



23 de dezembro de 2024

Spoiler Macro

Macro Strategy – BTG Pactual S.A.

Álvaro Frasson

Arthur Mota

Lorena Laudares

Victor Amaral

Destques da Semana



Estados Unidos

Agenda de dados macroeconômicos mais leve nos EUA.

Ásia | Europa

5ªF Inflação ao Consumidor de Tóquio: Esperamos uma aceleração do CPI de Tóquio, apoiado, sobretudo, por itens voláteis, como energia, dado o efeito da suspensão de subsídios governamentais ao gás e à eletricidade.

Brasil

6ªF Inflação: O IPCA-15 de dezembro deverá apresentar um arrefecimento frente à leitura anterior, apoiado principalmente por eletricidade, devido às tarifas de bandeira mais baixas para novembro e dezembro;

Mercado de Trabalho: Os dados do Caged e PNAD referentes a novembro ainda devem sinalizar uma criação robusta de empregos, ao passo que a taxa de desemprego com ajuste sazonal deve seguir estável em níveis historicamente baixos.

Dados de fechamento do dia 20-dezembro

Indicadores de Mercado

Pós-fixado	Ações	Ações EUA	Taxa de Câmbio
CDI	IBOV	S&P 500	Dólar
12.15	122,102	5,931	6.09

Na Semana

0.23% -3.13% -2.52% 1.46%

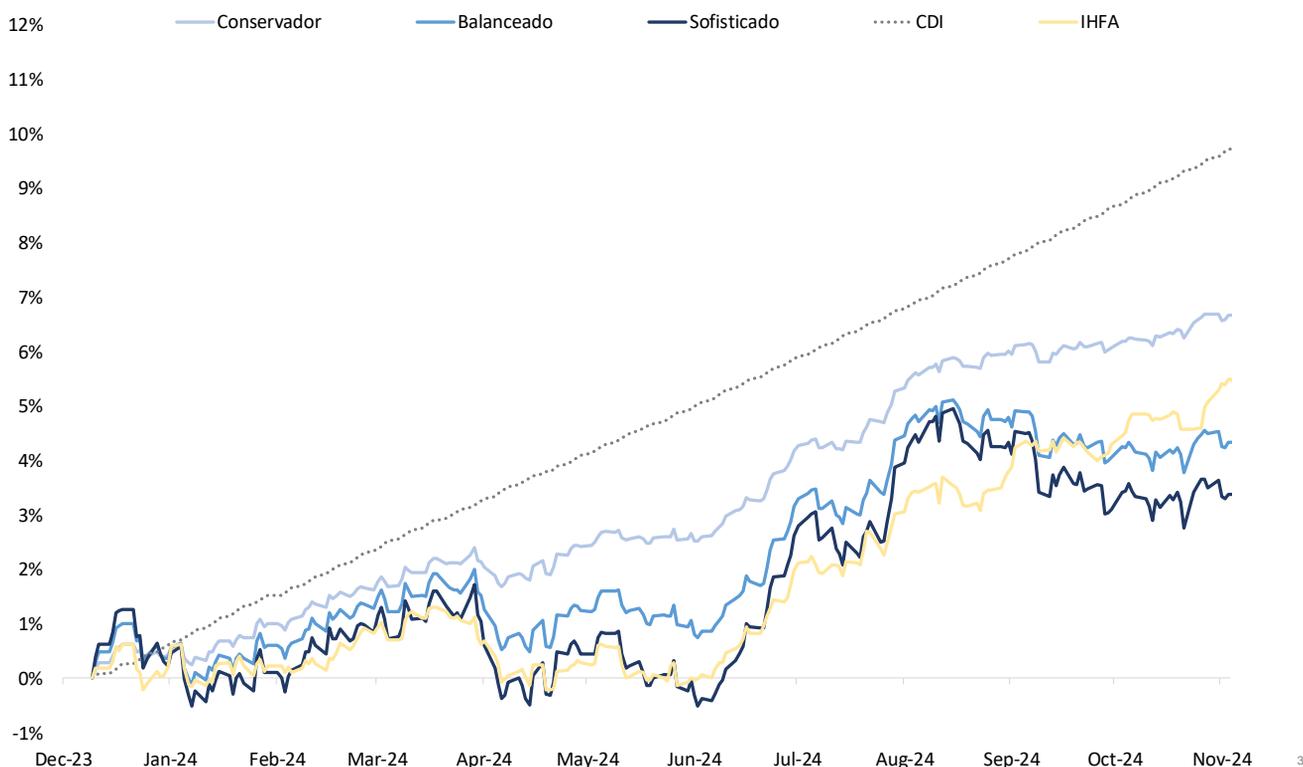
No Ano

10.57% -8.08% 26.06% 23.70%

Em 12 meses

10.91% -6.65% 24.38% 23.8%

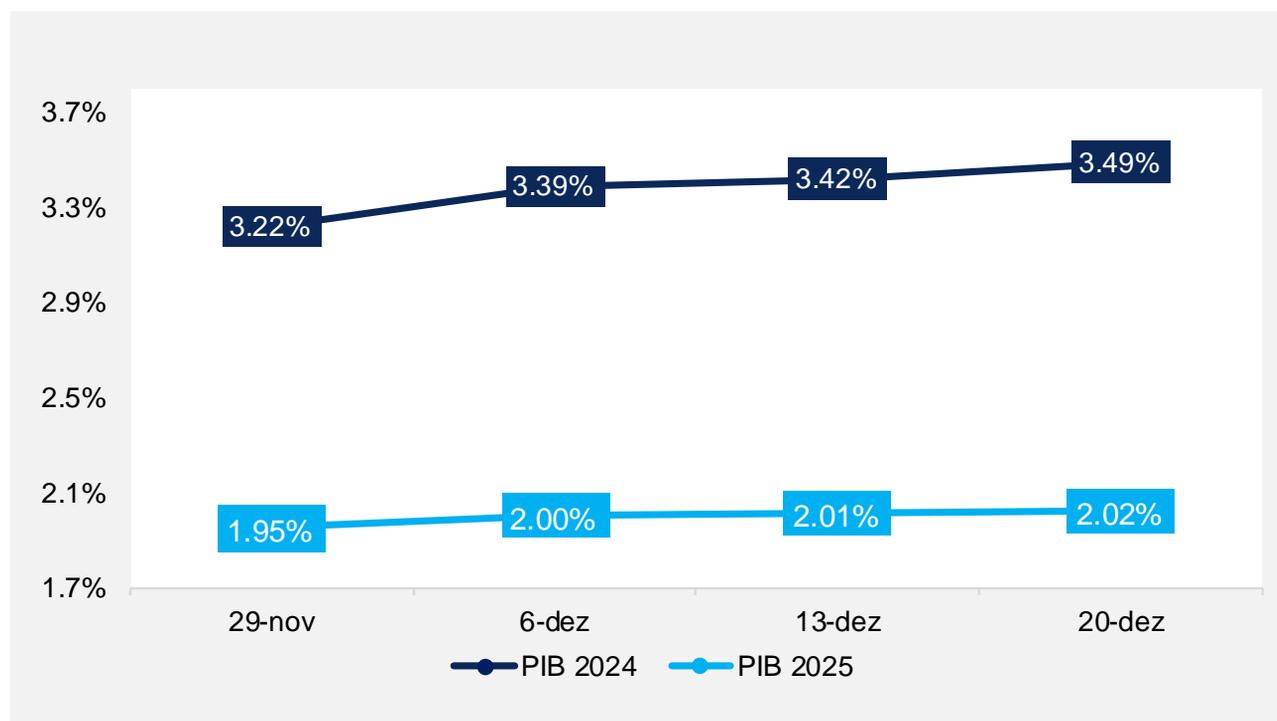
Asset Strategy: perfis vs benchmarks. Rentabilidade 12 meses



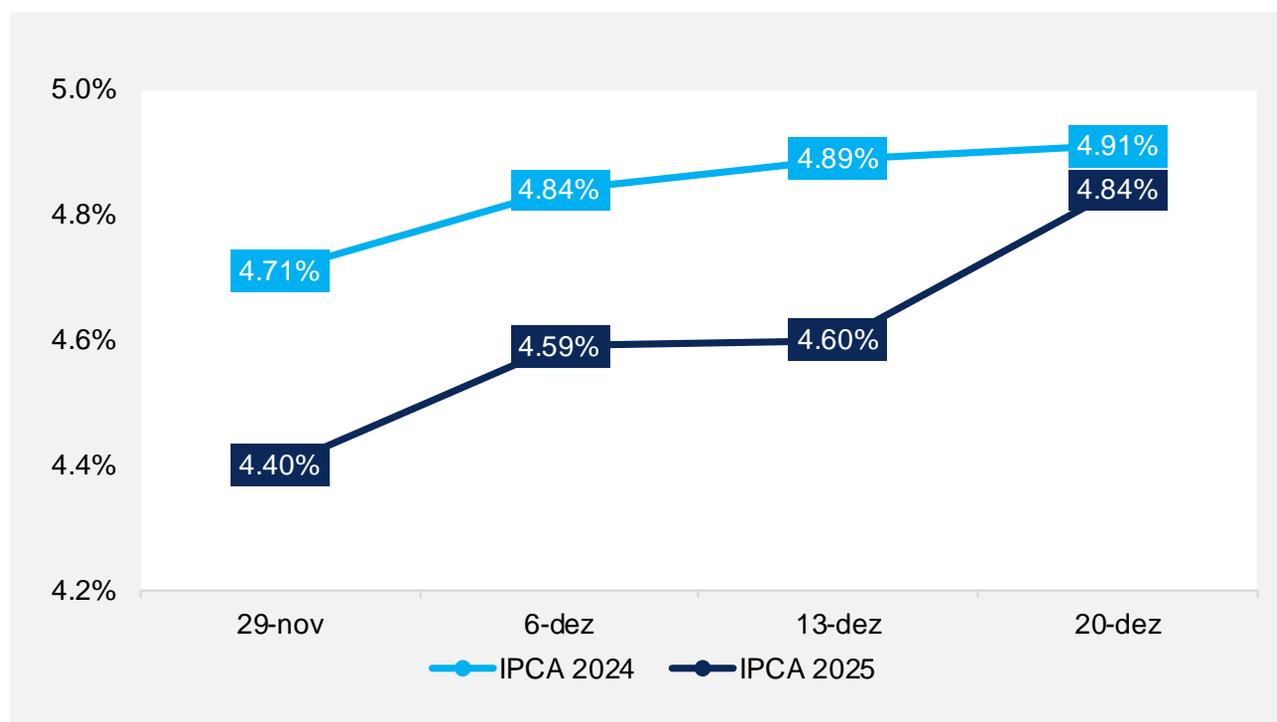
23-dez-24

Relatório Focus

Expectativas PIB – Acumulado em 4 trimestres (%)



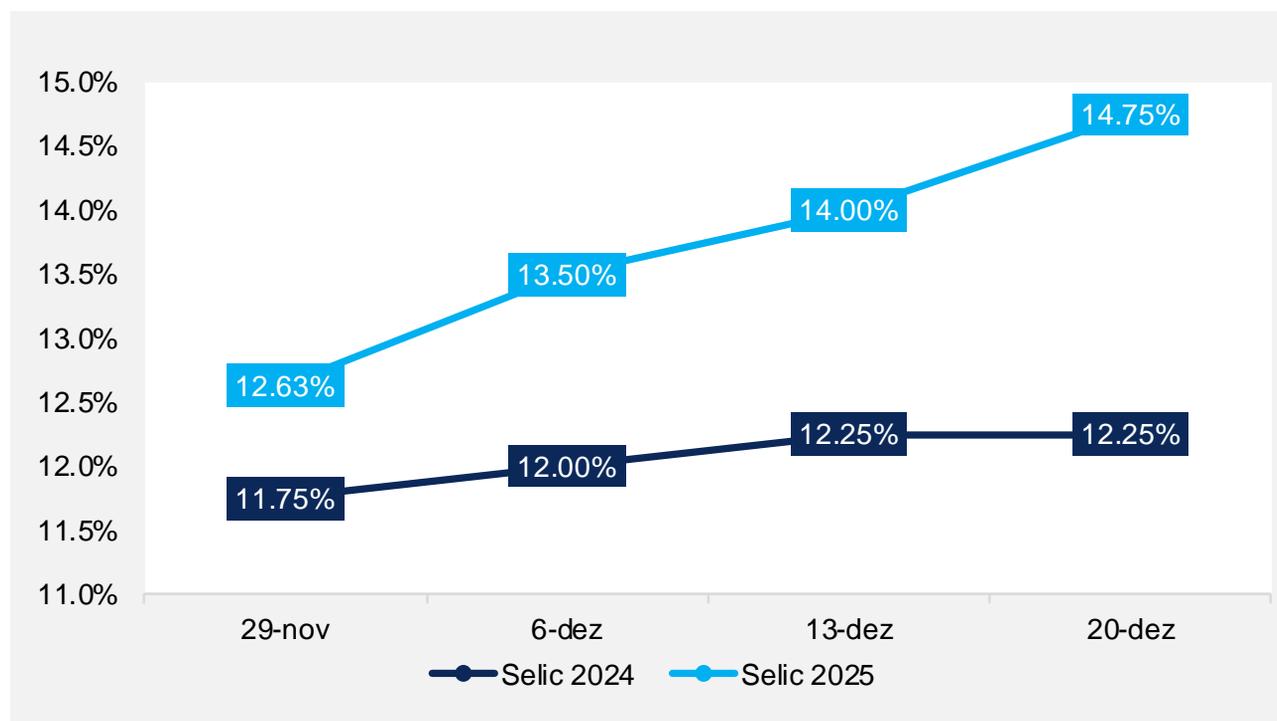
Expectativas IPCA – a/a %



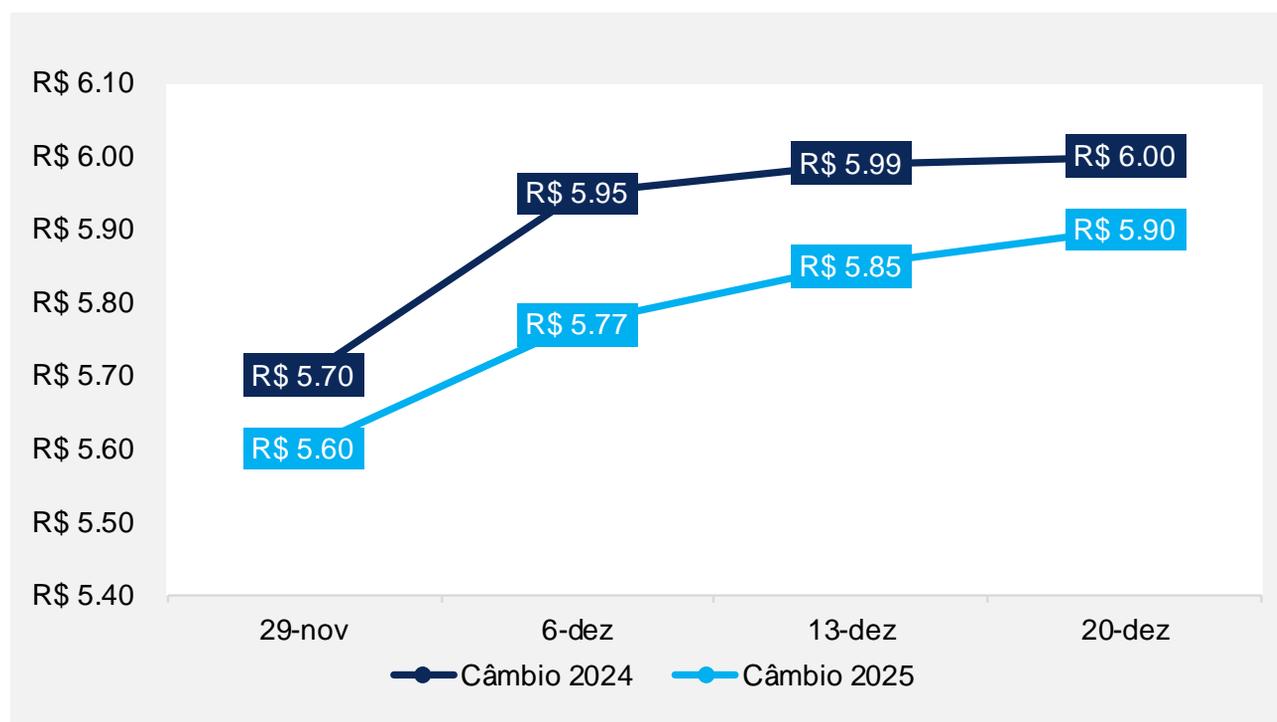
23-dez-24

Relatório Focus

Expectativas Taxa Selic - a/a %



Expectativas Taxa de Câmbio - BRLUSD



23-dez-24

Projeções BTG Pactual

Macro Research	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
Atividade Econômica							
PIB Real (% a/a)	1.22	(3.28)	4.76	2.90	3.20	3.50	1.50
Taxa de Desemprego (% fim de período)	11.10	14.20	11.10	7.90	7.40	6.50	7.10
Agricultura (% a/a)	0.42	4.17	0.28	(1.74)	15.10	(2.60)	2.70
Indústria (% a/a)	(0.67)	(2.97)	4.78	1.62	1.60	3.40	0.30
Serviços (% a/a)	1.51	(3.74)	5.22	4.16	2.40	3.90	1.90
Consumo Privado (% a/a)	2.60	(4.56)	3.69	4.28	3.10	5.40	2.20
Consumo Governo (% a/a)	(0.49)	(3.69)	3.46	1.53	1.70	2.40	1.70
Investimentos (% a/a)	4.03	(1.75)	16.49	0.89	(3.00)	7.50	2.50
Exportações (% a/a)	(2.56)	(2.29)	5.87	5.54	9.10	3.20	4.30
Importações (% a/a)	1.33	(9.48)	12.03	0.81	(1.20)	17.90	7.60
Inflação & Taxa de Juros							
IPCA (% a/a, fim de período)	4.31	4.52	10.06	5.79	4.62	5.00	5.50
IGP-M (% a/a, fim de período)	7.30	23.14	17.78	5.45	(3.18)	6.60	4.50
Taxa Selic (% fim de período)	4.50	2.00	9.25	13.75	11.75	12.25	15.25
Taxa Selic (% média)	6.03	2.88	4.59	12.63	13.25	10.92	14.35
Balança de Pagamentos & Taxa de Câmbio							
Balança Comercial (US\$ bi) – BP	26.55	32.37	36.36	44.15	92.30	66.30	81.00
Conta Corrente (US\$ bi)	(68.02)	(28.21)	(46.36)	(53.62)	(21.70)	(61.00)	(42.00)
Investimento Direto no País (US\$ bi))	69.17	37.79	46.44	87.24	64.20	70.00	70.00
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, fim de período)	4.03	5.20	5.57	5.29	4.99	6.00	6.25
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, média)	3.95	5.16	5.40	5.17	5.00	5.40	6.05
Contas Fiscais							
Resultado Primário (% do PIB)	(0.8)	(9.2)	0.7	1.2	(2.3)	(0.4)	(0.7)
Governo Central (R\$ bi)	(88.9)	(745.3)	(35.9)	54.9	(264.5)	(46.9)	(99.9)
Resultado Nominal (% PIB)	(5.8)	(13.3)	(4.3)	(4.6)	(8.9)	(7.9)	(8.6)
Dívida Líquida (% PIB)	54.7	61.4	55.1	56.1	60.9	62.5	67.3
Dívida Bruta (% PIB)	74.4	86.9	77.3	71.7	74.4	77.7	82.4

de 23 a 27 de dezembro

Agenda Macro Semanal

Horário	País	Evento	Período	Expectativa	Anterior
Segunda-feira 23-Dec					
8:30	Brasil	Nota à Imprensa S. Externo: Transações Correntes (USD milhões)	Nov	-\$3000m	-\$5880m
8:30	Brasil	Nota à Imprensa Setor Externo: IDP (USD milhões)	Nov	\$5717m	\$5717m
12:00	EUA	Confiança do Consumidor	Dez	113.0	111.7
Terça-feira 24-Dec					
10:30	EUA	Encomendas de Bens Duráveis (MoM % a.s.)	Nov P	-0.3%	0.3%
12:00	EUA	Sondagem Industrial - Richmond	Dez	-10.0	-14.0
Quarta-feira 25-Dec					
Feriado de Natal					
Quinta-feira 26-Dec					
8:00	Brasil	Sondagem da Indústria	Dez	-	-
-	Brasil	Relatório Mensal da Dívida Pública	Nov	-	-
10:30	EUA	Pedidos de auxílio desemprego (mil)	Dez 21	-	220k
22:30	China	Lucros Totais da Indústria (YoY%)	Nov	-	-10.0%
Sexta-feira 27-Dec					
8:00	Brasil	Sondagem de Serviços	Dez	-	-
8:00	Brasil	Sondagem do Comércio	Dez	-	-
8:00	Brasil	IGP-M (MoM %)	Dez	1.07%	1.30%
8:00	Brasil	IGP-M (YoY %)	Dez	6.72%	6.33%
8:30	Brasil	Nota à Imprensa: Pol. Monetária e Op. De Crédito - Saldo	Nov	-	10.8%
9:00	Brasil	IPCA-15 (MoM %)	Dez	0.45%	0.62%
9:00	Brasil	IPCA-15 (YoY %)	Dez	4.82%	4.77%
9:00	Brasil	PNAD Contínua (Taxa de Desemprego %)	Nov	6.1%	6.2%
15:00	Brasil	Caged (Emprego Formal) (Mil)	Nov	-	132,7mil
-	Brasil	Resultado Primário do Governo Central (em R\$ bilhões)	Nov	-6.5b	40.8b
-	Brasil	Definição da bandeira tarifária de energia elétrica	Jan	-	Verde
Na Semana					
	Brasil	Arrecadação Federal (R\$ bilhões)	Nov		R\$247,9bi

Cenário macroeconômico

Estados Unidos

Agenda de indicadores mais leve nos EUA em semana mais curta

A última semana foi marcada pela leitura da inflação ao consumidor (CPI) e ao produtor (PPI) de novembro. A primeira registrou um resultado ligeiramente acima do esperado por nós (0,31% m/m vs 0,27% BTGP MS), caracterizada tanto por uma aceleração de itens voláteis maior do que o esperado, como alimentação e energia, quanto pela maior pressão do setor automotivo do lado de bens. Na ponta contrária, o setor de serviços apresentou um resultado mais benigno (de 0,35% para 0,28% m/m), impulsionado pela acomodação de aluguéis de residência. Por sua vez, o PPI trouxe uma leitura mais benigna no que tange aos itens que compõem o deflator PCE, principal métrica de inflação acompanhada pelo Fed e que será divulgada na sexta-feira (20 de dezembro). Para este dado, esperamos um arrefecimento significativo tanto do headline (0,17% m/m BTGP MS vs 0,2% consenso vs 0,24% anterior), quanto do core (0,15% m/m BTGP MS vs 0,2% consenso vs 0,27% anterior). A melhora qualitativa do dado deve ocorrer também em virtude de uma menor pressão de bens duráveis (de 0,08% para 0,01% m/m), mas principalmente pelo arrefecimento de serviços (de 0,38% para 0,22% m/m) em decorrência da menor pressão significativa de habitação (de 0,44% para 0,19% m/m) e serviços financeiros (de 0,7% para 0,26% m/m). Desse modo, entendemos que a expectativa pela melhora do indicador após 3 meses de aceleração deu mais forças para as expectativas do mercado de que o Fed cortará juros na reunião de dezembro.

Juntamente com o dado de inflação, também teremos o indicador de consumo, que deve ter apresentado uma aceleração tanto em termos nominais (consenso 0,5% m/m vs 0,4% anterior) quanto em termos reais (0,3% m/m vs 0,1% anterior) no mês de novembro, apoiado pela inflação mais benigna no período. Caso confirmado, será mais um indicativo de que o consumo segue forte, deixando um carregamento robusto para o 4T24, apoiando nossas projeções de crescimento do PIB de 2,8% em 2024.

Por sua vez, o principal evento da semana será a última reunião do FOMC do ano, na quarta-feira (18 de dezembro), para a qual tanto nós quanto o consenso esperamos um novo corte de juros de 25 bps, levando a FFR para o intervalo de 4,5%-4,75% para 4,25%-4,5%. Em sua tradicional coletiva pós-decisão, Powell deverá reiterar que a decisão representa a continuidade do processo de recalibração da política monetária, caracterizada por uma abordagem gradual. Ademais, reafirmará que a atividade econômica segue robusta, visão possivelmente reforçada por revisões altistas de crescimento nas projeções do comitê e uma percepção mais favorável do mercado de trabalho. Por outro lado, deverá adotar uma postura cautelosa em sua comunicação sobre o processo de desinflação, sobretudo após já ter sinalizado direcionar a política monetária para um nível neutro – o que será alcançado ao longo do tempo, por meio de ajustes graduais e “skips” de reuniões, sem um ciclo sequencial de cortes. Assim, deve ocorrer uma revisão altista nas projeções de inflação para 2024 e 2025, acompanhada pela subida da taxa terminal da FFR projetada pelo comitê de 2,9% para algo entre 3,1% e 3,4%.

Na terça-feira (17 de dezembro), teremos a leitura das vendas no varejo, que deverá apresentar uma ligeira aceleração (consenso 0,5% m/m vs 0,4% anterior), apoiada sobretudo por itens considerados menos voláteis, tendo em vista que a métrica que retira esses itens (automóveis e gasolina) deve acelerar ainda mais (consenso 0,4% vs 0,1% anterior). Caso confirmado, o dado seguirá sugerindo um 4T24 mais forte do que o esperado inicialmente, também apoiando a narrativa de atividade econômica resiliente e, portanto, possibilitando que o Fed compre mais tempo em reuniões ao longo de 2025.

Cenário macroeconômico

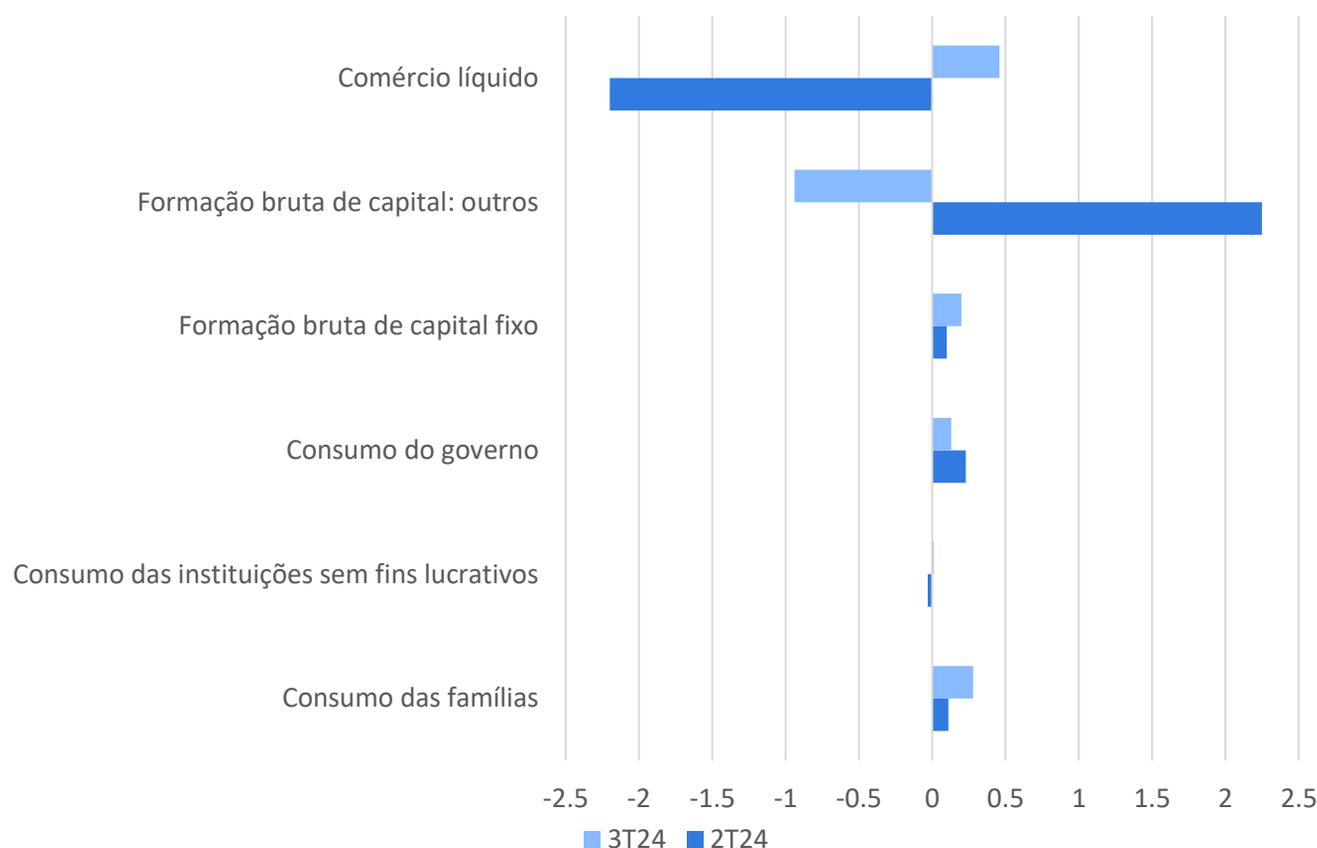
Europa

Semana com agenda esvaziada na Zona do Euro

Na Zona do Euro, a agenda de indicadores estará esvaziada na última semana do ano. Desse modo, o principal evento será a nova leitura do PIB do Reino Unido referente ao 3T24 (0,1% t/t), que deve seguir sinalizando uma perda de tração da economia em relação ao primeiro semestre. Dentre os principais drivers, destacam-se a menor contribuição do consumo do governo (de 0,23% para 0,13% t/t) e da formação bruta de capital (de 2,25% para -0,94% t/t). Por outro lado, foi observada uma melhor contribuição do comércio externo líquido (de -2,2% para 0,46% t/t) e do consumo das famílias (de 0,11% para 0,28% t/t).

Apesar deste movimento de desaceleração da economia, os membros do BoE optaram por manter os juros inalterados na reunião de dezembro, em 4,75%. Apesar de a decisão não ter ocorrido de forma unânime, houve um dissenso maior do que o esperado, com um placar de votos de 6x3, ao passo que alguns membros do comitê gostariam de seguir com um novo corte de juros. Apesar disso, o governador Bailey, que votou para manter as taxas inalteradas, disse que o BoE precisa seguir com uma abordagem gradual de cortes, tendo em vista o crescimento de incertezas na economia e a inflação ainda em patamar historicamente elevado. Nesse sentido, não foram dados guidances sobre quando ou quanto o MPC seguirá cortando as taxas em 2025.

Contribuições por componentes de despesa no PIB do Reino Unido



Cenário macroeconômico

Ásia e Oceania

Inflação ao consumidor de Tóquio será o foco na Ásia

Na Ásia, a semana será marcada pela leitura da inflação ao consumidor de Tóquio referente a dezembro, importante proxy para a inflação nacional. O mercado estima uma aceleração na ponta (de 2,6% para 2,9% a/a), que deve ser impulsionada, sobretudo, por itens voláteis, como energia, dado o efeito da suspensão de subsídios governamentais ao gás e à eletricidade, e alimentos, à vista da pressão sobre os preços do arroz. Por outro lado, vale destacar que o governo deverá reativar os subsídios aos preços da eletricidade e gás por três meses a partir de janeiro, para aliviar os altos custos dos combustíveis. Tal medida fará parte de um orçamento de US\$ 92 bi com o objetivo de proteger as famílias do aumento do custo de vida. Por sua vez, o núcleo da inflação, que exclui tais elementos voláteis, também deve apresentar uma ligeira alta (de 1,3% para 1,5% a/a).

Na última semana, o BoJ optou pela manutenção do atual patamar da taxa de juros (0,25%), com os membros sugerindo necessidade de maior cautela em meio às incertezas sobre o cenário econômico à frente, em virtude das políticas do novo governo Trump. Vale ressaltar, no entanto, que Tamura (BoJ, hawkish) propôs um aperto de 25 bps, apoiado pela percepção de riscos inflacionários crescentes. Com o resultado, as expectativas são de que o banco central possa decidir pelo novo aumento de juros durante a reunião de janeiro, tendo em vista a fraqueza do iene globalmente, que segue apoiando um aumento nos custos de importação, pressionando ainda mais a inflação. Por outro lado, o governador Ueda (BoJ, neutro) lançou dúvidas sobre a possibilidade do aumento na próxima reunião, ao afirmar que o panorama geral sobre os salários deve estar mais claro até março ou abril e que pode levar tempo para avaliar completamente o impacto das políticas do novo governo americano. Apesar disso, também indicou que não é necessário esperar até que todas as informações estejam disponíveis.

Cenário macroeconômico

Brasil

IPCA-15 de dezembro e dados de mercado de trabalho em foco

O IPCA-15 de dezembro será divulgado nesta sexta-feira (27 de dezembro). Esperamos que registre alta de 0,50% m/m (4,88% a/a), desacelerando em relação à leitura de novembro (0,62% m/m). O movimento será impulsionado principalmente por eletricidade, onde as tarifas de bandeira mais baixas para novembro e dezembro (vis-à-vis outubro) levarão este subitem a um terreno de deflação. Em outros segmentos, a leitura de dezembro deve ser desfavorável, com aceleração da inflação para o núcleo de serviços e serviços intensivos em mão de obra, além de uma leitura extremamente alta para alimentação em domicílio. No segmento industrial, os descontos da Black Friday conduzirão temporariamente alguns itens à deflação, mas será largamente compensado pelo passthrough dos aumentos de impostos sobre cigarros. Refletindo esta dinâmica desfavorável da inflação, esperamos que a média dos núcleos continue a acelerar em dezembro.

Do lado da atividade, teremos dados importantes de atividade econômica referentes ao mês de novembro, com as estatísticas de crédito, emprego formal (Caged) e taxa de desemprego (PnadC) saindo também na sexta-feira. Para o Caged, esperamos a criação de 135 mil empregos em novembro, praticamente estável em relação aos 132 mil gerados em outubro. Para a PnadC, esperamos mais uma queda de 0,1 p.p. na taxa de desemprego, que deve atingir 6,1% em novembro, o que representa 6,4% com ajuste sazonal, estável em relação à leitura de outubro.

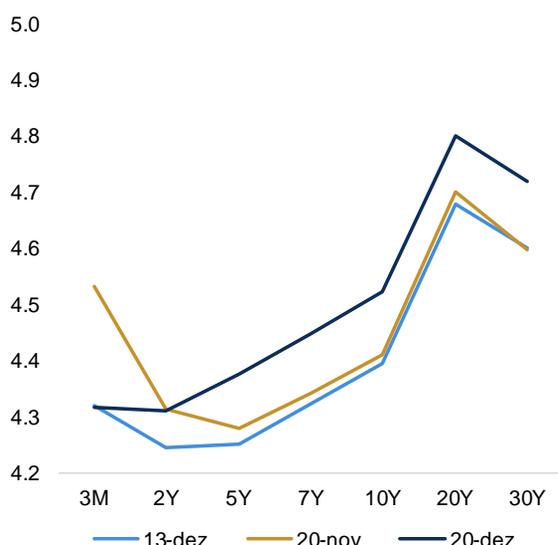
Ao longo da semana, serão publicados os dados de arrecadação e do resultado primário do governo central de novembro. A arrecadação deverá totalizar R\$ 209,5 bilhões no mês, acelerando para 11,3% a/a e 9,8% a/a YTD em termos reais. Repetindo a tendência observada ao longo do ano, os impostos ligados ao consumo permanecerão fortes. Entretanto, os impostos sobre os lucros das empresas deverão registrar uma aceleração considerável. Já para o resultado primário do governo central, esperamos um déficit de R\$ 7,2 bilhões no mês. Para além da arrecadação robusta, a outorga de hidrelétricas e o pagamento de dividendos deverão contribuir para o resultado. Do lado das despesas, a manutenção das despesas discricionárias em baixo patamar (por conta do bloqueio das emendas parlamentares) também deverá contribuir para o baixo déficit no mês. Os dados de arrecadação e do governo central devem reforçar nossa visão de que tanto a meta de primário quanto o teto de gastos serão cumpridos em 2024. Estimamos um déficit primário de R\$ 47 bilhões para este ano.

Visão estratégica

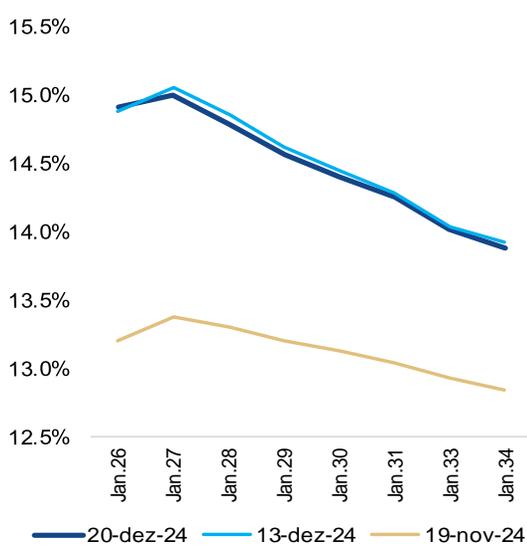
Taxas de Juros

Na última semana, apesar do resultado benigno do deflator do PCE de novembro, principal métrica de inflação acompanhada pelo Fed, a curva de juros dos EUA apresentou abertura tanto para o curto prazo quanto para prazos mais longos, devido ao posicionamento mais hawkish do FOMC na reunião de dezembro. Por sua vez, a curva DI segue em patamar elevado, com inclinação negativa, tendo em vista a sinalização de ciclo de alta de juros mais forte do Bacen.

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	4.31%	4.52%	2.53%	2.30%	1.78%	2.22%
Alemanha	2.03%	2.29%	2.05%	1.76%	-0.02%	0.52%
Reino Unido	4.35%	4.51%		3.50%		1.01%
Brasil	15.06%	14.16%	6.57%	6.45%	8.49%	7.71%
Diferencial de Juros						
Brasil vs EUA	10.75%	9.64%	4.04%	4.15%	6.71%	5.48%
EUA vs Alemanha	2.28%	2.24%	0.48%	0.53%	1.80%	1.70%
UK vs Alemanha	-2.32%	-2.23%		-1.74%		-0.49%
EUA vs UK	-0.04%	0.01%	2.53%	-1.20%	1.78%	1.22%

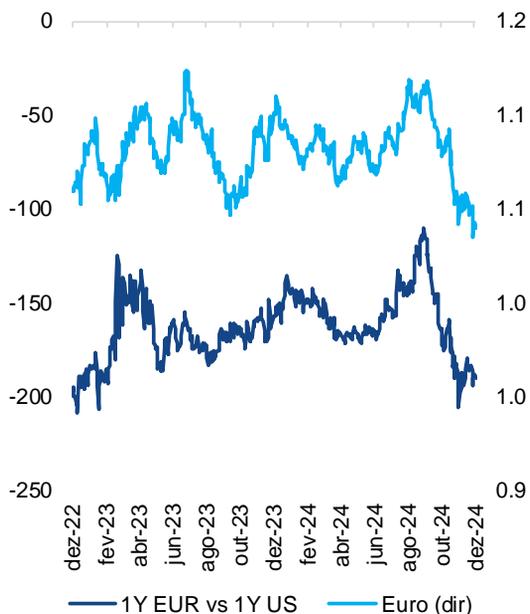
Juros DI	20-dez-24	13-dez-24	19-nov-24	30 dias (bps)	2024 (bps)	12M (bps)
Jan.25	12.17%	12.15%	11.46%	72	213	212
Jan.26	14.90%	14.88%	13.21%	170	527	531
Jan.27	14.99%	15.05%	13.38%	162	524	531
Jan.28	14.78%	14.86%	13.30%	148	481	486
Jan.29	14.56%	14.62%	13.20%	136	444	448
Jan.30	14.40%	14.45%	13.13%	127	417	419
Jan.31	14.24%	14.28%	13.04%	120	392	393
Jan.33	14.01%	14.04%	12.92%	109	361	358
Jan.34	13.88%	13.92%	12.84%	104	348	343

Visão estratégica

Taxas de Juros

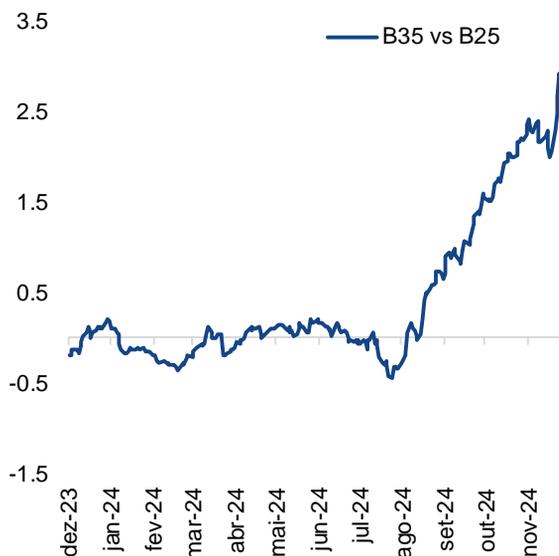
Internacional

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

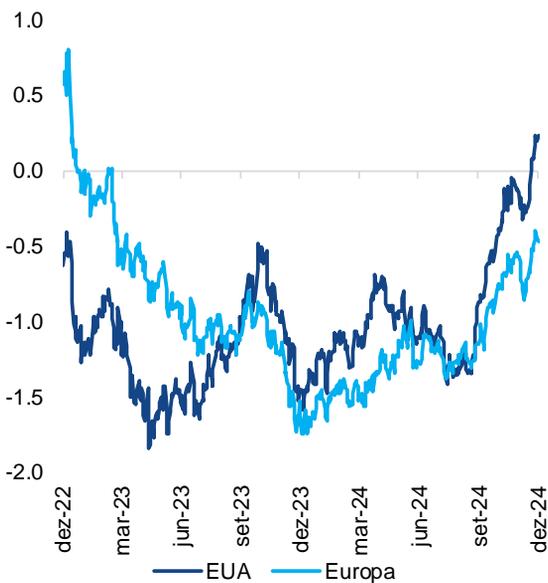


Doméstico

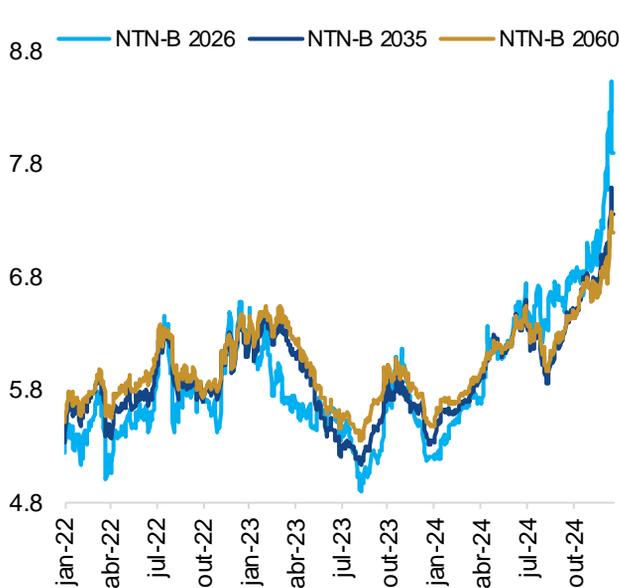
Inclinação da Curva de Juros



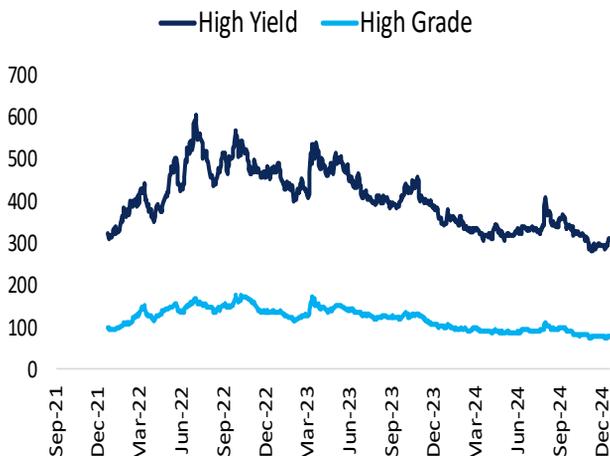
Inclinação (10Y vs 3M): EUA vs Euro



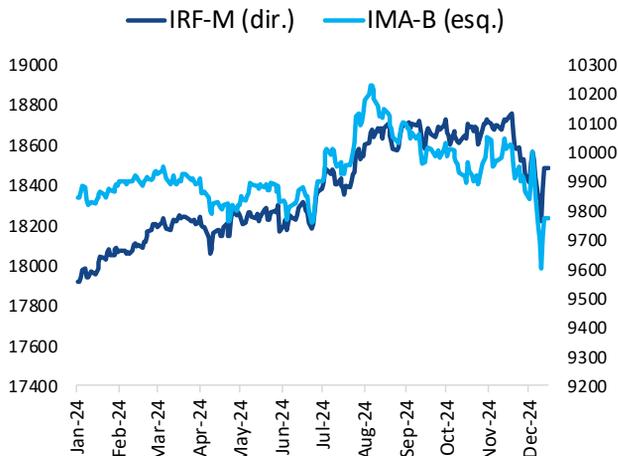
Evolução das taxas indexadas ao IPCA (%)



Spread de crédito



Indexado ao IPCA vs Prefixado (pts.)

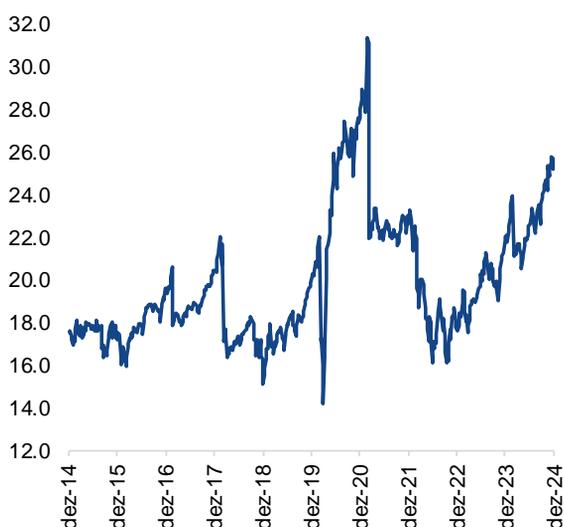


Visão estratégica

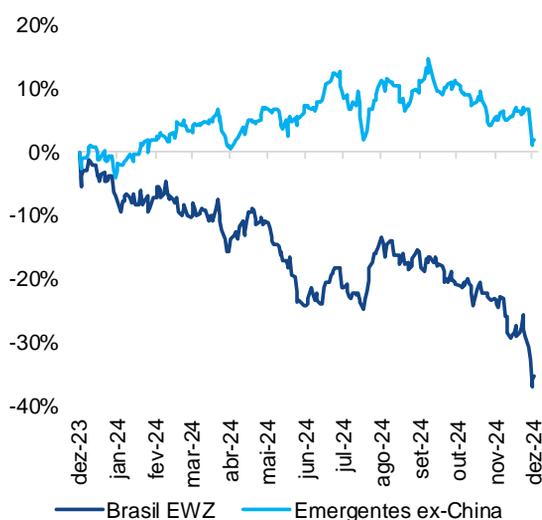
Renda Variável

Nos EUA, o S&P 500 encerrou a última semana com perdas, impulsionadas sobretudo pelas perspectivas de que o Fed deverá cortar menos os juros ao longo de 2025. Por sua vez, o Ibovespa também acumulou um resultado negativo, apoiado pela maior aversão ao risco advindo do ambiente externo.

S&P 500: preço/lucro



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



País	Índice/ETF	20-dez-24	Semana	Dezembro	2024	12 meses
EUA	Dow Jones	42,840	-2.3%	-4.6%	13.7%	14.6%
Emergentes	XCEM Equity	\$ 29.87	-5.4%	-3.8%	-1.3%	0.4%
EUA	S&P	5,931	-2.0%	-1.7%	24.3%	24.7%
China	MCHI Equity	\$ 47.10	-2.3%	-0.5%	15.6%	19.9%
Europa	EZU Equity	\$ 47.13	-3.6%	-1.5%	-0.7%	-0.2%
Brasil	EWZ Equity	\$ 23.09	-8.6%	-9.5%	-34.0%	-33.3%
EUA	Nasdaq	19,573	-1.8%	1.8%	30.4%	30.5%

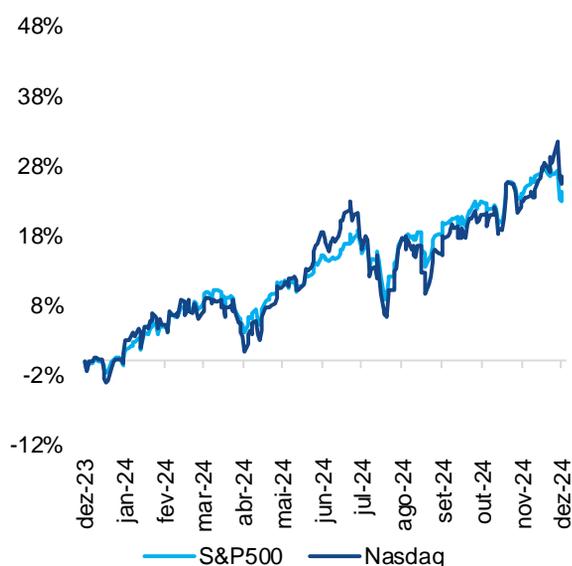
Índices	Código	20-dez-24	Semana	Dezembro	2024	12 meses
Fundos Imob.	IFIX	2,947	-0.9%	-6.1%	-11.0%	-8.3%
Indústria	INDX	26,746	-2.2%	-1.0%	17.8%	20.0%
Mat. Básicos	IMAT	5,600	-3.0%	-4.7%	-10.7%	-6.7%
Ibovespa	IBOV	122,102	-2.0%	-2.8%	-9.0%	-6.7%
Small Caps	SMLL	1,806	-3.8%	-5.6%	-23.2%	-21.9%
Utilities	UTIL	10,602	-2.9%	-3.5%	-5.3%	-2.9%
Consumo	ICON	2,542	-1.1%	-3.1%	-19.0%	-17.8%
Finanças	IFNC	11,996	-1.8%	-0.6%	-13.1%	-10.6%

Visão estratégica

Renda Variável

Internacional

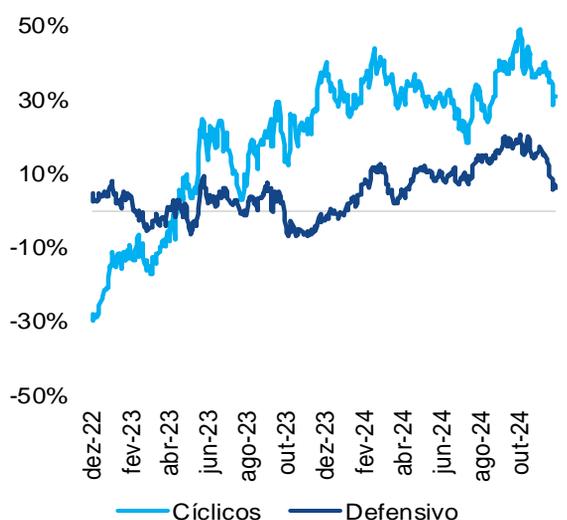
S&P e Nasdaq



Shanghai vs Euro stoxx

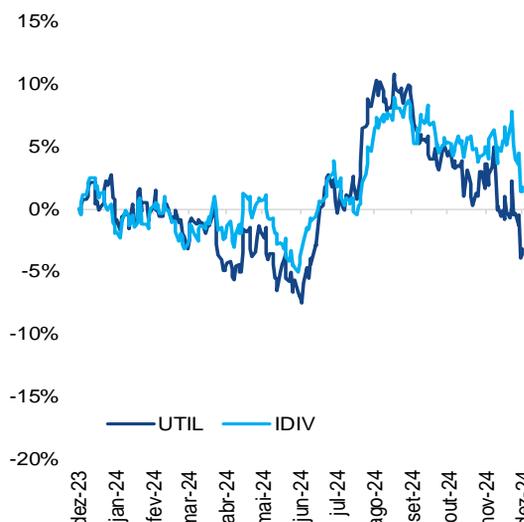
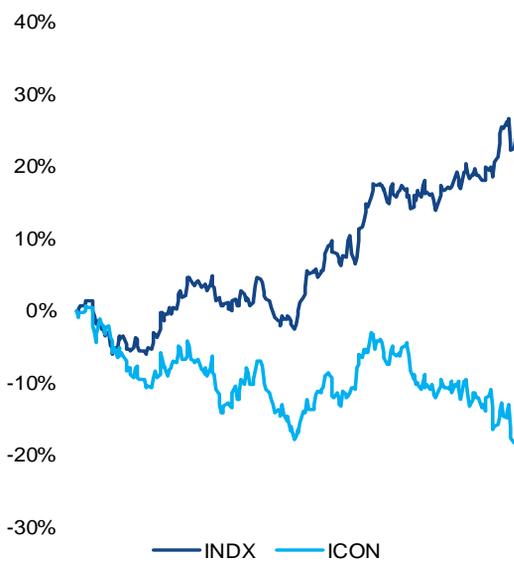
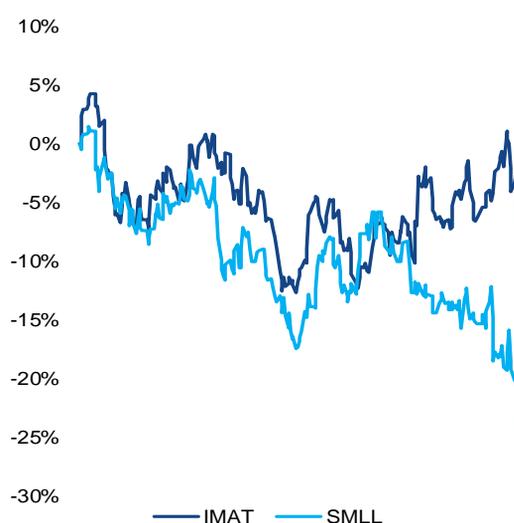


Cíclicos vs defensivos



Doméstico

Desempenho 12 meses (%)



Visão estratégica

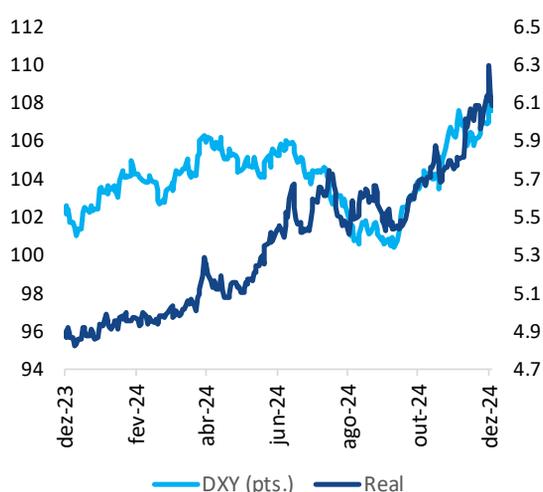
Commodities e moedas

No campo das commodities, o minério de ferro apresentou quedas na última semana, em virtude de preocupações com a demanda chinesa. Além disso, uma das principais fornecedoras globais do minério retomou operações em minas na Austrália, aliviando as perspectivas de oferta. Do lado das moedas, o dólar voltou a ganhar força no mundo durante a última semana, com o cenário de Fed mais hawkish. Por sua vez, o BRL conseguiu reverter parte das perdas que vinha tendo ao longo da semana, impulsionado pelos leilões do Bacen.

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



DXY Index vs Real



Commodity	Bolsa		20-dez-24	Semana	Dezembro	2024	12 meses
CRB Index			537.24	-0.41%	0.3%	5.3%	5.0%
Café	Nova Iorque	\$	323.15	1.1%	1.6%	70.1%	69.5%
Gado	Chicago	\$	188.40	-1.9%	-0.1%	2.6%	2.7%
Minério de Ferro	Cingapura	\$	101.10	-2.7%	-2.8%	-16.9%	-13.1%
Soja (bu)	Chicago	\$	981.50	-1.4%	-1.5%	-21.5%	-22.7%
Petróleo Brent	Londres	\$	72.82	-2.2%	1.4%	-2.1%	-5.6%
Ouro		\$	2,329.75	-12.03%	-0.84%	12.93%	14.69%
Milho (bu)	Chicago	\$	447.75	1.3%	3.4%	-12.9%	-12.6%

Moedas	País		20-dez-24	Semana	Dezembro	2024	12 meses
DXY	EUA		107.62	0.6%	2.2%	6.3%	5.1%
Real	Brasil	R\$	6.09	0.5%	-1.9%	25.3%	23.8%
Peso Mexicano	México	R\$	0.30	0.9%	-3.3%	6.0%	5.8%
Libra Esterlina	Inglaterra	R\$	7.65	0.1%	-0.5%	23.7%	23.1%
Yuan	China	R\$	0.83	0.0%	-1.1%	21.9%	20.9%
Euro	Europa	R\$	6.35	-0.2%	-0.4%	18.1%	18.1%
Rand Sul-Africano	África do Sul	R\$	0.33	-1.9%	-0.2%	26.9%	23.9%

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