



29 de dezembro de 2025

# Spoiler Macro

**Macro Strategy – BTG Pactual S.A.**

Álvaro Frasson

Arthur Mota

Gabriel Fongaro

Lorena Laudares

Victor Amaral

# Destques da Semana



## Estados Unidos

**3ªF - Ata do FOMC:** O documento referente à reunião de dezembro será relevante para oferecer um panorama mais claro sobre a divisão de posições dentro do comitê, sobretudo no que diz respeito ao mandato de mercado de trabalho, evidenciado pelo fato de que 6 membros optaram por manter os juros inalterados em suas projeções para a reunião de dezembro.

## Ásia | Europa

**Agenda econômica esvaziada na Zona do Euro;**

**3ªF - Atividade na China:** Os indicadores antecedentes (PMIs) de atividade referentes a dezembro devem seguir sinalizando desaceleração da atividade do país ao longo do 4T25.

## Brasil

**3ªF - Mercado de trabalho:** Esperamos que os dados de mercado de trabalho sigam sinalizando uma criação de vagas em novembro próxima ao mês anterior (+70,9k a.s.). Por sua vez, a taxa de desemprego deve apresentar alguma alta, apoiada pela recuperação de pessoas na força de trabalho.

Dados de fechamento do dia 26-dezembro

## Indicadores de Mercado

Pós-fixado	Ações	Ações EUA	Taxa de Câmbio
<b>CDI</b>	<b>IBOV</b>	<b>S&amp;P 500</b>	<b>Dólar</b>
14,90	160.897	6.930	5,54

### Na Semana

0,22%	1,53%	1,40%	0,00%
-------	-------	-------	-------

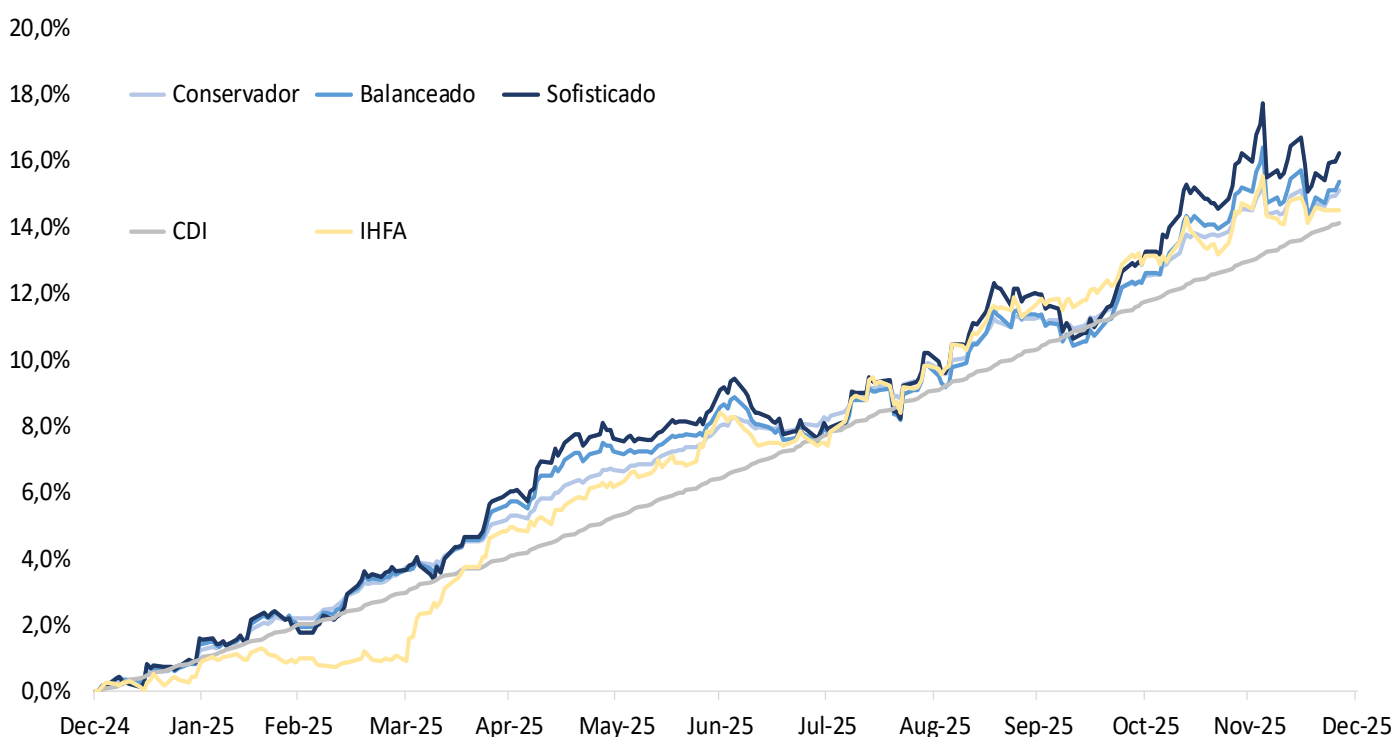
### No Ano

14,08%	35,74%	16,62%	-10,38%
--------	--------	--------	---------

### Em 12 meses

14,34%	32,89%	16,06%	-10,32%
--------	--------	--------	---------

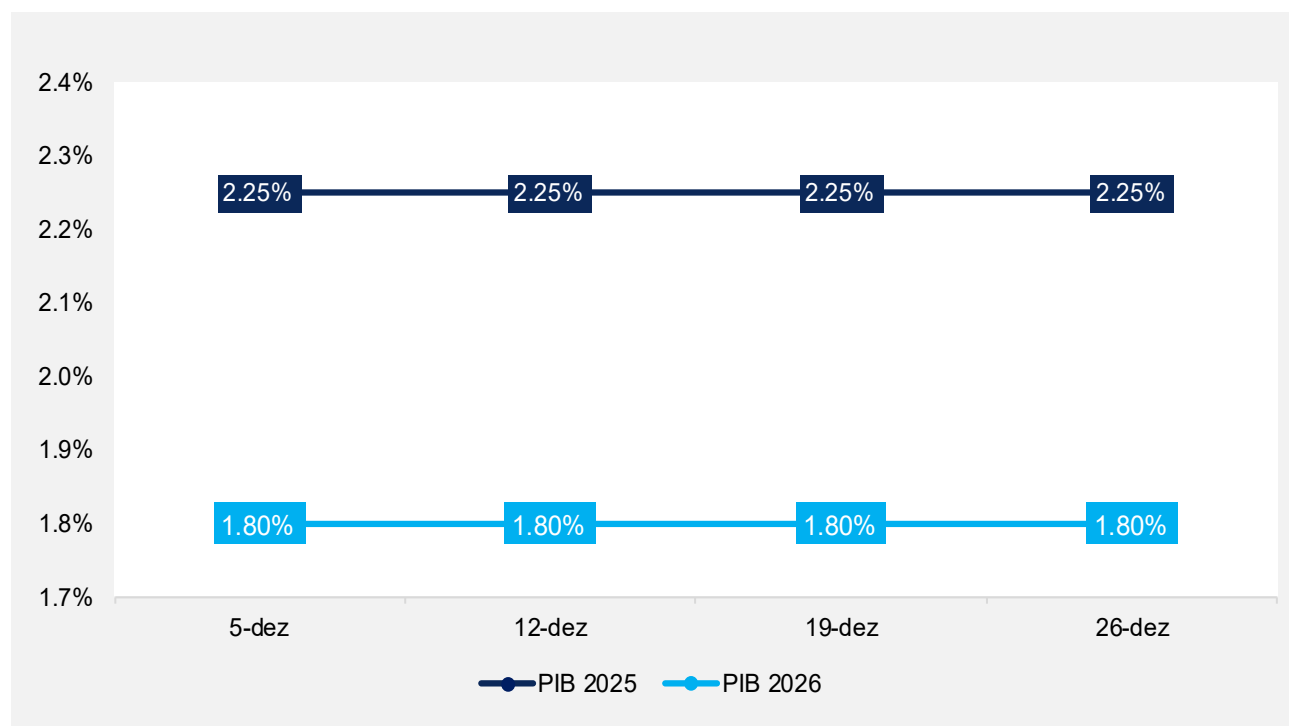
### Asset Strategy: perfis vs benchmarks. Rentabilidade YTD



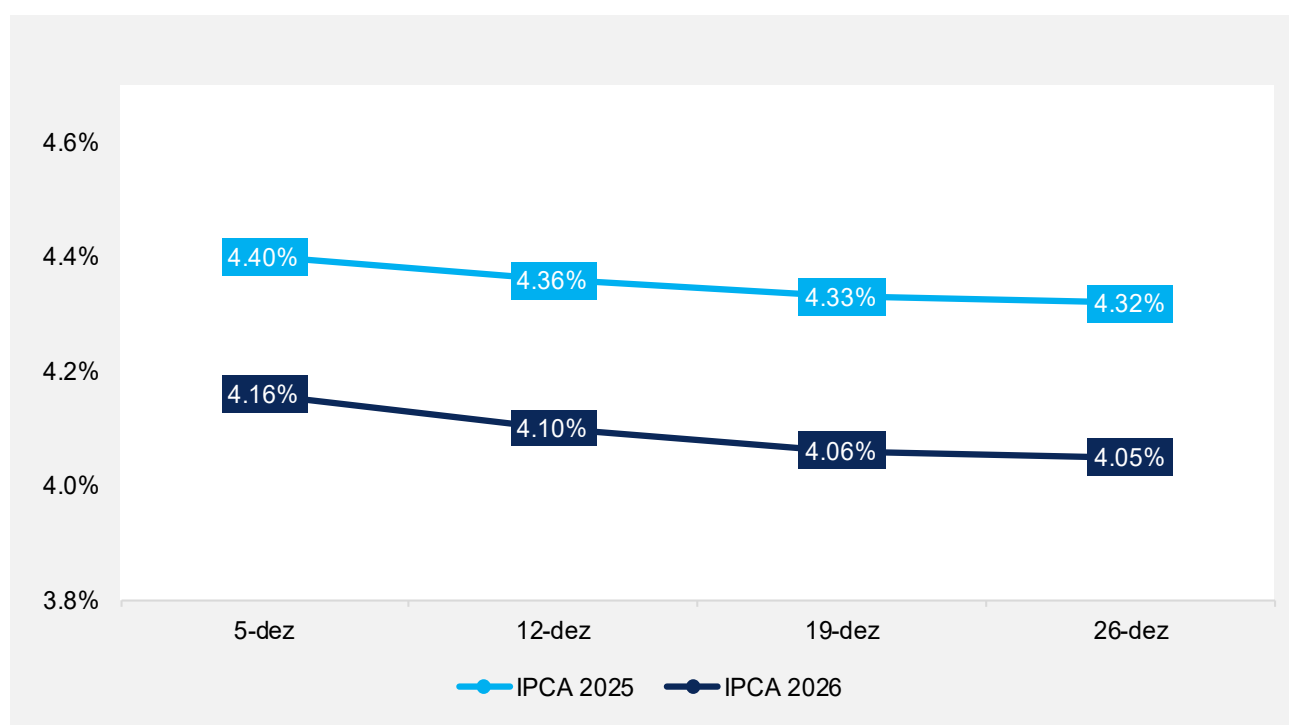
29-dez-25

# Relatório Focus

## Expectativas PIB – Acumulado em 4 trimestres (%)



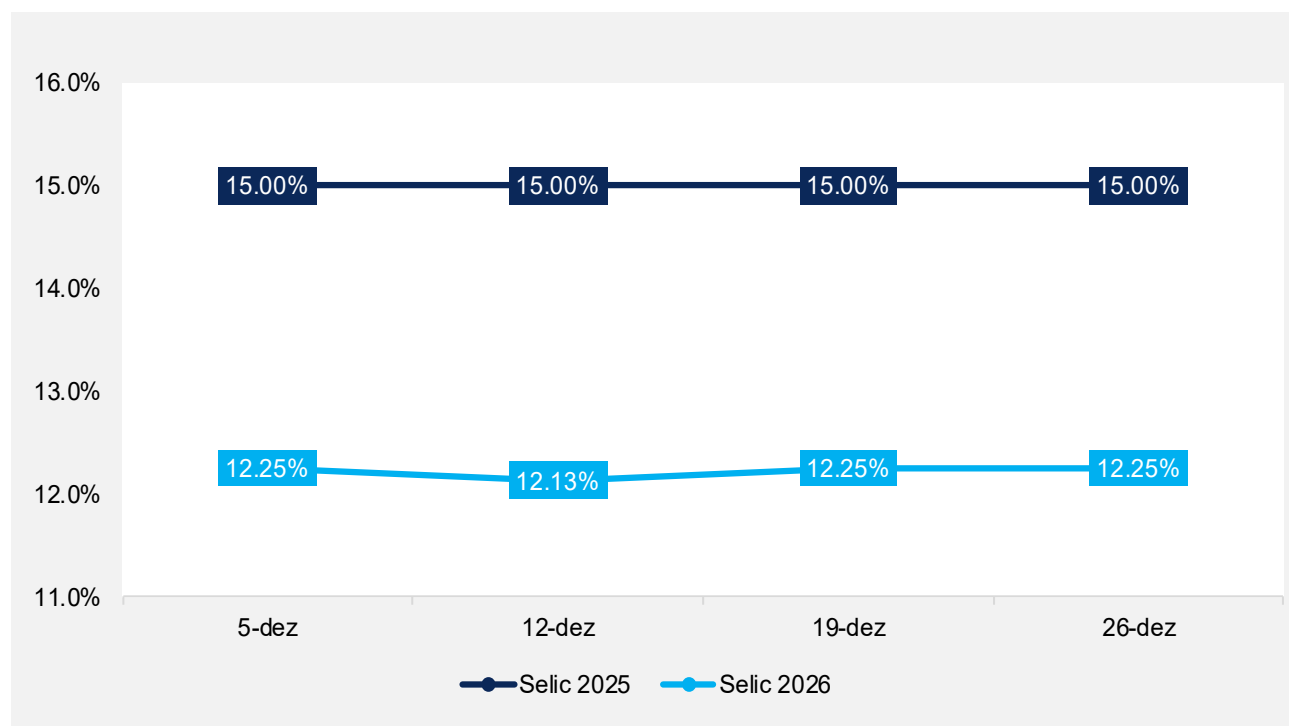
## Expectativas IPCA – a/a %



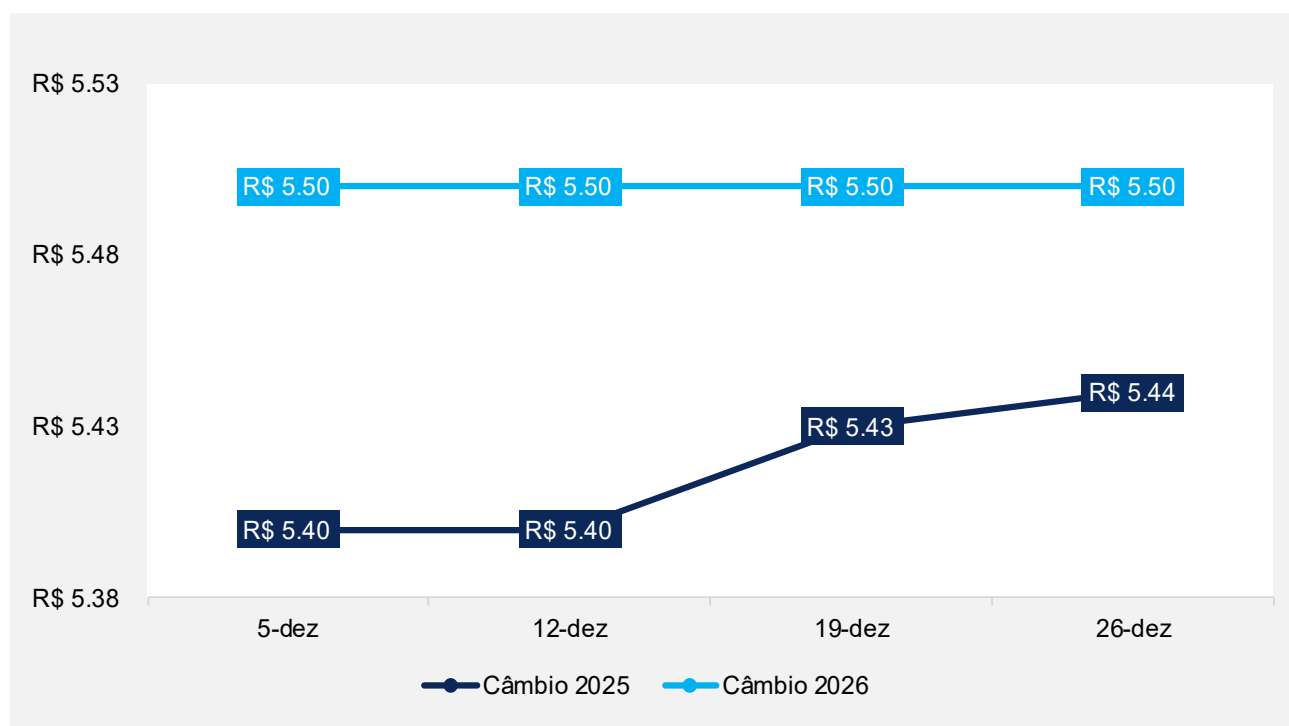
29-dez-25

# Relatório Focus

## Expectativas Taxa Selic - a/a %



## Expectativas Taxa de Câmbio - BRLUSD



29-dez-25

# Projeções BTG Pactual

Macro Research	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>Atividade Econômica</b>							
PIB Real (% a/a)	4.76	2.90	3.20	3.40	2.20	1.70	1.50
Taxa de Desemprego (% fim de período)	11.10	7.90	7.40	6.20	5.90	6.50	7.00
<b>Agricultura, Indústria e Serviços</b>							
Agricultura (% a/a)	0.28	(1.74)	16.30	(3.20)	10.40	(1.50)	0.00
Indústria (% a/a)	4.78	1.62	1.68	3.10	1.50	0.90	1.90
Serviços (% a/a)	5.22	4.16	2.78	3.80	1.60	2.20	1.60
<b>Consumo e Investimentos</b>							
Consumo Privado (% a/a)	3.69	4.28	3.24	5.10	1.50	2.60	1.40
Consumo Governo (% a/a)	3.46	1.53	3.77	2.00	2.00	2.00	1.90
Investimentos (% a/a)	16.49	0.89	(2.98)	6.80	3.50	(0.90)	(0.60)
Exportações (% a/a)	5.87	5.54	8.92	2.80	4.60	1.50	1.40
Importações (% a/a)	12.03	0.81	(1.18)	15.50	5.60	2.40	1.70
<b>Inflação &amp; Taxa de Juros</b>							
IPCA (% a/a, fim de período)	10.06	5.79	4.62	4.83	4.30	4.10	3.80
IGP-M (% a/a, fim de período)	17.78	5.45	(3.18)	6.54	(0.80)	3.70	4.00
Taxa Selic (% fim de período)	9.25	13.75	11.75	12.25	15.00	12.00	10.50
Taxa Selic (% média)	4.59	12.63	13.25	10.92	14.56	13.44	11.54
<b>Balança de Pagamentos &amp; Taxa de Câmbio</b>							
Balança Comercial (US\$ bi) – BP	42.30	51.52	92.28	65.84	58.00	66.00	73.00
Conta Corrente (US\$ bi)	(39.40)	(41.96)	(27.07)	(66.17)	(82.10)	(68.50)	(68.50)
Investimento Direto no País (US\$ bi)	46.44	75.50	62.75	74.09	82.00	85.00	85.00
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, fim de período)	5.57	5.29	4.85	6.18	5.40	5.20	5.10
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, média)	5.40	5.17	4.99	5.39	5.59	5.30	5.20
<b>Contas Fiscais</b>							
Resultado Primário (% do PIB)	0.7	1.2	(2.3)	(0.4)	(0.5)	(0.4)	(0.3)
Governo Central (R\$ bi)	(35.9)	54.9	(264.5)	(42.9)	(66.2)	(58.3)	(46.0)
Resultado Nominal (% PIB)	(4.3)	(4.6)	(8.8)	(8.5)	(8.5)	(8.1)	(7.6)
Dívida Líquida (% PIB)	55.1	56.1	60.4	61.5	66.2	70.7	73.0
Dívida Bruta (% PIB)	77.3	71.7	73.8	76.5	78.9	81.9	84.0

de 22 a 26 de dezembro

## Agenda Macro Semanal

Horário	País	Evento	Período	Expectativa	Anterior
<b>Segunda-feira</b>		<b>29-dez</b>			
8:00	Brasil	IGP-M (MoM %)	1-Dec	0.15	0.27
8:00	Brasil	IGP-M (YoY %)	1-Dec	-0.89	-0.11
12:30	EUA	Sondagem Industrial / Dallas	1-Dec	-5	-10.4
	Brasil	Relatório Mensal da Dívida Pública	1-Nov		
	Brasil	Resultado Primário do Governo Central (R\$ bi)	1-Nov	-13.2	36.5
<b>Terça-feira</b>		<b>30-dez</b>			
8:30	Brasil	Nota à Imprensa: Política Fiscal (Resultado Primário - R\$ bi)	1-Nov	-14.1	32.4
9:00	Brasil	PNAD Contínua - Taxa de Desemprego (%)	1-Nov	5.4	5.4
14:00	Brasil	Caged - Emprego Formal (milhares)	1-Nov	78.5	85.1
16:00	EUA	Ata do FOMC	10-Dec		
22:30	China	PMI Serviços	10-Dec	49.7	49.5
22:30	China	PMI Composite	10-Dec		49.7
22:45	China	PMI Industrial	10-Dec	49.7	49.9
<b>Quarta-feira</b>		<b>31-dez</b>			
<b>Quinta-feira</b>		<b>1-jan</b>			
Feriado de Natal					
<b>Sexta-feira</b>		<b>2-jan</b>			
5:55	Alemanha	PMI Industrial	31-Dec	47.7	47.7
6:00	Z. do Euro	PMI Industrial	31-Dec	49.2	49.2
10:00	Brasil	PMI Industrial	31-Dec		48.8
11:45	EUA	PMI Industrial	31-Dec	51.8	51.8

## Cenário macroeconômico

# Estados Unidos

### A espera da ata do FOMC

Na semana anterior, a divulgação do PIB do 3T25 apresentou aceleração significativa (+4,3% t/t anualizado). Esse resultado robusto foi sustentado por uma recuperação generalizada na demanda das famílias, com as Despesas de Consumo Pessoal acelerando para 3,5% (vs. 2,5% no 2T25). Setorialmente, os gastos com serviços recuperaram-se fortemente para 3,7% (ante 2,6%), enquanto o consumo de bens acelerou para 3,1% (ante 2,2%), impulsionado por bens não duráveis.

Por sua vez, o investimento estabilizou-se após a volatilidade do trimestre anterior. O investimento interno privado bruto registrou uma leitura essencialmente estável (-0,3% t/t anualizado), uma melhora marcante em relação à forte contração vista no 2T26 (-13,8%). Enquanto o investimento residencial continua sendo um detrator (-5,1%), o investimento fixo não residencial (usualmente ligado ao complexo de IA) continuou a expandir (+2,8%), embora em um ritmo mais lento do que no primeiro semestre do ano.

O setor externo e os gastos do governo forneceram ventos favoráveis adicionais. As exportações aumentaram 8,8%, enquanto as importações contraíram 4,7%, sugerindo uma contribuição positiva substancial das exportações líquidas. O consumo do governo também reverteu a contração do 2T26, expandindo 2,2% impulsionado por um aumento nos gastos com defesa (+5,8%).

Com os novos dados, atualizamos nossas projeções de crescimento para 2,2% em 2025 e 2,6% em 2026, mantendo um viés altista para o ano seguinte. Os dados do 3T26 confirmam a resiliência da economia, forçando uma reavaliação da narrativa de soft landing para uma de momentum sustentado.

Essa semana, em meio a uma agenda esvaziada de indicadores macroeconômicos, o principal evento será a divulgação da ata do FOMC referente à reunião de dezembro (30 de dezembro), na qual o comitê optou por cortar a FFR em 25 bps, levando-a para o intervalo de 3,5%–3,75%. Vale destacar que, nessa reunião, a comunicação indicou que os membros avaliam que a taxa de juros já se encontra dentro da “ampla faixa de estimativas de neutro”. O documento será relevante para oferecer um panorama mais claro sobre a divisão de posições dentro do comitê, sobretudo no que diz respeito ao mandato de mercado de trabalho – evidenciado pelo fato de que 6 membros optaram por manter os juros inalterados em suas projeções para a reunião de dezembro - , após a sinalização de Powell de que o Comitê trabalha com a hipótese de uma superestimação estatística de 60 mil vagas, o que equivaleria a cerca de 20 mil por mês. Esse cenário, caso confirmado, exigiria maior cautela por parte do Fed e elevaria a barra para novos cortes de juros nas próximas reuniões.

No campo da inflação, a postura evidenciada por Powell foi a de que, embora os preços de bens sigam mais pressionados na margem em decorrência das tarifas, esse movimento é interpretado como um choque temporário. Desde a reunião, o posicionamento de membros do Fed considerados mais hawkish tem sinalizado uma preocupação maior com o mandato de inflação, enquanto avaliam que o processo de desaceleração do mercado de trabalho está mais associado a fatores do lado da oferta. Nesse contexto, entendem que a política monetária tem capacidade limitada de influenciar esse processo e que, portanto, manter a FFR em patamar mais elevado não implicaria uma deterioração adicional significativa.

Cenário macroeconômico

## Ásia e Oceania

### Atividade chinesa enfraquece no 4T25

Na China, o principal evento da semana será a divulgação dos indicadores antecedentes (PMIs) oficiais referentes a dezembro (30 de dezembro), para os quais se espera um ambiente de contração ao final do ano, tanto na manufatura (consenso 49,3 pts. vs. 49,2 anterior) quanto nos serviços/não manufatura (consenso 49,7 pts. vs. 49,5 anterior). A mesma sinalização deverá emergir do PMI RatingDog, que acompanha empresas privadas e de médio porte no setor manufatureiro (consenso 49,7 pts. vs. 49,9 anterior). Caso confirmado, esse indicador deverá desacelerar de 50,4 pts. no 3T25 para 50,1 pts., com os dois últimos meses em níveis considerados contracionistas.

Esse quadro sinaliza o enfraquecimento da atividade econômica iniciado ao longo do segundo semestre, refletindo a ausência de novos impulsos de política econômica. Como entendemos que a China deve alcançar sua meta de crescimento “em torno de 5%” em 2025, eventuais novos estímulos tendem a ficar concentrados apenas no início do próximo ano.

## Cenário macroeconômico

# Brasil

### Mercado de trabalho em foco

Essa semana serão divulgados dados de mercado de trabalho referentes ao mês de novembro, com a geração de empregos formais (Caged) e a taxa de desemprego (Pnad-C) saindo na terça-feira (30 de dezembro). Para o Caged, esperamos a geração líquida de +60,4 mil empregos (+70,9 mil a.s.), muito próximo aos +71,7 mil (a.s.) gerados em outubro. Entre os setores, esperamos a geração líquida de +65,2 mil empregos em serviços (+56,8 mil a.s.) e +79,7 mil no comércio (+8,3 mil a.s.), com perda de -32,7 mil empregos na indústria de transformação (-1,7 mil s.a.), -30,1 mil na construção civil (+6,7 mil a.s.) e -22,3 mil no setor agropecuário (+1,2 mil a.s.). Para a PnadC, esperamos a geração de 200 mil ocupações em novembro, com aumento de 335 mil pessoas na força de trabalho, levando a recuperação na taxa de participação de 62,1% para 62,3%. Assim, a taxa de desemprego deve subir 0,2 p.p., de 5,4% para 5,6%.

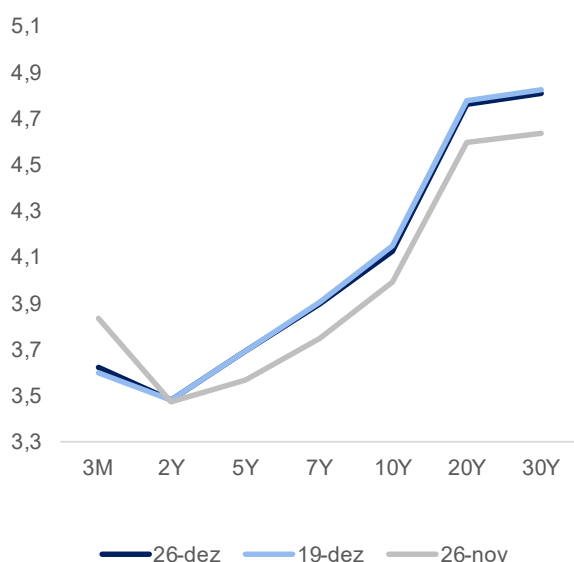
Hoje e amanhã serão divulgados os dados de governo central e setor público consolidado referentes ao mês de novembro, respectivamente. Para o governo central, esperamos um déficit de R\$6,6bilhões. Pelo lado da arrecadação, conforme indicado pelos dados da Receita Federal divulgados na semana passada, houve o pagamento extraordinário de depósitos judiciais relacionados a um litígio sobre o pagamento de royalties de petróleo. As receitas também deverão ser reforçadas pelo pagamento de dividendos da Petrobras e saques de fundos garantidores. Com isto, a receita líquida, em termos reais, deverá crescer 3,2% a/a no acumulado no ano. Pelo lado das despesas, os gastos discricionários permanecerão sendo o destaque, puxados pela aceleração na execução das emendas parlamentares, ainda que em ritmo menor quando comparado ao de outubro. Já as despesas obrigatórias permanecerão controladas, embora à custa de uma fila crescente de pedidos de benefícios sociais. No acumulado no ano, as despesas primárias deverão registrar ligeira aceleração (3,4% a/a, ante 3,3% a/a em outubro). Para o setor público consolidado, projetamos um déficit de R\$7,9 bilhões, com as estatais registrando um déficit de R\$1,3 bilhão, enquanto os governos regionais registrarão equilíbrio. A dívida bruta deverá continuar a crescer no mês, atingindo 78,9% do PIB até o fim do ano. Para 2025 e 2026, mantemos nossas projeções de déficit primário em R\$67,5bilhões (0,5% do PIB) e R\$57,5bilhões (0,4% do PIB), respectivamente, ambas compatíveis com o cumprimento da banda inferior da meta de primário.

## Visão estratégica

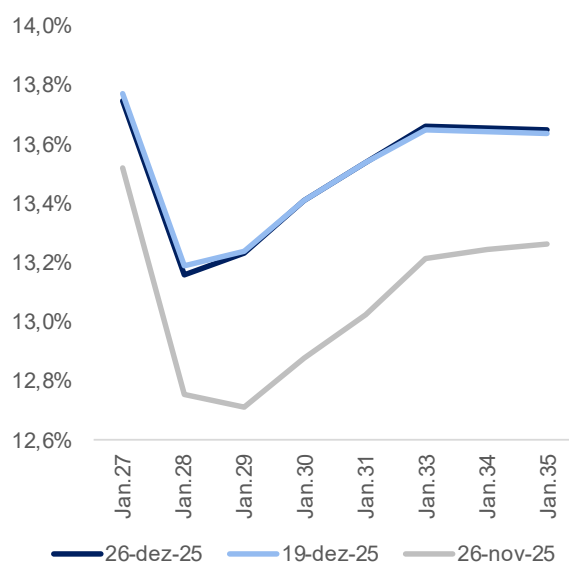
# Taxas de Juros

Tanto nos Estados Unidos quanto no Brasil, as curvas de juros exibiram pouca variação ao longo de uma semana encurtada pelos feriados internacionais de fim de ano. No mercado doméstico, a divulgação dos dados de emprego, Caged e PNAD, pode atuar como um gatilho relevante para a curva de DI. Já nos EUA, o principal evento será a ata do FOMC referente à reunião de dezembro, embora seja improvável que o documento traga informações novas capazes de provocar movimentos significativos de preços.

### Curva de Juros (US)



### Curva de Juros (DI Futuro)



Taxas de Juros do Governo	Curva de Juros (% a.a.)		Inflação Implícita (% a.a.)		Juro Real (% a.a.)	
	2 anos	10 anos	2 anos	10 anos	2 anos	10 anos
EUA	3,48%	4,13%	2,29%	2,23%	1,19%	1,90%
Alemanha	2,14%	2,86%	2,13%	1,74%	0,01%	1,13%
Reino Unido	3,73%	4,51%	3,00%	2,97%	0,74%	1,54%
Brasil	13,20%	13,82%	8,09%	7,37%	5,11%	6,45%

Diferencial de Juros						
Brasil vs EUA	9,72%	9,70%	5,80%	5,15%	3,92%	4,55%
EUA vs Alemanha	1,34%	1,27%	0,16%	0,49%	1,18%	0,78%
UK vs Alemanha	-1,59%	-1,65%	-0,86%	-1,23%	-0,73%	-0,41%
EUA vs UK	-0,25%	-0,38%	-0,71%	-0,74%	0,45%	0,37%

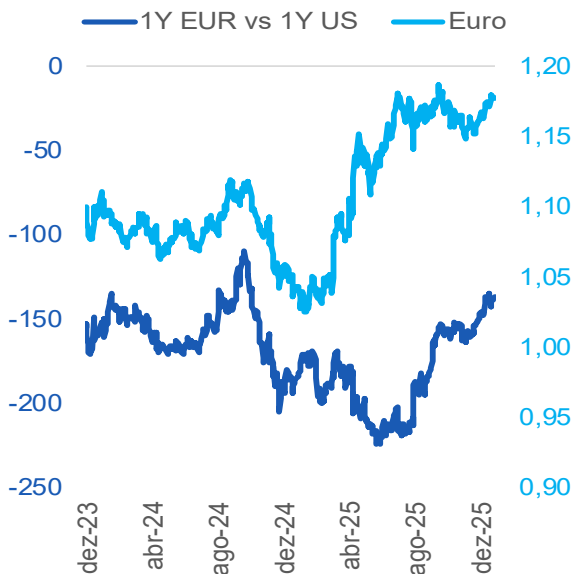
Juros DI	26-dez-25	19-dez-25	26-nov-25	30 dias (bps)	2025 (bps)	12M (bps)
Jan.26	14,90%	14,90%	14,89%	1	0	-46
Jan.27	13,75%	13,77%	13,52%	23	-2	-188
Jan.28	13,16%	13,19%	12,75%	41	-3	-231
Jan.29	13,23%	13,24%	12,71%	52	-1	-204
Jan.30	13,41%	13,41%	12,88%	53	0	-171
Jan.31	13,54%	13,54%	13,02%	51	0	-143
Jan.33	13,66%	13,65%	13,22%	45	1	-105
Jan.34	13,66%	13,65%	13,25%	41	1	-92
Jan.35	13,65%	13,64%	13,27%	38	1	-85

# Visão estratégica

## Taxas de Juros

### Internacional

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

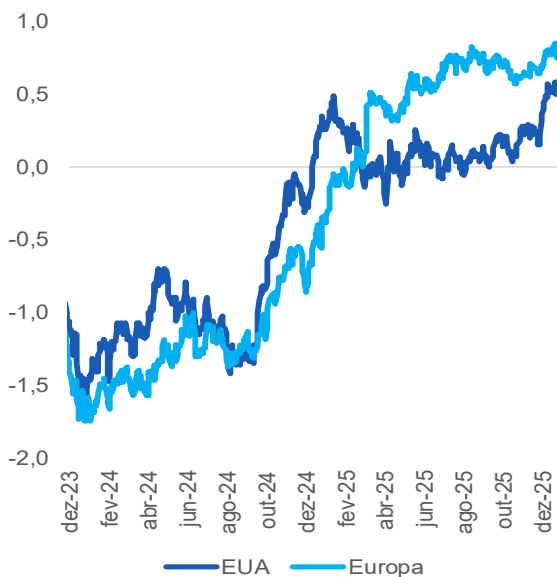


### Doméstico

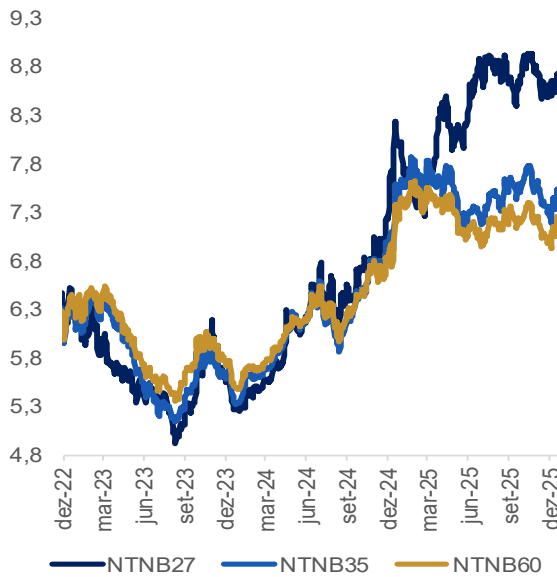
Inclinação da Curva de Juros



Inclinação (10Y vs 3M): EUA vs Euro



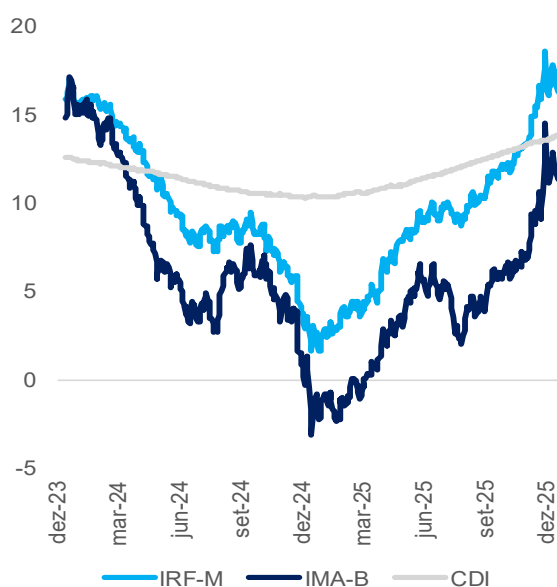
Evolução das taxas indexadas ao IPCA (%)



Spread de crédito



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



## Visão estratégica

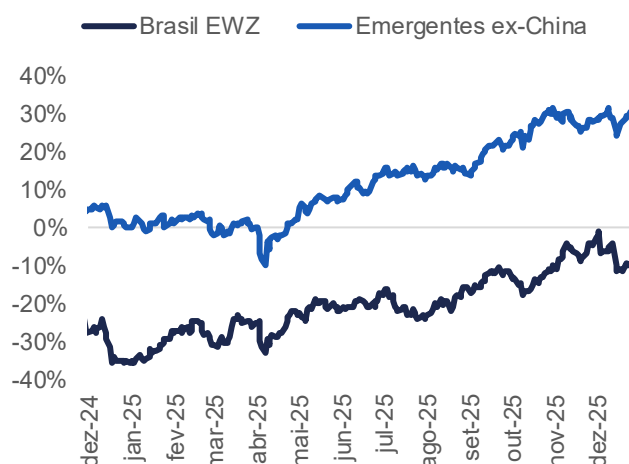
# Renda Variável

O S&P 500 avançou na última semana e atingiu novas máximas históricas antes do Natal, impulsionado principalmente pelo desempenho das empresas de tecnologia. O movimento foi apoiado pela leitura do PIB do terceiro trimestre, significativamente mais forte do que o esperado pelo mercado, além da continuidade da sinalização positiva quanto aos impactos dos elevados investimentos do setor de tecnologia sobre a atividade econômica. No Brasil, o Ibovespa também registrou desempenho positivo, apesar dos ruídos políticos associados ao cenário eleitoral.

### S&P 500: preço/lucro



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



País	Índice/ETF	26-dez-25	Semana	Dezembro	2025	12 meses
EUA	Dow Jones	48.711	1,2%	2,1%	14,5%	13,3%
Emergentes	XCEM Equity	\$ 38,09	2,5%	0,2%	28,7%	27,3%
EUA	S&P	6.930	1,4%	1,2%	17,8%	16,1%
China	MCHI Equity	\$ 61,27	1,1%	-1,5%	30,8%	29,1%
Europa	EZU Equity	\$ 64,33	0,8%	2,7%	36,3%	35,3%
Brasil	EWZ Equity	\$ 31,73	1,8%	-5,6%	41,0%	40,6%
EUA	Nasdaq	23.593	1,2%	1,0%	22,2%	19,6%

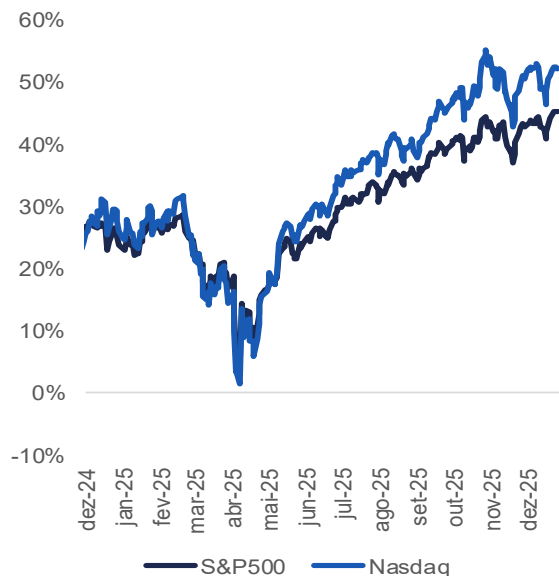
Índices	Código	26-dez-25	Semana	Dezembro	2025	12 meses
Fundos Imob.	IFIX	3.776	1,8%	3,1%	21,2%	23,0%
Indústria	INDX	29.934	1,5%	5,6%	15,2%	13,0%
Mat. Básicos	IMAT	6.234	2,0%	10,2%	12,8%	11,6%
Ibovespa	IBOV	160.897	1,5%	1,1%	33,8%	32,9%
Small Caps	SMLL	2.295	1,4%	-4,0%	30,1%	30,6%
Utilities	UTIL	16.891	1,2%	-0,5%	62,5%	62,0%
Consumo	ICON	3.100	1,6%	-3,4%	27,5%	25,4%
Finanças	IFNC	17.192	1,4%	-2,5%	45,3%	44,2%

# Visão estratégica

## Renda Variável

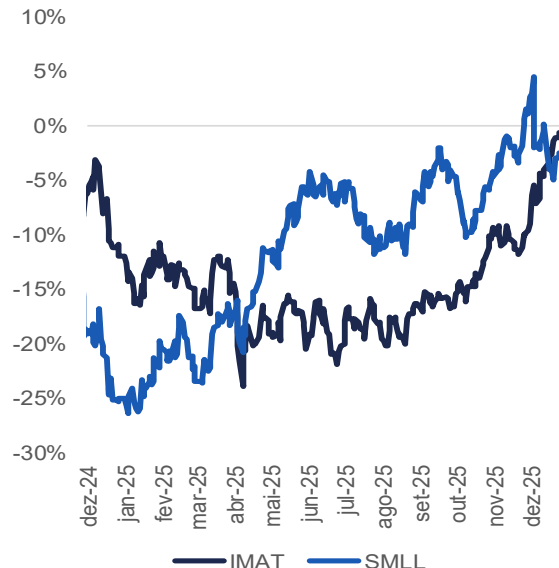
### Internacional

#### S&P e Nasdaq

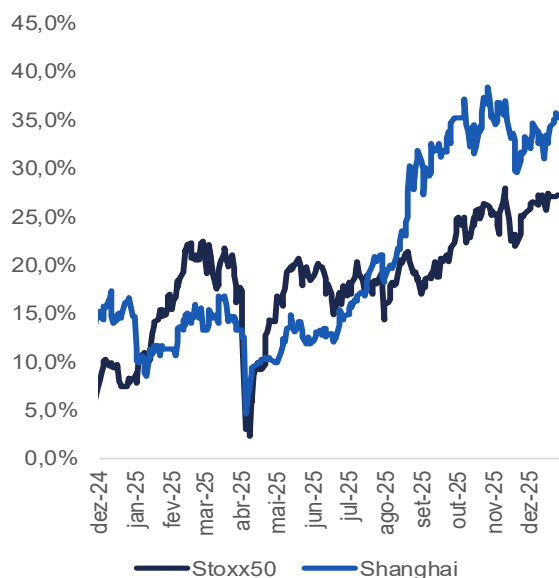


### Doméstico

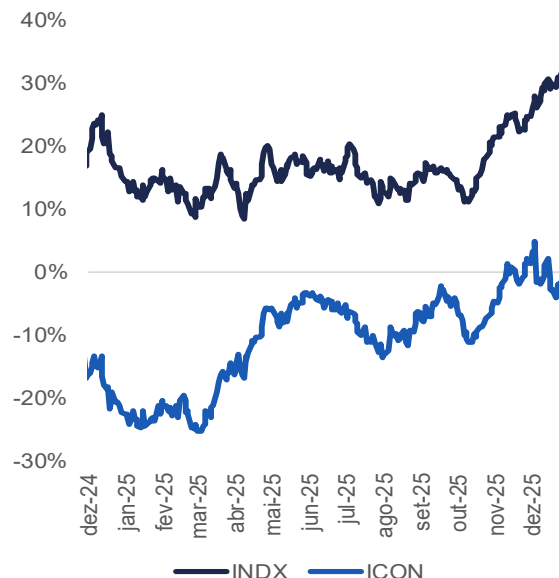
#### Materiais Básicos x Small Caps



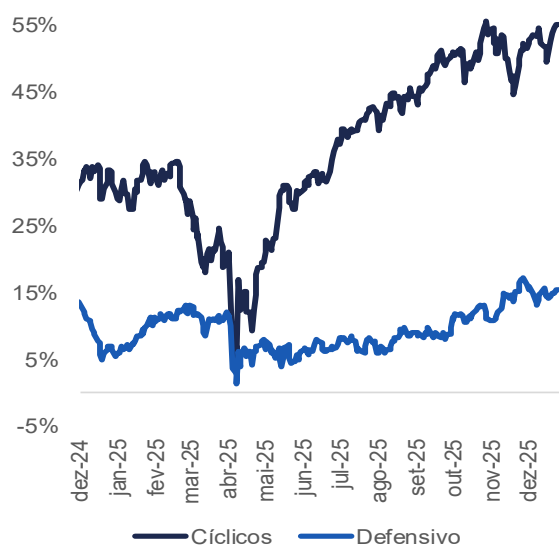
#### Shanghai vs Euro stoxx



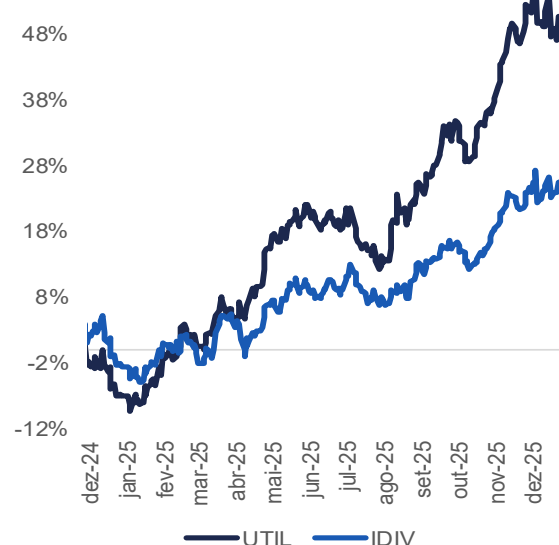
#### Indústria x Serviços



#### Cíclicos vs defensivos



#### Utilidade Pública x Dividendos

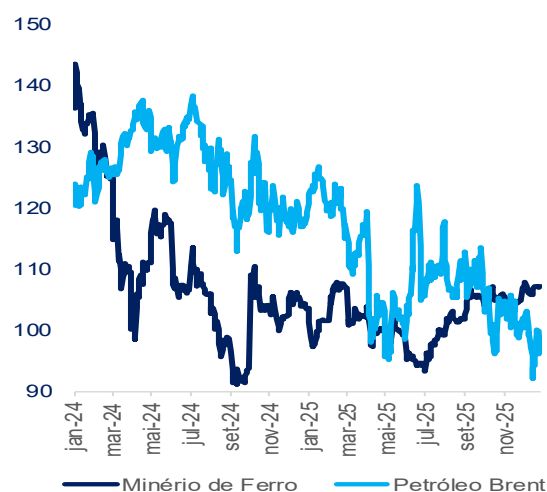


## Visão estratégica

# Commodities e moedas

No mercado de câmbio, o DXY perdeu força frente aos seus principais pares, mas permaneceu praticamente estável em relação ao real, refletindo uma apreciação externa do dólar contrabalançada pela percepção de aumento do risco doméstico associado ao cenário eleitoral de 2026. No mercado de commodities, o ouro registrou mais uma semana de valorização expressiva, sustentado tanto pelas expectativas em torno de um possível acordo de paz entre Ucrânia e Rússia quanto pelo aumento da aversão ao risco diante da escalada das tensões entre Estados Unidos e Venezuela.

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



### DXY Index vs Real



Commodity	Bolsa		26-dez-25	Semana	Dezembro	2025	12 meses
CRB Index			541,95	0,26%	1,5%	0,7%	1,4%
Café	Nova Iorque	\$	349,00	2,5%	-8,4%	23,7%	24,6%
Gado	Chicago	\$	229,65	-0,5%	5,4%	20,7%	20,9%
Minério de Ferro	Cingapura	\$	106,05	1,3%	3,8%	10,5%	12,5%
Soja (bu)	Chicago	\$	1.066,25	0,6%	-7,0%	4,7%	5,1%
Petróleo Brent	Londres	\$	61,87	2,3%	-0,8%	-12,5%	-12,1%
Ouro		\$	4.455,59	2,69%	5,10%	70,94%	69,97%
Milho (bu)	Chicago	\$	447,00	0,7%	-0,2%	-0,8%	-1,2%

Moedas	País		26-dez-25	Semana	Dezembro	2025	12 meses
DXY	EUA		98,02	-0,6%	-1,4%	-9,3%	-9,3%
Real	Brasil	R\$	5,54	0,0%	-4,0%	-10,3%	-8,9%
Peso Mexicano	México	R\$	0,31	0,7%	-6,1%	3,5%	1,3%
Libra Esterlina	Inglaterra	R\$	7,48	0,9%	-5,7%	-3,5%	-3,4%
Yuan	China	R\$	0,79	0,8%	-4,9%	-6,5%	-6,5%
Euro	Europa	R\$	6,53	0,5%	-5,3%	1,6%	1,3%
Rand Sul-African	África do Sul	R\$	0,33	0,7%	-6,7%	1,2%	1,4%

# 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)