



Asset Strategy

Junho 2025

BTG Pactual Macro Strategy

Álvaro Frasson
Brasil – BTG Pactual S.A.

Para informações adicionais, por favor leia atentamente o aviso no final desta apresentação

Carta Mensal

Atividade forte, inflação resiliente

Global: Excepcionalismo americano em teste. Nos EUA, a trégua tarifária com a China e a revisão da tarifa média para 13–14% em maio melhoraram as perspectivas de crescimento para 1,8% em 2025. O mercado de trabalho segue resiliente e a inflação de abril surpreendeu para baixo, adiando o início do ciclo de cortes do Fed para dezembro. Na Europa, a atividade perdeu fôlego em maio, com queda nos serviços e núcleo da inflação em alta, o que não deve impedir novo corte de juros do ECB em junho. Na China, apesar da redução tarifária, a atividade continua fraca, com vendas no varejo e produção industrial decepcionando; o PBoC cortou juros e deve anunciar novos estímulos para sustentar o crescimento, mantido em 4,0%.

Brasil: PIB, emprego e crédito seguem insensíveis à taxa de juros. Neste mês, o IBGE divulgou um crescimento do PIB 1T25 de 1,4% t/t a.s., acelerando em relação ao 0,1% revisados do 4T24. Na mesma semana, a taxa de desemprego atingiu 6,3% a.s., renovando sua mínima histórica e, no mercado de crédito, os dados já refletem o impacto da reformulação do programa de crédito consignado CLT: se antes do programa eram concedidos, em média ao mês, R\$1,7bi da modalidade, após os ajustes a concessão subiu para R\$5,2bi em abril.

Diante dos fatos, a comunicação da última reunião do Copom soou mais *dovish*. A partir de agora, a autoridade monetária não vê assimetria no balanço de riscos para a inflação – incluindo um terceiro risco baixista: “*uma redução nos preços das commodities com efeitos desinflacionários*” –, além de explicitarem que seu cenário-base inclui uma inflexão no ciclo econômico, com uma redução deste dinamismo nos próximos trimestres.

Na política fiscal, o Ministério da Fazenda apresentou o 2º Relatório Bimestral de Avaliação das Receitas e Despesas com um bom trabalho ao contingenciar/bloquear cerca de ~R\$30bi na despesa primária (muito acima dos R\$5bi esperados pelo mercado) e com revisões baixistas para algumas linhas da arrecadação, elevando a probabilidade do governo federal entregar a meta fiscal em 2025.

Gráfico 1
USDBRL vs DXY (pts.)

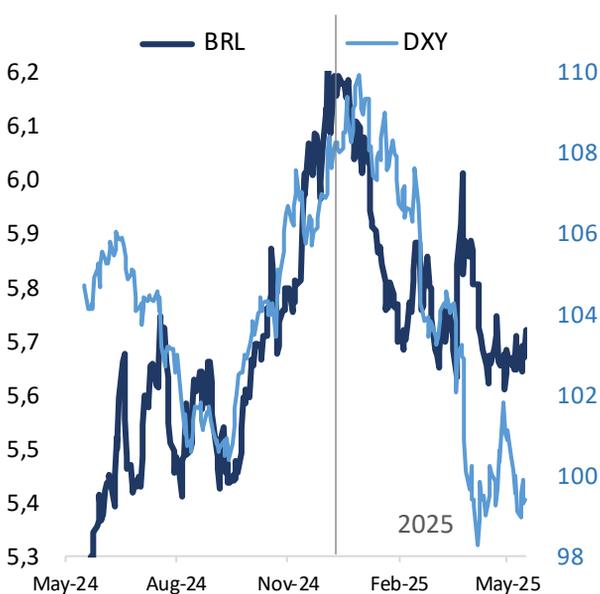
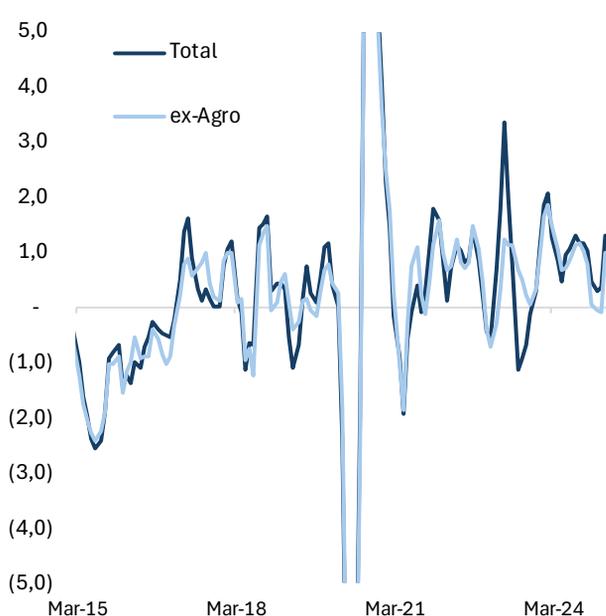


Gráfico 2
IBC-Br (% a.a.): Total vs ex-Agro



Contudo, os efeitos defasados da liberação do FGTS, do crédito consignado CLT e outras medidas de incentivo devem reduzir a potência da política monetária neste 2T25 e pressionar as expectativas de inflação. Vale lembrar que as projeções de IPCA para os próximos meses, ainda que tenham sofrido reduções marginais em razão do IPCA-15 de maio melhor que o esperado, resultarão em diversos meses de descumprimento da meta de inflação pelo Banco Central.

Para nossas estratégias de alocação, mantemos a mesma posição do mês anterior. Em linha com as alterações antecipadas no último mês, onde elevamos nossa exposição aos ativos atrelados à inflação, acreditamos que esta estratégia, que já se mostrou vencedora em maio, deve continuar entregando performances mais atrativas para o risco/retorno prospectivo.

Gráfico 3
Taxa de Desemprego (% a.a.)



Gráfico 4
Concessões de Crédito: Consignado CLT



Tabela 1
Projeções Macro

Dados esperados para o fim do período		2021	2022	2023	2024	2025e	2026e
PIB real	(% a.a.)	4,99	2,90	3,30	3,40	1,90	1,50
Taxa de Desemprego	(%)	11,10	7,90	7,80	6,50	7,20	7,80
Selic	(% a.a.)	9,25	13,75	11,75	12,25	14,75	12,00
IPCA	(% a.a.)	10,06	5,79	4,62	4,83	5,40	4,50
IGP-M	(% a.a.)	17,78	5,45	-3,18	6,54	3,20	4,40
Taxa de Câmbio	(BRLUSD)	5,57	5,29	4,85	6,17	5,60	5,50
Result. Primário Gov. Central	(% PIB)	-0,4	0,6	-2,3	-0,36	-0,61	-0,46
Dívida Bruta	(% PIB)	78,3	72,9	74,6	77,7	80,4	83,7

Desempenho do Mercado

Tabela 2

Rentabilidade das Classes de Ativos pelos Índices de Referência

Classe de Ativo	Index	Valor	mai-25	abr-25	YTD*	12m	Vol 12m
Renda Fixa (%)							
Títulos Públicos	IMA-Geral	8.770	1,27	1,72	6,62	9,55	2,13
Pós-fixado	CDI	49.954	1,14	1,06	5,26	11,83	0,13
Inflação	IMA-B	10.381	1,70	2,09	7,41	5,17	5,28
Inflação curta	IMA-B 5	10.061	0,62	1,76	5,57	9,01	2,32
Inflação longo	IMA-B 5+	11.528	2,45	2,33	8,72	2,63	7,92
Prefixado	IRF-M	19.891	1,00	2,99	8,84	9,10	3,75
Prefixado longo	IDkA 5 anos	9.741	1,24	6,15	15,02	3,94	11,43
Retorno Absoluto (%)	IHFA	5.643	1,27	4,00	6,29	13,15	2,60
Ações (%)							
Ibovespa	IBOV	137.027	1,45	3,69	13,92	11,67	15,20
Small Caps	SMLL	2.207	5,94	8,47	25,12	8,93	21,07
Materiais Básicos	IMAT	4.983	-1,77	-4,48	-9,84	-10,02	20,03
Financeiro	IFNC	15.377	1,56	9,27	29,99	25,86	18,90
Consumo	ICON	3.031	2,37	12,67	24,66	11,46	21,69
Utilities	UTIL	13.573	3,20	12,44	30,56	31,16	17,58
Alternativos (%)							
F. Imobiliários	IFIX	3.462	1,44	3,01	11,09	2,69	8,24
Câmbio (+apr/-dep)	BRL/USD	R\$ 5,72	0,88	-0,57	-7,35	9,98	13,85
Criptoativos	HASH11	79	11,32	10,88	-7,60	43,25	53,24
Ouro	USD	3.289	0,02	5,29	25,33	40,68	17,95

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

Gráfico 5

Curva de Juros Nominal - DI (%)

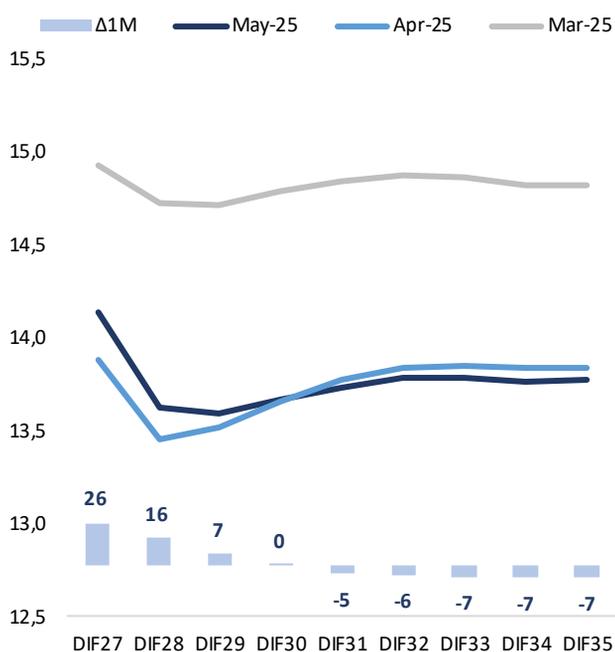
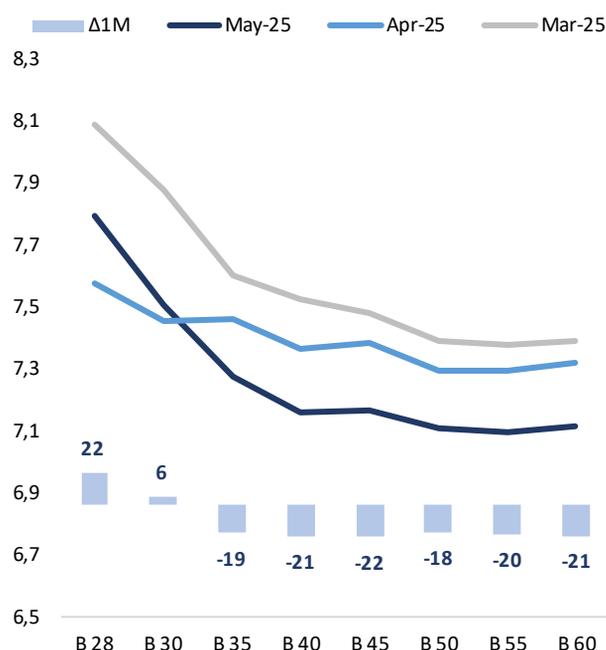


Gráfico 6

Curva de Juros Real – NTN-B (%)



Estratégia de Alocação

Tabela 3

Detalhamento das Alocações por Classe de Ativo

June, 2025	Índice de Referência	Conservador		Balanceado		Sofisticado	
		Δp.p.	Total	Δp.p.	Total	Δp.p.	Total
Renda Fixa			85,00%		75,00%		65,00%
Pós-fixado			65,00%		30,00%		20,00%
Liquidez	CDI		25,00%		12,00%		10,00%
Crédito Privado	IDA-DI		40,00%		18,00%		10,00%
Inflação			20,00%		42,50%		41,00%
Curto prazo	IMA-B 5		10,00%		22,50%		19,00%
Longo prazo	IMA-B 5+		10,00%		20,00%		22,00%
Prefixado			0,00%		2,50%		4,00%
Curto prazo	IRF-M		0,00%		2,00%		3,00%
Longo prazo	IDkA 5A		0,00%		0,50%		1,00%
Retorno Absoluto	IHFA		9,00%		13,00%		17,00%
Ações			3,00%		7,50%		12,00%
Ibovespa	IBOV		3,00%		7,50%		12,00%
Small Caps	SMLL		0,00%		0,00%		0,00%
Alternativos			3,00%		4,50%		6,00%
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%
Asset Strategy			100,00%		100,00%		100,00%

Tabela 4

Posicionamento por Classe de Ativo



Estratégia de Alocação

Renda Fixa: proteção à inflação segue como principal atrativo.

Pós-fixado: nível neutro é compatível com o provável fim de ciclo de alta de juros. Em junho, o Copom deve anunciar o fim das elevações na Taxa Selic sob a justificativa de que o atual patamar contracionista ajustará as expectativas de inflação com a manutenção deste nível de juros por período prolongado. Portanto, o CDI nominal segue bastante atrativo nos próximos meses.

IPCA+: atividade doméstica resiliente justifica a posições 1 notch over. Acreditamos que a curva de juros real segue com prêmio e, adicionalmente, a conjunção de uma política monetária em fim de ciclo com uma economia bastante resiliente (vide os dados recentes do mercado de trabalho e crédito), pode manter as taxas de inflação em níveis desancorados por um período extenso.

Prefixados: continuamos neutros em razão da forte redução das implícitas. Em nossa opinião, a apreciação do real foi a principal responsável pelo fechamento das taxas de juros neste ano. Para frente, não vemos *trigger* macro doméstico para novos fechamentos desta magnitude.

Renda Variável: otimismo com emergentes levou o Brasil de carona

Ações: seguimos 1 notch under. A forte apreciação da bolsa brasileira em dólar no ano (21,9%) está em linha com os movimentos de outras bolsas emergentes, como o México (31%), África do Sul (26%) e Coréia do Sul (20,6%). Seguimos atentos a classe de ativo, mas precisaremos ver um *trigger* doméstico mais claro para elevar a posição tática.

Alternativos: retomada chama atenção. Em mais um mês de retorno positivo, acreditamos que o ambiente favorável à *equity* Brasil tenha ajudado à classe andar novamente. Prospectivamente, o elevado nível de taxa de juros deveria impactar negativamente o segmento de *real estate*.

Gráfico 7

Taxa de Juros 5 anos vs Taxa de Câmbio

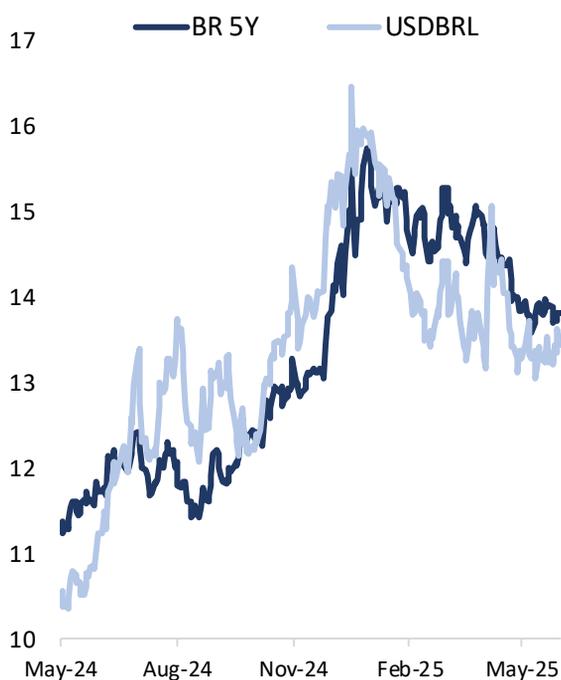


Gráfico 8

Saldo do Investidor Estrangeiro (USD bi)



Apêndice

Desempenho histórico das carteiras

Suitability: alinhando o perfil de risco

Disclaimer

Desempenho das Carteiras

Tabela 5 – Contribuição da rentabilidade por classes de ativos

May, 2025	Indicadores		Contribuição no Retorno Mensal			Ponderação das Carteiras		
			Conservador	Balanceado	Sofisticado	Conservador	Balanceado	Sofisticado
Renda Fixa			1,13%	1,03%	0,95%	85,0%	75,0%	65,0%
Pós-fixado			0,82%	0,38%	0,25%	65,0%	30,0%	20,0%
Liquidez	CDI	1,14%	0,28%	0,14%	0,11%	25,0%	12,0%	10,0%
Crédito Privado	IDA-DI	1,34%	0,54%	0,24%	0,13%	40,0%	18,0%	10,0%
Inflação			0,31%	0,63%	0,66%	20,0%	42,5%	41,0%
Curto prazo	IMA-B 5	0,62%	0,06%	0,14%	0,12%	10,0%	22,5%	19,0%
Longo prazo	IMA-B 5+	2,45%	0,25%	0,49%	0,54%	10,0%	20,0%	22,0%
Prefixado			0,00%	0,03%	0,04%	0,0%	2,5%	4,0%
Curto prazo	IRF-M	1,00%	0,00%	0,02%	0,03%	0,0%	2,0%	3,0%
Longo prazo	IDkA 5A	1,24%	0,00%	0,01%	0,01%	0,0%	0,5%	1,0%
Retorno Absoluto	IHFA	1,27%	0,11%	0,17%	0,22%	9,0%	13,0%	17,0%
Ações			0,04%	0,11%	0,17%	3,0%	7,5%	12,0%
Ibovespa	IBOV	1,45%	0,04%	0,11%	0,17%	3,0%	7,5%	12,0%
Small Caps	SMLL	5,94%	0,00%	0,00%	0,00%	0,0%	0,0%	0,0%
Alternativos			0,04%	0,11%	0,19%	3,0%	4,5%	6,0%
F. Imobiliário	IFIX	1,44%	0,04%	0,06%	0,07%	3,0%	4,0%	5,0%
Crypto (BRL)	NCI	11,32%	0,00%	0,06%	0,11%	0,0%	0,5%	1,0%
Câmbio	BRL	-0,88%	0,00%	0,00%	0,00%	0,0%	0,0%	0,0%
Asset Strategy			1,33%	1,42%	1,52%	100,0%	100,0%	100,0%

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%	1,32%	1,42%	1,33%								6,32%	46,35%
Balanceado	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%	1,56%	1,93%	1,42%								6,92%	35,14%
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%	1,75%	2,21%	1,52%								7,29%	29,51%

(*) 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	1,3%	6,7%	11,0%	9,7%	46,3%
	Balanceado	1,4%	7,2%	10,1%	7,7%	35,1%
	Sofisticado	1,5%	7,7%	10,5%	6,8%	29,5%
Vol anualizada	Conservador	1,4%	1,2%	1,4%	1,7%	1,7%
	Balanceado	2,6%	2,3%	2,8%	3,4%	3,4%
	Sofisticado	3,4%	3,0%	3,6%	4,7%	4,7%
Benchmark (CDI)		1,1%	5,3%	11,8%	11,5%	
Sharpe	Conservador	0,1x	1,2x	-0,6x	-1,0x	
	Balanceado	0,1x	0,8x	-0,6x	-1,1x	
	Sofisticado	0,1x	0,8x	-0,4x	-1,0x	

Gráfico 9

Retorno vs Volatilidade (%): YTD

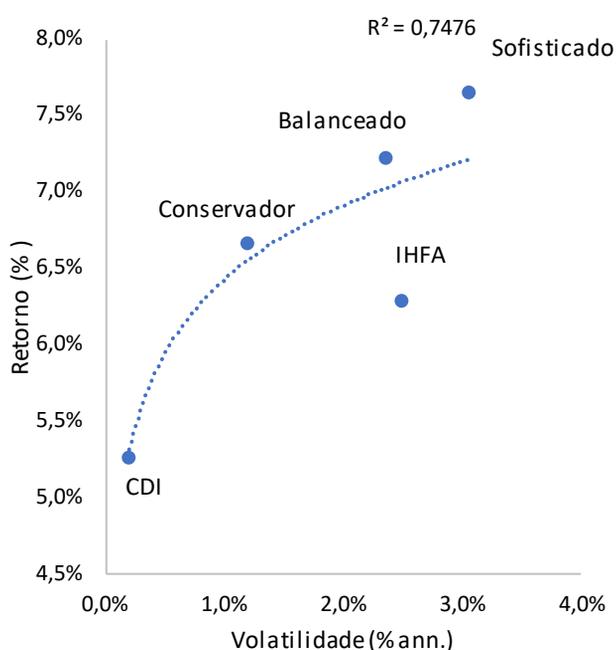


Gráfico 10

Retorno vs Volatilidade (%): 12 meses

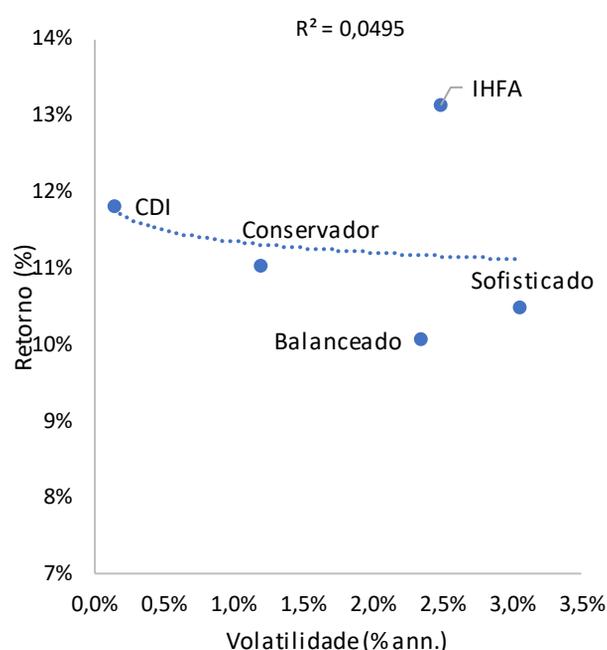
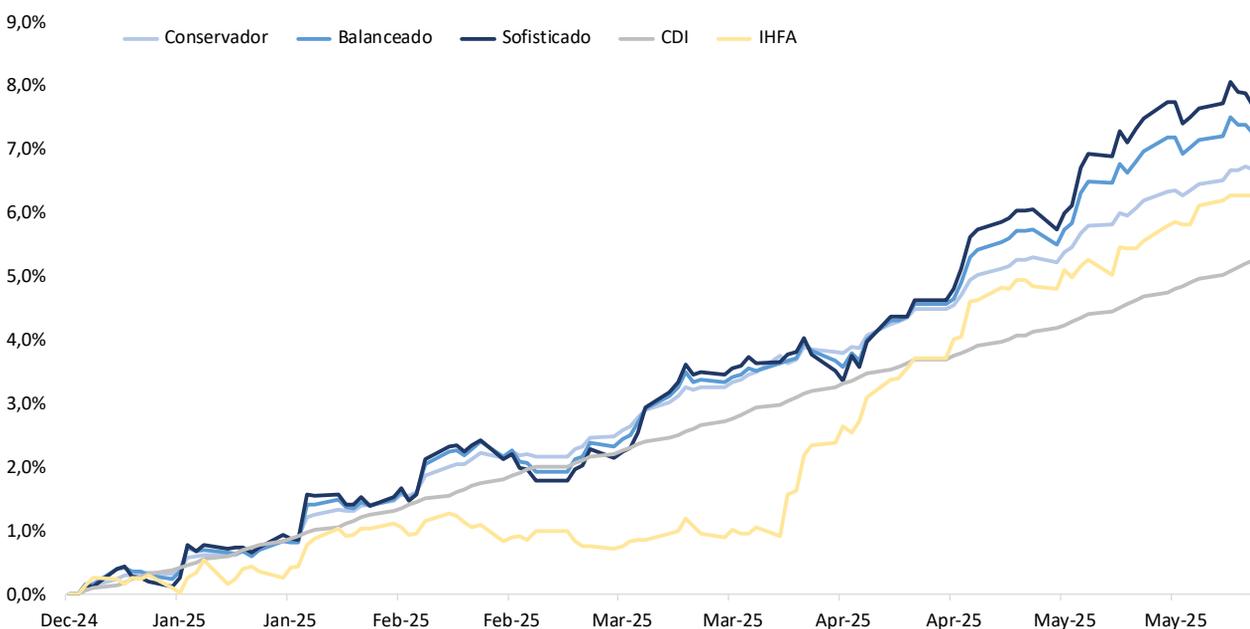


Gráfico 9

Retorno acumulado em 2025 (%): carteiras vs benchmarks



Fonte: BTG Pactual Macro Strategy.

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.

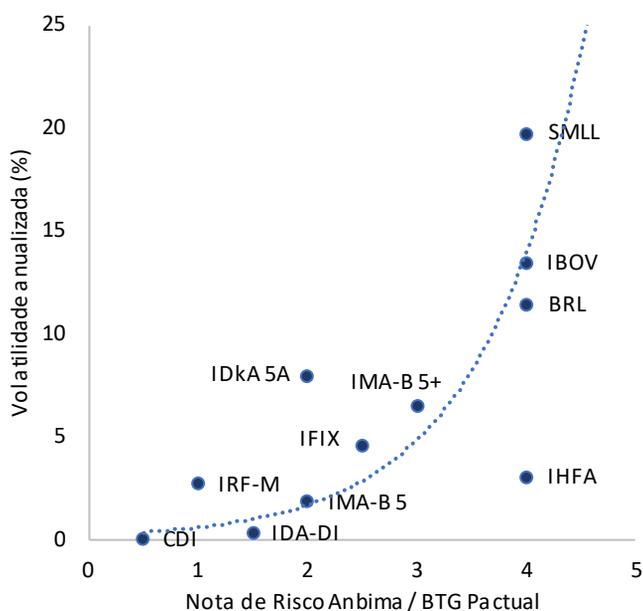
O normativo estabelece regras e parâmetros que devem ser seguidos pelas Instituições Participantes no que se refere ao Suitability de seus clientes. Esse processo é feito conforme pontuação de risco para cada tipo de ativo disponível para o investidor, navegando de uma pontuação que vai de 0,5 ponto (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.

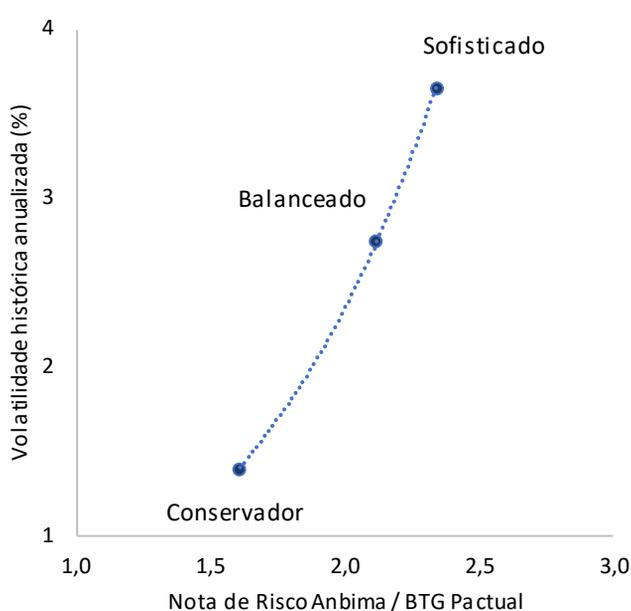
É importante ressaltar que o Asset Strategy busca alinhar a nota de risco da estratégia para cada perfil, mesmo considerando ativos mais arriscados para perfis mais conservadores. A gestão de risco é feita baseado na análise top-down macro, além da avaliação quantitativa das sugestões de alocação, mas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