



# Asset Strategy

Março 2025

**BTG Pactual Macro Strategy**

**Álvaro Frasson**  
Brasil – BTG Pactual S.A.

# Carta Mensal

## Cenário demanda cautelosa

**Global: Políticas tarifárias adicionam incertezas aos mercados.** Após implementar tarifas de 25% sobre México e Canadá, a equipe de Trump anunciou que apresentará um relatório e planos de ação para implementar novas tarifas por setores e países. O debate é se estas medidas, no curto prazo, são mais inflacionárias ou mais restritivas em termos de crescimento; ou ambos. Observando os preços dos ativos, o mercado está, aparentemente, mais preocupado com uma potencial desaceleração econômica. Na curva de juros americana, os *fed fund rates* esperados para o final deste ano reduziu em 30bps em relação ao fechamento de janeiro. No mesmo período, os vértices de 2 e 10 anos fecharam cerca de 25bps. Contudo, o Fed deve manter uma comunicação mais cautelosa, esperando mais informações sobre os efeitos inflacionários das medidas tarifárias. Do nosso lado, estamos mais conservadores e esperamos apenas um corte em dezembro deste ano.

**Brasil: Governo quer manter crescimento elevado e controlar a inflação de alimentos.** Nos últimos meses, a divulgação de uma série de dados (setoriais, de mercado de trabalho e indicadores de confiança) vem sinalizando uma desaceleração econômica em curso. Ainda que os atuais níveis da atividade, sobretudo no segmento de serviços e mercado de trabalho, continuem em patamares longes do desinflacionário, fato é que o governo não possui popularidade suficiente para olhar passivamente o ciclo econômico correr para um terreno contracionista.

Neste ambiente, o governo federal anunciou uma série de medidas de incentivo ao crédito, entre elas a reformulação no crédito consignado para trabalhadores formais do setor privado. Ainda que a iniciativa seja positiva por incentivar a formalização no mercado de trabalho, neste momento ela tende a provocar apenas mais inflação, induzindo maior consumo das famílias, reduzindo a força da política monetária e, posteriormente, aumentando o custo desinflacionário futuro. Contudo, o governo não está preocupado com o *headline* do IPCA e sim com a inflação de alimentos, mais sensível à maior parte da população brasileira e, portanto, ao voto. Para isto, o governo torce para uma safra forte e debate algumas medidas para “incentivar” a produção de alimentos da cesta básica.

Gráfico 1  
Fed Fund Rate 25e (%) vs DXY (pts.)

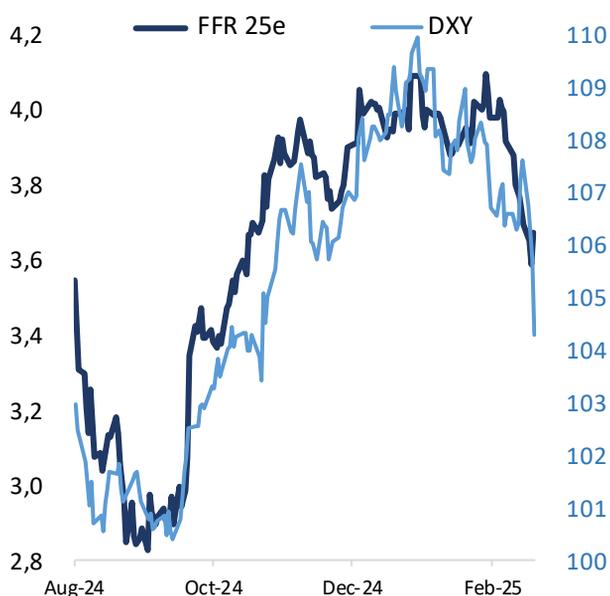
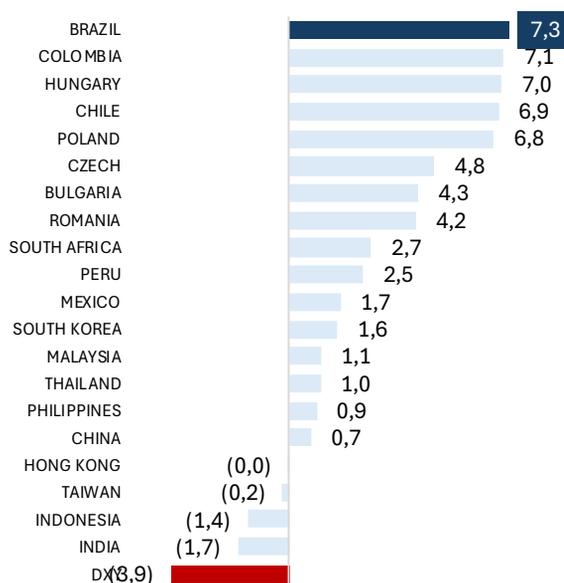


Gráfico 2  
Moedas Emergentes: desempenho YTD (%)



Não sabemos que se a condução da política econômica irá para este caminho, mas o simples debate não é bom. Observando o todo, as sinalizações de que o governo deve forçar o crescimento econômico a qualquer custo concomitantemente com uma reforma ministerial que não compõe com o centro político, está claro que o risco doméstico está subindo e o receio do mercado é que o próximo embate será com o Banco Central. Neste mês, o Copom precisará de uma comunicação forte, dado que nesta reunião se encerra o *guidance* de dezembro e o mercado precifica, ainda que em menor ritmo, a continuidade no ciclo de alta de juros. Galípolo, inclusive, tem falado pouco. Nilton David, mais ativo, soa *dovish*. Apenas Guillen como *hawk* não garante credibilidade, tanto por ser minoria, quanto por ser seu último ano de mandato. Seguimos com Selic terminal de 15,25%.

**Para nossas estratégias de alocação, optamos pela manutenção das posições.** Diante de um cenário que exige maior cautela em razão das incertezas macro e geopolíticas, entendemos que as recentes mudanças de redução de volatilidade foram bem antecipadas e suficientes para a preservação de capital. Vale ressaltar que possuímos espaço para uma estratégia ainda mais conservadora em caso de deterioração do cenário macro. Contudo, cremos na importância de ‘estar aplicado’ em ativos de risco, dado que estas posições pode capturar algum otimismo abrupto.

Gráfico 3  
NUCI vs Empregados (var. a/a, MM3M a.s.)

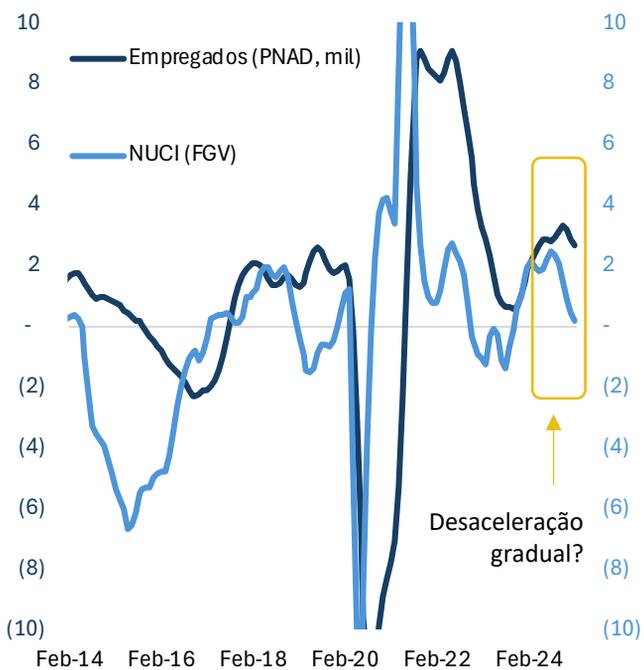


Gráfico 4  
Expectativas de Inflação: Focus (%)

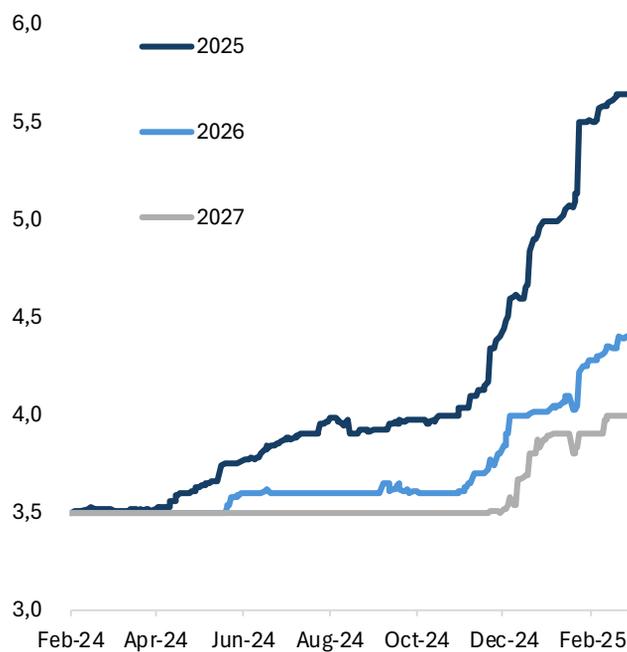


Tabela 1  
Projeções Macro

Dados esperados para o fim do período		2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
PIB real	(% a.a.)	4,99	2,90	3,30	<b>3,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,40</b>
Taxa de Desemprego	(%)	11,10	7,90	7,80	6,50	<b>7,10</b>	<b>7,50</b>
Selic	(% a.a.)	9,25	13,75	11,75	12,25	<b>15,25</b>	<b>12,00</b>
IPCA	(% a.a.)	10,06	5,79	4,62	4,83	<b>5,80</b>	<b>4,40</b>
IGP-M	(% a.a.)	17,78	5,45	-3,18	6,54	<b>5,20</b>	<b>4,40</b>
Taxa de Câmbio	(BRLUSD)	5,57	5,29	4,85	6,17	<b>6,25</b>	<b>6,35</b>
Result. Primário Gov. Central	(% PIB)	-0,4	0,6	-2,3	-0,36	<b>-0,72</b>	<b>-0,48</b>
Dívida Bruta	(% PIB)	78,3	72,9	74,6	77,7	<b>80,7</b>	<b>84,0</b>

# Desempenho do Mercado

Tabela 2

Rentabilidade das Classes de Ativos pelos Índices de Referência

Classe de Ativo	Index	Valor	fev-25	jan-25	YTD*	12m	Vol 12m
<b>Renda Fixa (%)</b>							
Títulos Públicos	IMA-Geral	8.406	0,79	1,40	2,20	6,21	2,04
Pós-fixado	CDI	48.412	0,99	1,01	2,00	11,12	0,13
Inflação	IMA-B	9.818	0,50	1,07	1,58	-1,00	5,01
Inflação curta	IMA-B 5	9.773	0,65	1,88	2,55	7,49	2,28
Inflação longo	IMA-B 5+	10.693	0,41	0,43	0,84	-6,96	7,52
Prefixado	IRF-M	18.861	0,61	2,58	3,20	3,94	3,54
Prefixado longo	IDkA 5 anos	8.840	-0,97	5,41	4,38	-8,44	10,92
<b>Retorno Absoluto (%)</b>	IHFA	5.358	0,04	0,88	0,92	6,92	2,60
<b>Ações (%)</b>							
Ibovespa	IBOV	122.799	-2,64	5,51	2,09	-4,82	13,95
Small Caps	SMLL	1.799	-3,87	7,00	2,01	-18,55	20,43
Materiais Básicos	IMAT	5.221	-5,40	1,42	-5,54	-10,28	18,33
Financeiro	IFNC	12.703	-3,11	10,70	7,38	-3,90	17,19
Consumo	ICON	2.341	-5,51	2,91	-3,74	-18,75	21,27
Utilities	UTIL	11.240	1,85	7,05	8,11	2,24	16,85
<b>Alternativos (%)</b>							
F. Imobiliários	IFIX	3.121	3,34	-3,84	0,17	-7,10	7,86
Câmbio (+apr/-dep)	BRL/USD	R\$ 5,88	0,69	-4,89	-4,74	18,38	12,73
Criptoativos	HASH11	69	-20,50	5,44	-18,62	44,04	54,18
Ouro	USD	2.858	2,12	7,22	8,89	39,80	15,52

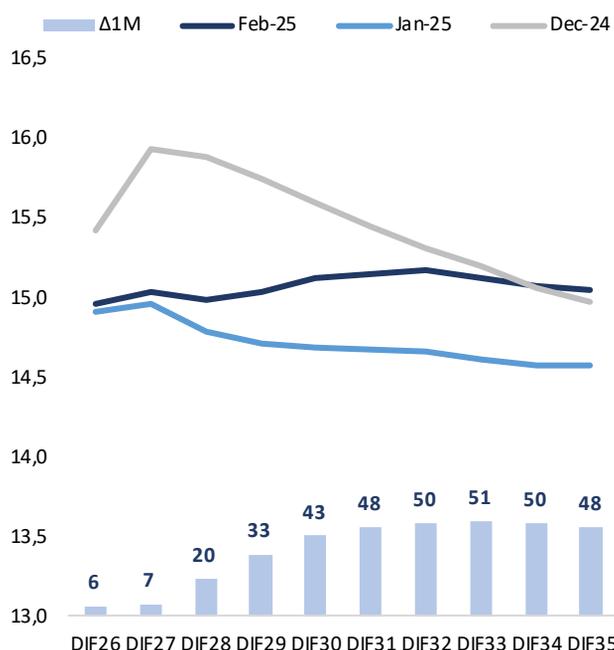
\*YTD: retorno acumulado no ano pode diferenciar do desempenho até o mês anterior, pois pode incluir dados do mês corrente da publicação do relatório.

**Em fevereiro**, os ativos de renda fixa tiveram bom desempenho, com exceção dos prefixados mais longos, em razão dos ~50bps de abertura na curva de juros nos vértices mais longos. Em renda variável, única classe que teve retorno positivo foi o setor de *utilities*, enquanto o IBOV e os demais índices setoriais apresentaram forte queda.

Destacamos o desempenho positivo de IFIX, após 5 meses seguidos de queda. Vale ressaltar o movimento no preço do ouro, que já valoriza ~9% YTD, mesmo após uma apreciação de mais de 27% em 2024. Incertezas geopolíticas podem estar por trás deste movimento.

Gráfico 5

Curva de Juros Nominal - DI (%)



# Estratégia de Alocação

Tabela 3

Detalhamento das Alocações por Classe de Ativo

March, 2025	Índice de Referência	Conservador		Balanceado		Sofisticado	
		Δp.p.	Total	Δp.p.	Total	Δp.p.	Total
<b>Renda Fixa</b>			<b>85,00%</b>		<b>75,00%</b>		<b>65,00%</b>
<b>Pós-fixado</b>			<b>68,00%</b>		<b>42,00%</b>		<b>36,00%</b>
Liquidez	CDI		33,00%		20,00%		16,00%
Crédito Privado	IDA-DI		35,00%		22,00%		20,00%
<b>Inflação</b>			<b>15,00%</b>		<b>30,00%</b>		<b>25,00%</b>
Curto prazo	IMA-B 5		10,00%		20,00%		17,00%
Longo prazo	IMA-B 5+		5,00%		10,00%		8,00%
<b>Prefixado</b>			<b>2,00%</b>		<b>3,00%</b>		<b>4,00%</b>
Curto prazo	IRF-M		2,00%		3,00%		4,00%
Longo prazo	IDkA 5A		0,00%		0,00%		0,00%
<b>Retorno Absoluto</b>	<b>IHFA</b>		<b>9,00%</b>		<b>13,00%</b>		<b>17,00%</b>
<b>Ações</b>			<b>3,00%</b>		<b>7,50%</b>		<b>12,00%</b>
Ibovespa	IBOV		3,00%		7,50%		12,00%
Small Caps	SMLL		0,00%		0,00%		0,00%
<b>Alternativos</b>			<b>3,00%</b>		<b>4,50%</b>		<b>6,00%</b>
F. Imobiliário	IFIX		3,00%		4,00%		5,00%
Criptoativos	HASH11		0,00%		0,50%		1,00%
Câmbio	BRL		0,00%		0,00%		0,00%
<b>Asset Strategy</b>			<b>100,00%</b>		<b>100,00%</b>		<b>100,00%</b>

Tabela 4

Posicionamento por Classe de Ativo



# Estratégia de Alocação

## Renda Fixa: mesma estratégia

**Pós-fixado: mantemos a posição 1 notch overweight.** Com a recente deterioração da credibilidade do governo resultando em novas depreciações na taxa de câmbio, as projeções de inflação no horizonte relevante do Banco Central tendem a desancorar e, portanto, demanda uma reação mais firme por parte do Copom.

O principal risco desta estratégia são as potenciais surpresas altistas vindos da atividade econômica, seja pela maior resiliência, seja via políticas de incentivo, sem que o BCB reaja devidamente. Como exemplo, o governo tem dado holofote para novas políticas que facilitam a tomada de crédito com taxas de juros mais baratas, medida que enfraquece a política monetária em um ambiente de expectativas significativamente desancoradas. Em outras palavras, a combinação de um crescimento econômico em 'marcha forçada' com uma atuação mais *dovish* do Copom pode deixar as taxas de juros pós-fixadas menos atrativas.

Com tudo na mesa, acreditamos que a independência do Banco Central será colocada a prova neste ano. Dada esta incerteza, entendemos que uma condução estritamente técnica, por parte do BCB, tem o potencial de elevar a credibilidade da instituição, reduzindo o custo futuro da desinflação. No atual cenário, encerrar o ciclo de alta de juros em maio não seria bem visto pelos agentes de mercado.

**IPCA+: continuamos neutros.** Apesar dos níveis atrativos das taxas de juros real, a insegurança que a atual condução da política econômica resulte em um *output* positivo para o país, nos mantêm cautelosos sobre um movimento tático sobrealocado. Seguimos com uma *duration* media de 4,5 anos.

**Prefixados: mantemos a posição no nível neutro.** Ainda há uma forte incerteza sobre a desaceleração econômica: os dados mais recentes do CAGED/PNAD mostraram um mercado de trabalho ainda forte, mas os indicadores de confiança tem mostrado forte retração. Na incerteza sobre a postura do governo sobre uma potencial desaceleração, seguimos neutros na subclasse, apesar das taxas de juros bastante atrativas.

Gráfico 6  
Curva de Juros Real – NTN-B (%)

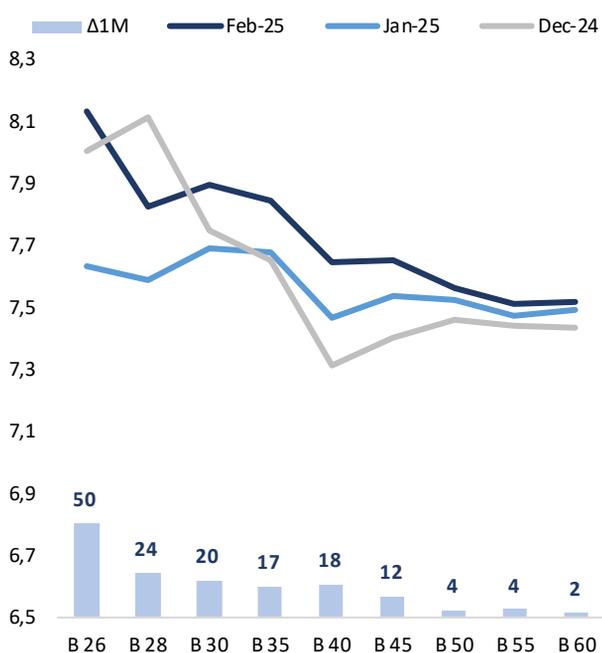


Gráfico 7  
CDI real, ex-post (%)



Fonte: Anbima, Bloomberg e BTG Pactual.

# Estratégia de Alocação

## Renda Variável: continuamos subalocados

**Em ações, continuamos subalocados.** Com incertezas em torno da condução da política econômica em um potencial ciclo de desaceleração doméstica, acreditamos que o cenário de fechamento dos juros longos não é tão claro, tanto que a maior abertura das taxas de juros ocorreu nos vértices mais longos. Em outras palavras, a composição de queda na atividade econômica com alta inflação e incertezas fiscais não deveria ser positivo para os ativos de risco.

Adicionalmente, temos percebido o desempenho da classe bastante sensível a pesquisas de popularidade do governo, indicando que o retorno positivo está mais caucado em potenciais mudanças na credibilidade do governo do que resultados corporativos prospectivamente melhores.

Em razão deste ambiente, continuamos subalocados, mas bastante atento que, qualquer alteração mais benigna do cenário doméstico, pode trazer forte descompressão de valor em renda variável.

**Em alternativos, continuamos subalocados.** Apesar do excelente desempenho dos fundos imobiliários em fevereiro (3,34%), potencialmente como um reflexo das distribuições de dividendos até o final de janeiro e *timing* atrativo (até janeiro, o IFIX caiu por 5 meses seguidos), seguimos cautelosos com a subclasse, seja pelo risco macro doméstico, seja pela menor atratividade em comparação à outras classes de ativos que possuem beta maior e podem trazer maiores *upsides* em um cenário de descompressão de risco.

Gráfico 9  
Ibovespa vs Taxa de Juros de 10 anos (% a.a.)

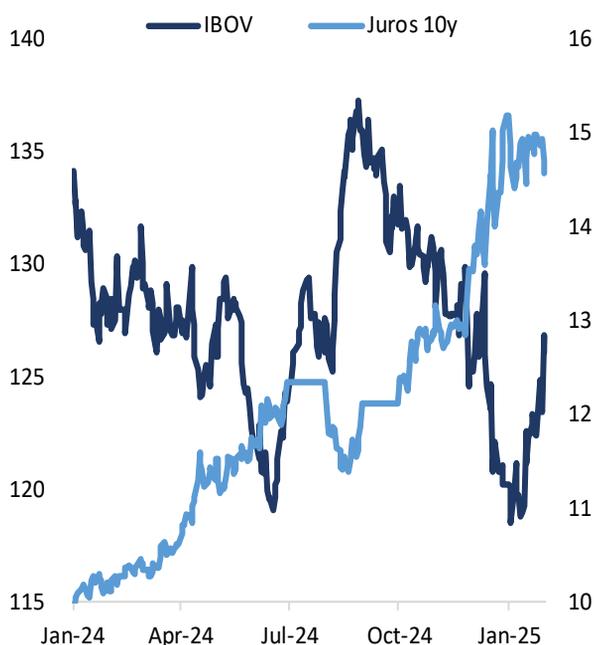
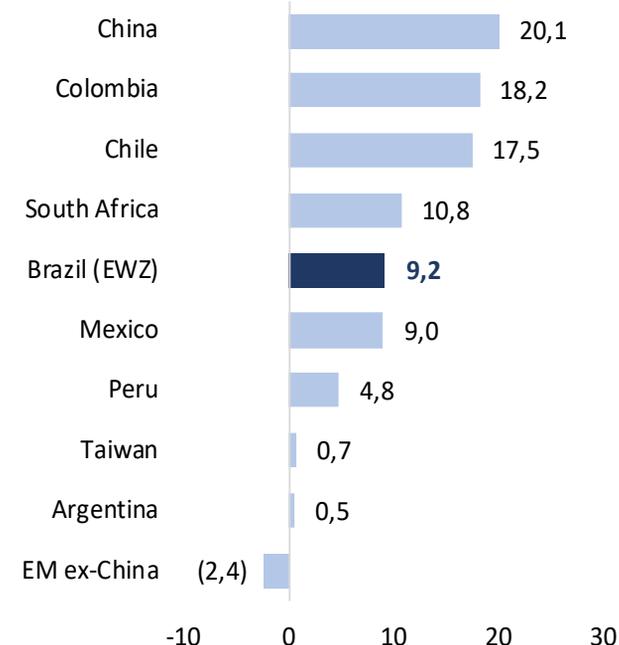


Gráfico 10  
ETF emergentes: desempenho YTD (%)



Fonte: Anbima, Bloomberg e BTG Pactual.

# Apêndice

Desempenho histórico das carteiras

Suitability: alinhando o perfil de risco

Disclaimer

# Desempenho das Carteiras

Tabela 5 – Contribuição da rentabilidade por classes de ativos

February, 2025			Contribuição no Retorno Mensal			Ponderação das Carteiras		
			Indicadores	Conservador	Balaceado	Sofisticado	Conservador	Balaceado
<b>Renda Fixa</b>			<b>0,88%</b>	<b>0,67%</b>	<b>0,58%</b>	<b>85,0%</b>	<b>75,0%</b>	<b>65,0%</b>
<b>Pós-fixado</b>			<b>0,78%</b>	<b>0,48%</b>	<b>0,42%</b>	<b>68,0%</b>	<b>42,0%</b>	<b>36,0%</b>
Liquidez	CDI	0,99%	0,33%	0,20%	0,16%	33,0%	20,0%	16,0%
Crédito Privado	IDA-DI	1,29%	0,45%	0,28%	0,26%	35,0%	22,0%	20,0%
<b>Inflação</b>			<b>0,09%</b>	<b>0,17%</b>	<b>0,14%</b>	<b>15,0%</b>	<b>30,0%</b>	<b>25,0%</b>
Curto prazo	IMA-B 5	0,65%	0,07%	0,13%	0,11%	10,0%	20,0%	17,0%
Longo prazo	IMA-B 5+	0,41%	0,02%	0,04%	0,03%	5,0%	10,0%	8,0%
<b>Prefixado</b>			<b>0,01%</b>	<b>0,02%</b>	<b>0,02%</b>	<b>2,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>4,0%</b>
Curto prazo	IRF-M	0,61%	0,01%	0,02%	0,02%	2,0%	3,0%	4,0%
Longo prazo	IDkA 5A	-0,97%	0,00%	0,00%	0,00%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Retorno Absoluto</b>			<b>0,04%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,01%</b>	<b>9,0%</b>	<b>13,0%</b>	<b>17,0%</b>
<b>Ações</b>			<b>-0,10%</b>	<b>-0,24%</b>	<b>-0,39%</b>	<b>3,0%</b>	<b>7,5%</b>	<b>12,0%</b>
Ibovespa	IBOV	-3,24%	-0,10%	-0,24%	-0,39%	3,0%	7,5%	12,0%
Small Caps	SMML	-4,67%	0,00%	0,00%	0,00%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Alternativos</b>			<b>0,12%</b>	<b>0,05%</b>	<b>-0,02%</b>	<b>3,0%</b>	<b>4,5%</b>	<b>6,0%</b>
F. Imobiliário	IFIX	4,17%	0,12%	0,17%	0,21%	3,0%	4,0%	5,0%
Crypto (BRL)	NCI	-22,82%	0,00%	-0,11%	-0,23%	0,0%	0,5%	1,0%
Câmbio	BRL	-0,16%	0,00%	0,00%	0,00%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Asset Strategy</b>			<b>0,91%</b>	<b>0,49%</b>	<b>0,18%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Tabela 6 - Performance histórica das carteiras desde julho de 2021 (%)

Conservador	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Início
2021							0,07%	-0,02%	-0,12%	0,01%	0,55%	1,20%	1,69%	1,69%
2022	0,75%	0,64%	1,57%	0,14%	1,12%	0,07%	1,31%	1,58%	0,96%	1,47%	0,53%	0,69%	11,36%	13,05%
2023	1,22%	0,46%	0,93%	1,29%	1,73%	1,97%	1,32%	0,44%	0,17%	0,03%	2,54%	1,95%	14,95%	29,95%
2024	0,06%	0,67%	0,65%	-0,22%	0,59%	0,66%	1,20%	1,20%	0,25%	0,33%	0,35%	0,03%	5,92%	37,65%
2025	1,19%	0,91%											2,11%	40,55%
Balaceado	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Início
2021							-0,37%	-0,50%	-0,85%	-0,49%	0,32%	1,73%	-0,19%	-0,19%
2022	0,52%	0,40%	1,88%	-0,71%	0,82%	-0,96%	1,52%	1,84%	0,67%	1,66%	0,17%	0,17%	8,24%	8,04%
2023	0,63%	-0,30%	0,67%	1,39%	2,21%	2,54%	1,61%	-0,31%	-0,67%	-1,06%	3,85%	2,92%	14,20%	23,38%
2024	-0,70%	0,63%	0,68%	-1,27%	0,53%	0,68%	1,46%	1,42%	-0,41%	-0,14%	0,05%	-0,48%	2,44%	26,39%
2025	1,34%	0,49%											1,84%	28,71%
Sofisticado	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Início
2021							-0,69%	-0,79%	-1,43%	-0,78%	-0,18%	2,18%	-1,74%	-1,74%
2022	0,33%	0,00%	2,02%	-1,58%	0,54%	-1,87%	2,06%	2,19%	0,36%	1,96%	0,05%	-0,16%	5,95%	4,10%
2023	0,73%	-1,02%	0,33%	1,28%	2,36%	2,84%	2,00%	-0,88%	-1,17%	-1,82%	5,41%	3,64%	14,31%	19,01%
2024	-1,29%	0,75%	0,83%	-1,91%	0,38%	1,07%	1,62%	1,73%	-0,77%	-0,29%	-0,07%	-0,55%	1,43%	20,71%
2025	1,44%	0,18%											1,62%	22,67%

(\*) Retorno acumulado pode ser alterado por conta do IHFA da ANBIMA, que depende das contas dos fundos multimercados e são divulgadas com defasagem.

# Desempenho das Carteiras

Tabela 7 - Análise das Carteiras

	PERFIS	MTD	YTD	12 meses	Acumulado anualizado	Acumulado
Retorno	Conservador	0,9%	2,2%	7,0%	9,2%	40,6%
	Balanceado	0,5%	1,9%	3,8%	6,8%	28,7%
	Sofisticado	0,2%	1,8%	2,8%	5,7%	22,7%
Vol anualizada	Conservador	1,1%	1,2%	1,5%	1,8%	1,8%
	Balanceado	2,5%	2,4%	2,9%	3,5%	3,5%
	Sofisticado	3,7%	3,1%	3,8%	4,8%	4,8%
Benchmark (CDI)		1,0%	2,0%	11,1%	11,3%	
Sharpe	Conservador	-0,1x	0,1x	-2,8x	-1,2x	
	Balanceado	-0,2x	0,0x	-2,5x	-1,3x	
	Sofisticado	-0,2x	-0,1x	-2,2x	-1,2x	

Gráfico 15

Retorno vs Volatilidade (%): YTD

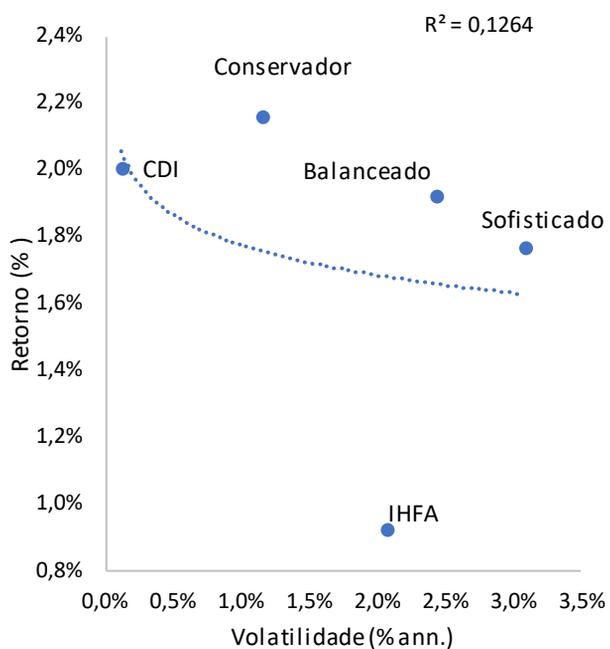


Gráfico 16

Retorno vs Volatilidade (%): 12 meses

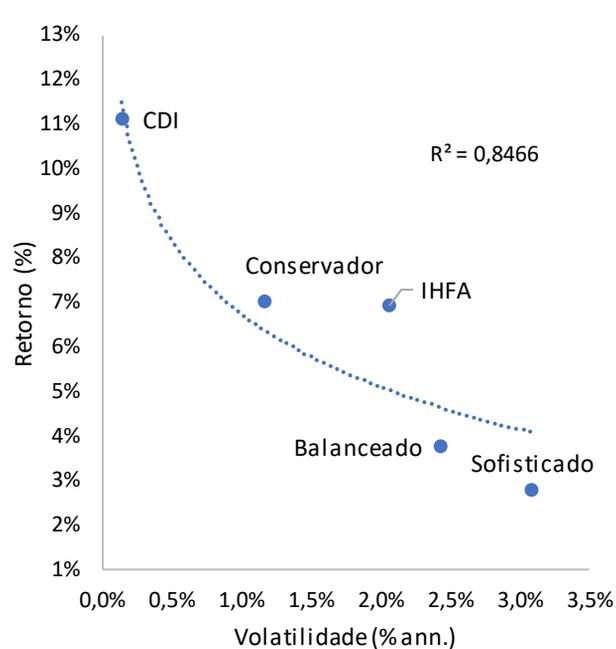
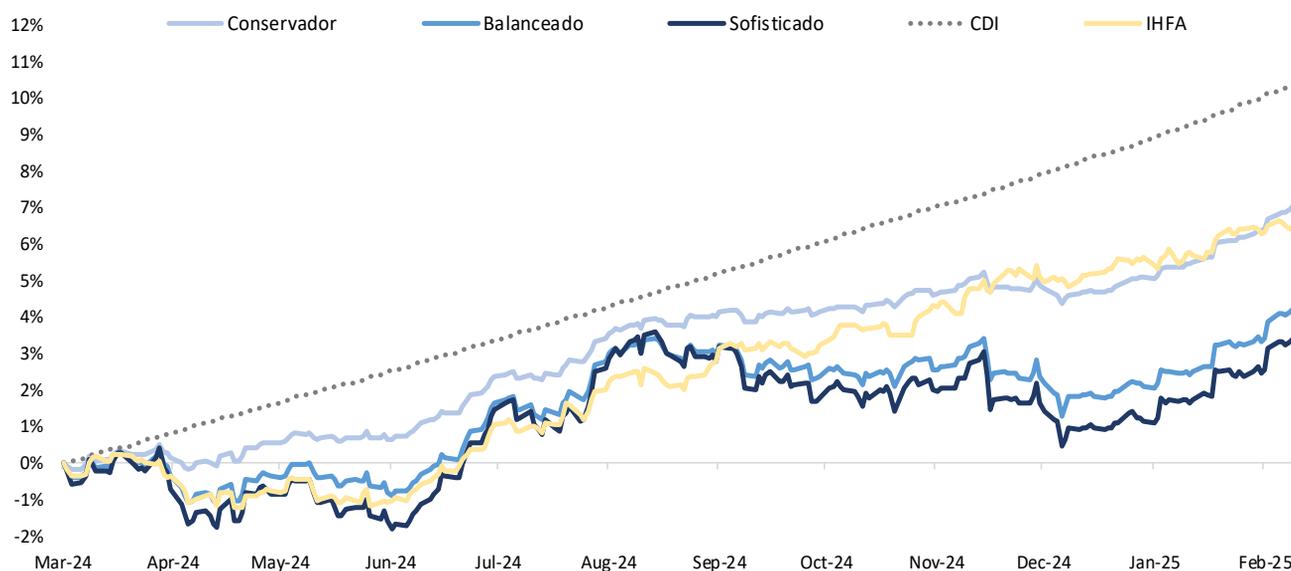


Gráfico 17

Retorno acumulado 12 meses (%): carteiras vs benchmarks



# Suitability

## Alinhando o Perfil de Risco

O Asset Strategy é um report de investimento mensal que busca endereçar a estratégia de 3 perfis de investidores: conservador, balanceado e sofisticado. Cada perfil lida com uma volatilidade implícita e, portanto, um risco diferente.

Nesse sentido, é importante ressaltar que as nossas alocações estão em linha com as “REGRAS E PROCEDIMENTOS ANBIMA DE SUITABILITY Nº 01” , documento divulgado pela associação em 2019 e vigente até hoje. Além disso, elas passam também pela validação da equipe de Compliance do BTG Pactual, que utiliza de tais notas para a validação do suitability das estratégias sugeridas pelo grupo.

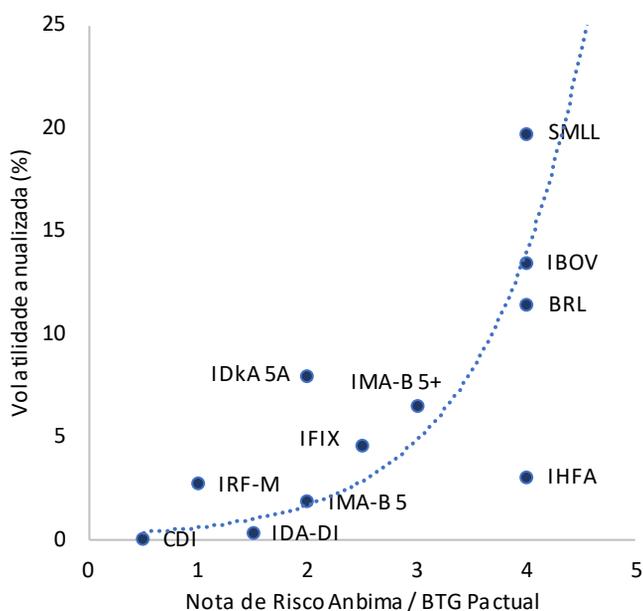
O normativo estabelece regras e parâmetros que devem ser seguidos pelas Instituições Participantes no que se refere ao Suitability de seus clientes. Esse processo é feito conforme pontuação de risco para cada tipo de ativo disponível para o investidor, navegando de uma pontuação que vai de 0,5 ponto (o menos arriscado, como o caso das LFTs) até 5 pontos (mais arriscado, como os FIPs).

Abaixo colocamos a relação entre a nota para cada índice de referência utilizado em nossa estratégia e também a sua volatilidade realizada nos últimos 6 meses. Fica claro que a nota de risco guarda relação próxima com a volatilidade do ativo ou da classe.

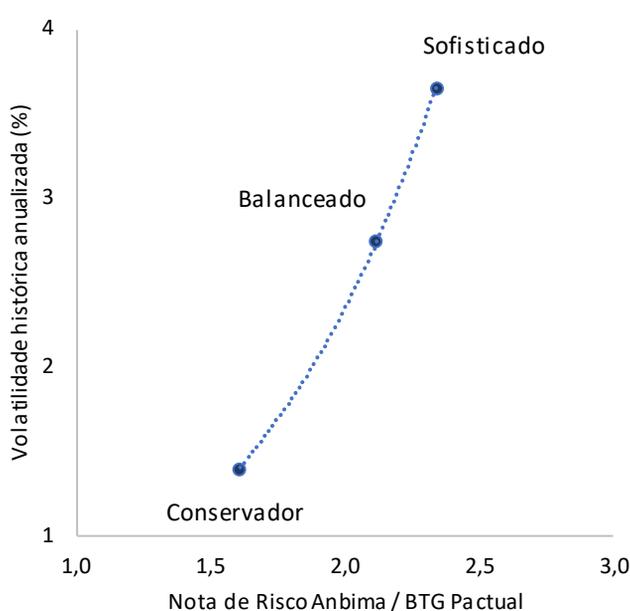
É importante ressaltar que o Asset Strategy busca alinhar a nota de risco da estratégia para cada perfil, mesmo considerando ativos mais arriscados para perfis mais conservadores. A gestão de risco é feita baseado na análise top-down macro, além da avaliação quantitativa das sugestões de alocação, mas pensando como um portfólio e estratégia.

Nesse sentido, não há conflito em alocação de um ativo de risco moderado para um perfil conservador (apenas um exemplo), desde que respeitando as demais alocações para não fugir do suitability. Dessa forma, a relação entre o risco pelas notas de Anbima e a volatilidade esperada para cada uma das nossas estratégias de alocação seguem a relação linear esperada.

Volatilidade vs Risco Anbima – Classe de Ativo



Volatilidade vs Risco Anbima - Perfil



[https://www.anbima.com.br/data/files/92/76/52/EC/B349E61055FEC5E6192BA2A8/Regras\\_e\\_Procedimentos\\_do\\_Codigo\\_de\\_Distribicao\\_11.11.19.pdf](https://www.anbima.com.br/data/files/92/76/52/EC/B349E61055FEC5E6192BA2A8/Regras_e_Procedimentos_do_Codigo_de_Distribicao_11.11.19.pdf)

## 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)*