



Asset Strategy

Outubro 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

À espera do mercado de trabalho

Global: ‘here we cut again’. Em setembro, a economia dos EUA surpreendeu positivamente. O PIB do 2T25 foi revisado para 3,84% t/t saar (vs. 3% na primeira leitura), enquanto as vendas finais para compradores domésticos privados – métrica preferida pelo Fed para avaliar a atividade doméstica – avançaram 2,68% t/t saar (vs. 1,2% na primeira leitura). Além disso, o PCE de agosto apontou alta de 0,35% m/m no consumo real (vs. 0,38% anterior), reforçando a percepção de ganho da tração do consumo no 3T25.No campo da política monetária, o FOMC retomou o ciclo de cortes iniciado no fim de 2024, reduzindo a FFR em 25 bps, levando a taxa para 4%-4,25%. Apesar da inflação seguir pressionada, com aceleração dos bens diante do ambiente de repasses tarifários e persistência nos serviços, o corte refletiu o balanço de riscos do comitê, que passou a atribuir maior peso ao mandato do mercado de trabalho. A criação de vagas vem desacelerando e, embora o desemprego permaneça em níveis historicamente baixos, o equilíbrio do mercado já se mostra mais frágil.

Brasil: Galípolo entrega a credibilidade desejada. Entre as reuniões do Copom de julho e setembro é perceptível a melhora nas condições macroeconômicas que pudessem fundamentar uma suavização no tom da política monetária: (i) continuidade da apreciação cambial; (ii) melhora nas expectativas de inflação; e (iii) maiores evidências da desaceleração econômica, seja pelos dados setoriais mais fracos, seja pela deterioração no mercado de crédito. Contudo, o Comitê não arredou o pé, um milímetro sequer, nas comunicações mais recentes. No último Copom, os diretores mantiveram a possibilidade de reabrir o ciclo de alta de juros, “caso necessário”, além da projeção de IPCA para o horizonte relevante, ainda em 3,4%. No Relatório de Política Monetária, dois dias após a Ata, o BC revisou para cima o hiato do produto do 2T25, explicando, implicitamente, que a atividade mais forte em razão do mercado de trabalho mais resiliente é o motivo pelo qual as projeções de inflação da autoridade monetária não refletiram as melhoras pontuadas no parágrafo acima.

Em outras palavras, o BC praticamente impossibilita um começo de corte de juros em dezembro e coloca em xeque as chances do *easing* iniciar em janeiro. A dúvida, portanto, é se há uma desancoragem tolerável pelo Comitê, e pelo mercado, sem perda de credibiildade.

Gráfico 1
DXY vs USDBRL

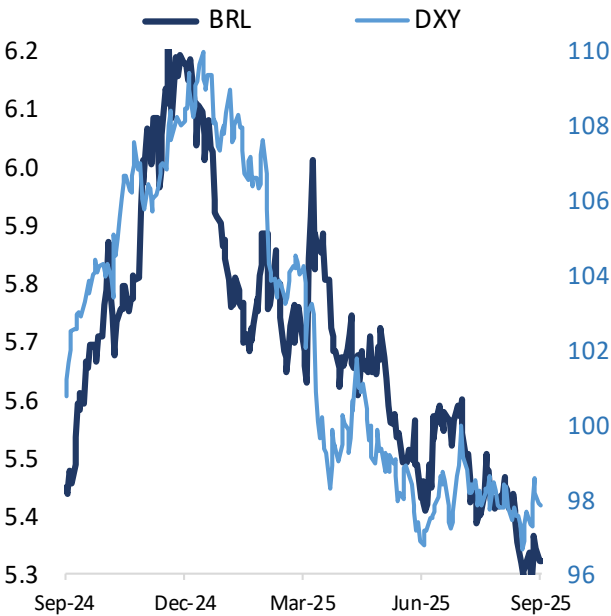


Gráfico 2
IBC-Br ex-Agro vs Concessão de Crédito (% a/a)



Vale lembrar que em agosto de 2023, o então Presidente Roberto Campos Neto iniciou um ciclo de corte de juros com 40bps de desancoragem sob narrativa de que, entre outros fatores, a inflação corrente estava caindo de forma significativa. À época, a forte apreciação do câmbio provocou uma redução na inflação de alimentos e bens industriais e que, serviços, seria o último a reagir pelos efeitos defasados no mercado de trabalho.

Qualquer semelhança não é mera coincidência. Galípolo, que já se sentava à mesa como Diretor de Política Monetária, deve recordar dos efeitos negativos de se iniciar uma flexibilização monetária antes do devido. Logo, sem uma clara tendência de deterioração do mercado de trabalho, o BC não fará qualquer movimento: ou seja, não estranhemos se o ciclo começar apenas em março.

Para este mês, mantemos as posições táticas do último mês, mas com ajustes marginais para embolsar o bom retorno dos ativos de risco e reduzir a volatilidade esperada das carteiras. Apesar dos pesares no cenário macro doméstico, mantemos a convicção que a deterioração no ambiente de emprego é uma questão de tempo. Neste cenário, reduzimos um pouco a volatilidade das carteiras reincorporando um pouco mais de CDI em comparação ao mês anterior, mas dentro dos limites subalocados na classe.

Gráfico 3
2023: BRL vs IPCA tradables e serviços

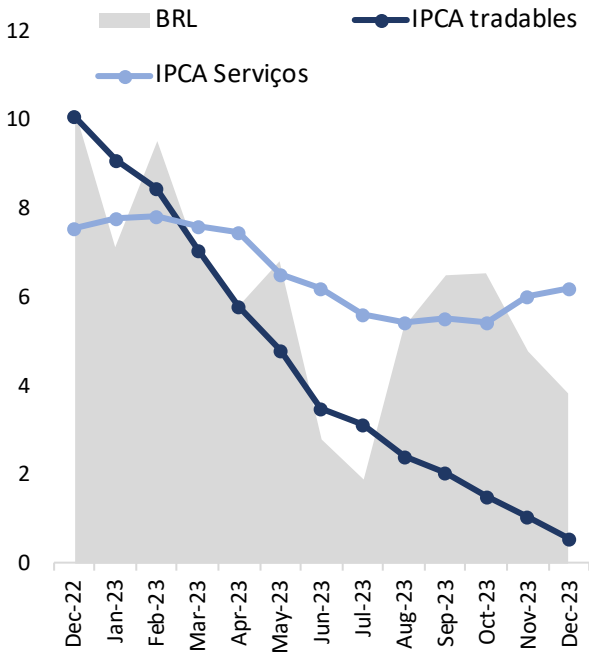


Gráfico 4
Desvio da Exp. Inflação vs Selic real

Reuniões do Copom	Horizonte Relevante	IPCA no HR		
		RPM3T25	RPM2T25	Δ
Nov-25	2T27	3.4	3.4	-
Dec-25	2T27	3.4	3.4	-
Jan-26	3T27	3.3	3.3	-
Mar-26	3T27	3.3	3.3	-
Apr-26	4T27	3.2	3.2	-
Jun-26	4T27	3.2	3.2	-
Aug-26	1T28	3.1		
Sep-26	1T28	3.1		

BC corta juros no 1T26 com 30bps de desancoragem?

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	2.00	1.50
Taxa de Desemprego	(%)	11.10	7.90	7.80	6.50	6.50	7.20
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	4.80	4.20
IGP-M	(% a.a.)	17.78	5.45	-3.18	6.54	0.20	3.90
Taxa de Câmbio	(BRLUSD)	5.57	5.29	4.85	6.17	5.40	5.50
Result. Primário Gov. Central	(% PIB)	-0.4	0.6	-2.3	-0.36	-0.55	-0.43
Dívida Bruta	(% PIB)	78.3	72.9	74.6	77.7	79.5	82.2

Desempenho do Mercado

Tabela 2
Rentabilidade das Classes de Ativos pelos Índices de Referência

Classe de Ativo	Index	Valor	set-25	ago-25	YTD*	12m	Vol 12m
Renda Fixa (%)							
Títulos Públicos	IMA-Geral	9,139	1.07	1.20	11.11	11.10	1.98
Pós-fixado	CDI	52,373	1.22	1.16	10.35	13.25	0.12
Inflação	IMA-B	10,576	0.54	0.84	9.42	5.77	5.08
Inflação curta	IMA-B 5	10,322	0.66	1.18	8.31	9.17	2.29
Inflação longo	IMA-B 5+	11,678	0.44	0.54	10.14	3.16	7.49
Prefixado	IRF-M	20,901	1.26	1.66	14.36	11.97	3.54
Prefixado longo	IDkA 5 anos	10,322	1.56	2.17	21.89	8.61	10.83
Retorno Absoluto (%)							
	IHFA	5,911	1.39	2.24	11.35	13.57	2.60
Ações (%)							
Ibovespa	IBOV	146,237	3.40	6.28	21.58	10.37	15.56
Small Caps	SMLL	2,246	1.58	5.86	27.31	10.85	20.78
Materiais Básicos	IMAT	5,231	-0.19	2.32	-5.36	-10.30	20.11
Financeiro	IFNC	16,223	4.23	8.26	37.14	21.60	20.08
Consumo	ICON	2,983	1.49	8.29	22.69	5.94	21.65
Utilities	UTIL	15,078	7.21	11.01	45.04	30.63	18.17
Alternativos (%)							
F. Imobiliários	IFIX	3,589	3.25	1.16	15.18	9.49	8.30
Câmbio (+apr/-dep)	BRL/USD	R\$ 5.32	-1.99	-3.05	-13.85	-2.16	12.91
Criptoativos	HASH11	86.4	1.31	-6.03	1.69	78.36	46.75
Ouro	USD	3,860	11.95	4.80	47.04	44.90	17.41

*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 (%)

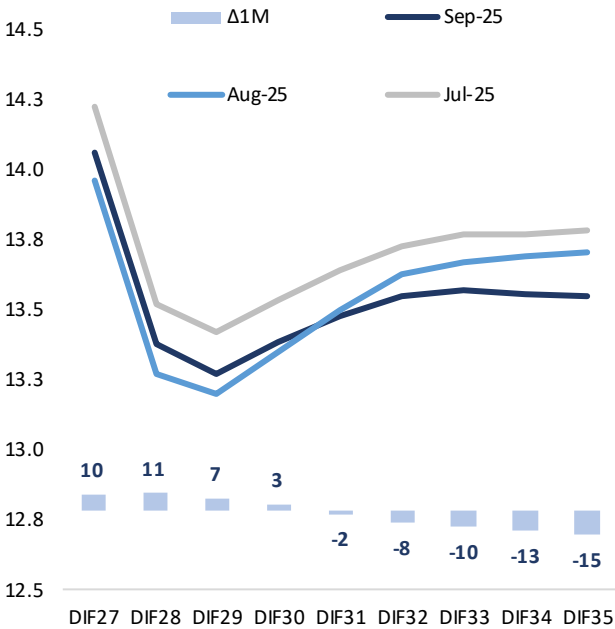
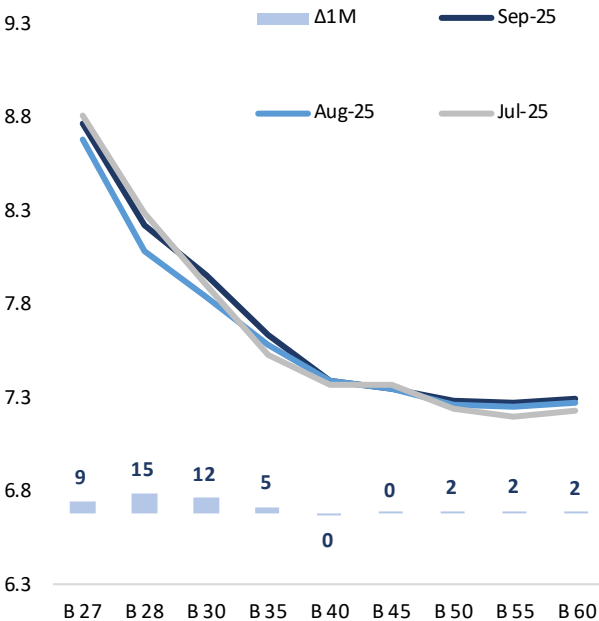


Gráfico 6
Curva de Juros Real – NTN-B (%)

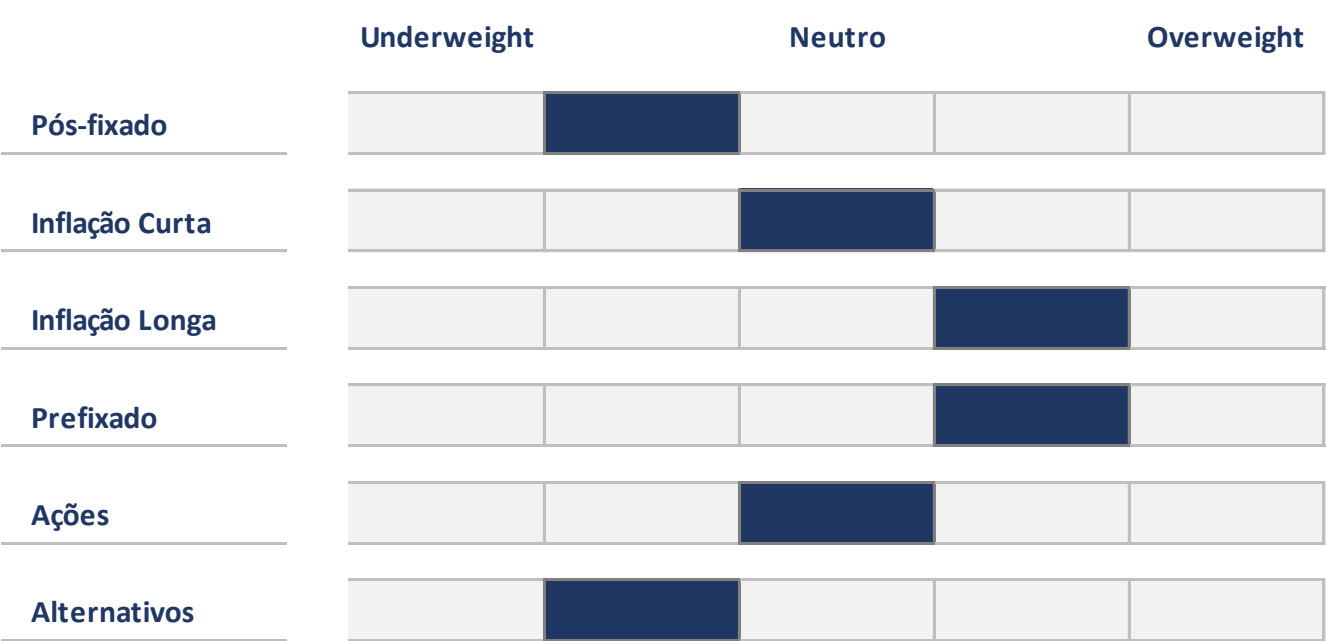


Estratégia de Alocação

Tabela 3
Detalhamento das Alocações por Classe de Ativo

October, 2025	Índice de Referência	Conservador		Balanceado		Sofisticado	
		Δp.p.	Total	Δp.p.	Total	Δp.p.	Total
Renda Fixa			80.00%		65.00%		50.00%
Pós-fixado			42.50%	7.5%	20.00%	5.0%	12.50%
Liquidez	CDI		20.00%	5.0%	10.00%	4.0%	8.50%
Crédito Privado	IDA-DI		22.50%	2.5%	10.00%	1.0%	4.00%
Inflação			35.00%	-7.5%	40.00%	-2.5%	30.00%
Curto Prazo	IMA-B 5	10.0%	20.00%	7.5%	15.00%	5.0%	7.50%
Longo Prazo	IMA-B 5+	-10.0%	15.00%	-15.0%	25.00%	-7.5%	22.50%
Prefixado			2.50%		5.00%	-2.5%	7.50%
Curto prazo	IRF-M		1.25%		2.00%	-0.5%	3.50%
Longo prazo	IDkA 5A		1.25%		3.00%	-2.0%	4.00%
Retorno Absoluto	IHFA		10.00%	0.5%	15.00%	0.5%	20.00%
Ações			7.50%		15.00%		22.50%
Ibovespa	IBOV	-2.5%	5.00%	-5.0%	10.00%		15.00%
Small Caps	SMLL	2.5%	2.50%	5.0%	5.00%		7.50%
Alternativos			2.50%	-0.5%	5.00%	-0.5%	7.50%
F. Imobiliário	IFIX		2.50%	-0.5%	4.50%	-0.5%	6.50%
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: ajustes para acomodar o *timing* do mercado de trabalho

Pós-fixado: manutenção pode ser mais longa, mas seguimos com 1 *notch under*. Apesar da forte atratividade do retorno de 15% a.a., historicamente o CDI apresenta a pior performance 12 meses prospectivamente em algum momento antes do ciclo de corte de juros. Contudo, para comportar uma menor volatilidade nos *portfolios* até que o mercado de trabalho mostre clara tendência de enfraquecimento, elevamos nossas posições em CDI dentro do *range* permitido dentro da subalocação na classe.

IPCA+: seguimos 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. Em linha com o *call* de reduzir a volatilidade até os sinais esperados no mercado de trabalho, ajustamos as posições para uma *duration* media de 7 anos, no perfil balanceado

Prefixados: mantemos 1 *notch over*. Ainda que sinais mistos sobre a atividade doméstica possam tardar o fechamento esperado na curva de juros, acreditamos que a manutenção da estratégia aplicada em *duration* media de 4 anos captura taxas atrativas no atual momento. No gráfico 7, mostramos que a juro de 2 anos, por exemplo, pode fechar ~200bps caso o BC esteja correto na sua projeção de inflação para o final de 2027.

Renda Variável: SMLL segue atrativo

Ações: seguimos neutros, mas atentos às empresas de ciclo doméstico. Acreditamos que empresas com foco no mercado local, baixa elasticidade ao PIB e alta alavancagem financeira estão significativamente baratas em comparação às demais, sobretudo àquelas atreladas ao ciclo de *commodities*. O cenário externo deve continuar ajudando a trazer fluxo, contudo, por uma razão de *stock picking*, entendemos que parte relevante do índice IBOV pode não se beneficiar de tal movimento dos juros, o que nos faz neutros nesta classe de ativos.

Gráfico 7

Prefixado 2 anos vs Desvio da Exp. Inflação

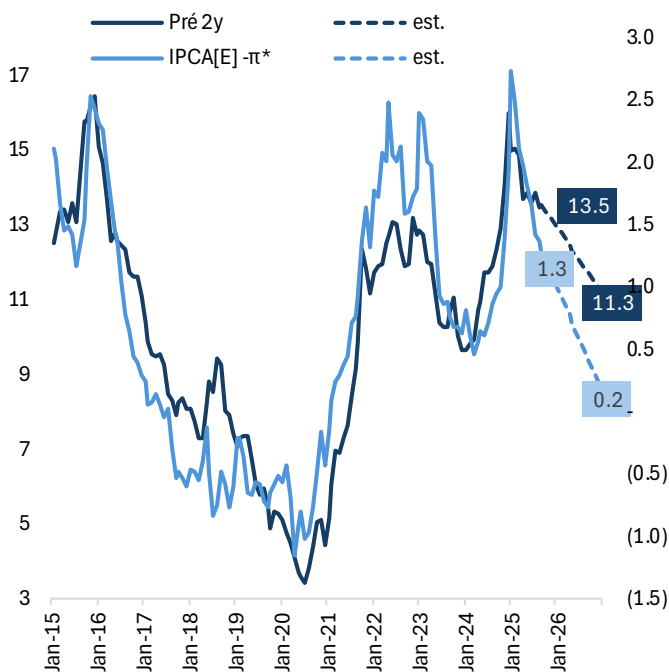
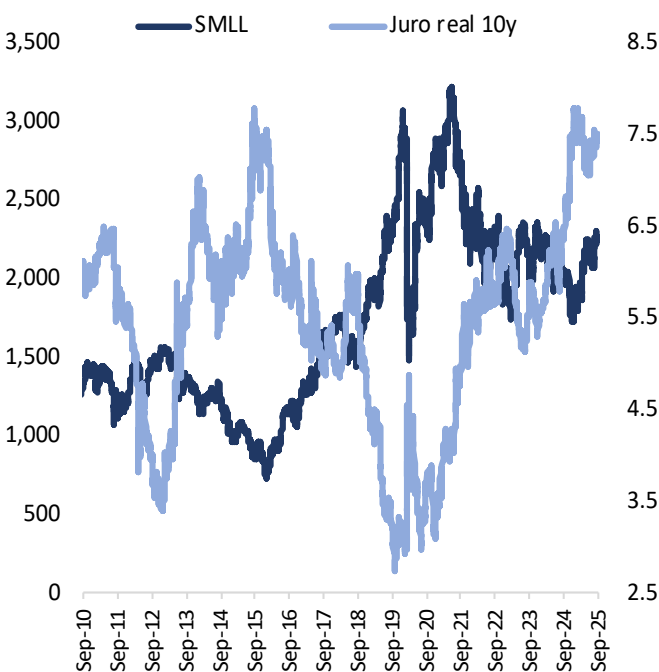


Gráfico 8

SMLL vs Juro real de 10 anos



Apêndice

Desempenho histórico das carteiras

Suitability: alinhando o perfil de risco

Disclaimer

Desempenho das Carteiras

Tabela 5 – Contribuição da rentabilidade por classes de ativos

September, 2025			Indicadores	Contribuição no Retorno Mensal			Ponderação das Carteiras				
				Conservador	Balanceado	Sofisticado	Conservador	Balanceado	Sofisticado		
Renda Fixa				0.72%	0.45%	0.38%	80.0%	65.0%	50.0%		
Pós-fixado				0.51%	0.15%	0.09%	42.5%	12.5%	7.5%		
Liquidez	CDI	1.22%	0.24%	0.06%	0.05%	20.0%	5.0%	4.5%			
Crédito Privado	IDA-DI	1.19%	0.27%	0.09%	0.04%	22.5%	7.5%	3.0%			
Inflação				0.18%	0.23%	0.15%	35.0%	47.5%	32.5%		
Curto prazo	IMA-B 5	0.66%	0.07%	0.05%	0.02%	10.0%	7.5%	2.5%			
Longo prazo	IMA-B 5+	0.44%	0.11%	0.18%	0.13%	25.0%	40.0%	30.0%			
Prefixado				0.04%	0.07%	0.14%	2.5%	5.0%	10.0%		
Curto prazo	IRF-M	1.26%	0.02%	0.03%	0.05%	1.3%	2.0%	4.0%			
Longo prazo	IDkA 5A	1.56%	0.02%	0.05%	0.09%	1.3%	3.0%	6.0%			
Retorno Absoluto				IHFA	1.39%	0.14%	0.20%	0.27%	10.0%	14.5%	19.5%
Ações				0.26%	0.51%	0.63%	7.5%	15.0%	22.5%		
Ibovespa	IBOV	3.40%	0.26%	0.51%	0.51%	7.5%	15.0%	15.0%			
Small Caps	SMLL	1.58%	0.00%	0.00%	0.12%	0.0%	0.0%	7.5%			
Alternativos				0.08%	0.17%	0.24%	2.5%	5.5%	8.0%		
F. Imobiliário	IFIX	3.25%	0.08%	0.16%	0.23%	2.5%	5.0%	7.0%			
Crypto (BRL)	NCI	1.31%	0.00%	0.01%	0.01%	0.0%	0.5%	1.0%			
Câmbio	BRL	1.99%	0.00%	0.00%	0.00%	0.0%	0.0%	0.0%			
Asset Strategy				1.20%	1.33%	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%	1.11%	0.18%	1.49%	1.20%				10.61%	52.26%

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%	-0.73%	1.81%	1.33%				10.73%	39.94%

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%	-1.10%	2.05%	1.52%				11.22%	34.26%

(*) 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	1.2%	11.2%	11.9%	9.9%	50.5%
	Balanceado	1.3%	11.3%	10.7%	8.0%	38.1%
	Sofisticado	1.5%	11.9%	11.0%	7.1%	32.2%
Vol anualizada	Conservador	2.2%	1.5%	1.6%	1.8%	1.8%
	Balanceado	3.5%	2.8%	3.0%	3.4%	3.4%
	Sofisticado	4.2%	3.6%	3.8%	4.7%	4.7%
Benchmark (CDI)		1.2%	10.3%	13.2%	11.8%	
Sharpe	Conservador	0.0x	0.6x	-0.9x	-1.0x	
	Balanceado	0.0x	0.3x	-0.9x	-1.1x	
	Sofisticado	0.1x	0.4x	-0.6x	-1.0x	

Gráfico 9

Retorno vs Volatilidade (%): YTD

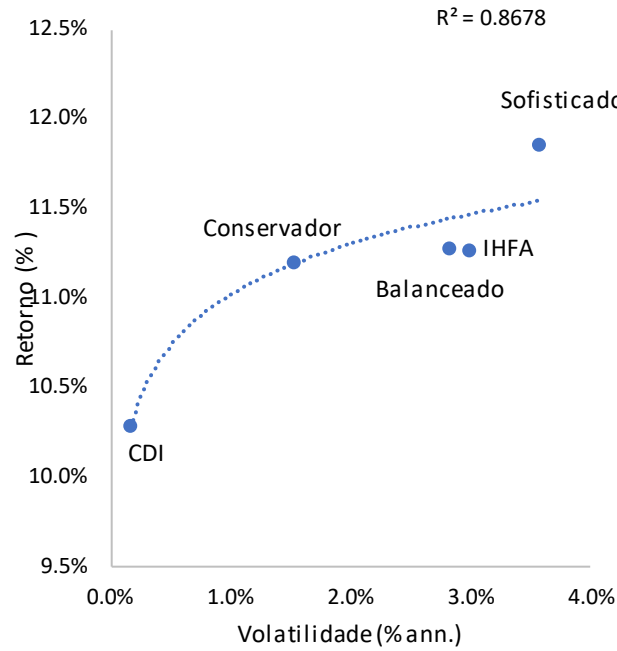


Gráfico 10

Retorno vs Volatilidade (%): 12 meses

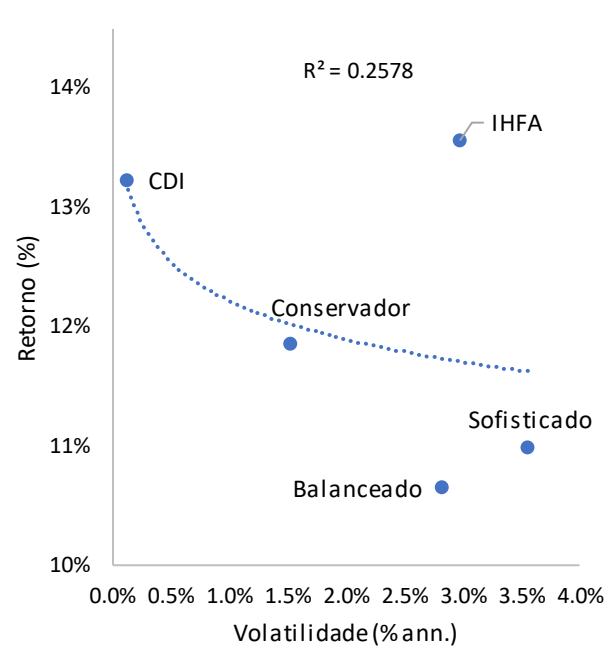
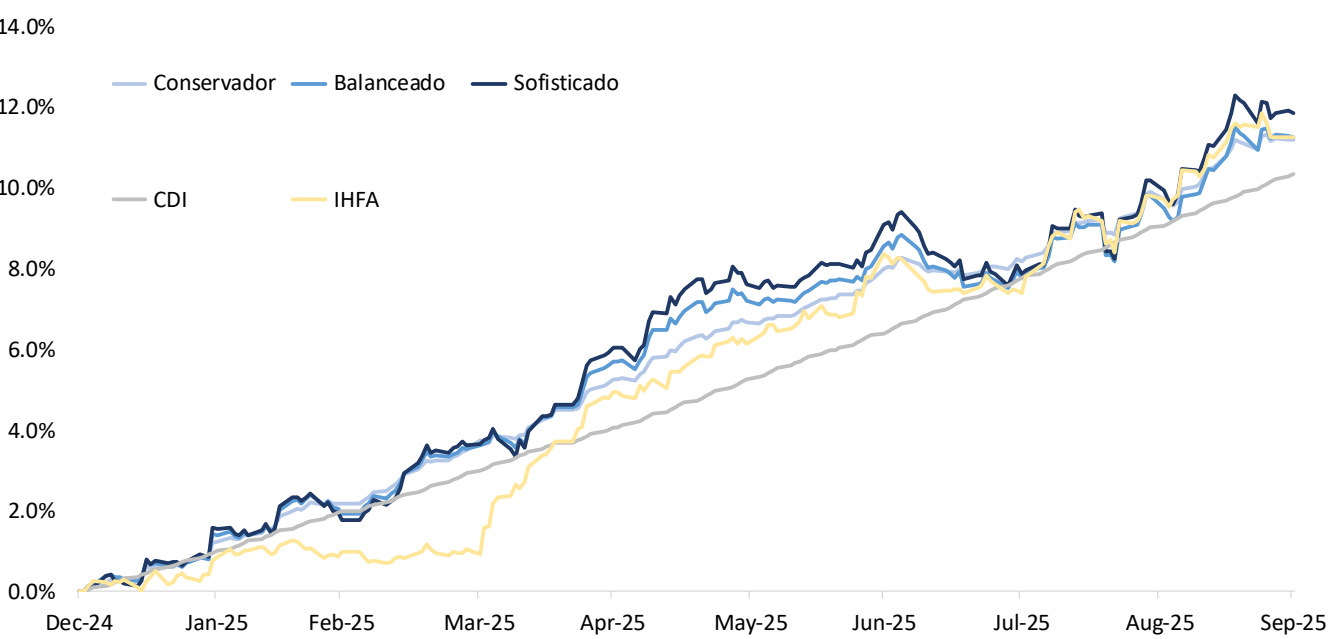


Gráfico 9

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.

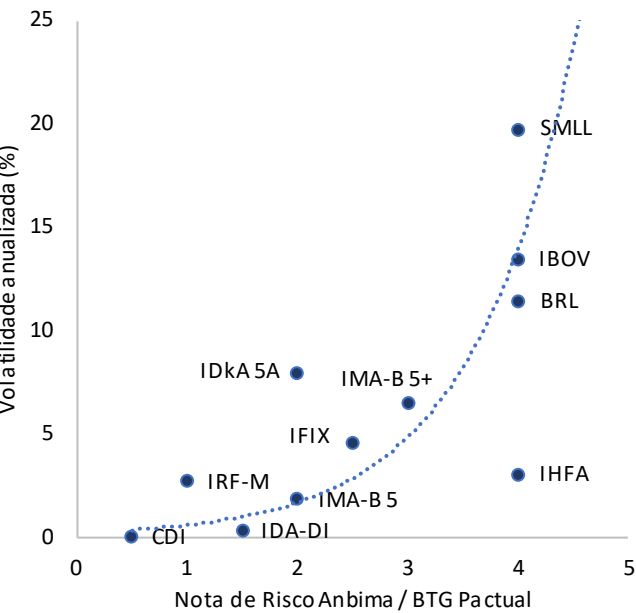
O normativo estabelece regras e parâmetros que devem ser seguidos pelas Instituições Participantes no que se refere ao Suitability de seus clientes. Esse processo é feito conforme pontuação de risco para cada tipo de ativo disponível para o investidor, navegando de uma pontuação que vai de 0,5 ponto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

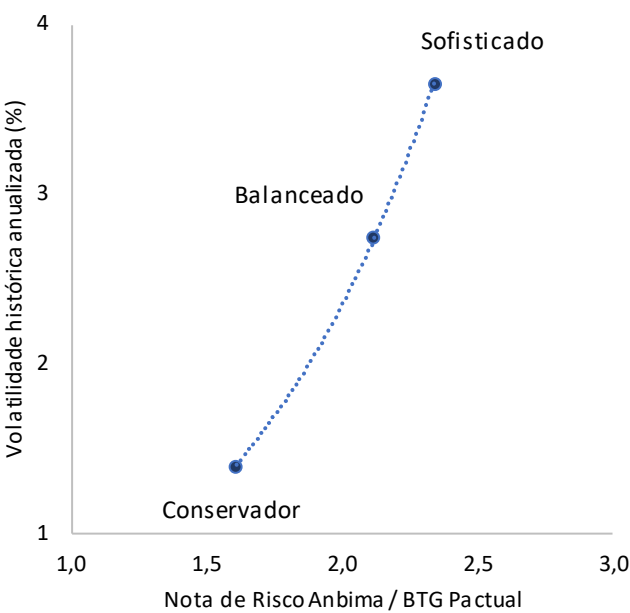
É importante ressaltar que o Asset Strategy busca alinhar a nota de risco da estratégia para cada perfil, mesmo considerando ativos mais arriscados para perfis mais conservadores. A gestão de risco é feita baseado na análise top-down macro, além da avaliação quantitativa das sugestões de alocação, mas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