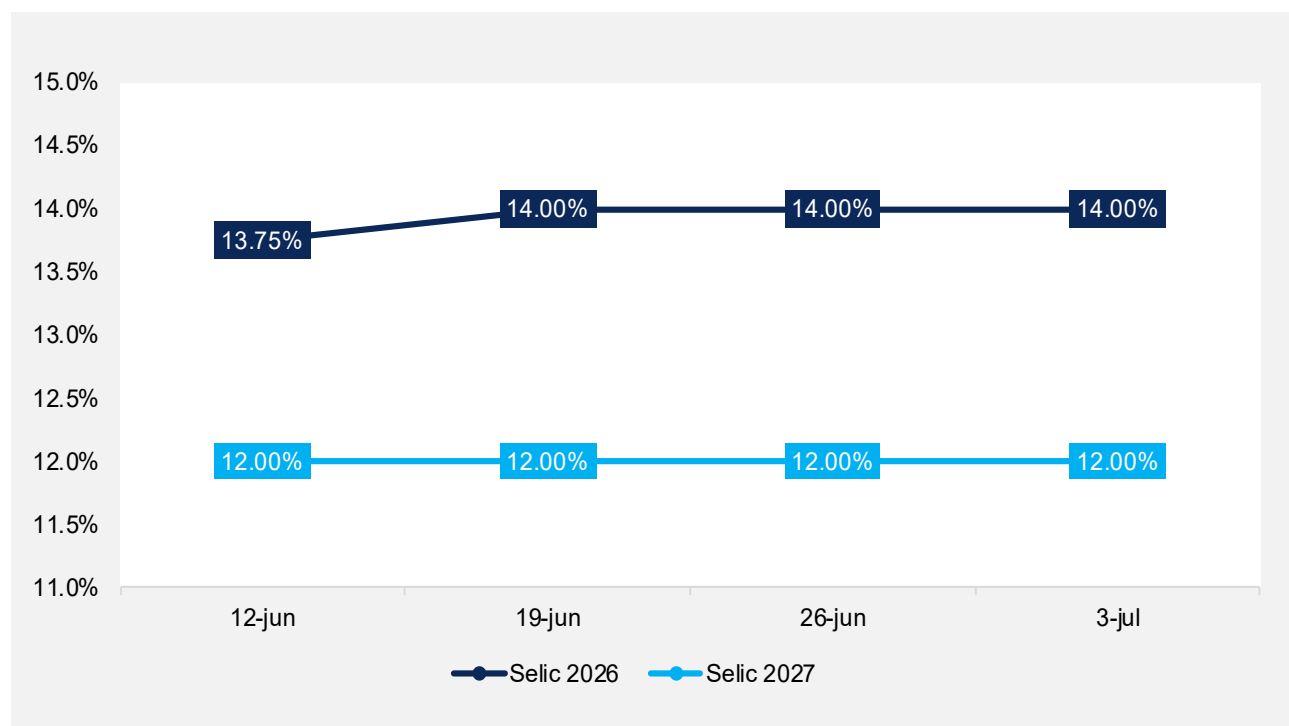
## Expectativas IPCA – a/a %



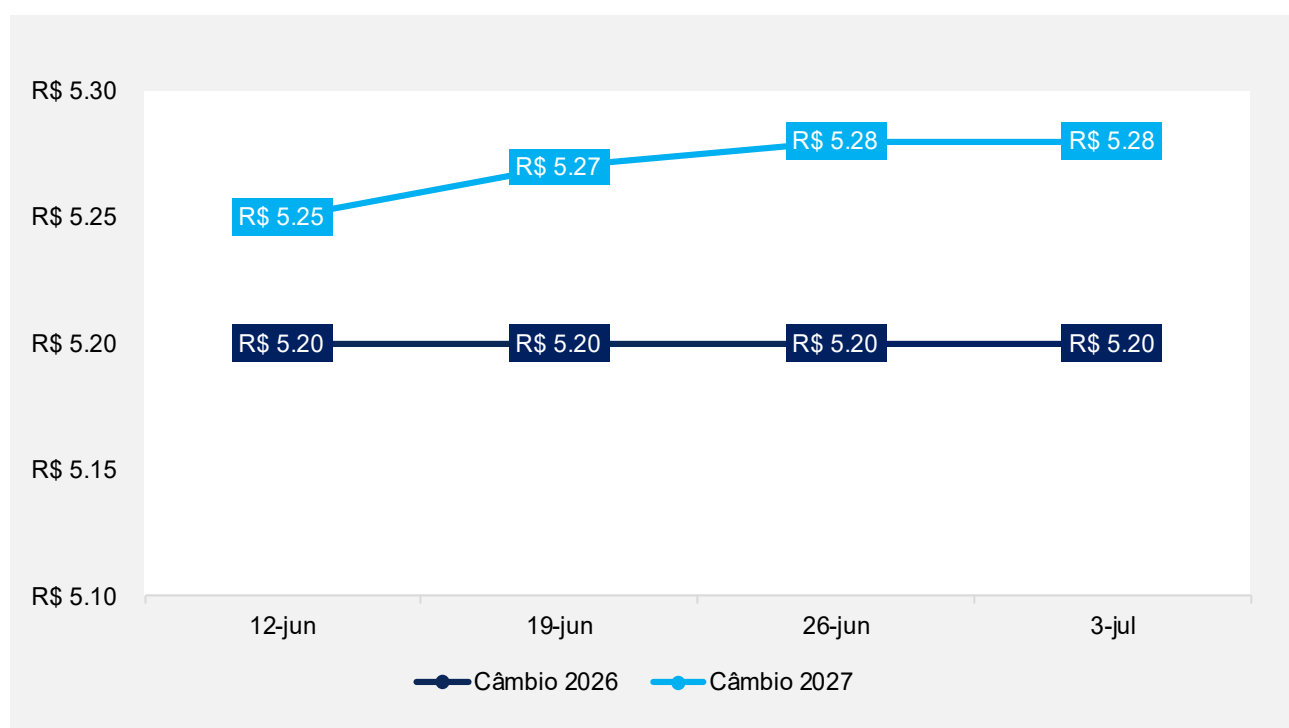
6-jul-26

# Relatório Focus

## Expectativas Taxa Selic - a/a %



## Expectativas Taxa de Câmbio - BRLUSD



6-jul-26

# Projeções BTG Pactual

Macro Research	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>Atividade Econômica</b>							
PIB Real (% a/a)	4.76	2.90	3.20	3.40	2.30	2.00	1.10
Taxa de Desemprego (% fim de período)	11.10	7.90	7.40	6.20	5.10	5.35	6.07
<b>Agricultura (% a/a)</b>							
Agricultura (% a/a)	0.28	(1.74)	16.30	(3.20)	11.70	0.10	1.20
<b>Industria (% a/a)</b>							
Industria (% a/a)	4.78	1.62	1.68	3.10	1.45	1.00	(0.30)
<b>Serviços (% a/a)</b>							
Serviços (% a/a)	5.22	4.16	2.78	3.80	1.82	2.40	1.40
<b>Consumo Privado (% a/a)</b>							
Consumo Privado (% a/a)	3.69	4.28	3.24	5.10	1.31	2.20	1.00
<b>Consumo Governo (% a/a)</b>							
Consumo Governo (% a/a)	3.46	1.53	3.77	2.00	2.10	2.50	2.00
<b>Investimentos (% a/a)</b>							
Investimentos (% a/a)	16.49	0.89	(2.98)	6.80	2.93	(1.30)	(1.70)
<b>Exportações (% a/a)</b>							
Exportações (% a/a)	5.87	5.54	8.92	2.80	6.16	2.50	2.30
<b>Importações (% a/a)</b>							
Importações (% a/a)	12.03	0.81	(1.18)	15.57	4.47	1.20	0,8
<b>Inflação &amp; Taxa de Juros</b>							
<b>IPCA (% a/a, fim de período)</b>							
IPCA (% a/a, fim de período)	10.06	5.79	4.62	4.83	4.26	5.30	4.50
<b>IGP-M (% a/a, fim de período)</b>							
IGP-M (% a/a, fim de período)	17.78	5.45	(3.18)	6.54	(1.05)	5.70	4.10
<b>Taxa Selic (% fim de período)</b>							
Taxa Selic (% fim de período)	9.25	13.75	11.75	12.25	15.00	13.75	12.50
<b>Balança de Pagamentos &amp; Taxa de Câmbio</b>							
<b>Balança Comercial (US\$ bi) – BP</b>							
Balança Comercial (US\$ bi) – BP	42.30	51.52	92.28	65.84	59.73	76.00	76.00
<b>Conta Corrente (US\$ bi)</b>							
Conta Corrente (US\$ bi)	(39.40)	(42.00)	(27.10)	(65.30)	(66.70)	(60.50)	(60.00)
<b>Investimento Direto no País (US\$ bi)</b>							
Investimento Direto no País (US\$ bi)	46.44	75.50	62.75	74.09	77.70	80.00	85.00
<b>Taxa de Câmbio (R\$/US\$, fim de período)</b>							
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, fim de período)	5.57	5.29	4.85	6.18	5.47	5.40	5.50
<b>Contas Fiscais</b>							
<b>Resultado Primário (% do PIB)</b>							
Resultado Primário (% do PIB)	0.7	1.2	(2.3)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.1)
<b>Governo Central (R\$ bi)</b>							
Governo Central (R\$ bi)	(35.9)	55.0	(265.0)	(45.0)	(58.7)	(54.2)	(20.8)
<b>Resultado Nominal (% PIB)</b>							
Resultado Nominal (% PIB)	(4.3)	(4.6)	(8.8)	(8.5)	(8.3)	(8.9)	(8.4)
<b>Dívida Líquida (% PIB)</b>							
Dívida Líquida (% PIB)	55.1	56.1	60.4	61.3	65.3	68.7	72.8
<b>Dívida Bruta (% PIB)</b>							
Dívida Bruta (% PIB)	77.3	71.7	73.8	76.3	78.7	80.9	85.0

de 06 a 10 de julho

# Agenda Macro Semanal

Horário	País	Evento	Período	Expectativa	Anterior
<b>Segunda-feira 6-jul</b>					
3:00	Alemanha	Encomendas à Indústria (MoM % a.s.)	01-May	1	-3.8
6:00	Z. do Euro	Vendas no Varejo (MoM % a.s.)	01-May	0.3	-0.4
11:00	EUA	ISM Serviços	01-Jun	54.1	54.5
<b>Terça-feira 7-jul</b>					
3:00	Alemanha	Produção Industrial (YoY% a.s.)	01-May	-0.5	-0.5
8:00	Brasil	IGP-DI (MoM %)	01-Jun	-0.57	0.87
8:00	Brasil	IGP-DI (YoY %)	01-Jun	3.86	2.53
9:30	EUA	Balança Comercial (USD b)	01-May	-78.7	-55.9
<b>Quarta-feira 8-jul</b>					
14:30	Brasil	IC-Br (MoM %)	01-Jun		2.2
15:00	EUA	Ata do FOMC	17-Jun		
16:00	EUA	Crédito ao Consumidor (USD b)	01-May	17.5	20.733
22:30	China	PPI (YoY %)	01-Jun	4.2	3.9
22:30	China	CPI (YoY %)	01-Jun	1.1	1.2
<b>Quinta-feira 9-jul</b>					
8:00	Brasil	IGP-M (MoM %) - 1ª Prévia	07-Jul		0.21
9:30	EUA	Pedidos de auxílio desemprego (mil)	04-Jul	218	215
<b>Sexta-feira 10-jul</b>					
3:00	Alemanha	CPI Harmonizado (MoM%)	01-Jun	-0.2	-0.2
3:00	Alemanha	CPI Harmonizado (YoY%)	01-Jun	2.4	2.4
5:00	Brasil	IPC (MoM %) - 1ª Quadrissemana	07-Jul		
9:00	Brasil	IPCA (MoM %)	jun/2026	0.32	0.58
9:00	Brasil	IPCA (YoY %)	jun/2026	4.81	4.72
<b>Na Semana</b>					
	China	Variação Crédito Bancário (YTD. Em bilhões de yuans)	01-Jun	11105	9110
	China	Variação Crédito Agregado (YTD. Em bilhões de yuans)	01-Jun	21285	17480

## Cenário macroeconômico

# Estados Unidos

### Calibrando a nova função de reação do Fed

O Payroll de junho, divulgado na semana passada, decepcionou na margem. O headline avançou 57 mil vagas, abaixo do consenso de 115 mil, além de uma revisão baixista de 74 mil para o bimestre entre abril e maio. A média móvel de três meses recuou para cerca de 111 mil, desaceleração frente ao patamar de maio. A taxa de desemprego caiu para 4,2%, enquanto a participação recuou para 61,5%, tornando a leitura menos construtiva do que o número agregado isolado sugere. Salários nominais avançaram 0,3% m/m, com aceleração marginal em doze meses para 3,5% a/a. O conjunto permanece compatível com mercado em equilíbrio, mas com desaceleração na janela trimestral e sem deterioração abrupta do mandato de emprego.

Em nossa visão, o dado mais fraco não sugere deterioração ou perda relevante de momentum no mercado de trabalho. Por outro lado, o dado reduz a necessidade de proatividade do Fed já em julho. O mandato de máximo emprego segue bem comportado, inclusive com o desemprego caindo para 4,2% — quase 10 bps de queda no desemprego permanente — e as médias móveis permanecendo acima do breakeven do Fed.

Nessa semana, a agenda macroeconômica nos EUA concentra-se no ISM de serviços de junho (6 de julho), na ata da reunião do FOMC de junho (8 de julho) e na comunicação de membros do Comitê ao longo dos próximos dias.

Quanto ao setor de serviços, o ISM de junho deve registrar leve acomodação na margem, ainda em território expansionista (consenso 54,1 pts. vs. 54,5 anterior). O componente de preços pagos deve recuar, mas permanecer elevado (consenso 67,5 pts. vs. 71,3 anterior), sinalizando que pressões de custo seguem presentes mesmo com alguma normalização. Novos pedidos e emprego, na leitura anterior, ficaram em 57,3 e 47,9 pts., respectivamente, e o consenso aponta para novos pedidos em 56,8 pts. e emprego em 48,2 pts., indicando demanda ainda positiva, mas com emprego na zona neutra. Em nossa avaliação, o conjunto deve continuar compatível com serviços resilientes, principal vetor de crescimento da economia, sem alterar o quadro de inflação desconfortável que estrutura o debate de política monetária.

As atas do FOMC de junho serão o principal catalisador de política monetária da semana. O mercado buscará detalhes sobre o debate interno após a reunião hawkish de Kevin Warsh, a dispersão no SEP e a linguagem sobre estabilidade de preços. Diante dos dados de mercado de trabalho saudáveis e núcleo do PCE ainda pressionado, esperamos que o documento reforce a assimetria do mandato duplo inclinada para inflação, compatível com nosso call de altas de 25 bps em setembro e dezembro de 2026, elevando a faixa da meta para 4,00–4,25% ao final do ano.

Ao longo dos próximos dias, os membros do FOMC voltam a se comunicar, com destaque para os discursos de Waller (6 de julho, dovish); Williams (9 de julho, dovish); Logan (9 de julho, hawkish). O foco será calibrar a função de reação pós-FOMC e sinais sobre a exigência mais baixa para reagir a pressões inflacionárias.

## Cenário macroeconômico

# Europa

### Ata do ECB em foco

Na Zona do Euro, a semana será marcada pela divulgação da produção industrial da Alemanha de maio (7 de julho) e por intensa agenda de comunicação do ECB. Quanto à atividade industrial, a produção da Alemanha deve ter avançado em maio, apesar da perda de ritmo quando comparado a abril (consenso 0,2% m/m vs. 0,4% anterior), com modesto aumento na manufatura compensado por atividade mais fraca na construção. Ainda assim, caso a expectativa mensal seja confirmada, é esperada uma retração setorial de 0,5% a/a, sinalizando que o setor segue com dificuldades para tracionar uma recuperação ampla. A produção industrial avançou 0,4% em abril, deixando o nível ligeiramente acima da média do primeiro trimestre e sinalizando contribuição positiva da indústria ao PIB do segundo trimestre, embora possa não ser suficiente para evitar contração marginal do PIB no período. O último Ifo sugere fabricantes ligeiramente menos pessimistas sobre o horizonte próximo, mas o moral empresarial permanece muito fraco. Para o restante do ano, a atividade industrial deve ser apoiada por maior gasto público com defesa e infraestrutura.

Do lado da política monetária, o principal foco será a comunicação dos membros do ECB ao longo dos próximos dias, com destaque para as falas de Lagarde (6 de julho, hawkish); Lane (6 de julho, neutro); Panetta (7 de julho, dovish); Kocher (7 e 8 de julho); Nagel (8 de julho, hawkish); Escriva (9 de julho, neutro); Vujcic (10 de julho, hawkish). A publicação da ata da reunião de junho (9 de julho) deve detalhar o debate sobre a alta de 25 bps que levou a taxa de depósito para 2,25%. Apesar de datado em função da mudança de cenário pelo fim da guerra no Oriente Médio, o documento será importante para situar o mercado sobre o apetite do ECB por uma nova alta de juros. Mantemos expectativa de duas altas de 25 bps em 2026, levando a taxa de depósito para 2,50%, em resposta das projeções de inflação subjacente acima da meta do ECB.

## Cenário macroeconômico

# Ásia e Oceania

### Em processo de normalização

**Na China**, a semana concentra-se na divulgação do CPI e do PPI de junho (8 de julho) e, na sequência, nos dados de crédito agregado de junho (janela entre 9 e 15 de julho). Quanto à inflação, o headline do CPI deve desacelerar marginalmente (consenso 1,1% a/a vs. 1,2% anterior), refletindo queda adicional de preços de alimentos e inflação de bens ainda fraca em geral, conforme sugerem preços de automóveis. O PPI deve recuar na comparação anual (consenso 4,2% a/a vs. 3,9% anterior), em linha com a queda de preços de commodities, incluindo petróleo e aço. A leitura provável captura desinflação ao produtor sem reflação ampla da demanda doméstica: o núcleo do CPI permanece pouco acima de 1%, confirmando que a pressão recente é predominantemente de custos, não de demanda.

Na sequência, o crédito agregado de junho deve mostrar expansão ainda fraca. Bancos costumam acelerar empréstimos no último mês do segundo trimestre, mas o ritmo agregado permanece inferior ao do ano passado, coerente com demanda privada fraca, mercado imobiliário em correção e transmissão limitada da política monetária ao consumo.

**No Japão**, os dados de ganhos salariais de maio (6 de julho) devem mostrar desaceleração na margem. O mercado espera que os ganhos salariais avancem 3,4% a/a (vs. 3,6% anterior), enquanto os ganhos reais devem crescer 1,8% a/a (vs. 1,9% anterior). A leitura provavelmente reflete menos dias úteis do que no ano anterior, com a medida preferida do BoJ, que exclui mudanças de amostra, sinalizando desaceleração para cerca de 2,6%, de 2,9%. A tendência subjacente deve permanecer sólida, com empregadores elevando salários para competir em mercado de trabalho mais apertado, e o crescimento deve reacelerar em junho conforme o efeito calendário se dissipa. Caso confirmado, a leitura sustenta continuidade do ciclo de normalização monetária após a alta para 1,0% na reunião de junho, com expectativa de nova alta de 25 bps ainda em 2026, levando a taxa para 1,25% no final do ano.

## Cenário macroeconômico

# Brasil

### IPCA de junho deve seguir apresentando qualitativo ruim

O IPCA de junho será divulgado nesta sexta-feira (10 de julho). Nossa projeção é uma alta de +0,31% no mês, marginalmente abaixo da mediana do mercado (0,32%). A taxa acumulada em doze meses irá reacelerar para 4,80% (de 4,72% em maio). Esperamos um qualitativo ruim, mas com alguma melhora conforme foi observado no IPCA-15. A MM3 SAAR da média dos 5 núcleos deverá ficar ao redor de 5,4%, enquanto serviços subjacentes irá de 5,6% para 5,2%.

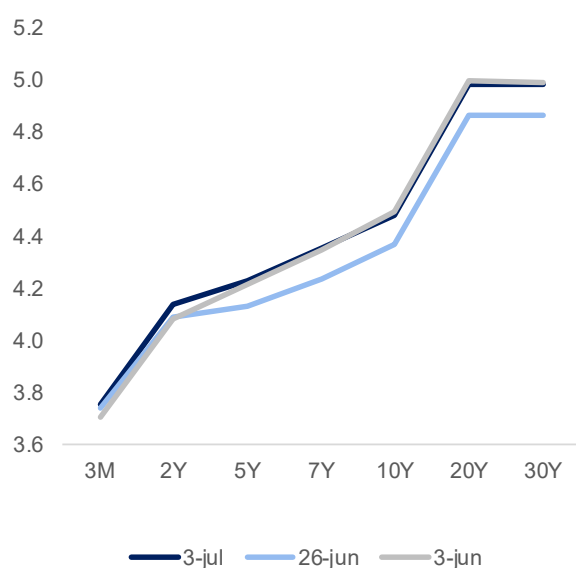
Na última semana, a leitura da PIM de maio recuou -0,2%, ficando abaixo do projetado por nós e pelo mercado. O resultado foi influenciado pela queda de -2,6% da Extrativa, enquanto Transformação avançou marginalmente (+0,1%). Em termos de investimento, bens de capital e insumos da construção civil apresentaram quedas no mês. Para frente, o carry para o segundo trimestre foi +1,2% (de +1,3%), com a extrativa em +2,0% e transformação em +1,0%. Dado de hoje corrobora nosso cenário de desaceleração do PIB neste segundo trimestre. Projetamos PIB de +0,5% no 2026Q2 (após +1,1% no 2026Q1). Para o ano esperamos +2,0%, com viés altista.

## Visão estratégica

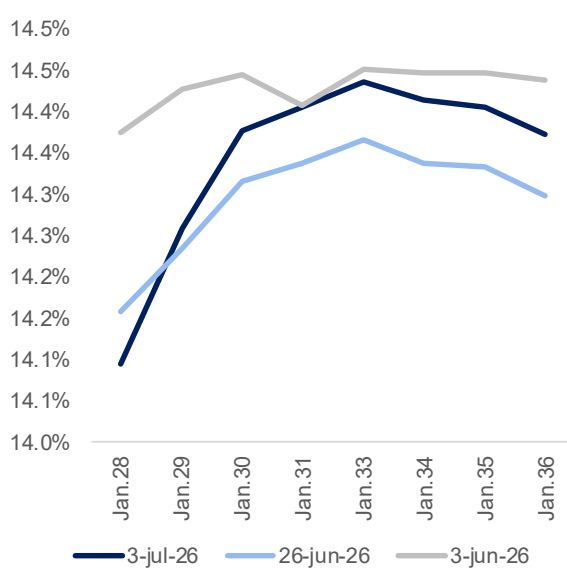
# Taxas de Juros

Ao longo da última semana, a curva de juros dos EUA apresentou abertura, com movimento mais concentrado nos vértices longos, ficando próximo ao patamar do mês anterior. No Brasil, a curva de DI Futuro teve comportamento misto: a ponta curta ainda fechou levemente, enquanto os vencimentos intermediários e longos abriram, sugerindo maior prêmio na parte longa.

### 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	4.14%	4.48%	1.95%	2.23%	2.19%	2.25%
Alemanha	2.54%	2.94%	2.52%	1.90%	0.01%	1.03%
Reino Unido	4.12%	4.78%	3.78%	3.12%	0.35%	1.66%
Brasil	14.18%	14.50%	8.60%	7.95%	5.58%	6.55%
<b>Diferencial de Juros</b>						
Brasil vs EUA	10.04%	10.02%	6.64%	5.71%	3.40%	4.30%
EUA vs Alemanha	1.60%	1.55%	-0.57%	0.33%	2.17%	1.22%
UK vs Alemanha	-1.59%	-1.85%	-1.25%	-1.22%	-0.33%	-0.63%
EUA vs UK	0.02%	-0.30%	-1.82%	-0.89%	1.84%	0.59%

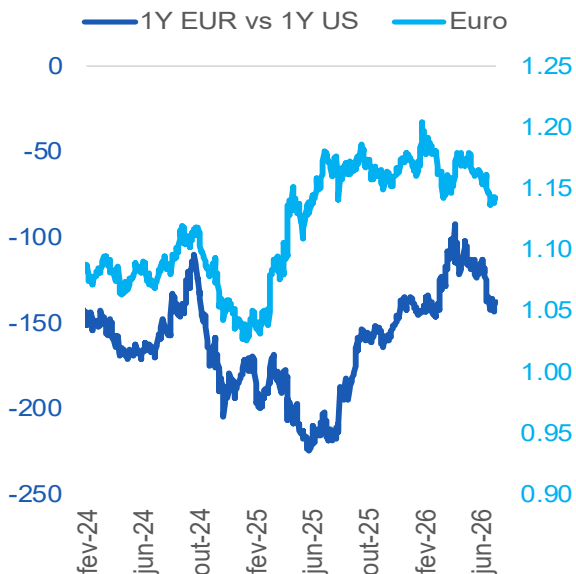
Juros DI	3-jul-26	26-jun-26	3-jun-26	30 dias (bps)	2026 (bps)	12M (bps)
Jan.27	14.00%	14.06%	14.30%	-30	-6	-14
Jan.28	14.10%	14.16%	14.38%	-28	-6	75
Jan.29	14.26%	14.24%	14.43%	-17	3	107
Jan.30	14.38%	14.32%	14.45%	-7	6	116
Jan.31	14.41%	14.34%	14.41%	0	7	114
Jan.33	14.44%	14.37%	14.45%	-2	7	111
Jan.34	14.42%	14.34%	14.45%	-3	8	111
Jan.35	14.41%	14.33%	14.45%	-4	7	109
Jan.36	14.37%	14.30%	14.44%	-6	8	108

# Visão estratégica

## Taxas de Juros

### Internacional

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

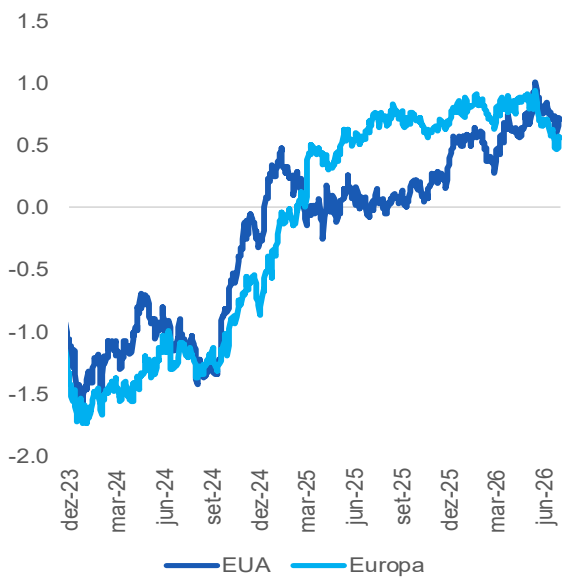


### Doméstico

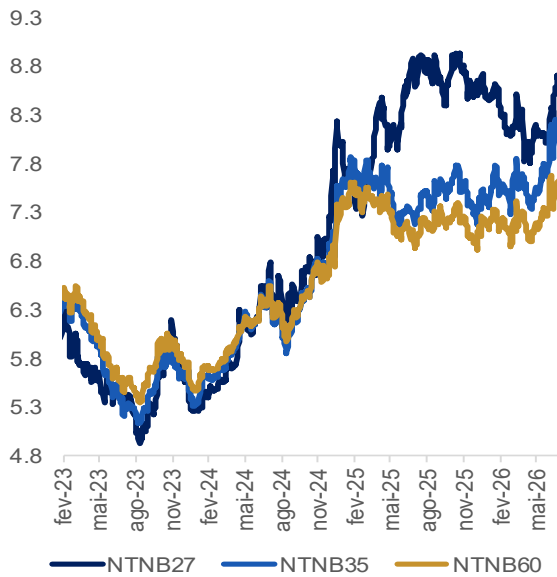
Inclinação da Curva de Juros



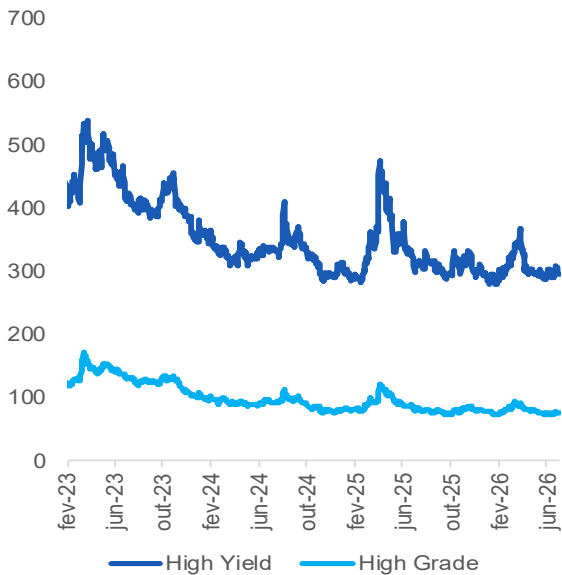
Inclinação (10Y vs 3M): EUA vs Euro



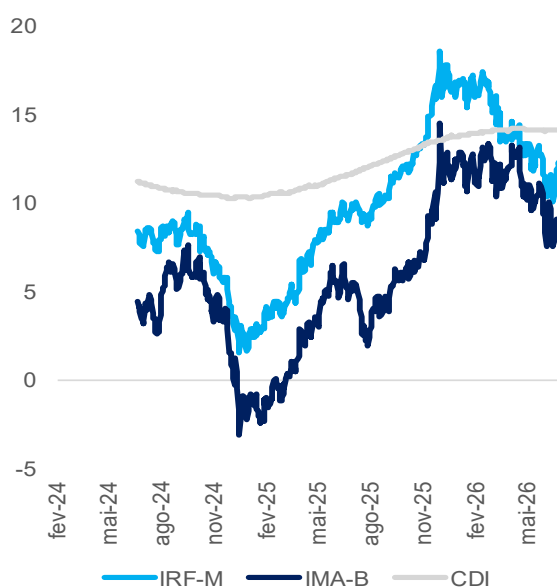
Evolução das taxas indexadas ao IPCA (%)



Spread de crédito



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

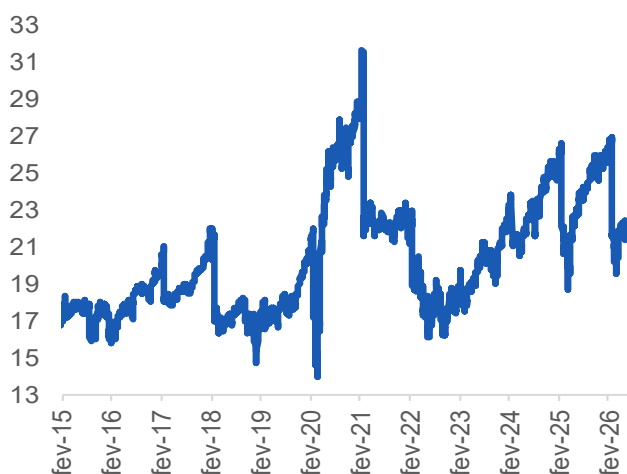


## Visão estratégica

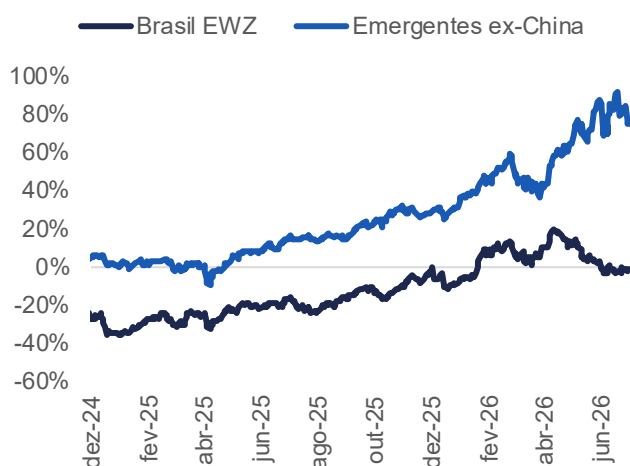
# Renda Variável

Ao longo da semana, a renda variável global teve desempenho positivo nos mercados desenvolvidos, com destaque para os EUA, onde S&P 500, Nasdaq e Dow Jones avançaram perto de 2%. Em contrapartida, emergentes ex-China tiveram realização relevante na semana, enquanto no Brasil, o desempenho foi positivo, mas mais moderado.

### S&P 500: preço/lucro



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



País	Índice/ETF	2-jul-26	Semana	Julho	2026	12 meses
EUA	Dow Jones	52,900	1.9%	1.1%	10.1%	18.0%
Emergentes	XCEM Equity	\$ 50.63	-2.8%	-4.3%	32.0%	45.7%
EUA	S&P	7,483	1.7%	-0.2%	9.3%	19.2%
China	MCHI Equity	\$ 50.91	0.3%	-0.2%	-15.2%	-7.0%
Europa	EZU Equity	\$ 69.22	1.2%	-0.4%	8.0%	16.1%
Brasil	EWZ Equity	\$ 34.43	0.7%	-0.2%	8.4%	17.5%
EUA	Nasdaq	25,833	1.9%	-1.5%	11.1%	25.4%

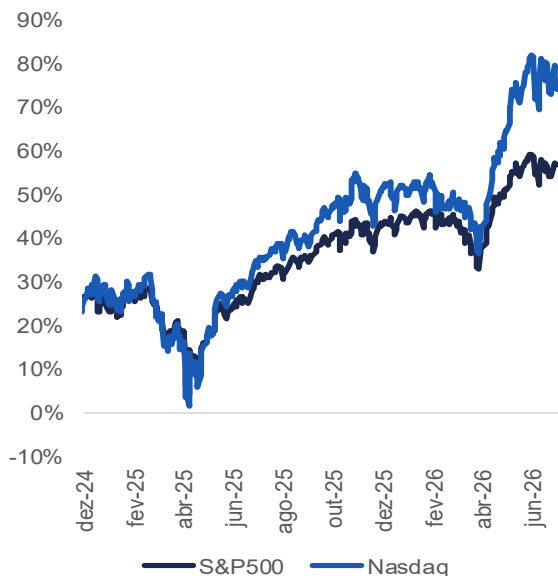
Índices	Código	3-jul-26	Semana	Julho	2026	12 meses
Fundos Imob.	IFIX	3,847	1.1%	0.4%	1.9%	10.5%
Indústria	INDX	29,317	0.0%	0.7%	-1.9%	7.7%
Mat. Básicos	IMAT	5,962	1.0%	2.3%	-3.4%	14.1%
Ibovespa	IBOV	174,070	0.4%	1.2%	8.0%	23.5%
Small Caps	SMLL	2,223	0.4%	1.0%	-3.6%	0.0%
Utilities	UTIL	18,932	-0.2%	0.7%	11.6%	39.1%
Consumo	ICON	2,960	-0.8%	0.4%	-4.9%	1.0%
Finanças	IFNC	18,269	0.7%	1.3%	5.6%	15.8%

# Visão estratégica

## Renda Variável

### Internacional

#### S&P e Nasdaq



### Doméstico

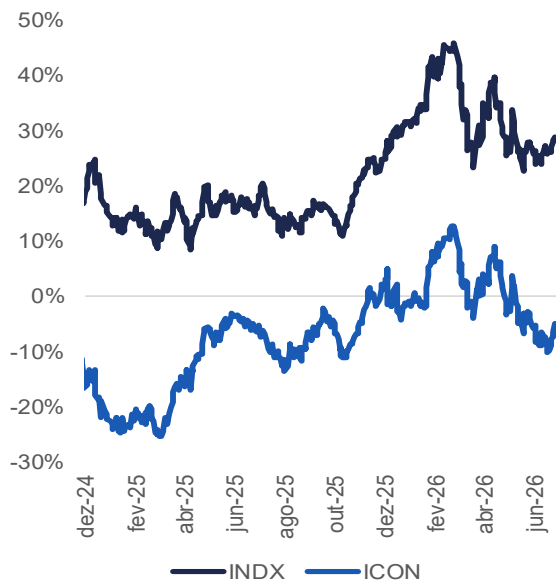
#### Materiais Básicos x Small Caps



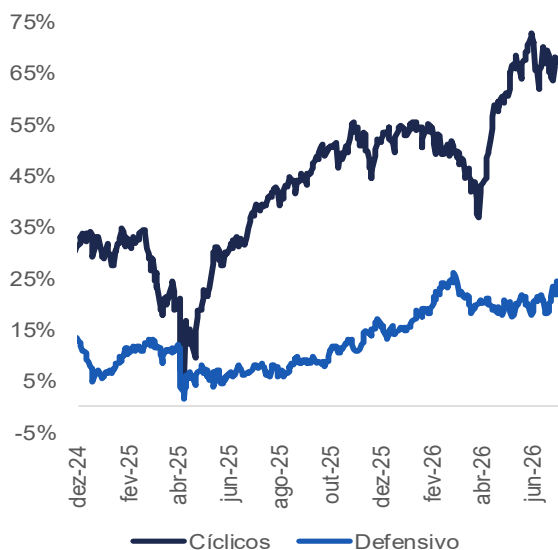
#### Shanghai vs Euro stoxx



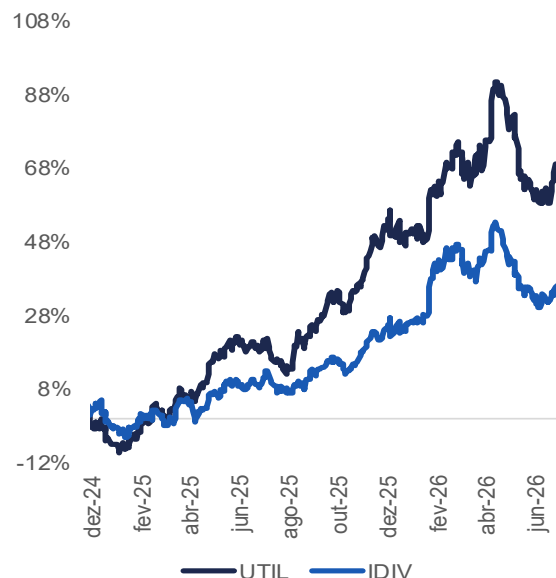
#### Indústria x Serviços



#### Cíclicos vs defensivos



#### Utilidade Pública x Dividendos



## Visão estratégica

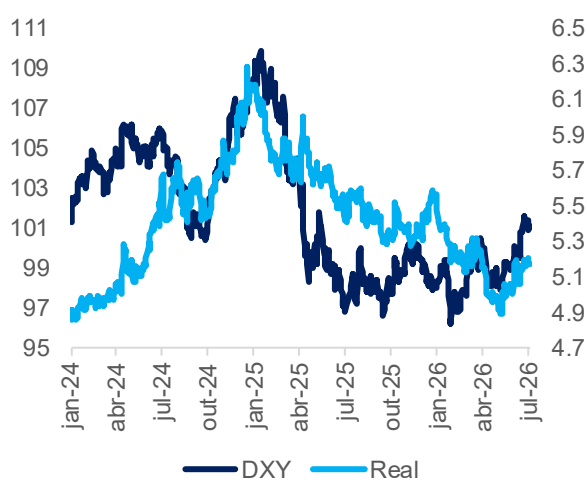
# Commodities e moedas

No mercado de moedas, o dólar perdeu força frente aos principais pares, com o DXY recuando 0,5% na semana, enquanto o real teve variação marginal, fechando praticamente estável em R\$ 5,17. Em commodities, o preço do petróleo seguiu recuando em meio a manutenção do acordo entre EUA e Irã.

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



### DXY Index vs Real



Commodity	Bolsa	3-Jul-26	Semana	Julho	2026	12 meses
CRB Index		565.32		2.4%	4.7%	0.0%
Café	Nova Iorque	\$ 309.75	13.4%	4.5%	-3.2%	17.8%
Gado	Chicago	\$ 239.23	-2.7%	-1.3%	7.0%	19.5%
Minério de Ferro	Cingapura	\$ 98.35	-0.2%	-0.6%	-4.1%	7.1%
Soja (bu)	Chicago	\$ 1,181.00	2.1%	3.3%	10.9%	10.2%
Petróleo Brent	Londres	\$ 72.10	-0.7%	-1.2%	19.8%	9.9%
Ouro		\$ 4,156.41	1.66%	3.70%	-3.77%	24.96%
Milho (bu)	Chicago	\$ 455.00	3.1%	4.4%	-1.2%	-2.0%

Moedas	País	3-Jul-26	Semana	Julho	2026	12 meses
DXY	EUA	100.86	-0.5%	-0.1%	2.7%	3.8%
Real	Brasil	R\$ 5.17	-0.1%	-0.1%	-5.6%	-4.4%
Peso Mexicano	México	R\$ 0.30	0.2%	-0.3%	-2.9%	1.8%
Libra Esterlina	Inglaterra	R\$ 6.90	1.1%	-0.8%	-6.4%	-6.7%
Yuan	China	R\$ 0.76	0.3%	0.0%	-2.9%	0.7%
Euro	Europa	R\$ 5.91	0.4%	-0.3%	-8.1%	-7.4%
Rand Sul-African	África do Sul	R\$ 0.32	1.4%	-1.2%	-3.5%	3.4%

# Disclaimer

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

[www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)