



20 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

6ªF: PMIs. Os indicadores antecedentes de julho devem seguir em expansão em manufatura e serviços, com composto ainda expansionista apesar de leve desaceleração na margem.

Ásia | Europa

4ªF: Inflação no Reino Unido. O CPI de junho deve desacelerar marginalmente no headline e no núcleo, com alívio puxado sobretudo por combustíveis;

5ªF: Política monetária na Zona do Euro. O ECB deve manter a taxa de depósito inalterada, em pausa tática após a alta de junho;

Inflação no Japão: O núcleo do CPI de junho deverá seguir sustentando a perspectiva de que a inflação subjacente está se mantendo em torno da meta de maneira sustentável;

6ªF: PMIs na Zona do Euro. Os indicadores antecedentes de julho devem mostrar expansão marginal do composto, com manufatura e serviços sustentando estabilização na margem.

Brasil

Sem eventos relevantes na semana.

Dados de fechamento do dia 17-julho

Indicadores de Mercado

Pós-fixado	Ações	Ações EUA	Taxa de Câmbio
CDI	IBOV	S&P 500	Dólar
14.15	173,714	7,534	5.11

Na Semana

0.26%	-2.33%	-0.55%	0.06%
-------	--------	--------	-------

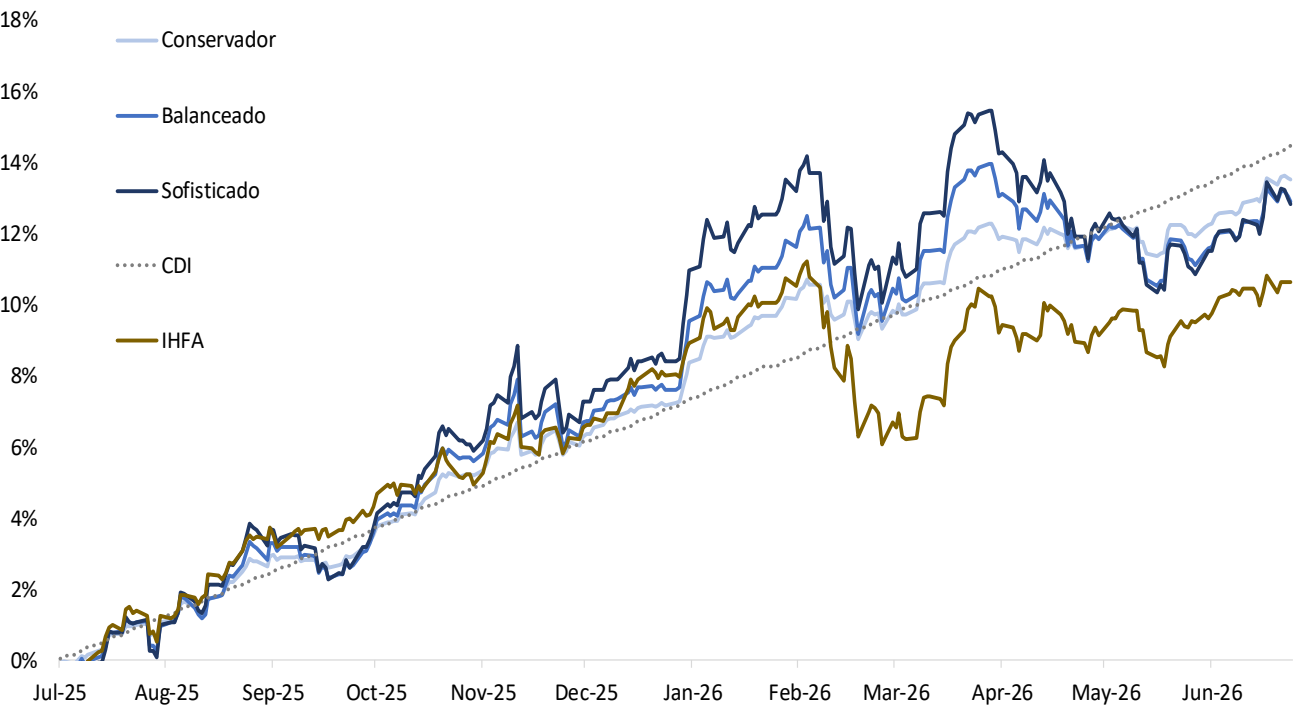
No Ano

7.63%	7.81%	10.05%	-6.63%
-------	-------	--------	--------

Em 12 meses

14.80%	28.19%	20.28%	-8.20%
--------	--------	--------	--------

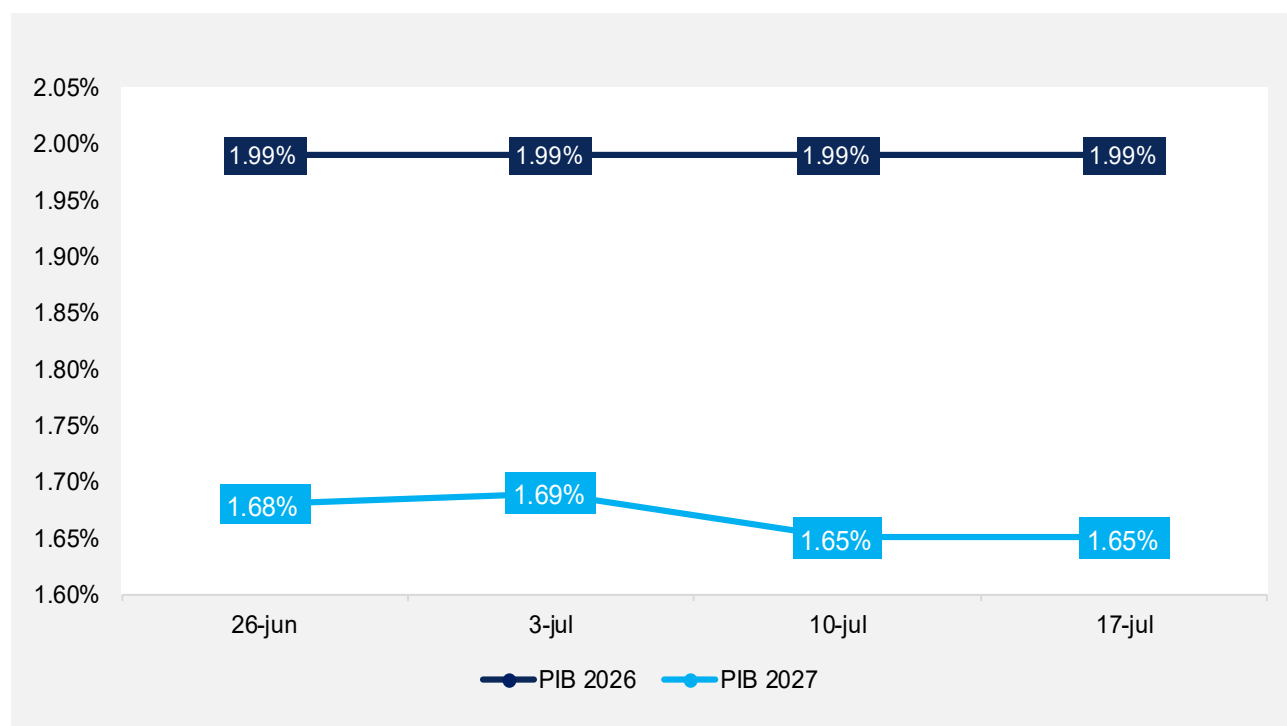
Asset Strategy: perfis vs benchmarks. Rentabilidade acumulado 12 meses



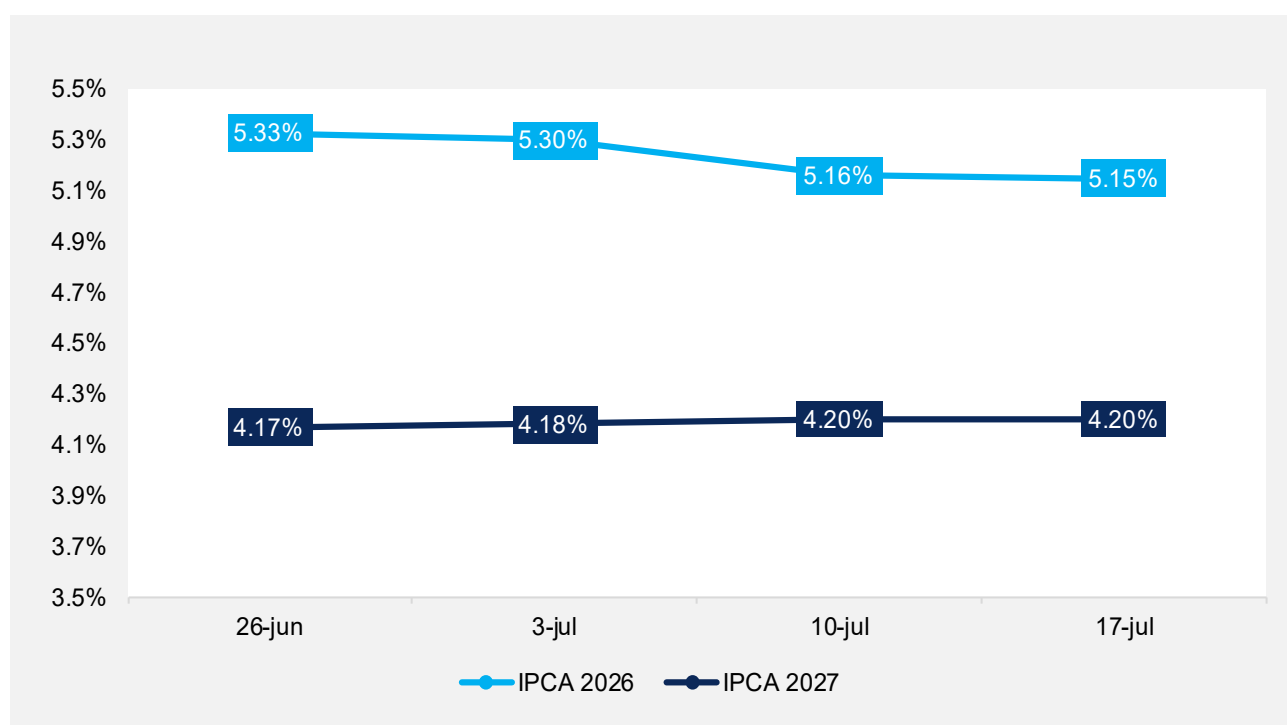
20-jul-26

Relatório Focus

Expectativas PIB – Acumulado em 4 trimestres (%)



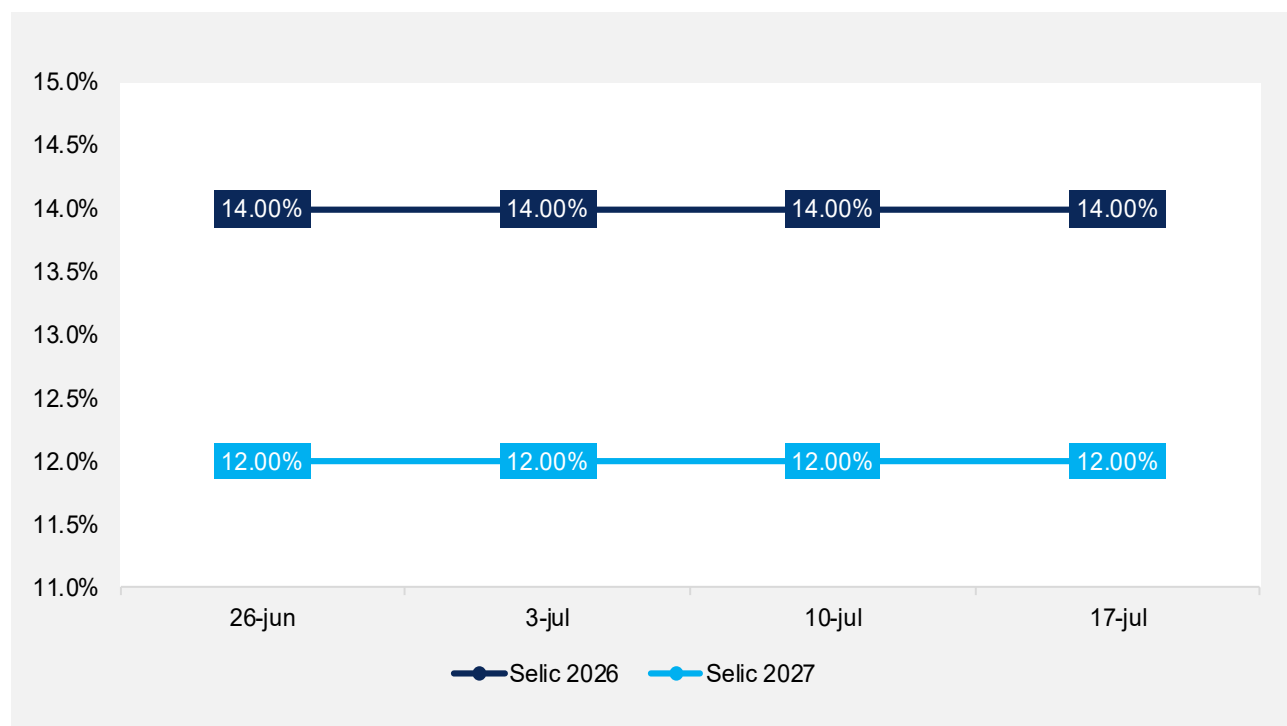
Expectativas IPCA – a/a %



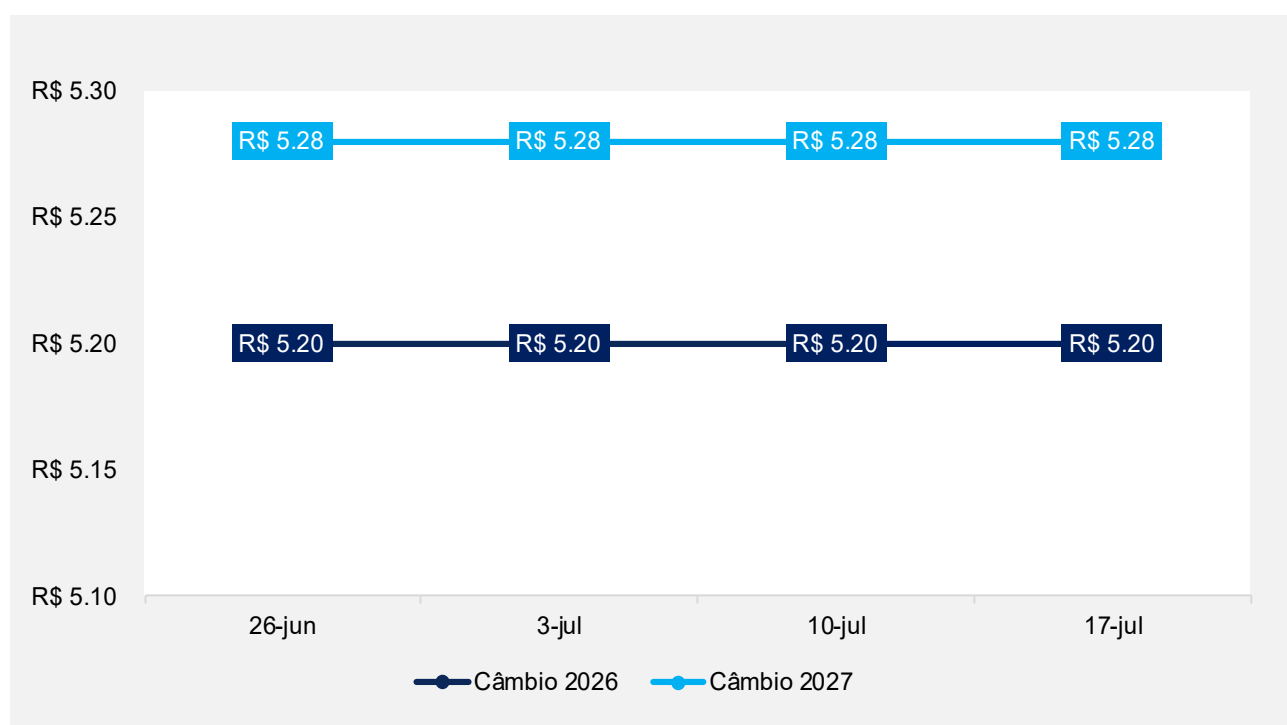
20-jul-26

Relatório Focus

Expectativas Taxa Selic - a/a %



Expectativas Taxa de Câmbio - BRLUSD



20-jul-26

Projeções BTG Pactual

Macro Research	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
Atividade Econômica							
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
Agricultura (% , a/a)	0.28	(1.74)	16.30	(3.20)	11.70	0.10	1.20
Industria (% , a/a)	4.78	1.62	1.68	3.10	1.45	1.00	(0.30)
Serviços (% , a/a)	5.22	4.16	2.78	3.80	1.82	2.40	1.40
Consumo Privado (% , a/a)	3.69	4.28	3.24	5.10	1.31	2.20	1.00
Consumo Governo (% , a/a)	3.46	1.53	3.77	2.00	2.10	2.50	2.00
Investmentos (% , a/a)	16.49	0.89	(2.98)	6.80	2.93	(1.30)	(1.70)
Exportações (% , a/a)	5.87	5.54	8.92	2.80	6.16	2.50	2.30
Importações (% , a/a)	12.03	0.81	(1.18)	15.57	4.47	1.20	0,8
Inflação & Taxa de Juros							
IPCA (% , a/a, fim de período)	10.06	5.79	4.62	4.83	4.26	5.30	4.50
IGP-M (% a/a, fim de período)	17.78	5.45	(3.18)	6.54	(1.05)	5.70	4.10
Taxa Selic (% , fim de período)	9.25	13.75	11.75	12.25	15.00	13.75	12.50
Balança de Pagamentos & Taxa de Câmbio							
Balança Comercial (US\$ bi) – BP	42.30	51.52	92.28	65.84	59.73	76.00	76.00
Conta Corrente (US\$ bi)	(39.40)	(42.00)	(27.10)	(65.30)	(66.70)	(60.50)	(60.00)
Investimento Direto no País (US\$ bi))	46.44	75.50	62.75	74.09	77.70	80.00	85.00
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, fim de período)	5.57	5.29	4.85	6.18	5.47	5.40	5.50
Contas Fiscais							
Resultado Primário (% do PIB)	0.7	1.2	(2.3)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.1)
Governo Central (R\$ bi)	(35.9)	55.0	(265.0)	(45.0)	(58.7)	(54.2)	(20.8)
Resultado Nominal (% PIB)	(4.3)	(4.6)	(8.8)	(8.5)	(8.3)	(8.9)	(8.4)
Dívida Líquida (% PIB)	55.1	56.1	60.4	61.3	65.3	68.7	72.8
Dívida Bruta (% PIB)	77.3	71.7	73.8	76.3	78.7	81.6	85.8

de 13 a 17 de julho

Agenda Macro Semanal

Horário	País	Evento	Período	Expectativa	Anterior
Segunda-feira	20-jul				
11:00	EUA	Indicadores Antecedentes (MoM %)	01-Jun	0.1	0.1
Terça-feira	21-jul				
8:00	Brasil	IGP-M (MoM %) - 2ª Prévia	01-Jul		-0.39
Quarta-feira	22-jul				
Quinta-feira	23-jul				
9:15	Z. do Euro	Reunião sobre política monetária	23-Jul	2.25	2.25
11:00	Z. do Euro	Confiança do Consumidor	01-Jul		-17.7
9:30	EUA	Pedidos de auxílio desemprego (mil)	18-Jul	212	208
Sexta-feira	24-jul				
4:30	Alemanha	PMI Composite	01-Jul	49.8	49.5
5:00	Z. do Euro	PMI Composite	01-Jul	50.3	50
10:45	EUA	PMI Composite	01-Jul	51.6	51.9

Cenário macroeconômico

Estados Unidos

Agenda mais leve

Na semana anterior, o CPI de junho trouxe surpresa baixista disseminada, e não apenas um headline fraco puxado por energia. O índice cheio recuou 0,42% m/m, levando a taxa anual a 3,5%, enquanto o núcleo caiu 0,02% m/m, com a variação em doze meses em 2,6%. A energia explicou parte da fraqueza do headline, com queda de 5,71% m/m, mas a composição do core apontou desaceleração mais ampla, com shelter mais brando, serviços de transporte e saúde mais fracos e bens de núcleo também abaixo do esperado. Em nossa avaliação, boa parte da surpresa em serviços parece não recorrente — inclusive o choque em wireless telephone services e give-backs após um maio forte —, o que recomenda cautela em extrapolar o print para o supernúcleo. O conjunto ajuda a afastar a discussão de aperto já na reunião de julho, sem, isoladamente, encerrar o debate de altas mais à frente, se a tendência subjacente voltar a se firmar.

Nessa semana, a agenda macroeconômica nos EUA fica mais esvaziada, sem hard data de maior peso nem comunicação de Fed speakers, que estão em período de silêncio antes da decisão do FOMC de 30 de julho. O destaque fica com os PMIs de julho (24 de julho), ainda que esses dados de sentimentos não apresentem tanto poder de previsão sobre a atividade norte-americana quanto os ISMs.

As expectativas são de que os PMIs sigam em expansão, tanto do lado da manufatura (consenso: 54,5 pts. vs. 53,9 anterior) quanto de serviços (consenso: 51,5 pts. vs. 51,2 anterior). Caso confirmado, o PMI composto deve apresentar alguma desaceleração frente à leitura anterior, mas seguir em terreno expansionista (consenso: 51,6 pts. vs. 51,9 anterior). A leitura provável captura resiliência da demanda em segmentos ligados a tecnologia e capex, coerente com o quadro de atividade ainda firme do segundo trimestre. Caso confirmado, o resultado deve reforçar a narrativa de momentum positivo, sem alterar, por si só, o balanço de riscos do Fed.

Cenário macroeconômico

Europa

Decisão do ECB

Na Zona do Euro, a agenda da semana será marcada pela decisão do ECB (23 de julho) e, em seguida, pela primeira leitura dos PMIs de julho (24 de julho).

Esperamos que o Governing Council mantenha a taxa de depósito em 2,25%, em linha com o consenso e com a leitura anterior, após a alta de 25 bps entregue em junho. A desaceleração da inflação de junho, com headline em 2,8% a/a e núcleo em 2,4% a/a, eliminou a urgência de novo aperto imediato, enquanto o mercado de trabalho ainda resiliente, porém em esfriamento gradual, e a fraqueza da demanda final ajudam a conter riscos de segunda ordem via salários no curto prazo. Em nossa avaliação, a pausa é tática, não o fim do ciclo curto de aperto: preços de commodities ainda elevados frente ao pré-choque e a função de reação do Conselho mantêm, no cenário-base, espaço para nova alta mais à frente, quando as projeções do staff forem atualizadas, levando a taxa de depósito a 2,50% ao final de 2026. A coletiva de Christine Lagarde será o principal vetor de comunicação. Na reunião de junho, o Conselho elevou juros de forma unânime, rejeitou o enquadramento de alta de seguro e reiterou abordagem meeting-by-meeting e data-dependent. Nesta semana, o mercado deve observar se a presidente mantém a mensagem de robustez do aperto já entregue, como trata o arrefecimento de serviços em junho frente ao risco de efeitos indiretos da energia e se sinaliza conforto explícito com pausa, sem fechar a porta para aperto adicional, caso a convergência do núcleo decepcione. Também importa o contraste entre o cenário de crescimento do staff — revisado para 0,8% em 2026 — e a leitura corrente de atividade, ainda sob sombra do choque energético.

Na sexta-feira, os PMIs da Zona do Euro referentes a julho devem oferecer o primeiro termômetro do terceiro trimestre. As expectativas são de que o PMI composto apresente uma expansão marginal (consenso: 50,3 pts. vs. 50,0 em junho), apoiado tanto por manufatura (consenso: 51,5 pts. vs. 51,4) quanto serviços (consenso: 49,9 pts. vs. 49,4), sugerindo estabilização na margem, após a média do segundo trimestre ter ficado abaixo do ritmo do início do ano. A leitura, contudo, carrega risco baixista, se a retomada recente de preços de petróleo e gás, ligada à intensificação de tensões no Oriente Médio, voltar a comprimir renda real e confiança. Caso o composto apenas consolide o limiar de 50 pts., com serviços ainda próximos da contração, o resultado reforça crescimento modesto à frente, coerente com a mensagem do ECB de economia mais fraca do que no início do ano.

No Reino Unido, o CPI de junho (22 de julho) deve mostrar desaceleração marginal da inflação. O consenso aponta o headline em 2,7% a/a (vs. 2,8% anterior), o núcleo em 2,5% a/a (vs. 2,6%) e a inflação de serviços em 3,5% a/a (vs. 3,7%), com variação mensal de 0,1% m/m (vs. 0,2%). O alívio na comparação anual deve ser puxado, sobretudo, pelos combustíveis, em decorrência do arrefecimento de seus preços no período, com contribuição adicional de passagens aéreas mais brandas no componente de serviços, enquanto os bens de núcleo podem atuar na direção oposta. Ainda assim, a leitura deverá ser recebida como um alívio limitado, dado o patamar ainda elevado da inflação, que deve permanecer próximo a 3% no restante do ano. Nesse contexto, em meio ao risco de alta do petróleo, o BoE tende a manter uma postura cautelosa, sem interpretar um único mês de desaceleração como sinal de convergência confortável para a meta.

Cenário macroeconômico

Ásia e Oceania

Inflação em foco

Na China, a atenção da semana recai sobre a decisão das Loan Prime Rates de 1 e 5 anos (20 de julho).

O consenso espera estabilidade pelo décimo quarto mês consecutivo, com a LPR de 1 ano em 3,00% e a de 5 anos em 3,50%, em linha com a taxa de política estável do PBOC desde o corte de 10 bps de maio de 2025. A postura do banco central permanece acomodatória, mas os bancos comerciais têm pouco incentivo a reduzir spreads, enquanto a demanda por crédito privado segue fraca. O PIB do 2T26 e os dados de atividade de junho reforçaram a leitura bifurcada da economia — exportações e manufatura de alta tecnologia mais resilientes, consumo e imobiliário frágeis —, o que aumenta a pressão por afrouxamento adicional, sem, contudo, tornar provável um movimento amplo nesta janela da LPR. Em nossa avaliação, o hold deve confirmar calibragem cautelosa: eventual ajuste posterior via MLF da ordem de 10 bps, se ocorrer mais à frente no ano, teria caráter pontual e não resolveria, isoladamente, o problema de demanda doméstica.

No Japão, o CPI nacional de junho (24 de julho) será o principal hard data da semana.

O mercado espera aceleração do headline para 1,7% a/a (vs. 1,5% anterior) e do núcleo ex-alimentos frescos para 1,6% a/a (vs. 1,4%), com o núcleo ex-alimentos frescos e energia estável em 1,8% a/a. A alta deve refletir, sobretudo, o repasse tardio do choque de petróleo para energia no varejo, em um mês tipicamente quieto para reajustes corporativos amplos. Além da energia, a dinâmica preferida pelo BoJ — preços de serviços sustentados por salários — deve permanecer no nível necessário para seguir dando confiança ao BoJ sobre a estabilização da inflação em torno da meta, de maneira sustentável e estrutural. Esperamos que o banco central siga na rota de normalização gradual: após a alta de junho para 1,0%, o cenário-base continua contemplando mais um aumento de 25 bps ainda em 2026, elevando a taxa para cerca de 1,25%, condicionado à difusão do repasse e à trajetória do iene, sem urgência de movimento já na próxima reunião.

Cenário macroeconômico

Brasil

Agenda mais leve

Nessa semana, a agenda doméstica de hard data fica esvaziada. Na semana passada tivemos a divulgação dos indicadores de atividade de maio (PMS, PMC e IBC-Br) que ajuda a calibrar a leitura do segundo trimestre.

O volume de serviços recuou 0,4% m/m em maio, abaixo do consenso de estabilidade/leve queda (-0,1%) e após a alta de 1,2% em abril. Na comparação anual, o avanço ficou em apenas 0,4% a/a. A composição foi mista: serviços prestados às famílias avançaram 0,2% m/m e os serviços profissionais, administrativos e complementares subiram 1,9% m/m, enquanto transportes, serviços auxiliares e correio caíram 1,0% m/m, com destaque negativo para o transporte aéreo. Em nossa avaliação, o print corrige parte do rebound de abril sem alterar, isoladamente, a leitura de demanda das famílias ainda sustentada no trimestre, mas reforça que o agregado de serviços perdeu tração na margem após um mês forte.

No varejo, o comércio restrito avançou 0,1% m/m em maio, abaixo do consenso de +0,5% e após a queda de 1,6% em abril. O varejo ampliado, por sua vez, recuou 0,2% m/m, com a taxa anual em -0,6% a/a. Cinco das oito atividades do restrito ficaram no positivo, com destaque para vestuário (+3,1% m/m), móveis e eletrodomésticos (+2,7%) e combustíveis (+1,1%), enquanto hiper/supermercados e alimentos (-1,5%) e equipamentos de escritório (-1,7%) pesaram na direção oposta. No ampliado, veículos e material de construção avançaram na margem, insuficientes para compensar a fraqueza do núcleo do varejo e do atacado na comparação anual. O conjunto recupera apenas parcialmente a perda de abril e deixa o carregamento do ampliado para o 2T26 ainda negativo, coerente com alguma desaceleração do comércio no início do trimestre, ainda que sem colapso da demanda.

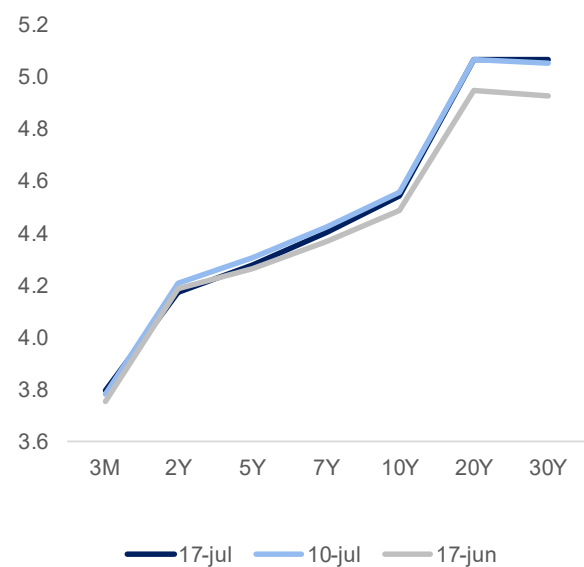
O IBC-Br de maio fechou o pacote com alta de 0,1% m/m, acima do consenso de -0,2% e após +0,4% em abril. Na abertura setorial, a indústria avançou 0,4% m/m e os serviços 0,1% m/m, enquanto a agropecuária recuou 1,0% m/m; o IBC-Br ex-agro subiu 0,2% m/m. Na comparação anual, o indicador avançou 0,8% a/a, com acumulado de 1,2% no ano e 1,4% em doze meses. Em nossa avaliação, o print confirma resiliência marginal da atividade no segundo trimestre, em linha com o cenário de crescimento do PIB em torno de 2,0% em 2026 e de expansão próxima de 0,5% t/t no 2T26, sustentada por impulsos fiscais e creditícios e por mercado de trabalho ainda apertado, ainda que indicadores de comércio e serviços na margem já mostrem acomodação.

O conjunto de indicadores divulgado na semana passada ficou abaixo das expectativas, trazendo uma sinalização positiva para o Banco Central. Ainda assim, não há confirmação de que esse movimento seja sustentável, sobretudo diante dos estímulos fiscais e da maior resiliência de setores cíclicos, o que levanta dúvidas sobre a robustez dessa desaceleração.

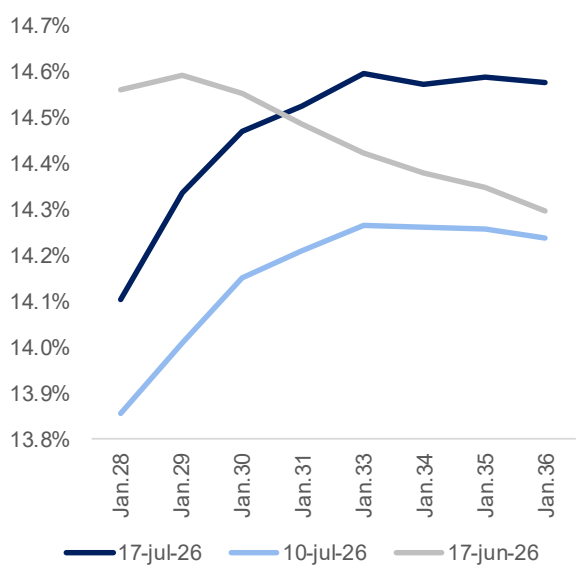
Taxas de Juros

Ao longo da última semana, a curva de juros dos EUA apresentou leve fechamento nos vértices curtos, refletindo a divulgação de dados de inflação ao consumidor abaixo do esperado. Nos prazos mais longos, contudo, o movimento foi limitado pela escalada do conflito entre EUA e Irã. No Brasil, por sua vez, a curva DI registrou abertura, mais intensa nos vértices intermediários e longos diante do aumento da aversão global ao 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	4.18%	4.55%	1.92%	2.25%	2.26%	2.30%
Alemanha	2.79%	3.13%	2.93%	2.07%	-0.15%	1.06%
Reino Unido	4.35%	4.95%	3.96%	3.21%	0.39%	1.74%
Brasil	14.23%	14.72%	8.29%	7.87%	5.94%	6.85%

Diferencial de Juros						
Brasil vs EUA	10.05%	10.17%	6.37%	5.62%	3.69%	4.55%
EUA vs Alemanha	1.39%	1.42%	-1.01%	0.18%	2.40%	1.24%
UK vs Alemanha	-1.56%	-1.83%	-1.03%	-1.15%	-0.53%	-0.68%
EUA vs UK	-0.17%	-0.40%	-2.04%	-0.97%	1.87%	0.56%

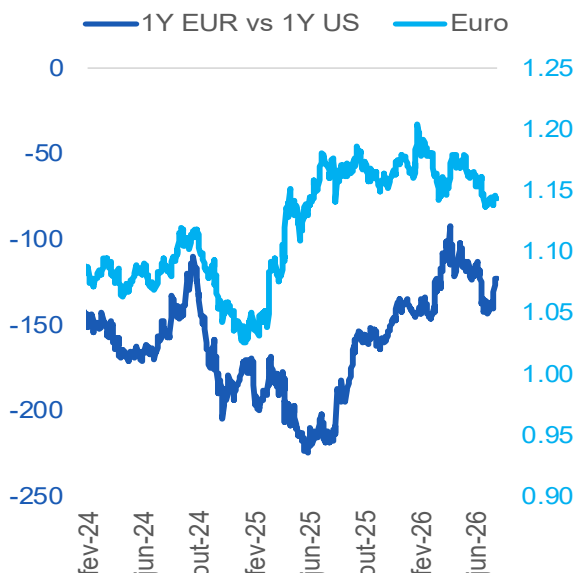
Juros DI	17-jul-26	10-jul-26	17-jun-26	30 dias (bps)	2026 (bps)	12M (bps)
Jan.27	13.96%	13.91%	14.30%	-34	6	-38
Jan.28	14.11%	13.86%	14.56%	-46	25	42
Jan.29	14.34%	14.01%	14.59%	-26	33	74
Jan.30	14.47%	14.15%	14.55%	-8	32	78
Jan.31	14.53%	14.21%	14.49%	4	32	75
Jan.33	14.60%	14.27%	14.42%	17	33	74
Jan.34	14.57%	14.26%	14.38%	20	31	74
Jan.35	14.59%	14.26%	14.35%	24	33	75
Jan.36	14.58%	14.24%	14.30%	28	34	76

Visão estratégica

Taxas de Juros

Internacional

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

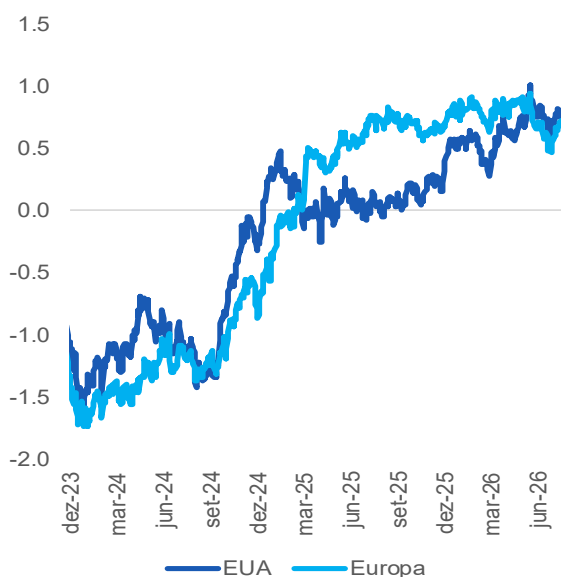


Doméstico

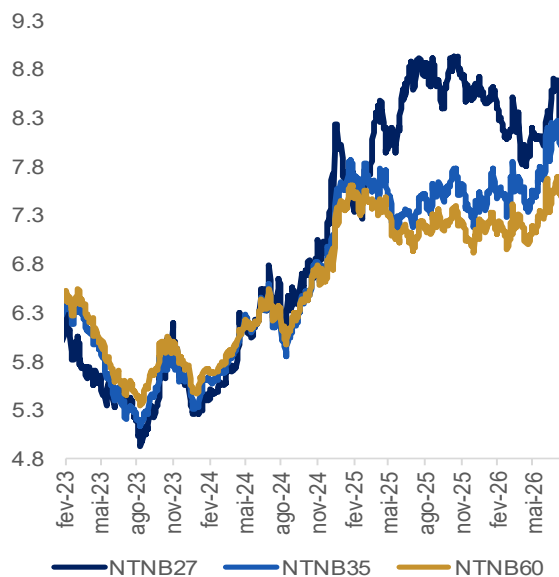
Inclinação da Curva de Juros



Inclinação (10Y vs 3M): EUA vs Euro



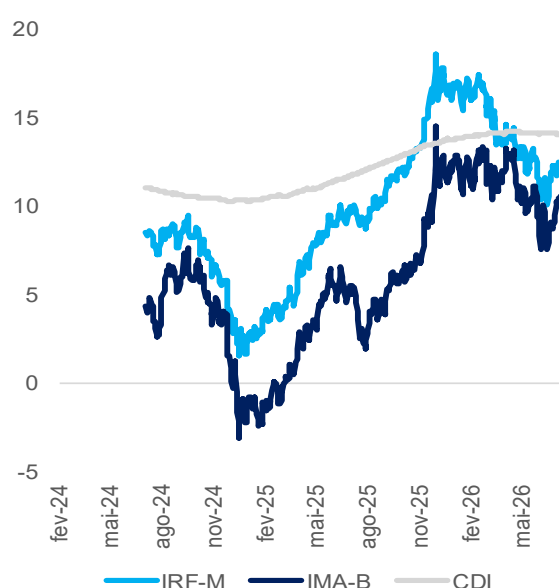
Evolução das taxas indexadas ao IPCA (%)



Spread de crédito



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



Visão estratégica

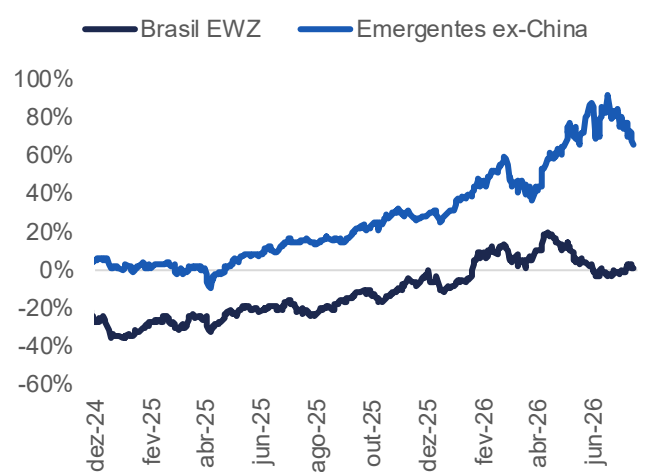
Renda Variável

Ao longo da última semana, a renda variável global apresentou desempenho predominantemente negativo. Nos Estados Unidos, o S&P 500 recuou pressionado pela forte correção das ações de semicondutores e pela redução do entusiasmo com os elevados investimentos em IA. A escalada das tensões entre EUA e Irã e a alta do petróleo também elevaram a aversão ao risco. No Brasil, o Ibovespa caiu pressionado pelo anúncio de novas tarifas norte-americanas sobre produtos brasileiros e pelas incertezas quanto à resposta do governo.

S&P 500: preço/lucro



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



País	Índice/ETF	16-jul-26	Semana	Julho	2026	12 meses
EUA	Dow Jones	52,553	0.1%	-0.3%	8.5%	17.6%
Emergentes	XCEM Equity	\$ 48.42	-4.3%	-9.7%	24.4%	38.3%
EUA	S&P	7,534	-0.1%	-0.6%	8.9%	18.4%
China	MCHI Equity	\$ 54.14	1.8%	3.8%	-11.9%	-7.8%
Europa	EZU Equity	\$ 68.24	-0.4%	-2.2%	6.0%	15.0%
Brasil	EWZ Equity	\$ 35.33	1.1%	2.1%	10.9%	31.2%
EUA	Nasdaq	25,882	-1.2%	-2.6%	9.8%	22.1%

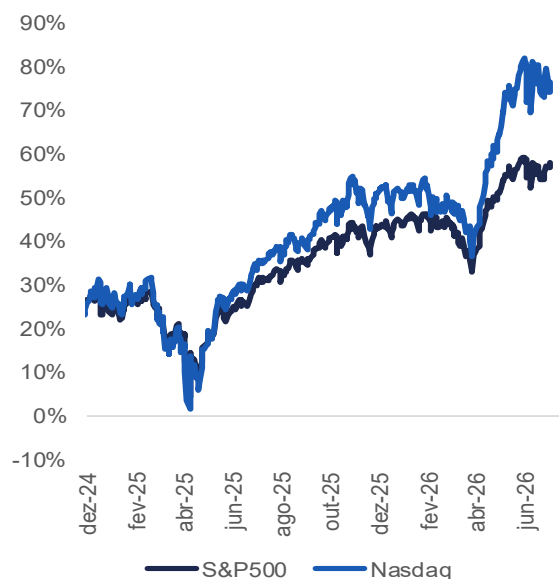
Índices	Código	17-jul-26	Semana	Julho	2026	12 meses
Fundos Imob.	IFIX	3,847	0.1%	0.4%	1.9%	10.7%
Indústria	INDX	28,584	-2.6%	-1.8%	-4.4%	8.7%
Mat. Básicos	IMAT	6,175	0.8%	5.9%	0.1%	21.4%
Ibovespa	IBOV	173,714	-2.3%	1.0%	7.8%	28.1%
Small Caps	SMLL	2,187	-3.8%	-0.6%	-5.2%	1.2%
Utilities	UTIL	18,440	-5.6%	-2.0%	8.7%	41.9%
Consumo	ICON	2,865	-3.4%	-2.8%	-7.9%	0.1%
Finanças	IFNC	18,543	-2.7%	2.9%	7.2%	23.6%

Visão estratégica

Renda Variável

Internacional

S&P e Nasdaq

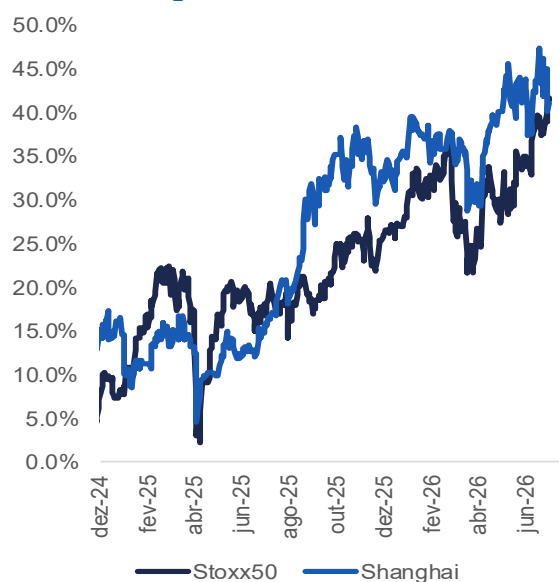


Doméstico

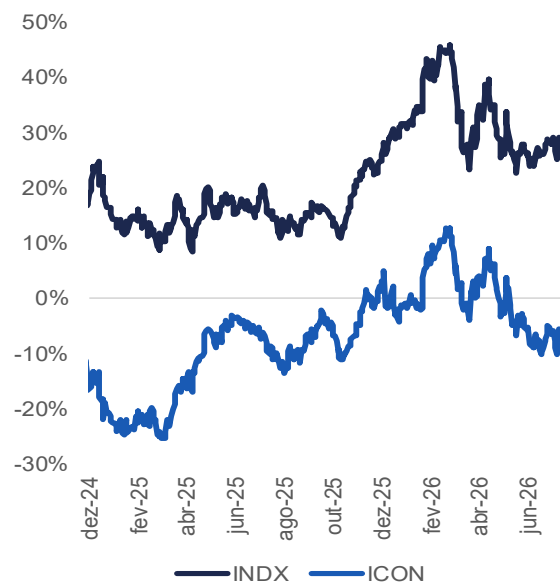
Materiais Básicos x Small Caps



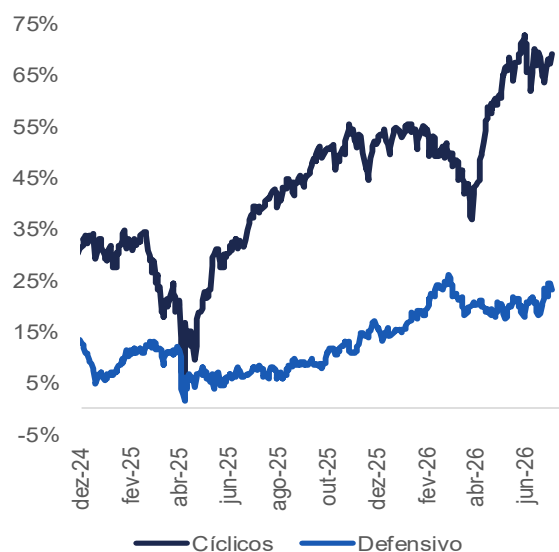
Shangai vs Euro stoxx



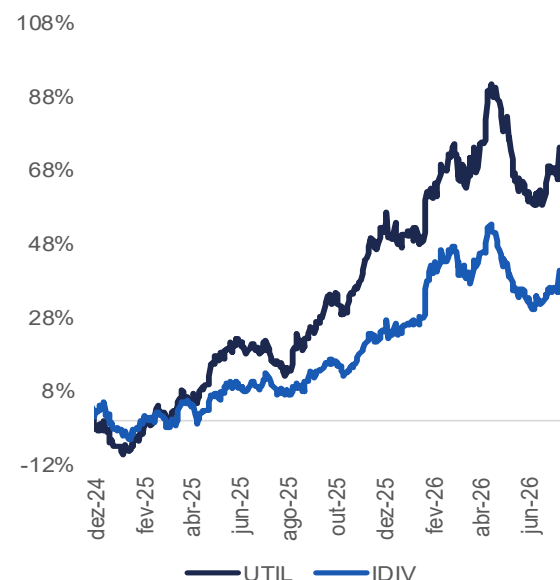
Indústria x Serviços



Cíclicos vs defensivos



Utilidade Pública x Dividendos



Visão estratégica

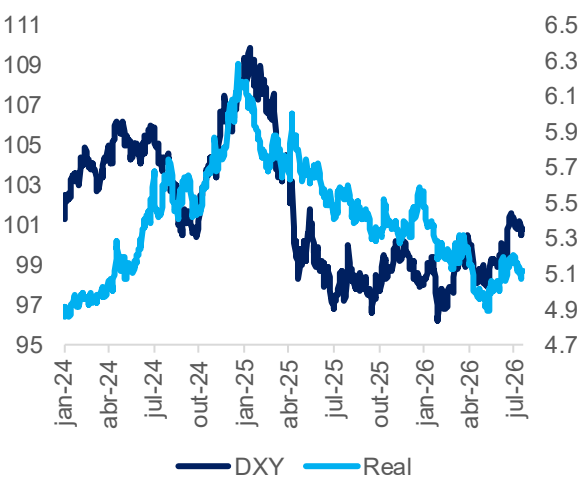
Commodities e moedas

No mercado de moedas, o dólar perdeu marginalmente força frente aos principais pares (DXY) após dados mais benignos de inflação nos EUA reduzirem as apostas em uma alta imediata dos juros pelo Fed. O real permaneceu praticamente estável. Em commodities, o petróleo Brent disparou 16%, para cerca de US\$ 88 por barril, refletindo a intensificação dos ataques no Oriente Médio e os riscos de interrupção dos fluxos de petróleo pelo Estreito de Ormuz.

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



DXY Index vs Real



Commodity	Bolsa	17-jul-26	Semana	Julho	2026	12 meses
CRB Index		565.32		2.4%	4.7%	0.1%
Café	Nova Iorque	\$ 318.30	-4.8%	7.4%	-0.6%	17.1%
Gado	Chicago	\$ 220.70	-4.3%	-6.7%	-0.9%	6.4%
Minério de Ferro	Cingapura	\$ 99.45	0.2%	0.5%	-3.0%	3.0%
Soja (bu)	Chicago	\$ 1,218.00	2.3%	6.5%	14.4%	14.8%
Petróleo Brent	Londres	\$ 88.16	16.0%	20.8%	46.5%	32.5%
Ouro		\$ 4,022.45	-2.37%	0.36%	-6.87%	20.47%
Milho (bu)	Chicago	\$ 472.75	2.5%	8.4%	2.7%	3.6%

Moedas	País	17-jul-26	Semana	Julho	2026	12 meses
DXY	EUA	100.77	-0.2%	-0.4%	2.6%	2.3%
Real	Brasil	R\$ 5.11	0.1%	1.0%	-6.6%	-7.8%
Peso Mexicano	México	R\$ 0.29	-0.3%	1.2%	-4.4%	-2.2%
Libra Esterlina	Inglaterra	R\$ 6.88	0.4%	-0.6%	-6.8%	-8.1%
Yuan	China	R\$ 0.75	0.1%	0.7%	-3.9%	-3.2%
Euro	Europa	R\$ 5.85	0.3%	0.8%	-9.1%	-9.8%
Rand Sul-African	África do Sul	R\$ 0.31	-1.2%	1.5%	-6.3%	-1.8%

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