



# Asset Strategy

Novembro 2025

**BTG Pactual Macro Strategy**

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

# Carta Mensal

## Ritmo da desaceleração local é chave para alocação

**Global: *shutdown*, Fed *hawkish* e distensão entre EUA-China.** Em outubro, o Congresso americano não aprovou o orçamento nem a extensão temporária para o financiamento da máquina pública, interrompendo atividades como, por exemplo, a divulgação de indicadores de atividade e inflação. Na política monetária, o FOMC reduziu novamente o FFR em 25bps, levando a taxa de juros para o *range* 3,75%-4,0%.Na comunicação, Powell foi mais duro que o usual das últimas *press conferences*, indicando que uma redução adicional em dezembro “não é uma conclusão inevitável, longe disso.” Neste ambiente, o mercado de juros reduziu a precificação de um novo corte, na próxima reunião, de 90% para 60%. Do lado geopolítico, o encontro entre Trump e Xi Jinping resultou na redução de tarifas impostas pelos EUA relacionadas ao fentanil e na extensão por mais um ano da trégua tarifária. Do lado chinês, a principal medida foi a suspensão das restrições às exportações de terras raras para os EUA, além do compromisso de ampliar as compras de soja e energia. A somatória destes fatores promoveram uma forte valorização do DXY (~2,1%), melhor desempenho mensal no ano.

**Brasil: Desaceleração insuficiente?** Por aqui, os dados de atividade econômica mais recentes, do mês de agosto, apresentaram surpresas altistas na indústria (0,8% m/m vs 0,4% consenso) e nas vendas do varejo ampliado (0,9% m/m vs 0,5% consenso). Contudo, no mercado de trabalho, as divulgações de setembro do CAGED e PNAD vieram ambíguas, mostrando surpresas altistas no mercado formal (213k vs 170k consenso) e baixista na taxa de desemprego geral (5,6% vs 5,5% consenso).

Sobre a inflação, as últimas leituras trouxeram surpresas baixistas tanto no IPCA se setembro (0,48% m/m vs 0,52% consenso) quanto no IPCA-15 de outubro (0,18% m/m vs 0,21% consenso) e com adicional de melhora qualitativa, reflexo de uma importante desaceleração na inflação de serviços subjacentes nas médias móveis dessazonalizadas. No entanto, é válido destacar que, mesmo utilizando estas métricas mais curtas, a inflação de serviços intensivos em trabalho seguem elevadas e ascendentes, mantendo a necessidade de cautela sobre a melhora recente da inflação brasileira.

Gráfico 1  
DXY vs USDBRL

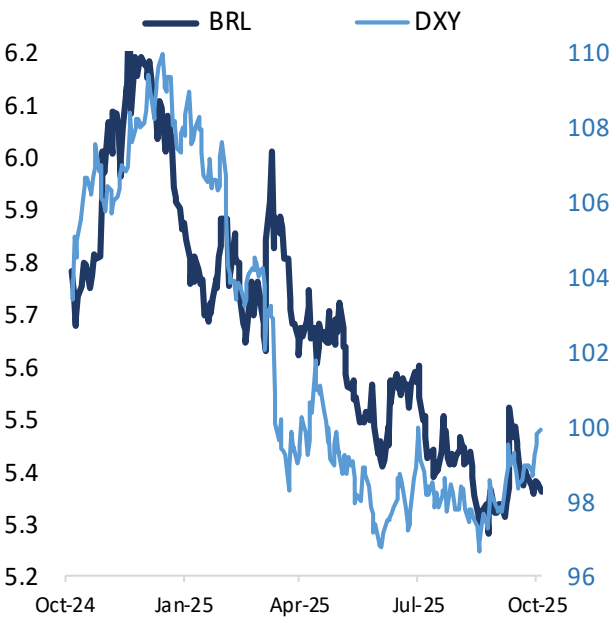
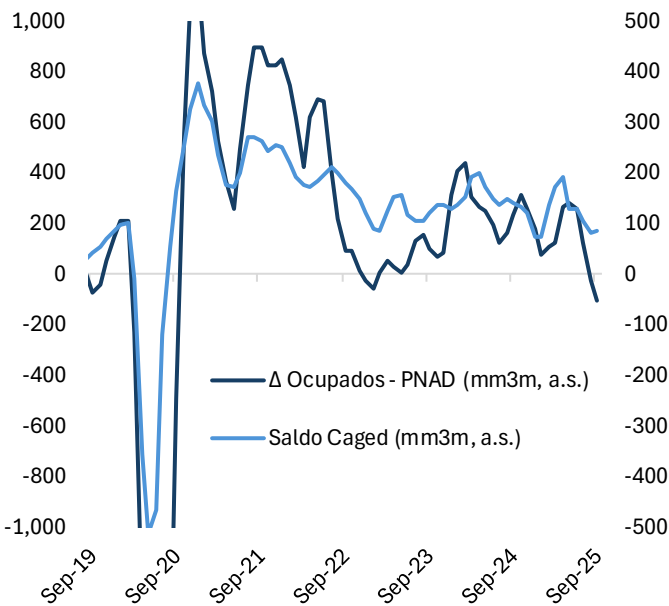


Gráfico 2  
Mercado de Trabalho: PNAD vs CAGED



Com tudo na mesa, avaliamos que há um desaceleração em curso da atividade econômica, mas que ainda mantém seus sinais mistos no campo do mercado de trabalho e demandando atenção sobre os núcleos de inflação a ele associados. No último relatório, frisamos que este atual ciclo de desinflação de alimentos e bens duráveis, guarda similaridade significativa com o cenário de 2023, quando o BC iniciou um ciclo de corte de juros sem a clareza sobre a desinflação nos preços de serviços e com 30bps de desancoragem sobre a meta. Portanto, entendemos que neste ciclo o BC deve promover o ciclo de corte de juros apenas com a projeção do IPCA no horizonte relevante na meta (ou, preferencialmente, abaixo dela) para que a flexibilização ocorra com credibilidade e, portanto, redução dos prêmios de risco de médio e longo prazo.

**Para este mês, mantemos as posições táticas e percentuais de alocação do mês anterior.** As sobrealocações em prefixados e IPCA+ continuam com forte convicções, entendendo que a desaceleração da atividade somada a queda da taxas de juros com as expectativas ancoradas reduzião os prêmios de risco da estrutura a termo da curva de juros. Neste cenário, e olhando prospectivamente a rentabilidade das classes de ativos, a subalocação em pós-fixado continua fazendo sentido. Contudo, caso o mercado de trabalho não desacelere e não permita uma suavização por parte do BC, é possível que ajustes futuros ocorram nas nossas alocações.

Gráfico 3  
IPCA de Serviços Subjacentes

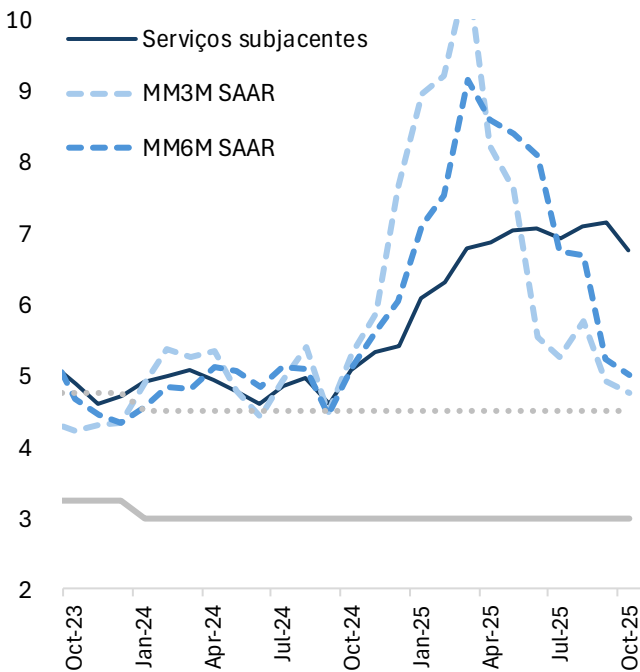


Gráfico 4  
Expectativa de Inflação vs Implícitas

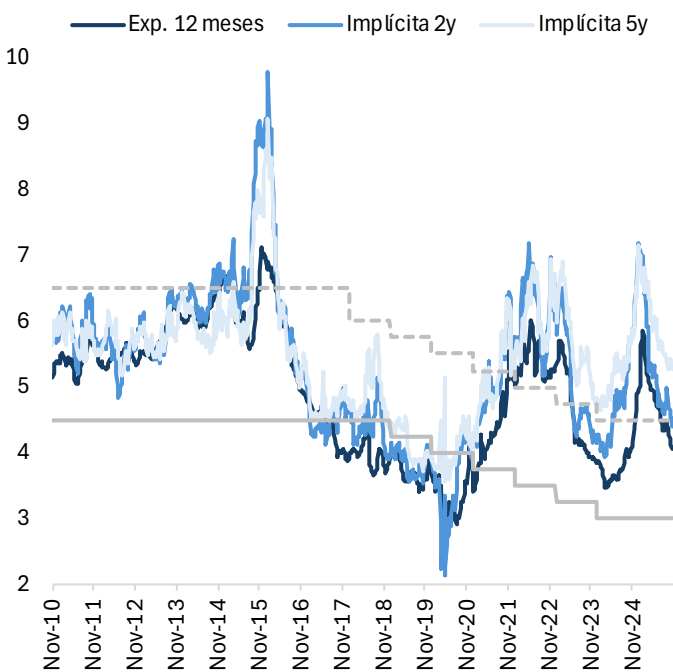


Tabela 1  
Projeções Macro

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	6.30	6.80
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	4.50	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	5.20
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	out-25	set-25	YTD*	12m	Vol 12m
Renda Fixa (%)							
Títulos Públicos	IMA-Geral	9,253	1.25	1.07	12.49	12.16	1.94
Pós-fixado	CDI	53,041	1.28	1.22	11.76	13.69	0.12
Inflação	IMA-B	10,687	1.05	0.54	10.57	7.69	5.02
Inflação curta	IMA-B 5	10,428	1.03	0.66	9.42	9.51	2.24
Inflação longo	IMA-B 5+	11,802	1.06	0.44	11.30	6.19	7.42
Prefixado	IRF-M	21,187	1.37	1.26	15.93	13.41	3.45
Prefixado longo	IDkA 5 anos	10,455	1.29	1.56	23.46	11.55	10.53
Retorno Absoluto (%)	IHFA	6,003	1.19	1.76	13.08	15.09	2.60
Ações (%)							
Ibovespa	IBOV	149,540	2.26	3.40	24.32	15.29	15.43
Small Caps	SMLL	2,255	0.43	1.58	27.85	12.56	20.66
Materiais Básicos	IMAT	5,688	8.75	-0.19	2.92	-1.13	19.13
Financeiro	IFNC	16,251	0.18	4.23	37.38	24.11	20.05
Consumo	ICON	2,997	0.45	1.49	23.24	7.52	21.51
Utilities	UTIL	15,476	2.63	7.21	48.86	36.75	18.22
Alternativos (%)							
F. Imobiliários	IFIX	3,594	0.12	3.25	15.32	12.13	8.12
Câmbio (+apr/-dep)	BRL/USD	R\$ 5.38	1.03	-1.99	-12.96	-7.10	12.94
Criptoativos	HASH11	86.4	0.00	1.31	-2.74	45.45	46.81
Ouro	USD	3,860	0.03	11.92	52.52	45.88	19.40

\*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 (%)

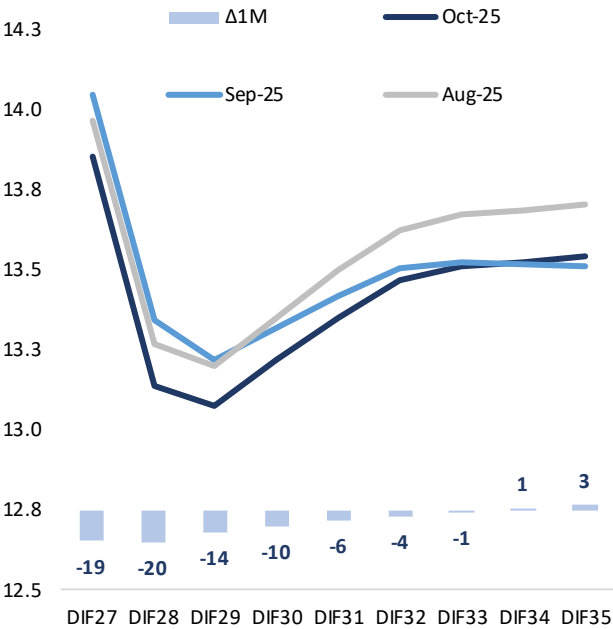
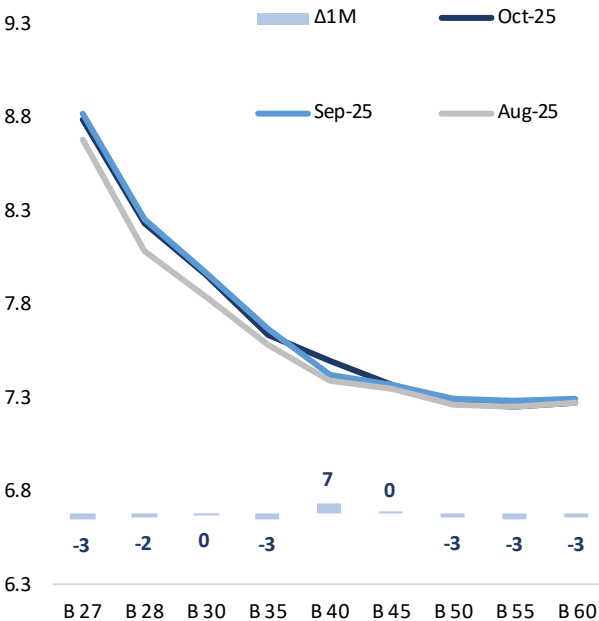


Gráfico 6  
Curva de Juros Real – NTN-B (%)

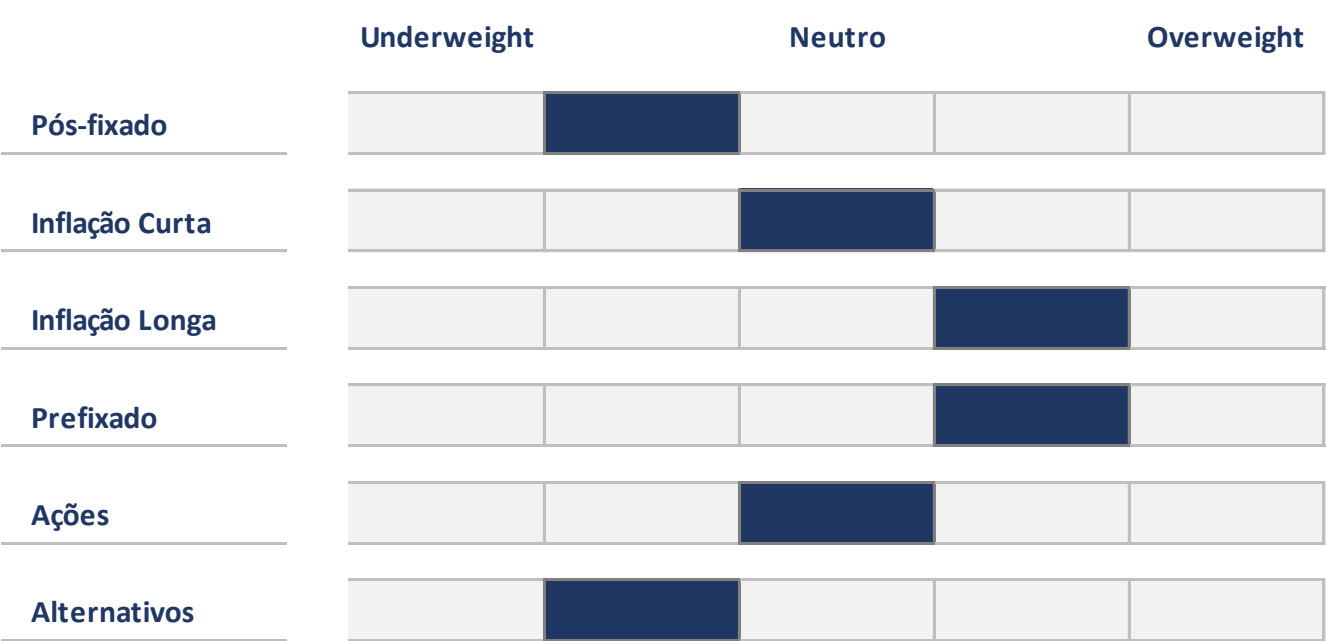


# Estratégia de Alocação

Tabela 3  
Detalhamento das Alocações por Classe de Ativo

November, 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%		20.00%		12.50%
Liquidez	CDI		20.00%		10.00%		8.50%
Crédito Privado	IDA-DI		22.50%		10.00%		4.00%
Inflação			35.00%		40.00%		30.00%
Curto Prazo	IMA-B 5		20.00%		15.00%		7.50%
Longo Prazo	IMA-B 5+		15.00%		25.00%		22.50%
Prefixado			2.50%		5.00%		7.50%
Curto prazo	IRF-M		1.25%		2.00%		3.50%
Longo prazo	IDkA 5A		1.25%		3.00%		4.00%
Retorno Absoluto	IHFA		10.00%		15.00%		20.00%
Ações			7.50%		15.00%		22.50%
Ibovespa	IBOV		5.00%		10.00%		15.00%
Small Caps	SMLL		2.50%		5.00%		7.50%
Alternativos			2.50%		5.00%		7.50%
F. Imobiliário	IFIX		2.50%		4.50%		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: À espera do mercado de trabalho

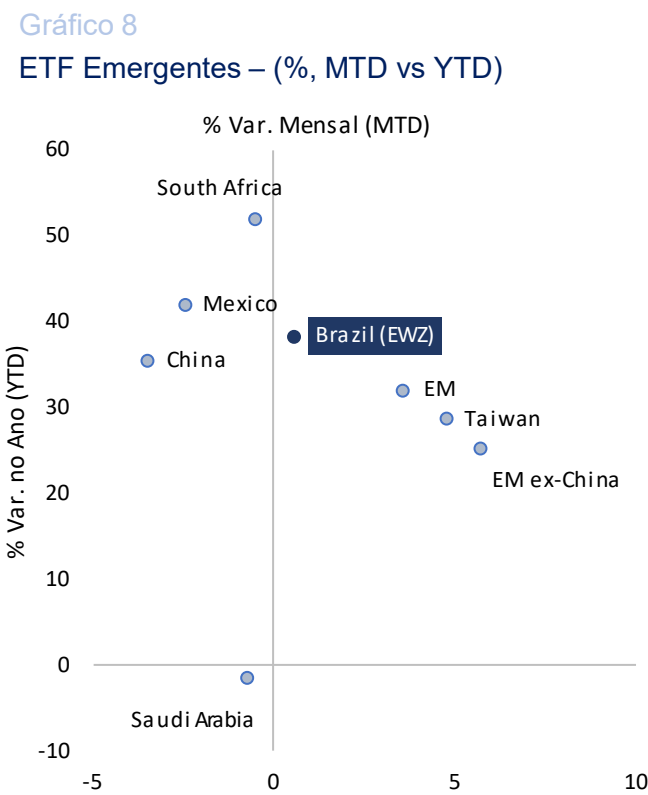
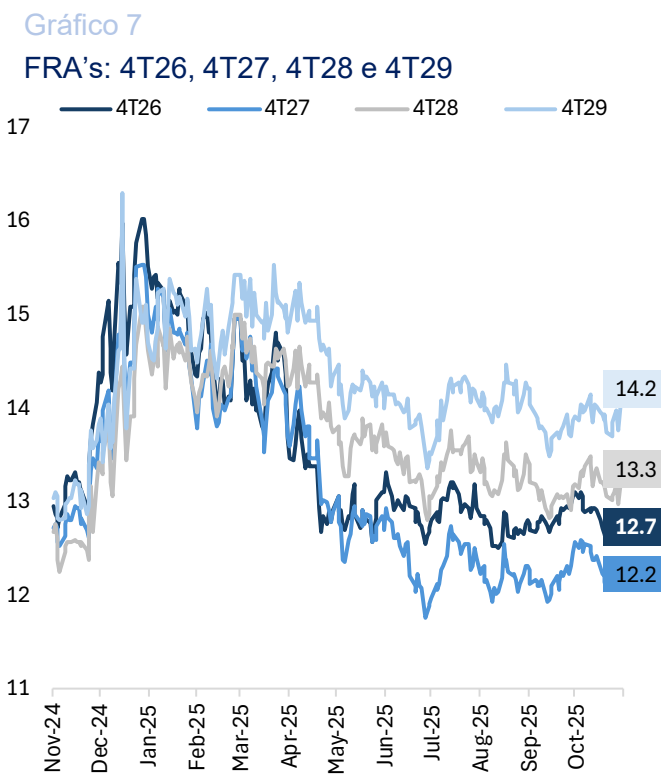
**Pós-fixado: manutenção pode ser mais longa, mas seguimos com 1 notch under.** Apesar da forte atratividade do retorno de 15% a.a., historicamente o CDI apresenta a pior performance 12 meses prospectivamente em algum momento antes do ciclo de corte de juros. Vale ressaltar que, caso o cenário de desaceleração mais clara do mercado de trabalho não ocorra, esta classe pode retornar ao nível neutro, caso seja necessário.

**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. Seguimos com *duration* media de 7 anos no perfil balanceado, estratégia que pode ser implementada com uma alocação *barbell*: compra de um paper com vencimento curto e outro longo, a fim de compor a *duration* objetivo do portfolio.

**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. Como espelho do cenário alternativo descrito em pós-fixados (maior resiliência do mercado de trabalho) esta linha pode sofrer mudanças táticas.

## Renda Variável: Superando nossas expectativas

**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* – contudo, vale ressaltar o bom desempenho de Vale neste mês. 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.



# Apêndice

Desempenho histórico das carteiras

Suitability: alinhando o perfil de risco

Disclaimer



# Desempenho das Carteiras

Tabela 5 – Contribuição da rentabilidade por classes de ativos

October, 2025			Indicadores	Contribuição no Retorno Mensal			Ponderação das Carteiras				
				Conservador	Balanceado	Sofisticado	Conservador	Balanceado	Sofisticado		
Renda Fixa				0.88%	0.71%	0.56%	80.0%	65.0%	50.0%		
Pós-fixado				0.48%	0.23%	0.15%	42.5%	20.0%	12.5%		
Liquidez	CDI	1.28%	0.26%	0.13%	0.11%	20.0%	10.0%	8.5%			
Crédito Privado	IDA-DI	1.01%	0.23%	0.10%	0.04%	22.5%	10.0%	4.0%			
Inflação				0.36%	0.42%	0.32%	35.0%	40.0%	30.0%		
Curto prazo	IMA-B 5	1.03%	0.21%	0.15%	0.08%	20.0%	15.0%	7.5%			
Longo prazo	IMA-B 5+	1.06%	0.16%	0.26%	0.24%	15.0%	25.0%	22.5%			
Prefixado				0.03%	0.07%	0.10%	2.5%	5.0%	7.5%		
Curto prazo	IRF-M	1.37%	0.02%	0.03%	0.05%	1.3%	2.0%	3.5%			
Longo prazo	IDkA 5A	1.29%	0.02%	0.04%	0.05%	1.3%	3.0%	4.0%			
Retorno Absoluto				IHFA	1.19%	0.12%	0.18%	0.24%	10.0%	15.0%	20.0%
Ações				0.12%	0.25%	0.37%	7.5%	15.0%	22.5%		
Ibovespa	IBOV	2.26%	0.11%	0.23%	0.34%	5.0%	10.0%	15.0%			
Small Caps	SMLL	0.43%	0.01%	0.02%	0.03%	2.5%	5.0%	7.5%			
Alternativos				0.00%	-0.02%	-0.04%	2.5%	5.0%	7.5%		
F. Imobiliário	IFIX	0.12%	0.00%	0.01%	0.01%	2.5%	4.5%	6.5%			
Crypto (BRL)	NCI	-4.36%	0.00%	-0.02%	-0.04%	0.0%	0.5%	1.0%			
Câmbio	BRL	-1.03%	0.00%	0.00%	0.00%	0.0%	0.0%	0.0%			
Asset Strategy				1.12%	1.12%	1.14%	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%	1.12%			11.86%	53.97%

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%	1.12%			11.97%	41.51%

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%	1.14%			12.48%	35.78%

(\*) 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	1.0%	12.4%	12.5%	10.0%	54.0%
	Balanceado	1.0%	12.4%	11.6%	8.0%	41.5%
	Sofisticado	1.0%	13.1%	12.0%	7.2%	35.8%
Vol anualizada	Conservador	1.8%	1.5%	1.6%	1.8%	1.8%
	Balanceado	3.3%	2.8%	3.0%	3.4%	3.4%
	Sofisticado	4.3%	3.6%	3.8%	4.7%	4.7%
Benchmark (CDI)		1.3%	11.8%	13.7%	11.8%	
Sharpe	Conservador	-0.1x	0.4x	-0.7x	-1.0x	
	Balanceado	-0.1x	0.2x	-0.7x	-1.1x	
	Sofisticado	-0.1x	0.4x	-0.5x	-1.0x	

Gráfico 9

Retorno vs Volatilidade (%): YTD

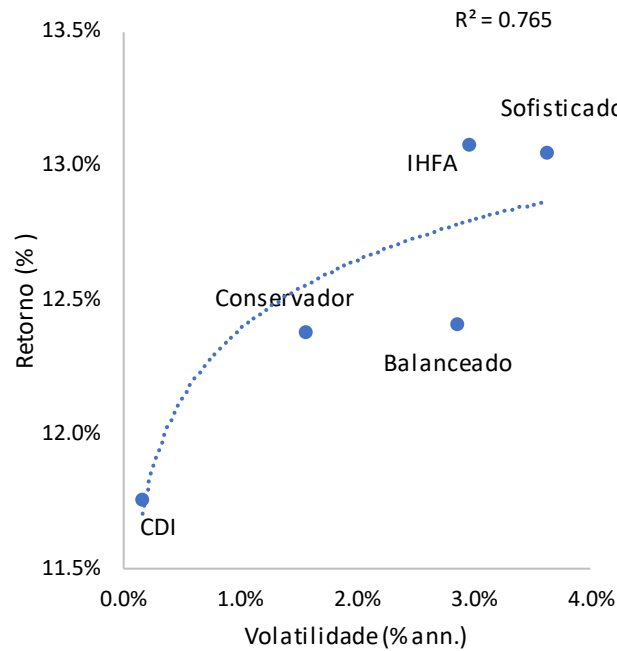


Gráfico 10

Retorno vs Volatilidade (%): 12 meses

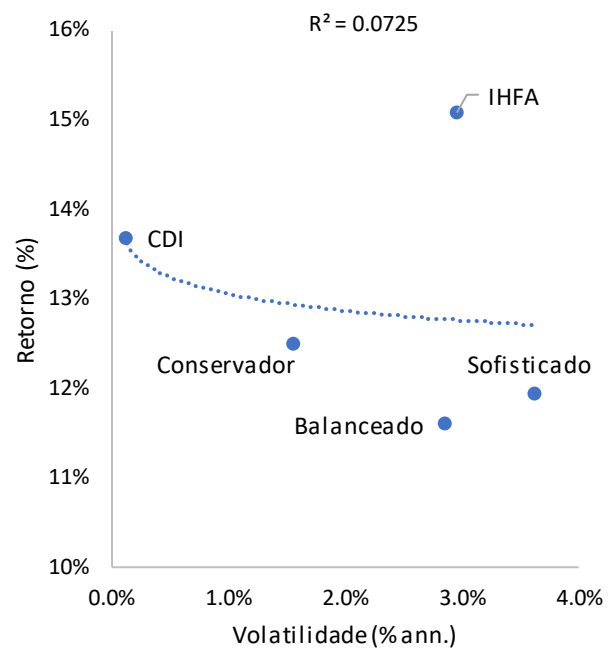
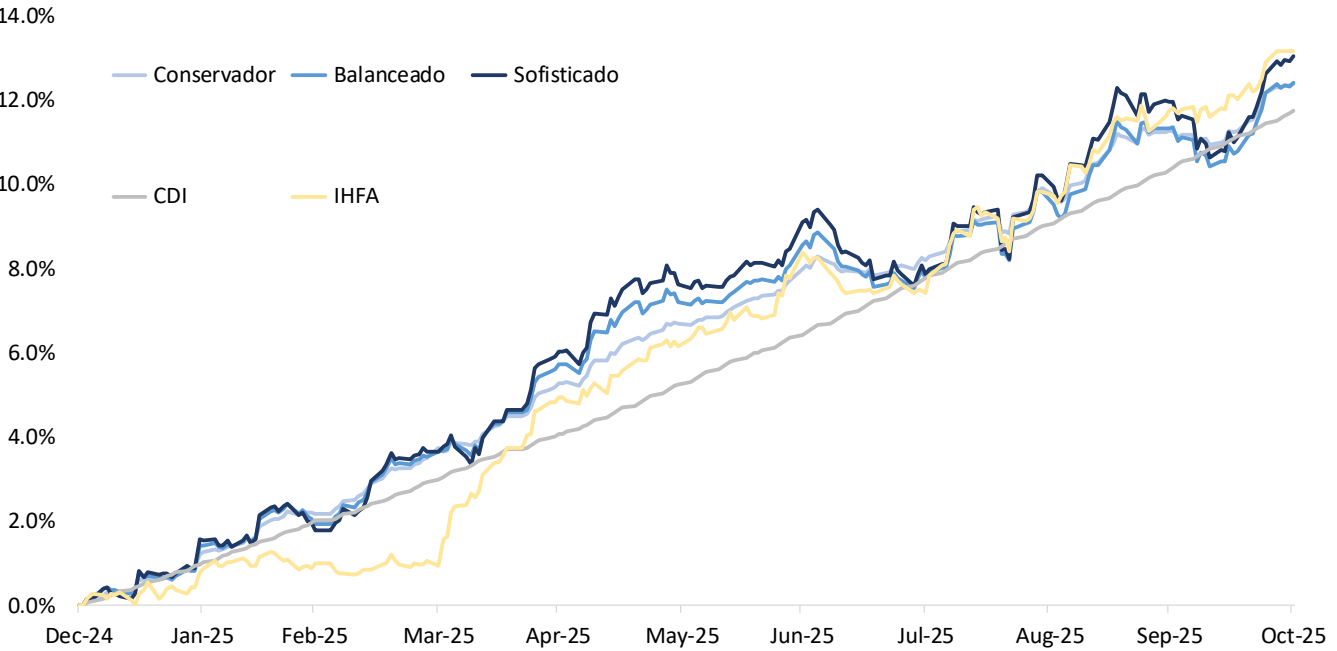


Gráfico 9

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.

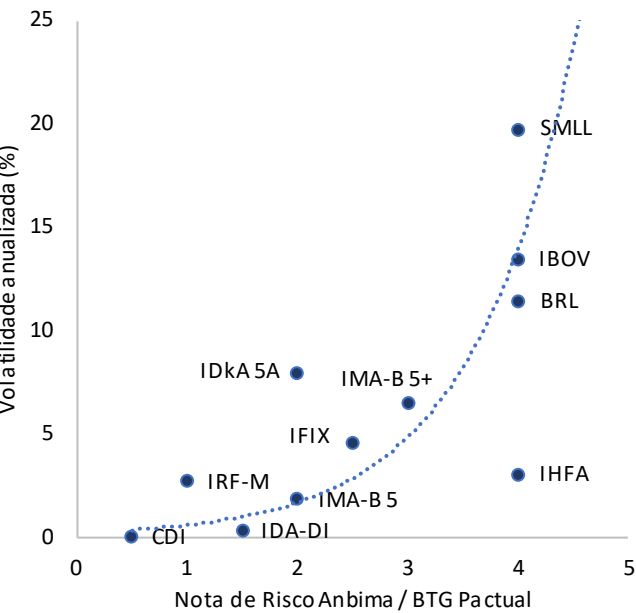
O normativo estabelece regras e parâmetros que devem ser seguidos pelas Instituições Participantes no que se refere ao Suitability de seus clientes. Esse processo é feito conforme pontuação de risco para cada tipo de ativo disponível para o investidor, navegando de uma pontuação que vai de 0,5 ponto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

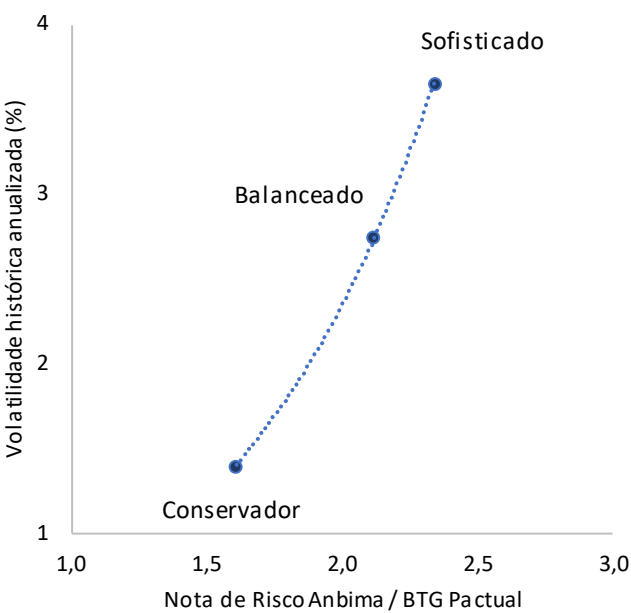
É importante ressaltar que o Asset Strategy busca alinhar a nota de risco da estratégia para cada perfil, mesmo considerando ativos mais arriscados para perfis mais conservadores. A gestão de risco é feita baseado na análise top-down macro, além da avaliação quantitativa das sugestões de alocação, mas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