



17 de março de 2025

Spoiler Macro

Macro Strategy – BTG Pactual S.A.

Álvaro Frasson

Arthur Mota

Lorena Laudares

Victor Amaral

Destques da Semana



Estados Unidos

2ªF - Varejo: Varejo: As vendas no varejo de fevereiro devem apresentar uma recuperação após o resultado baixista de janeiro;

4ªF - Decisão do Fed: Esperamos que o comitê opte por manter a taxa de juros (FFR) inalterada no intervalo entre 4,25% e 4,5%. Além disso, as projeções dos membros devem sinalizar alterações altistas para a inflação e baixistas para a atividade.

Ásia | Europa

4ªF - Inflação na Zona do Euro: A segunda leitura da inflação ao consumidor de fevereiro deve confirmar o arrefecimento adicional da inflação de serviços;

Política monetária no Japão: O BoJ deve optar por manter a taxa de juros do Japão inalterada (0,5%), embora o guidance possa indicar um possível aumento ainda este ano, caso a inflação evolua conforme o cenário-base.

Brasil

2ªF - IBC-Br: O indicador de atividade do Banco Central deve apresentar uma recuperação em relação à leitura de dezembro;

4ªF - Política monetária: Esperamos que o Copom promova uma alta de 100 bps, levando a Selic para 14,25%. O comunicado da reunião será fundamental para a precificação do ciclo da política monetária à frente.

Dados de fechamento do dia 14-março

Indicadores de Mercado

Pós-fixado	Ações	Ações EUA	Taxa de Câmbio
CDI	IBOV	S&P 500	Dólar
13.15	128,957	5,639	5.74

Na Semana

0.25%	3.56%	0.43%	-1.93%
-------	-------	-------	--------

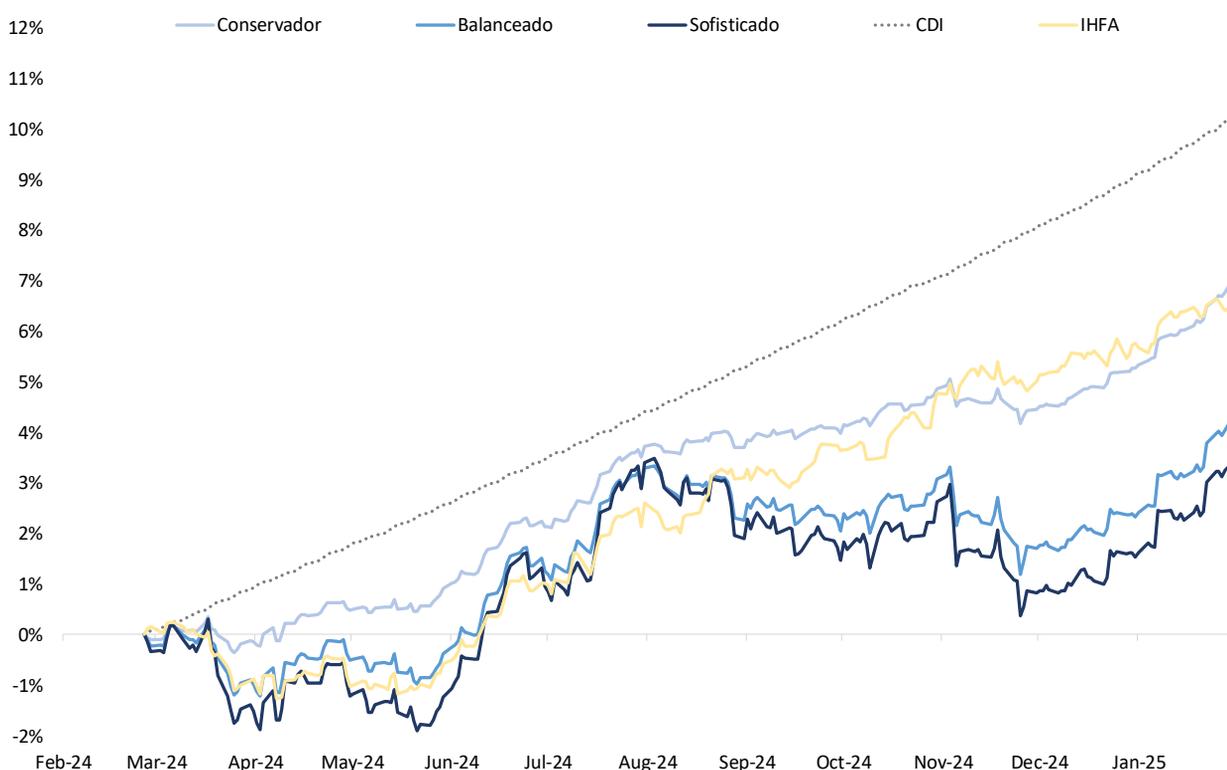
No Ano

2.36%	8.79%	-5.11%	-7.17%
-------	-------	--------	--------

Em 12 meses

11.15%	0.99%	9.48%	15.08%
--------	-------	-------	--------

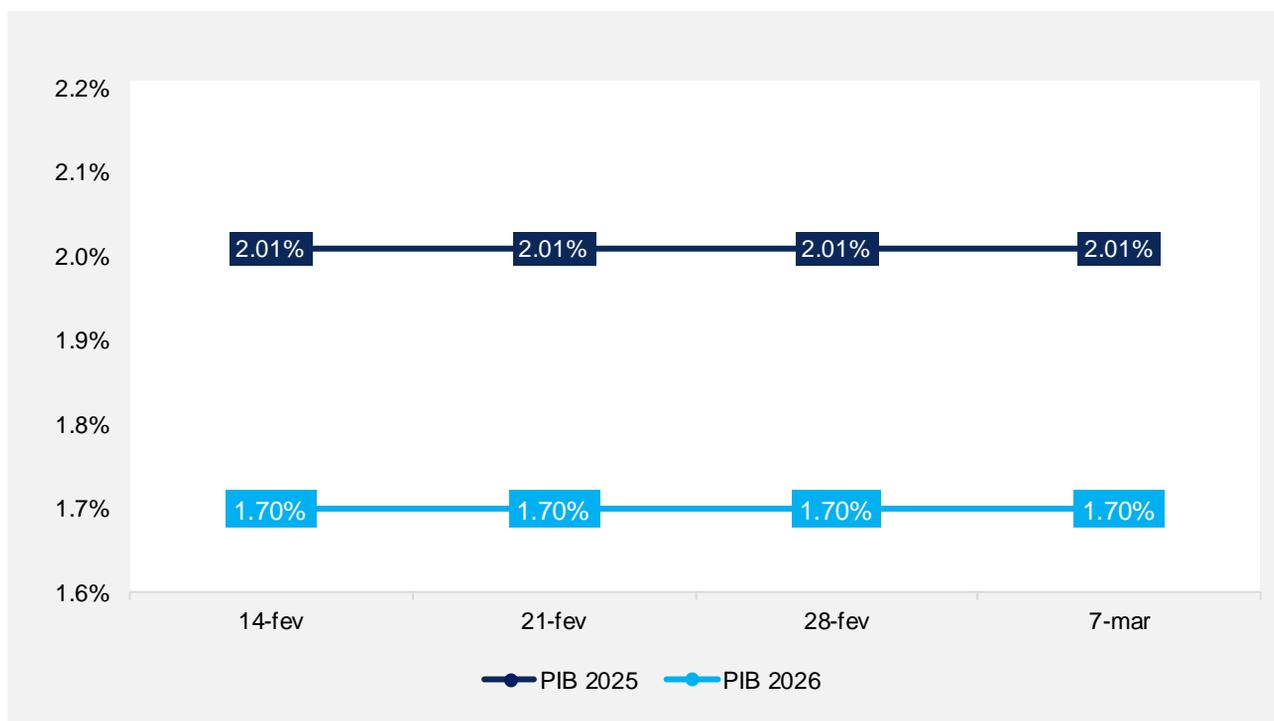
Asset Strategy: perfis vs benchmarks. Rentabilidade 12 meses



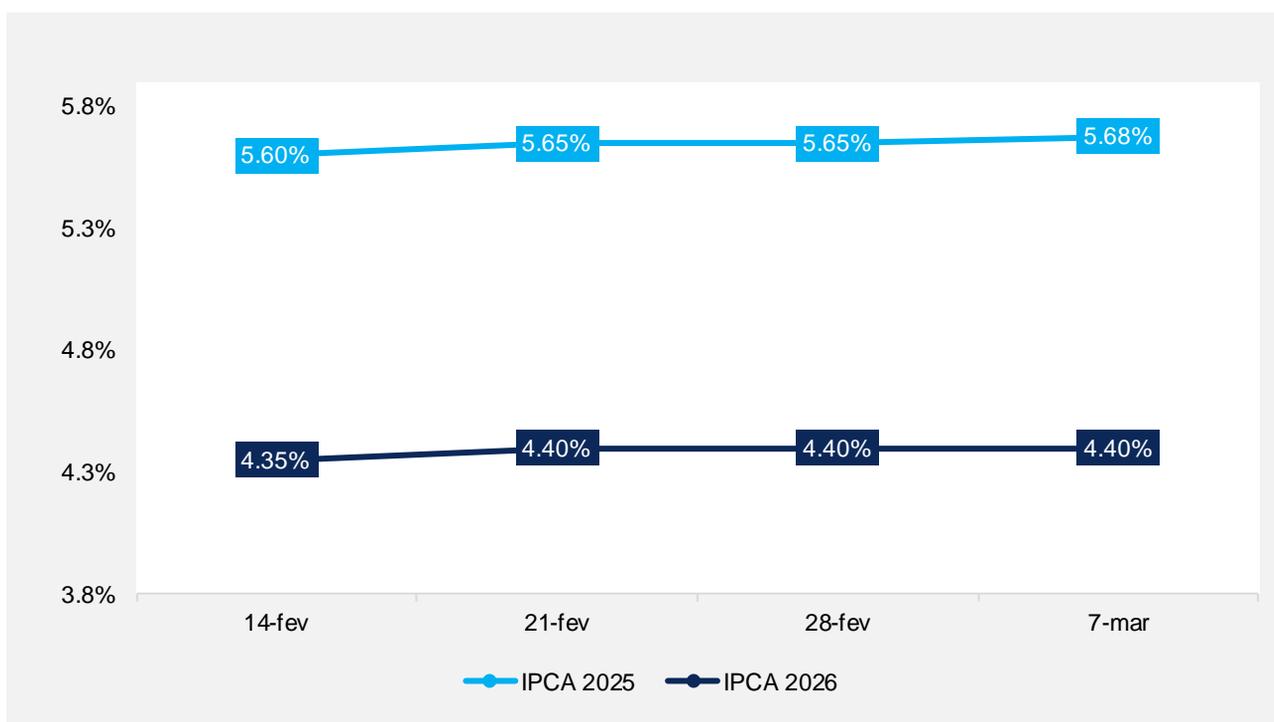
17-mar-25

Relatório Focus

Expectativas PIB – Acumulado em 4 trimestres (%)



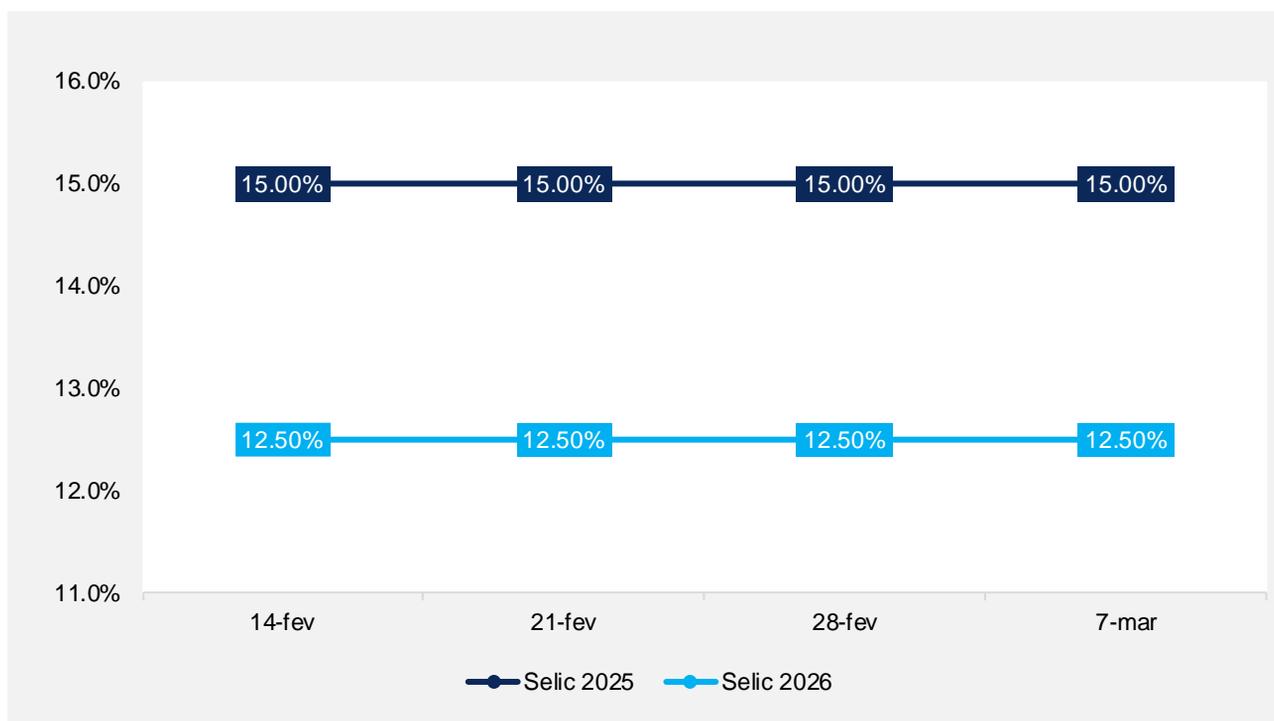
Expectativas IPCA – a/a %



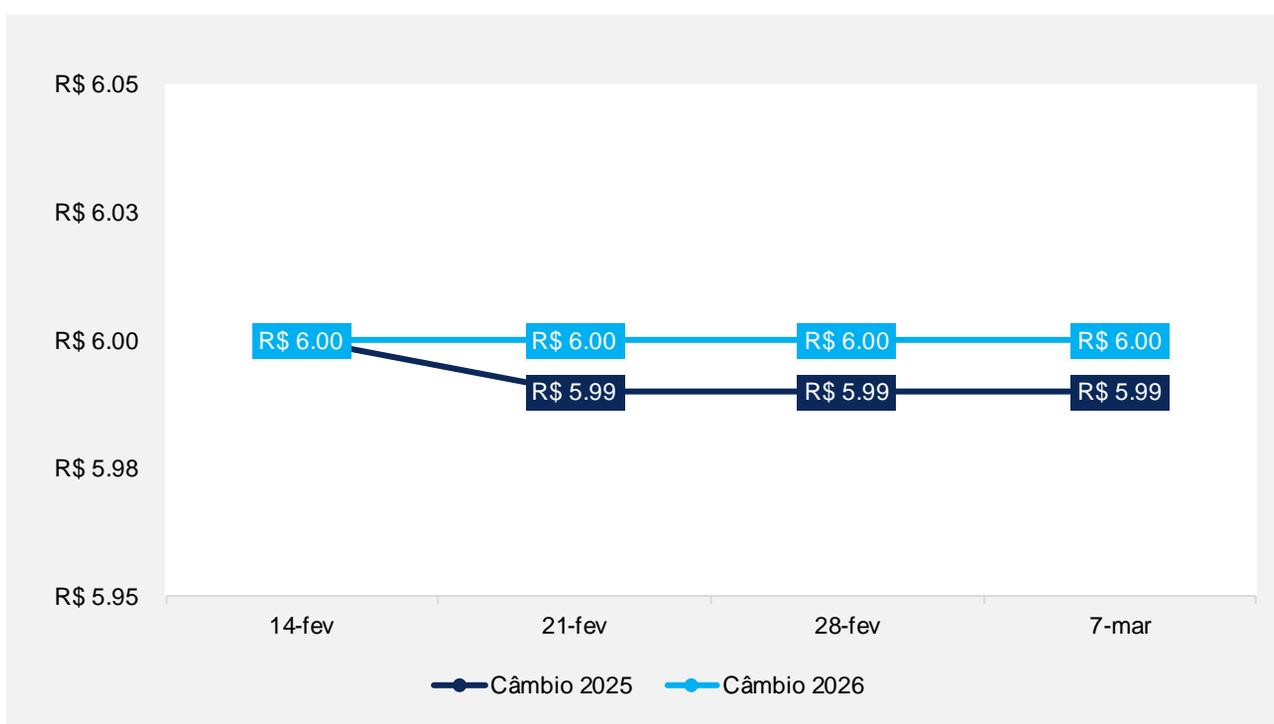
17-mar-25

Relatório Focus

Expectativas Taxa Selic - a/a %



Expectativas Taxa de Câmbio - BRLUSD



17-mar-25

Projeções BTG Pactual

Macro Research	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Atividade Econômica							
PIB Real (% a/a)	(3.28)	4.76	2.90	3.20	3.40	1.50	1.40
Taxa de Desemprego (% fim de período)	14.20	11.10	7.90	7.40	6.20	7.10	7.50
Agricultura, Indústria e Serviços							
Agricultura (% a/a)	4.17	0.28	(1.74)	16.30	(2.40)	5.00	0.80
Indústria (% a/a)	(2.97)	4.78	1.62	1.68	3.30	0.20	(0.10)
Serviços (% a/a)	(3.74)	5.22	4.16	2.78	3.80	1.60	1.70
Consumo e Investimentos							
Consumo Privado (% a/a)	(4.56)	3.69	4.28	3.24	5.40	1.80	2.20
Consumo Governo (% a/a)	(3.69)	3.46	1.53	3.77	1.90	1.20	2.00
Investimentos (% a/a)	(1.75)	16.49	0.89	(2.98)	7.40	3.10	(3.80)
Exportações (% a/a)	(2.29)	5.87	5.54	8.92	3.80	4.50	3.30
Importações (% a/a)	(9.48)	12.03	0.81	(1.18)	14.20	5.80	1.90
Inflação & Taxa de Juros							
IPCA (% a/a fim de período)	4.52	10.06	5.79	4.62	4.83	5.70	4.40
IGP-M (% a/a fim de período)	23.14	17.78	5.45	(3.18)	6.54	5.50	4.00
Taxa Selic (% fim de período)	2.00	9.25	13.75	11.75	12.25	15.25	12.00
Taxa Selic (% média)	2.88	4.59	12.63	13.25	10.92	14.71	12.94
Balança de Pagamentos & Taxa de Câmbio							
Balança Comercial (US\$ bi) – BP	35.70	42.30	51.50	92.30	66.20	81.00	73.00
Conta Corrente (US\$ bi)	(24.90)	(40.40)	(40.90)	(24.50)	(56.00)	(42.00)	(50.00)
Investimento Direto no País (US\$ bi)	38.30	46.40	74.60	62.40	71.10	70.00	60.00
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, fim de período)	5.20	5.57	5.29	4.85	6.18	6.25	6.35
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, média)	5.16	5.40	5.17	4.99	5.40	6.05	6.30
Contas Fiscais							
Resultado Primário (% do PIB)	(9.2)	0.7	1.2	(2.3)	(0.4)	(0.6)	(0.4)
Governo Central (R\$ bi)	(745.3)	(35.9)	54.9	(264.5)	(46.9)	(75.4)	(56.3)
Resultado Nominal (% PIB)	(13.3)	(4.3)	(4.6)	(8.8)	(8.5)	(8.9)	(8.4)
Dívida Líquida (% PIB)	61.4	55.1	56.1	60.4	61.1	65.9	69.6
Dívida Bruta (% PIB)	86.9	77.3	71.7	73.8	76.1	80.3	83.4

de 17 a 21 de março

Agenda Macro Semanal

Horário	País	Evento	Período	Expectativa	Anterior
Segunda-feira		17-Mar			
9:00	Brasil	IBC-Br (MoM %)	Jan	0.3%	-0.7%
9:00	Brasil	IBC-Br (YoY %)	Jan	2.3%	2.4%
9:30	EUA	Vendas do Varejo (MoM % a.s.)	Fev	0,7%	-0.9%
9:30	EUA	Vendas do Varejo - grupo controle (MoM % a.s.)	Fev	-0,3%	-0.8%
Terça-feira		18-Mar			
4:00	Alemanha	Índice de Expectativas	Mar	50,0	26,0
8:00	Brasil	IGP-10 (MoM %)	Mar	0.6%	0.87%
8:00	Brasil	IGP-10 (YoY %)	Mar	9.2%	8.36%
9:00	Brasil	Pesquisas Trimestrais do Abate de Animais	4T		
9:30	EUA	Índice de atividade do setor de serviços em Nova York	Mar		- 10.50
10:15	EUA	Produção Industrial (MoM % a.s.)	Fev	0.2%	0.5%
Quarta-feira		19-Mar			
7:00	Z. do Euro	Custo do Trabalho (YoY%)	4T	-	4.6%
7:00	Z. do Euro	CPI (YoY %)	Fev F	2.4%	2.4%
7:00	Z. do Euro	CPI (MoM %)	Fev F	0.5%	0.5%
7:00	Z. do Euro	CPI: Núcleo (YoY %)	Fev F	2.6%	2.6%
8:00	EUA	Pedidos de Hipotecas (WoW % a.s.)	Março	-	11.2%
15:00	EUA	FOMC - Decisão da taxa de juros (%)		4.50%	4.50%
15:00	EUA	Divulgação do Sumário de Projeções Econômicas			
15:30	EUA	Entrevista de Jerome Powell			
18:30	Brasil	Anúncio da Taxa de Juros (%)	Março	14.3%	13.3%
	Japão	Definição da taxa de juros		0.50%	0.50%
Quinta-feira		20-Mar			
8:00	Brasil	IGP-M (2ª Prévia) (MoM %)	Mar		0.9%
9:00	R. Unido	Reunião Bco Inglaterra - juro (%)		4.5%	4.5%
9:30	EUA	Pedidos de auxílio desemprego (mil)	Março	225k	220k
Sexta-feira		21-Mar			
-	Brasil	Relatório Bimestral de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias			
12:00	Z. do Euro	Confiança do Consumidor	Mar P	-13,2	-13.6

Cenário macroeconômico

Estados Unidos

Decisão do FOMC

A última semana foi marcada pela leitura de dados de inflação ao consumidor (CPI), que apresentou um arrefecimento significativo (0,22% m/m vs. 0,47% anterior), e até melhor do que o esperado, após a surpresa altista de janeiro. O resultado mais benigno decorreu tanto de itens considerados mais voláteis, como alimentação no domicílio (de 0,46% para 0,01% m/m) e energia (de 1,08% para 0,2% m/m), quanto de componentes mais inerciais. Para este segundo grupo, destacamos o arrefecimento nos preços de veículos usados (de 2,19% para 0,88% m/m) do lado de bens e habitação (de 0,37% para 0,28% m/m) e seguro de carros (de 1,99% para 0,27% m/m) do lado de serviços. Ainda assim, apesar do resultado positivo, nossas estimativas para o PCE de fevereiro, indicador de inflação que o Fed tem como meta, seguem pressionadas (0,28% m/m BTGPMS vs. 0,33% anterior), em especial no que tange ao núcleo da inflação (0,33% BTGPMS vs. 0,28% anterior).

Hoje (17 de março) serão divulgados os dados de vendas no varejo referentes a fevereiro, para os quais o mercado espera uma recuperação (consenso 0,7% m/m vs. -0,9% anterior) após o resultado baixista de janeiro, em decorrência da alta base de comparação de dezembro. Dessa forma, é esperado que a recuperação seja puxada tanto por itens considerados mais voláteis, como venda de automóveis, quanto pelos itens do núcleo (consenso 0,5% m/m vs. -0,5% anterior), que sinalizam de maneira mais clara a trajetória do setor ao longo do tempo.

Ao longo dos próximos dias, o principal evento será a reunião do Fed (19 de março), para a qual esperamos a manutenção da FFR em seu patamar atual (4,25% - 4,5%). Além da decisão, a reunião marcará também a atualização das projeções trimestrais do comitê. Para a inflação, esperamos uma revisão altista, à vista das surpresas altistas do indicador desde a reunião de dezembro. Na outra ponta, as perspectivas de crescimento devem sofrer uma revisão baixista, em virtude do elevado volume de importações em janeiro, que entra de maneira negativa no PIB, bem como do menor consumo em janeiro por conta dos incêndios em LA e do clima gélido no Leste.

Na tradicional coletiva de imprensa pós-decisão, Powell deve reforçar que, apesar do crescimento saudável da economia, o cenário atual é de maior incerteza, o que pode impactar as decisões futuras de investimento das empresas e o consumo das famílias. Por outro lado, ele deve enfatizar que o mercado de trabalho permanece sólido, destacando métricas como a média móvel de seis meses, que aponta para a criação média de 191 mil vagas. Ainda assim, o comitê já não o considera um fator significativo de pressão inflacionária, dado que o melhor equilíbrio entre oferta e demanda tem contribuído para moderar os ganhos salariais.

Em relação à inflação, o principal ponto de preocupação do comitê, os dados recentes continuam sustentando a visão de que a convergência para a meta ocorrerá de forma irregular. Além disso, Powell deverá ser questionado sobre o aumento das expectativas de inflação em algumas pesquisas monitoradas pelo Fed. Como tem feito recentemente, ele deve explicar que o monitoramento tarifário é um fator central para compreender esse movimento, mas que, de modo geral, as expectativas seguem ancoradas em torno da meta do Fed.

Por fim, espera-se que surjam questionamentos sobre a visão do Fed em relação às tarifas recentemente implementadas, assim como às previstas para entrar em vigor, especialmente ao longo de abril.

Além disso, após a decisão do FOMC, os Fed speakers voltam a se comunicar. Nesse sentido, destacamos o discurso de Williams (21 de março, dovish), que deve ocorrer no final da semana.

Cenário macroeconômico

Europa

Inflação de serviços segue confirmando trajetória de desaceleração

Já na Zona do Euro, o mercado segue monitorando os desdobramentos do pacote de defesa e infraestrutura na Alemanha, após os verdes aceitarem alguns termos com condições e composições e assim abrir espaço para a aprovação no parlamento nesta semana, sendo esse um dos triggers para uma flexibilização fiscal em outras regiões da União Europeia. Em termos de agenda macro, destaque para a leitura final da inflação ao consumidor (de 2,5% para 2,4% a/a), com confirmação da desaceleração do componente de serviços (de 3,9% para 3,7% a/a), reforçando o call de acomodação de itens subjacentes. Cabe notar que na última semana o ECB atualizou as medidas de expectativas de negociação e reajustes salariais ao longo de 2025, que seguem apontando desaceleração até o final do ano e, por consequência, sustentando a projeção de uma inflação na meta de forma sustentável após o verão. Por outro lado, o processo de retaliação que a União Europeia já se mostrou inclinada a adotar é um dos principais riscos, advinda do segmento de bens, para o cenário de inflação europeu neste ano. Cabe notar que diversos membros do ECB voltam a se posicionar nesta semana, com alguns deles já mostrando mais atenciosos a proximidade do juro atual com o patamar neutro. Dentre os comentários, destacamos Lagarde (20 de março, hawkish) em discurso no parlamento europeu e Lane (20 de março, neutro).

Cenário macroeconômico

Ásia e Oceania

Dados de atividade da China e decisão do BoJ

Na China, o mercado deve monitorar novos anúncios de políticas de consumo para tentar compensar a fraqueza da demanda externa, marcada por incertezas relacionadas às tarifas que diversos países estão adotando contra o país. A experiência do ano passado, de subsídios ao consumidor para troca de bens duráveis e às empresas para renovação de bens de capital, foi considerada positiva e ampliada em 2025. No entanto, espera-se medidas ainda mais agressivas para impulsionar o crescimento em torno de 5% neste ano. Na agenda macro, destaque para os dados de atividade (16 de março), que concentram dois meses de informação devido ao Ano Novo Lunar. A expectativa é de aceleração das vendas no varejo (de 3,5% para 3,8% a/a no primeiro bimestre) e de desaceleração da produção industrial (de 5,8% para 5,3% a/a), com a taxa de desemprego se mantendo em 5,1%. Em linhas gerais, a política econômica chinesa seguirá demandando atuação do governo central e local ao longo do ano, além de maior suporte da política monetária, com novos cortes de juros e compulsório já sinalizados recentemente.

Por fim, no Japão, o principal evento será a decisão do BoJ sobre a taxa de juros (19 de março), que deve permanecer em 0,50%, embora o guidance possa indicar um possível aumento ainda este ano caso a inflação evolua conforme o cenário base. O shunto – processo de negociação salarial crucial para o cenário de inflação de serviços – segue em andamento, e na última semana o maior sindicato do Japão reportou um aumento salarial médio de 5,46%, acima do ganho do ano passado. O BoJ deve elevar a taxa para 0,75%-1,00% nos próximos meses, atingindo o nível neutro nominal estimado. Na agenda macro, destaque para o CPI de fevereiro (20 de março), com a inflação cheia desacelerando de 4,0% para 3,5% a/a, enquanto o núcleo segue pressionado (de 2,5% para 2,6% a/a).

Cenário macroeconômico

Brasil

Decisão do Copom

O Comitê de Política Monetária (Copom) se reúne nesta semana (19 de março) para nova definição da taxa básica de juros (Selic). Continuamos esperando que o comitê promova uma alta de 100pb., levando a taxa básica de juros para 14,25%a.a. Esse movimento é amplamente esperado pelos mercados e a questão, assim como na reunião anterior, será a comunicação pós-reunião. Em sua comunicação de janeiro, o comitê encurtou o “guidance”, reiterando que uma nova alta de mesma magnitude ocorreria na reunião de março, sem fazer qualquer menção direta às reuniões subsequentes. Seja pelo “approach” mais aberto, ou por sinais de maior atenção dentro do comitê em relação ao ritmo de desaceleração da economia, com a possibilidade de uma desaceleração mais forte do que a esperada em seu balanço de riscos, a comunicação desde janeiro tem sido vista como mais “dovish” na margem. Dito isso, como o cenário ainda bastante desafiador para a convergência da inflação à meta, com hiato positivo, inflação corrente acima do teto da meta e expectativas (bastante) desancoradas, acreditamos que o quadro continua exigindo uma postura mais restritiva do Banco Central (BC). Assim, por ora, nossa Selic terminal segue em 15,25%a.a., com uma alta de 100pb em março e duas altas de 50pb nas reuniões de maio e junho de 2025. Mas, o risco na margem em relação a esse cenário parece marginalmente baixista. Assim, estamos atentos aos sinais desta reunião. Uma comunicação mais aberta sinalizaria menor disposição de seguir mais longe com o ciclo atual.

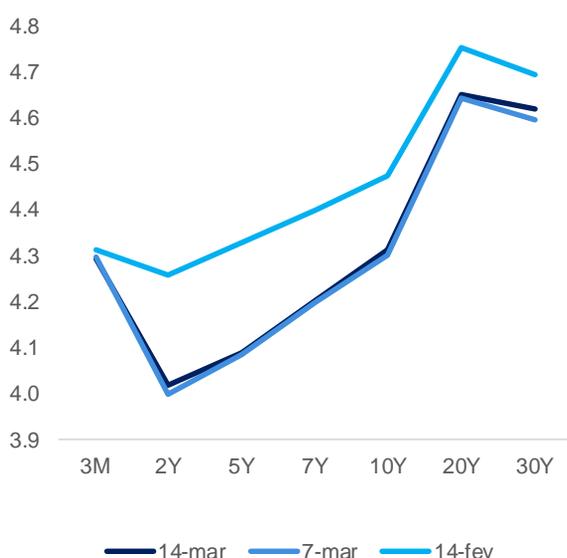
Hoje (17 de março), o Banco Central divulgará a seu indicador mensal de atividade econômica (IBC-Br) referente ao mês de janeiro. Na margem, esperamos uma recuperação em relação a leitura de dezembro (-0,7% m/m a.s.), com alta mensal de 0,4% m/m (a.s.) em janeiro, mas estável na base anual, com alta de 2,4% a/a.

Visão estratégica

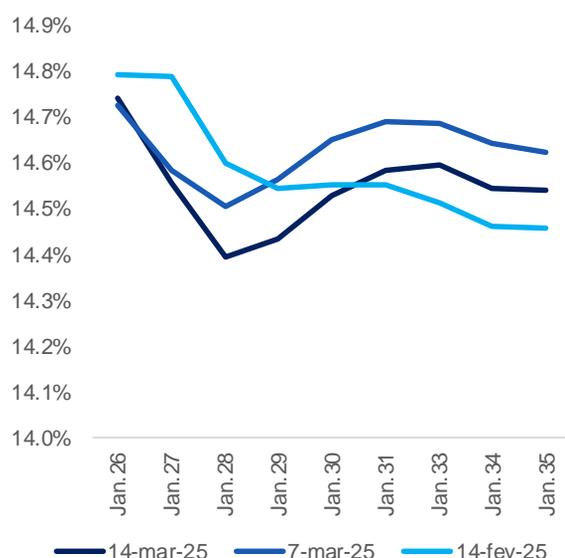
Taxas de Juros

Ao longo da última semana, a curva dos EUA não apresentou mudanças significativas, apesar da leitura do CPI de fevereiro ter sido mais benigna do que o esperado. Por sua vez, a curva DI apresentou fechamento, sobretudo a partir do vértice de janeiro de 2028, impulsionado pelos dados de atividade mais fracos do que o esperado, reforçando a narrativa de desaceleração da atividade econômica.

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	4.02%	4.31%	3.15%	2.31%	0.86%	2.00%
Alemanha	2.19%	2.88%	1.84%	1.96%	0.35%	0.92%
Reino Unido	4.18%	4.67%	3.80%	3.37%	0.38%	1.29%
Brasil	14.52%	14.81%	8.07%	7.59%	6.45%	7.22%
Diferencial de Juros						
Brasil vs EUA	10.51%	10.50%	4.91%	5.28%	5.59%	5.22%
EUA vs Alemanha	1.83%	1.44%	1.32%	0.35%	0.51%	1.08%
UK vs Alemanha	-2.00%	-1.79%	-1.96%	-1.42%	-0.03%	-0.37%
EUA vs UK	-0.17%	-0.35%	-0.64%	-1.06%	0.48%	0.71%

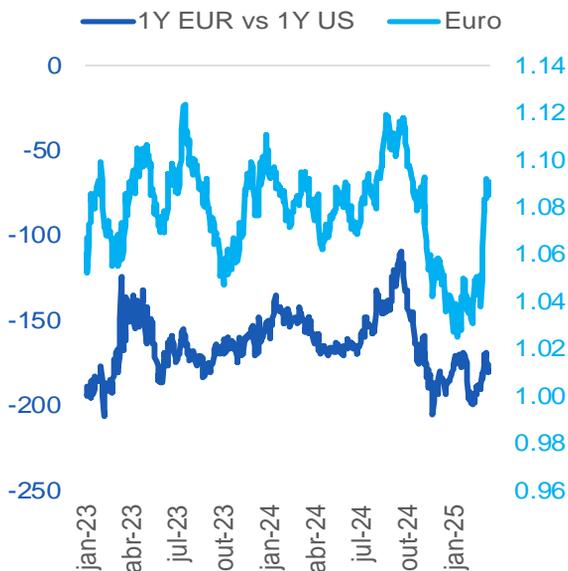
Juros DI	14-mar-25	7-mar-25	14-fev-25	30 dias (bps)	2025 (bps)	12M (bps)
Jan.26	14.74%	14.73%	14.79%	-5	2	495
Jan.27	14.56%	14.58%	14.79%	-23	-3	453
Jan.28	14.39%	14.51%	14.60%	-21	-11	407
Jan.29	14.44%	14.57%	14.55%	-11	-13	392
Jan.30	14.53%	14.65%	14.56%	-3	-12	385
Jan.31	14.59%	14.69%	14.55%	3	-11	381
Jan.33	14.60%	14.69%	14.51%	8	-9	373
Jan.34	14.55%	14.64%	14.46%	8	-10	367
Jan.35	14.54%	14.62%	14.46%	8	-8	362

Visão estratégica

Taxas de Juros

Internacional

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



Doméstico

Inclinação da Curva de Juros



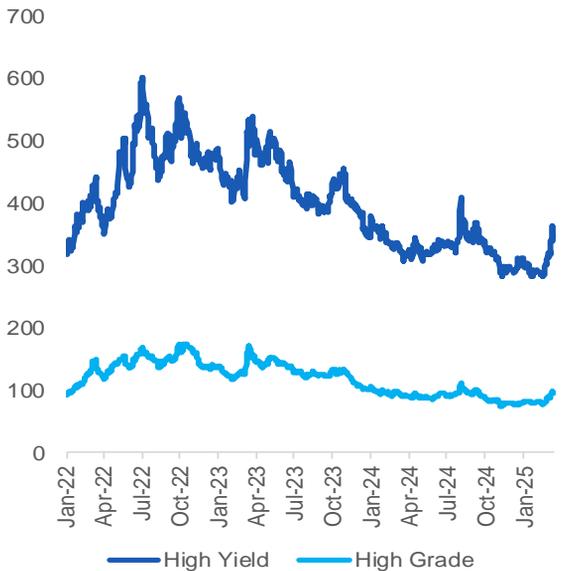
Inclinação (10Y vs 3M): EUA vs Euro



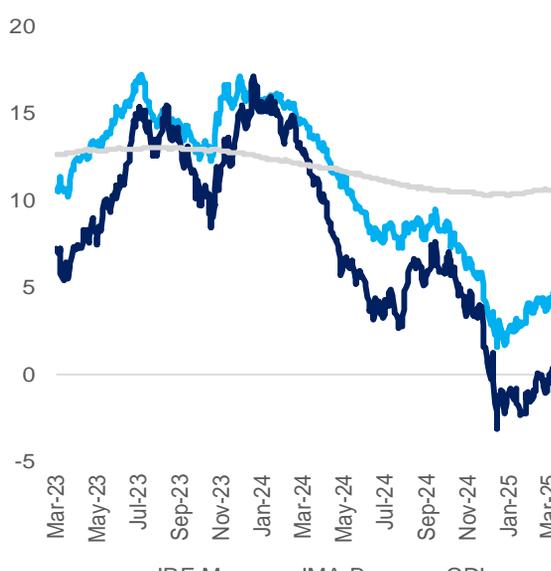
Evolução das taxas indexadas ao IPCA (%)



Spread de crédito



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

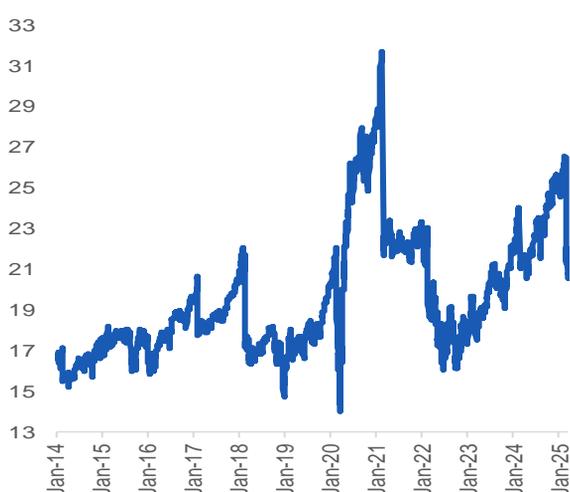


Visão estratégica

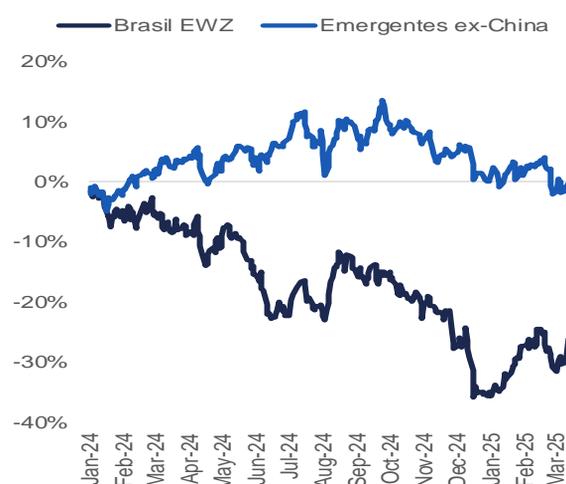
Renda Variável

Nos EUA, o sentimento de aversão a risco se manteve, levando a mais uma semana de queda do S&P 500, apoiado pelo ambiente de maior incerteza com a escalada das guerras comerciais e alguma precificação de recessão por parte dos investidores, embora não seja nosso cenário base. Na contramão deste movimento, o Ibovespa encerrou a semana com ganhos, apoiado tanto pelo maior apetite dos investidores estrangeiros quanto pelas notícias relacionadas ao aumento da desaprovação do governo Lula.

S&P 500: preço/lucro



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



País	Índice/ETF	14-mar-25	Semana	Março	2025	12 meses
EUA	Dow Jones	41,488	-3.1%	-5.4%	-2.5%	7.2%
Emergentes	XCEM Equity	\$ 29.90	-0.4%	2.1%	1.0%	-2.8%
EUA	S&P	5,639	-2.3%	-5.3%	-4.1%	10.2%
China	MCHI Equity	\$ 57.37	1.5%	7.1%	22.4%	43.2%
Europa	EZU Equity	\$ 55.14	-1.0%	5.2%	16.8%	9.5%
Brasil	EWZ Equity	\$ 25.84	4.1%	7.2%	14.8%	-19.5%
EUA	Nasdaq	17,754	-2.4%	-5.8%	-8.1%	11.1%

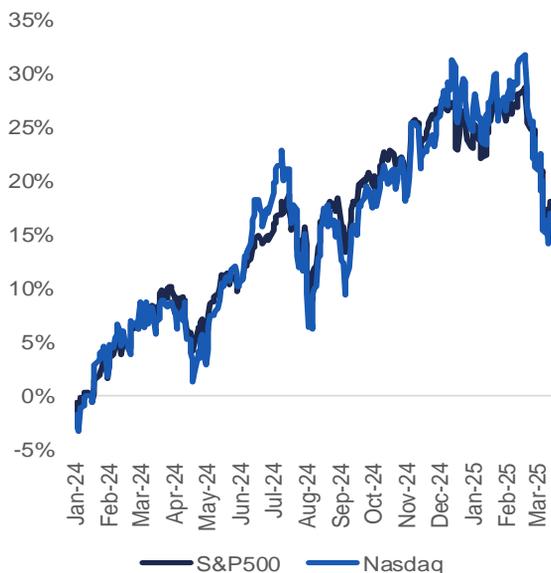
Índices	Código	14-mar-25	Semana	Março	2025	12 meses
Fundos Imob.	IFIX	3,213	1.6%	2.9%	3.1%	-4.5%
Indústria	INDX	25,823	0.3%	3.1%	-0.6%	12.4%
Mat. Básicos	IMAT	5,427	1.9%	3.9%	-1.8%	-5.4%
Ibovespa	IBOV	128,957	3.1%	5.0%	7.2%	1.0%
Small Caps	SMLL	1,902	2.9%	5.7%	7.8%	-15.1%
Utilities	UTIL	11,766	2.7%	4.7%	13.2%	9.6%
Consumo	ICON	2,511	2.7%	7.3%	3.3%	-15.4%
Finanças	IFNC	13,820	5.9%	8.8%	16.8%	3.5%

Visão estratégica

Renda Variável

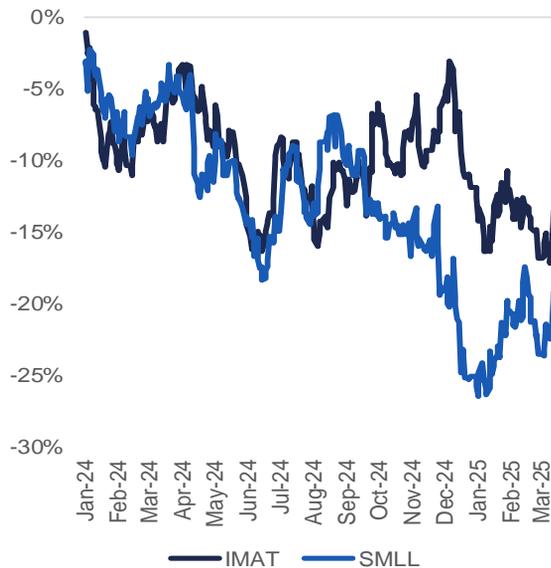
Internacional

S&P e Nasdaq



Doméstico

Materiais Básicos x Small Caps



Shanghai vs Euro stoxx



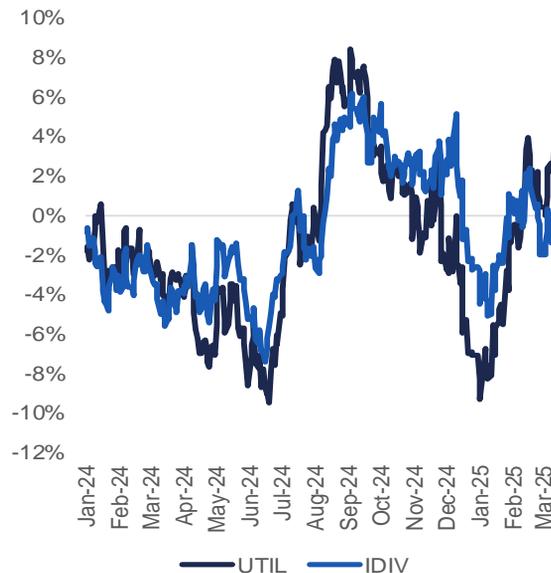
Indústria x Serviços



Cíclicos vs defensivos



Utilidade Pública x Dividendos

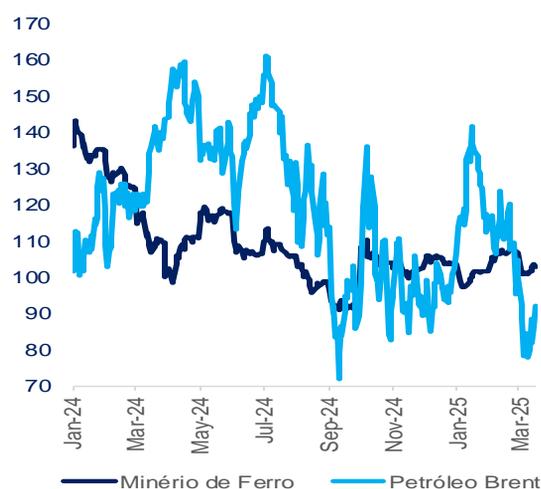


Visão estratégica

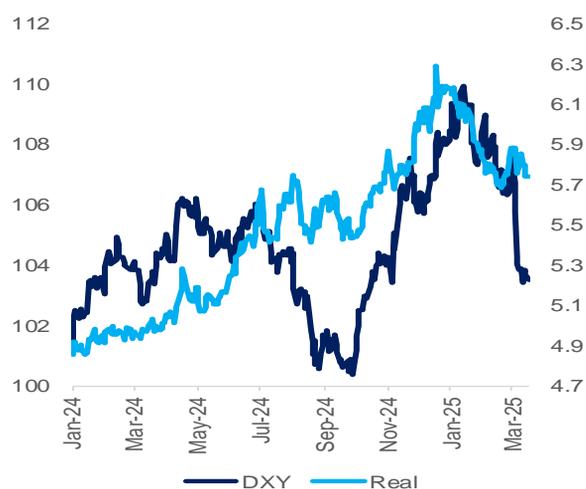
Commodities e moedas

No mercado de commodities, o petróleo apresentou valorização na última semana, apoiado pela escalada das tensões entre Rússia e Ucrânia. Por sua vez, o dólar perdeu força frente aos principais pares (DXY) em meio as perspectivas de atividade mais fraca nos EUA. Além disso, o real se valorizou frente à moeda americana, em virtude tanto das perspectivas do cenário eleitoral em 2026 quanto do maior apetite a risco dos investidores estrangeiros.

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



DXY Index vs Real



Commodity	Bolsa		14-mar-25	Semana	Março	2025	12 meses
CRB Index			541.04	0.37%	0.3%	0.5%	1.8%
Café	Nova Iorque	\$	378.45	-1.5%	1.4%	19.4%	107.9%
Gado	Chicago	\$	199.35	1.5%	5.6%	5.6%	5.6%
Minério de Ferro	Cingapura	\$	101.95	1.5%	-0.5%	2.6%	8.1%
Soja (bu)	Chicago	\$	1,016.00	-0.9%	-1.0%	1.3%	-15.0%
Petróleo Brent	Londres	\$	71.50	1.6%	-1.8%	-2.3%	-8.6%
Ouro		\$	3,000.34	3.14%	4.99%	15.11%	38.76%
Milho (bu)	Chicago	\$	463.00	-1.3%	-1.4%	0.7%	-4.9%

Moedas	País		14-mar-25	Semana	Março	2025	12 meses
DXY	EUA		103.72	-0.1%	-3.8%	-4.1%	0.3%
Real	Brasil	R\$	5.74	-0.8%	2.5%	-7.0%	15.1%
Peso Mexicano	México	R\$	0.29	0.8%	-0.6%	-3.7%	-3.5%
Libra Esterlina	Inglaterra	R\$	7.43	-0.7%	-0.6%	-4.2%	16.7%
Yuan	China	R\$	0.79	-0.7%	1.9%	-6.2%	14.4%
Euro	Europa	R\$	6.25	-0.6%	-2.2%	-2.8%	15.0%
Rand Sul-African	África do Sul	R\$	0.32	-0.4%	-0.6%	-4.0%	18.6%

Disclaimer

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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