



# Asset Strategy

Julho 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

## Manutenção dos juros aumenta apetite ao risco

**Global: Queda dos yields e DXY precificam falar mais *dovish* dos diretores do Fed.** O mês foi marcado pelo fechamento das *treasuries* norte-americanas, movimento que se intensificou após a divulgação de uma inflação (CPI) de maio abaixo do esperado pelo quarto mês consecutivo. Ao longo do período, a revisão baixista do consumo no PIB do 1T25 (de 1,2% para 0,5% t/t saar) e os dados mais fracos das vendas no varejo levaram a revisões baixistas nas projeções. Além disso, embora a decisão do Fed de manter a taxa de juros (FFR) inalterada em 4,25%-4,50% tenha sinalizado cautela, os comentários dos membros votantes Michelle Bowman e Christopher Waller, indicando que pode haver espaço para uma reabertura do ciclo de cortes já na reunião de julho, também contribuíram para o aumento das apostas do mercado em flexibilização monetária. Por sua vez, no campo geopolítico, a menor percepção de risco de interrupção no fornecimento por parte do Irã ajudou a reduzir o prêmio de inflação, em meio à queda dos preços do petróleo. Como resultado, os ativos de risco se tornaram naturalmente mais atrativos, o que se traduziu em ganhos expressivos para as bolsas, levando o S&P 500 a renovar sua máxima histórica. Por outro lado, com o aumento do apetite por risco, o dólar encerrou mais um mês em queda frente aos principais pares (DXY).

**Brasil: Copom finaliza ciclo de alta de juros com um *'higher for longer'*.** Na continuidade do enfraquecimento do dólar americano e da forte oscilação nas tensões geopolíticas, o *newsflow* doméstico tem ganhado menos destaque, mas com *inputs* não menos relevantes para o ciclo econômico e os preços de mercado.

Sobre a política monetária, a comunicação do último Copom foi mais dura que o mercado esperava: ajuste em 15% a/a, *forward guidance* na manutenção “por período bastante prolongado” e deixando a porta aberta para novas altas de juros, caso julgue apropriado. É um consenso no mercado que a barra é muito alta para o BC subir novamente a taxa Selic, porém, esta sinalização dá, além de maior credibilidade ao Comitê, liberdade de atuação e retira alguns cortes precificados na curva de juros para final deste ano. No Relatório de Política Monetária (ex-RTI) do 2T25, o BC ainda revisou para cima tanto as suas estimativas de hiato do produto para o 2T25 e quanto as projeções de IPCA até o 4T27 (gráfico 3).

Gráfico 1

Câmbio: DXY vs Emergentes (% YTD.)

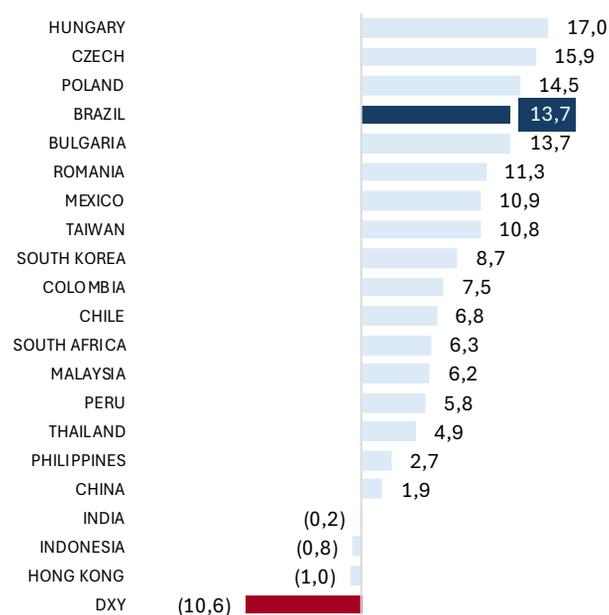
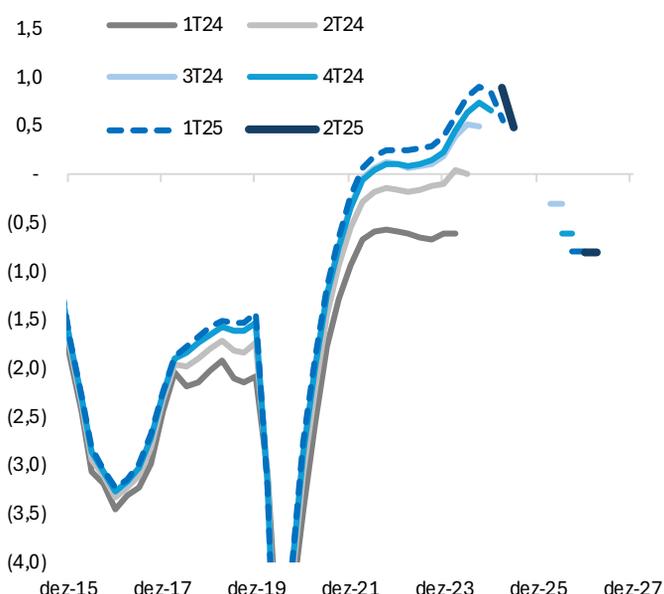


Gráfico 2

Hiato do Produto (p.p.): Revisões do BCB



Sobre esta, o BC apresenta uma desancoragem das expectativas de inflação até o final de 2027, deixando a implícita mensagem que não há espaço para o BC cortar a taxa de juros nem no 1T26. No caso do hiato, a revisão altista está em linha com os dados mais fortes no mercado de trabalho. A PNAD de maio renovou a mínima histórica da taxa de desemprego, além de dados ainda fortes no saldo do emprego formal, medidos pelo CAGED.

É fato, também, que há uma defasagem maior do efeito dos juros no mercado de trabalho em relação ao mercado de crédito, que já vem apresentando queda nas concessões para pessoa física. Portanto, o BC está à espera de um maior enfraquecimento nos dados de empregos e salários reais, pois somente assim terá maior confiança para suavizar o tom na comunicação sobre política monetária, antes de iniciar um ciclo de corte de juros.

Com tudo na mesa, vemos a Selic em 15% até o final deste ano e um início do ciclo de corte de juros entre a reunião de março e abril do próximo ano.

**Para nossas estratégias de alocação, elevamos a posição de renda variável para o nível neutro.** Em razão do maior apetite ao risco do investidor estrangeiro, de um prêmio de risco em ações historicamente atrativo e um ciclo econômico que pode se encaminhar para um *'soft-landing'*, acreditamos que as classes de ativos com mais risco podem encontrar um ambiente mais positivo nos próximos meses.

Gráfico 3  
IPCA (% a/a): Projeções do BCB

Horizonte Relevante	Reuniões do Copom	Projeção BCB	
		IPCA	Desvio
1T26	Jul/Set - 24	4,20	1,20
2T26	Nov/Dez - 24	4,20	1,20
3T26	Jan/Mar - 25	3,80	0,80
4T26	Mai/Jun - 25	3,60	0,60
1T27	Jul/Set - 25	3,40	0,40
2T27	Nov/Dez - 25	3,40	0,40
3T27	Jan/Mar - 26	3,30	0,30
4T27	Abr/Jun - 26	3,20	0,20

Gráfico 4  
Trajetória da Selic: BTGP MS, Focus e DI

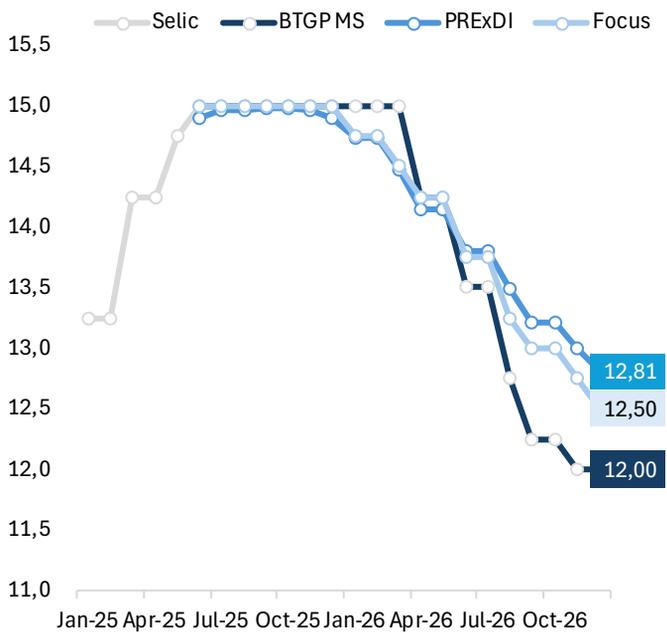


Tabela 1  
Projeções Macro

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	15,00	12,00
IPCA	(% a.a.)	10,06	5,79	4,62	4,83	5,10	4,50
IGP-M	(% a.a.)	17,78	5,45	-3,18	6,54	2,80	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	-0,52	-0,75
Dívida Bruta	(% PIB)	78,3	72,9	74,6	77,7	79,6	82,7

# Desempenho do Mercado

Tabela 2

Rentabilidade das Classes de Ativos pelos Índices de Referência

Classe de Ativo	Index	Valor	jun-25	mai-25	YTD*	12m	Vol 12m
<b>Renda Fixa (%)</b>							
Títulos Públicos	IMA-Geral	8.885	1,31	1,27	8,01	10,79	2,09
Pós-fixado	CDI	50.502	1,10	1,14	6,41	12,13	0,12
Inflação	IMA-B	10.516	1,30	1,70	8,80	7,32	5,26
Inflação curta	IMA-B 5	10.106	0,45	0,62	6,04	8,96	2,34
Inflação longo	IMA-B 5+	11.743	1,86	2,45	10,74	6,56	7,86
Prefixado	IRF-M	20.245	1,78	1,00	10,77	11,15	3,67
Prefixado longo	IDKa 5 anos	10.084	3,53	1,24	19,08	9,24	11,20
<b>Retorno Absoluto (%)</b>	IHFA	5.699	1,14	1,13	7,35	13,31	2,60
<b>Ações (%)</b>							
Ibovespa	IBOV	138.855	1,33	1,45	15,44	12,06	15,13
Small Caps	SMLL	2.230	1,04	5,94	26,43	11,31	21,05
Materiais Básicos	IMAT	5.008	0,49	-1,77	-9,40	-11,63	20,44
Financeiro	IFNC	15.611	1,52	1,56	31,96	28,34	18,93
Consumo	ICON	2.977	-1,78	2,37	22,44	10,30	21,48
Utilities	UTIL	13.544	-0,22	3,20	30,27	29,46	17,35
<b>Alternativos (%)</b>							
F. Imobiliários	IFIX	3.484	0,63	1,44	11,79	4,08	8,30
Câmbio (+apr/-dep)	BRL/USD	R\$ 5,43	-5,09	0,88	-12,07	-2,90	13,81
Criptoativos	HASH11	77	-2,24	11,32	-9,68	45,67	53,10
Ouro	USD	3.303	0,42	0,02	25,86	41,96	17,65

\*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 (%)

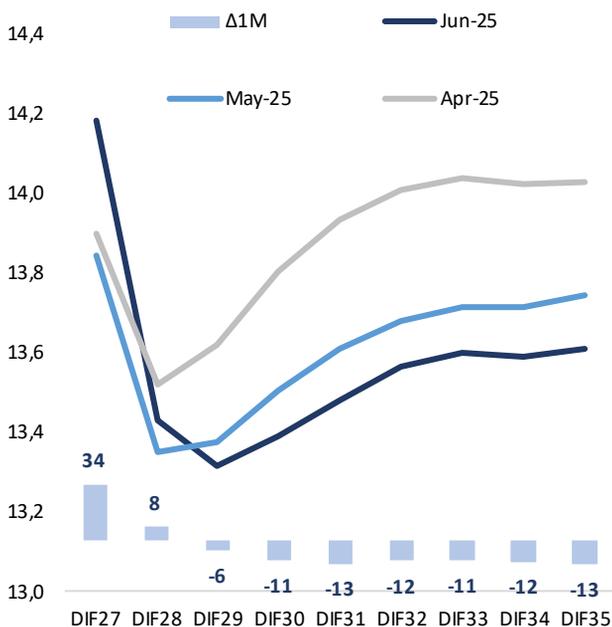
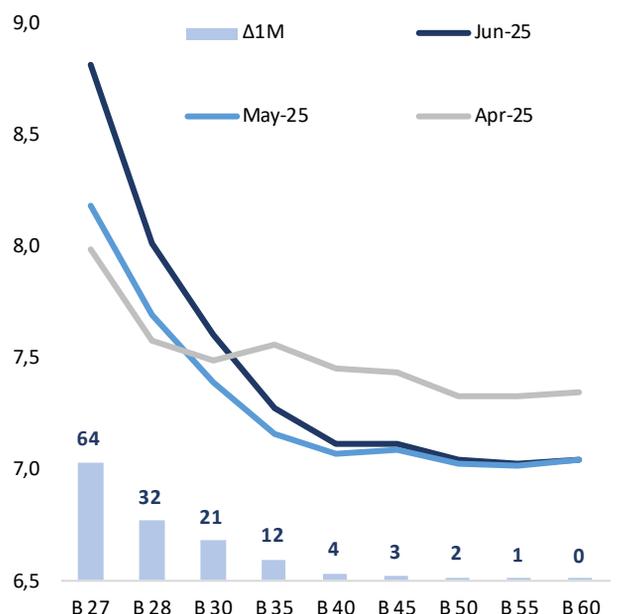


Gráfico 6

Curva de Juros Real – NTN-B (%)



# Estratégia de Alocação

Tabela 3

Detalhamento das Alocações por Classe de Ativo

July, 2025	Índice de Referência	Conservador		Balanceado		Sofisticado	
		Δp.p.	Total	Δp.p.	Total	Δp.p.	Total
<b>Renda Fixa</b>		<b>-5,0%</b>	<b>80,00%</b>	<b>-7,5%</b>	<b>67,50%</b>	<b>-8,0%</b>	<b>57,00%</b>
<b>Pós-fixado</b>		<b>-5,0%</b>	<b>60,00%</b>	<b>-5,0%</b>	<b>25,00%</b>	<b>-5,0%</b>	<b>15,00%</b>
Liquidez	CDI		25,00%	-2,0%	10,00%	-2,0%	8,00%
Crédito Privado	IDA-DI	-5,0%	35,00%	-3,0%	15,00%	-3,0%	7,00%
<b>Inflação</b>			<b>20,00%</b>	<b>-2,5%</b>	<b>40,00%</b>	<b>-3,0%</b>	<b>38,00%</b>
Curto prazo	IMA-B 5		10,00%	-2,5%	20,00%	-3,0%	16,00%
Longo prazo	IMA-B 5+		10,00%		20,00%		22,00%
<b>Prefixado</b>			<b>0,00%</b>		<b>2,50%</b>		<b>4,00%</b>
Curto prazo	IRF-M		0,00%		2,00%		3,00%
Longo prazo	IDkA 5A		0,00%		0,50%		1,00%
<b>Retorno Absoluto</b>	<b>IHFA</b>		<b>9,00%</b>		<b>13,00%</b>		<b>17,00%</b>
<b>Ações</b>		<b>5,0%</b>	<b>8,00%</b>	<b>7,5%</b>	<b>15,00%</b>	<b>8,0%</b>	<b>20,00%</b>
Ibovespa	IBOV	3,0%	6,00%	2,5%	10,00%	2,0%	14,00%
Small Caps	SMLL	2,0%	2,00%	5,0%	5,00%	6,0%	6,00%
<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: juro real longo segue atrativo.

**Pós-fixado: fim de ciclo de alta de juros motiva reduzir exposição para 1 notch under.** Conforme antecipamos no mês passado, o BC usou da estratégia *'higher for longer'* para comprar tempo e direcionar que a taxa Selic deve ficar em 15%, pelo menos, até o final deste ano. Com expectativas de inflação marginalmente melhores, o CDI real segue bastante atrativo, mas deve perder força à medida que o debate sobre o ciclo de corte aumenta. Em razão da elevada posição estrutural e da necessidade de financiar o retorno da renda variável ao nível neutro, ajustamos a posição em pós-fixados para 1 nível subalocado.

**IPCA+: juro real segue 'premiado' e mantemos as posições em 1 notch over.** Acreditamos que a curva de juros reais segue bastante atrativa, sobretudo nos vértices médios/longos, e com expectativas de inflação (ainda que marginalmente melhores) desancoradas para os próximos 12 meses, compondo fundamentos atrativos para o posicionamento tático.

**Prefixados: continuamos neutros.** Com implícitas mais baixas e fim do ciclo de alta de juros, debatemos sobre ficarmos aplicados no vértice Jan28, mas preferimos assumir risco em outras classes de ativos na construção do portfólio. Isoladamente, vemos esta estratégia com bons olhos.

## Renda Variável: fluxo indica investidores mais otimistas

**Ações: elevação para o nível neutro.** Entendemos que o fluxo recente deve continuar nos próximos meses, em razão: (i) do fim de ciclo de alta de juros, (ii) dólar americano estruturalmente mais fraco, mantendo fluxo estrangeiro positivo, (iii) *equity risk premium* do Ibovespa em níveis historicamente atrativos e (iv) ciclo econômico em suavização do crescimento, sem choques nos *earnings growth* das empresas no curto prazo. Vale ressaltar que, neste segundo semestre, a antecipação do debate eleitoral podem adicionar riscos de ambos os lados. Contudo, acreditamos que os *drivers* supracitados dão fundamentos suficientes para o retorno da posição neutra em renda variável.

Gráfico 7

CDI real, ex-post vs Juro real 5 anos (% a/a)

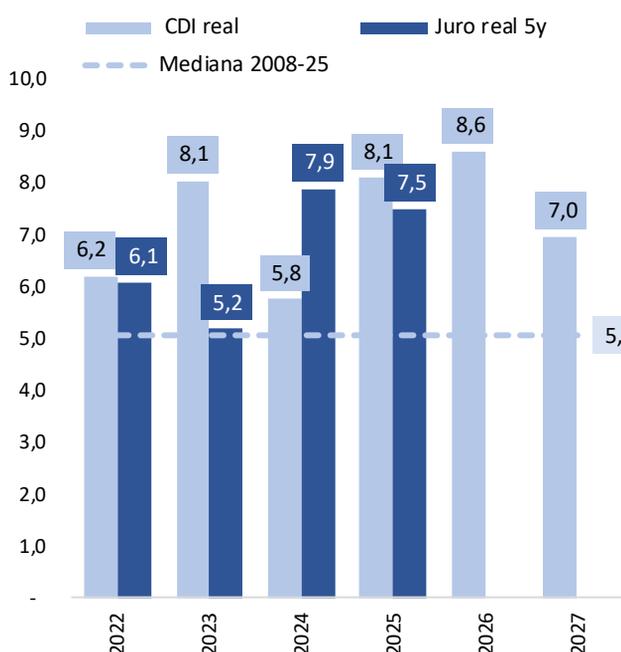


Gráfico 8

Equity Risk Premium – IBOV (% a/a)



# Apêndice

Desempenho histórico das carteiras

Suitability: alinhando o perfil de risco

Disclaimer

# Desempenho das Carteiras

Tabela 5 – Contribuição da rentabilidade por classes de ativos

June, 2025			Contribuição no Retorno Mensal			Ponderação das Carteiras		
			Conservador	Balanceado	Sofisticado	Conservador	Balanceado	Sofisticado
<b>Renda Fixa</b>			<b>0,95%</b>	<b>0,86%</b>	<b>0,80%</b>	<b>85,0%</b>	<b>75,0%</b>	<b>65,0%</b>
<b>Pós-fixado</b>			<b>0,72%</b>	<b>0,33%</b>	<b>0,22%</b>	<b>65,0%</b>	<b>30,0%</b>	<b>20,0%</b>
Liquidez	CDI	1,10%	0,27%	0,13%	0,11%	25,0%	12,0%	10,0%
Crédito Privado	IDA-DI	1,11%	0,45%	0,20%	0,11%	40,0%	18,0%	10,0%
<b>Inflação</b>			<b>0,23%</b>	<b>0,47%</b>	<b>0,49%</b>	<b>20,0%</b>	<b>42,5%</b>	<b>41,0%</b>
Curto prazo	IMA-B 5	0,45%	0,04%	0,10%	0,08%	10,0%	22,5%	19,0%
Longo prazo	IMA-B 5+	1,86%	0,19%	0,37%	0,41%	10,0%	20,0%	22,0%
<b>Prefixado</b>			<b>0,00%</b>	<b>0,05%</b>	<b>0,09%</b>	<b>0,0%</b>	<b>2,5%</b>	<b>4,0%</b>
Curto prazo	IRF-M	1,78%	0,00%	0,04%	0,05%	0,0%	2,0%	3,0%
Longo prazo	IDkA 5A	3,53%	0,00%	0,02%	0,04%	0,0%	0,5%	1,0%
<b>Retorno Absoluto</b>			<b>0,10%</b>	<b>0,15%</b>	<b>0,19%</b>	<b>9,0%</b>	<b>13,0%</b>	<b>17,0%</b>
<b>Ações</b>			<b>0,04%</b>	<b>0,10%</b>	<b>0,16%</b>	<b>3,0%</b>	<b>7,5%</b>	<b>12,0%</b>
Ibovespa	IBOV	1,33%	0,04%	0,10%	0,16%	3,0%	7,5%	12,0%
Small Caps	SMLL	1,04%	0,00%	0,00%	0,00%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Alternativos</b>			<b>0,02%</b>	<b>0,01%</b>	<b>0,01%</b>	<b>3,0%</b>	<b>4,5%</b>	<b>6,0%</b>
F. Imobiliário	IFIX	0,63%	0,02%	0,03%	0,03%	3,0%	4,0%	5,0%
Crypto (BRL)	NCI	-2,24%	0,00%	-0,01%	-0,02%	0,0%	0,5%	1,0%
Câmbio	BRL	5,09%	0,00%	0,00%	0,00%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Asset Strategy</b>			<b>1,11%</b>	<b>1,12%</b>	<b>1,17%</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%	1,32%	1,42%	1,33%	1,11%							7,50%	47,98%
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%	1,12%							8,12%	36,65%
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%	1,17%							8,54%	31,02%

(\*) 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	1,1%	7,9%	10,5%	9,8%	48,0%
	Balanceado	1,1%	8,2%	8,6%	7,7%	36,7%
	Sofisticado	1,2%	8,9%	8,5%	6,8%	31,0%
Vol anualizada	Conservador	0,7%	1,1%	1,4%	1,7%	1,7%
	Balanceado	1,3%	2,2%	2,8%	3,4%	3,4%
	Sofisticado	1,8%	2,9%	3,6%	4,7%	4,7%
Benchmark (CDI)		1,1%	6,4%	12,1%	11,6%	
Sharpe	Conservador	0,1x	1,3x	-1,2x	-1,0x	
	Balanceado	0,0x	0,8x	-1,3x	-1,1x	
	Sofisticado	0,0x	0,8x	-1,0x	-1,0x	

Gráfico 9

Retorno vs Volatilidade (%): YTD

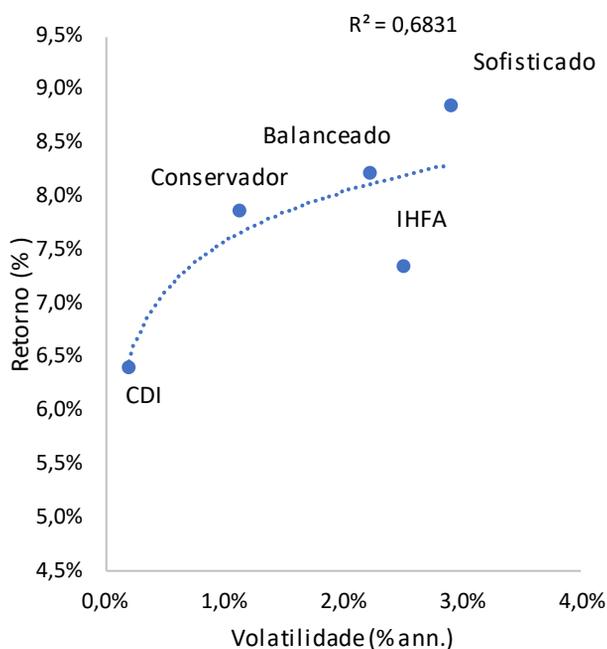


Gráfico 10

Retorno vs Volatilidade (%): 12 meses

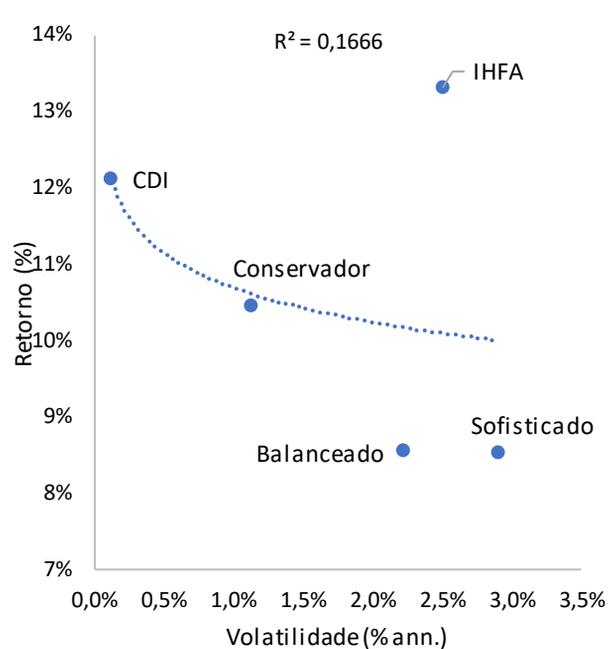
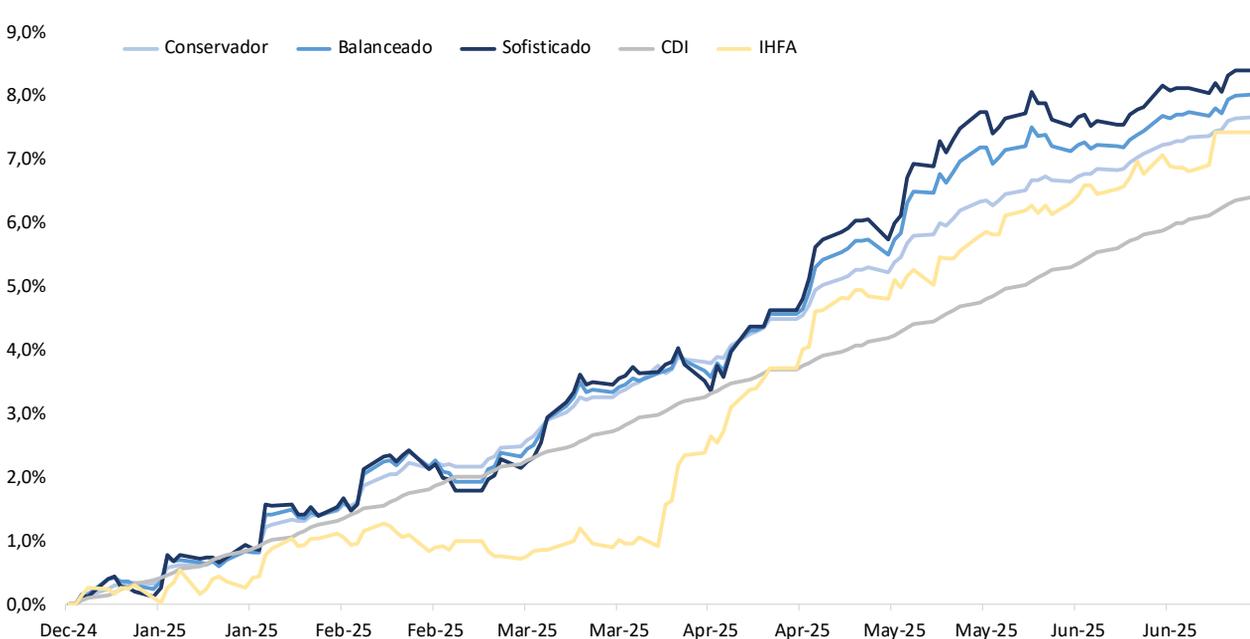


Gráfico 9

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.

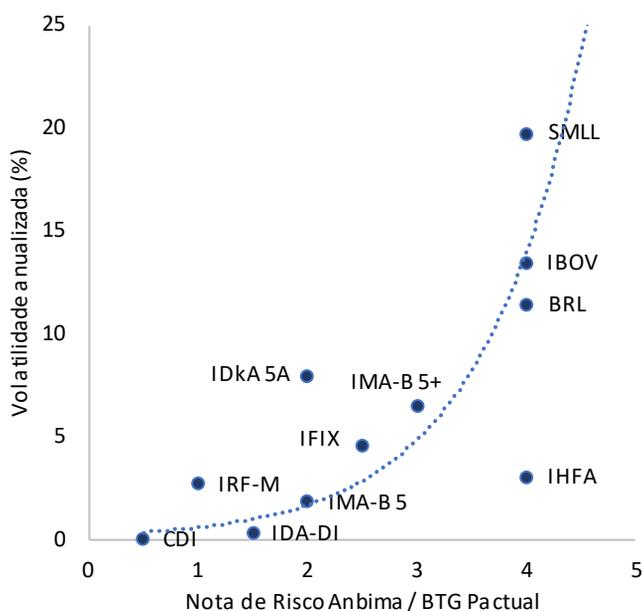
O normativo estabelece regras e parâmetros que devem ser seguidos pelas Instituições Participantes no que se refere ao Suitability de seus clientes. Esse processo é feito conforme pontuação de risco para cada tipo de ativo disponível para o investidor, navegando de uma pontuação que vai de 0,5 ponto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

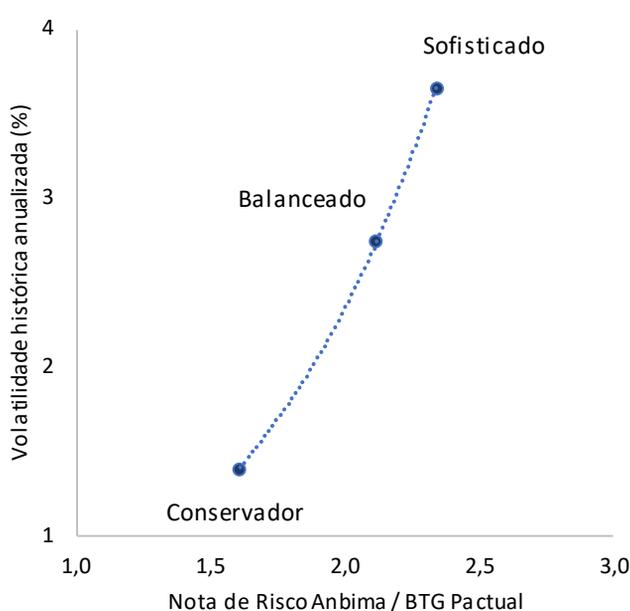
É importante ressaltar que o Asset Strategy busca alinhar a nota de risco da estratégia para cada perfil, mesmo considerando ativos mais arriscados para perfis mais conservadores. A gestão de risco é feita baseado na análise top-down macro, além da avaliação quantitativa das sugestões de alocação, mas 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](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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)*