



21 de setembro de 2026

Spoiler Macro

Macro Strategy – BTG Pactual S.A.

Álvaro Frasson

Arthur Mota

Gabriel Fongaro

Lorena Laudares

Victor Amaral

Destques da Semana



Estados Unidos

Durante a semana. Após a alta de 25 pb e o pacote hawkish da reunião de setembro, as falas dos membros do FOMC devem testar o grau de consenso em torno de um ciclo ainda aberto, com foco na leitura de que a política ainda não é restritiva e de que a convergência da inflação precisa ser mais tempestiva.

Ásia | Europa

4ªF: PMIs na Zona do Euro. Os indicadores antecedentes de setembro devem mostrar acomodação marginal, ainda em território expansionista.

Brasil

3ªF: Ata do Copom. O texto deve detalhar o debate sobre atividade, emprego e inflação e complementar o comunicado;

6ºF: Inflação. O IPCA-15 de setembro deve apresentar um headline mais pressionado após o fim da deflação de alimentos e etanol. O conjunto reforça a desaceleração da atividade no terceiro trimestre sem eliminar a cautela do BC quanto à extensão do ciclo.

Dados de fechamento do dia 18-setembro

Indicadores de Mercado

Pós-fixado	Ações	Ações EUA	Taxa de Câmbio
CDI	IBOV	S&P 500	Dólar
13.65	185,229	7,638	5.14

Na Semana

0.26%	-1.06%	-0.25%	0.41%
-------	--------	--------	-------

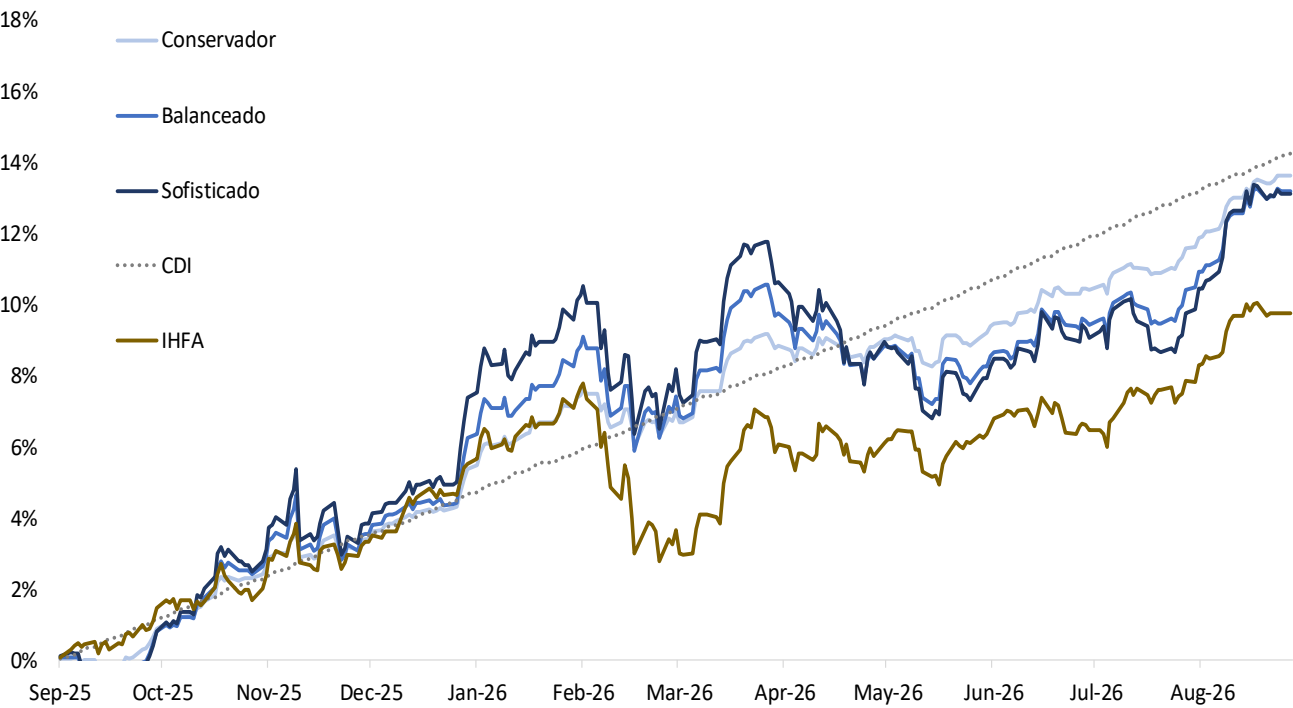
No Ano

10.12%	14.96%	11.57%	-6.08%
--------	--------	--------	--------

Em 12 meses

14.58%	27.22%	15.72%	-3.07%
--------	--------	--------	--------

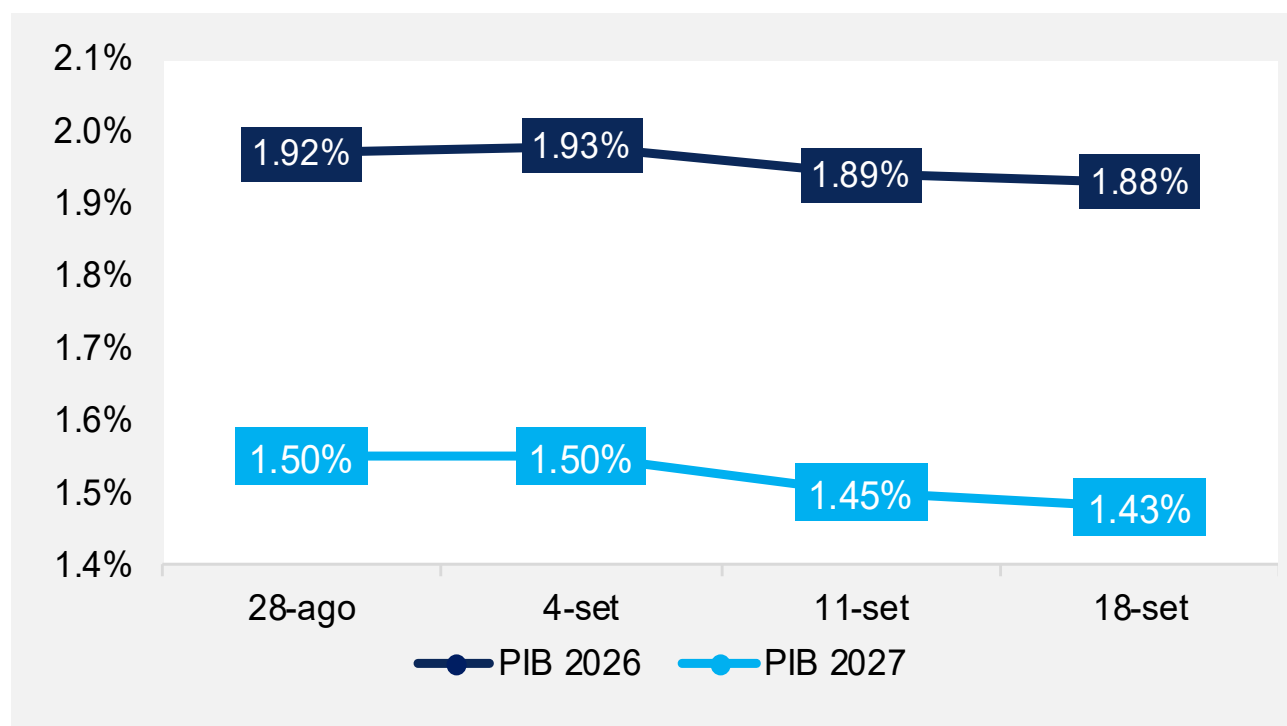
Asset Strategy: perfis vs benchmarks. Rentabilidade acumulado 12 meses



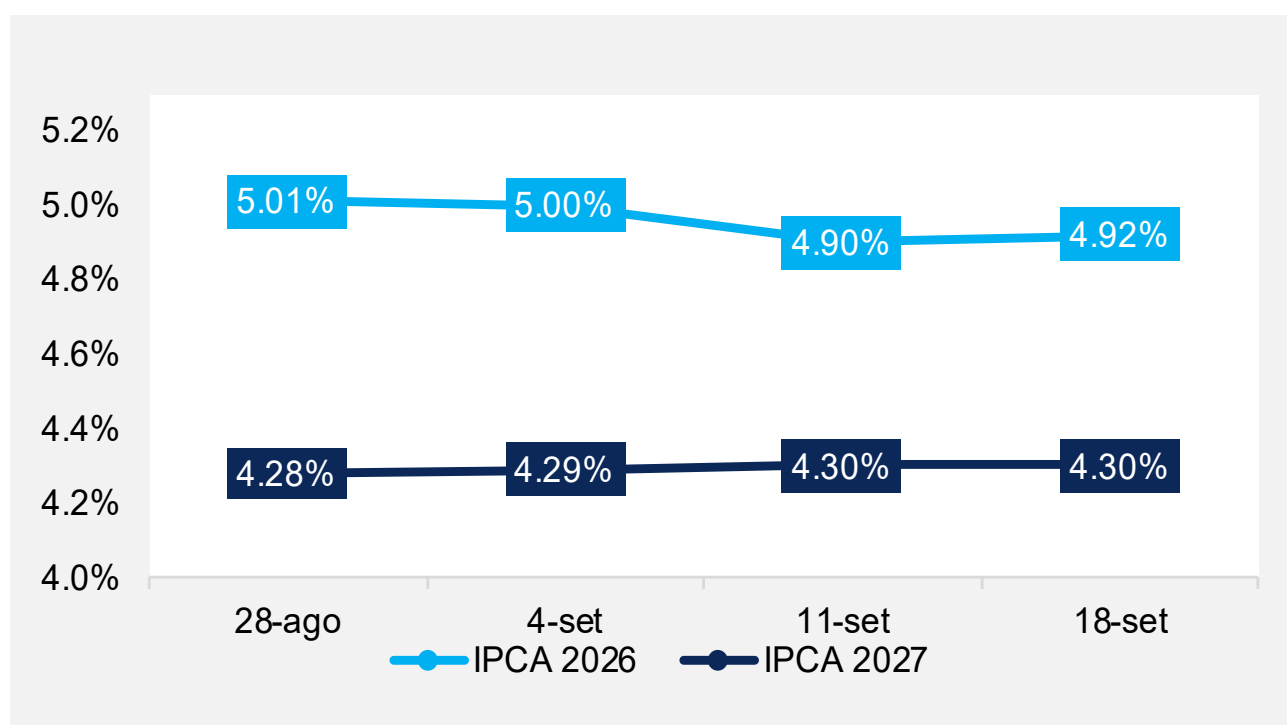
21-set-26

Relatório Focus

Expectativas PIB – Acumulado em 4 trimestres (%)



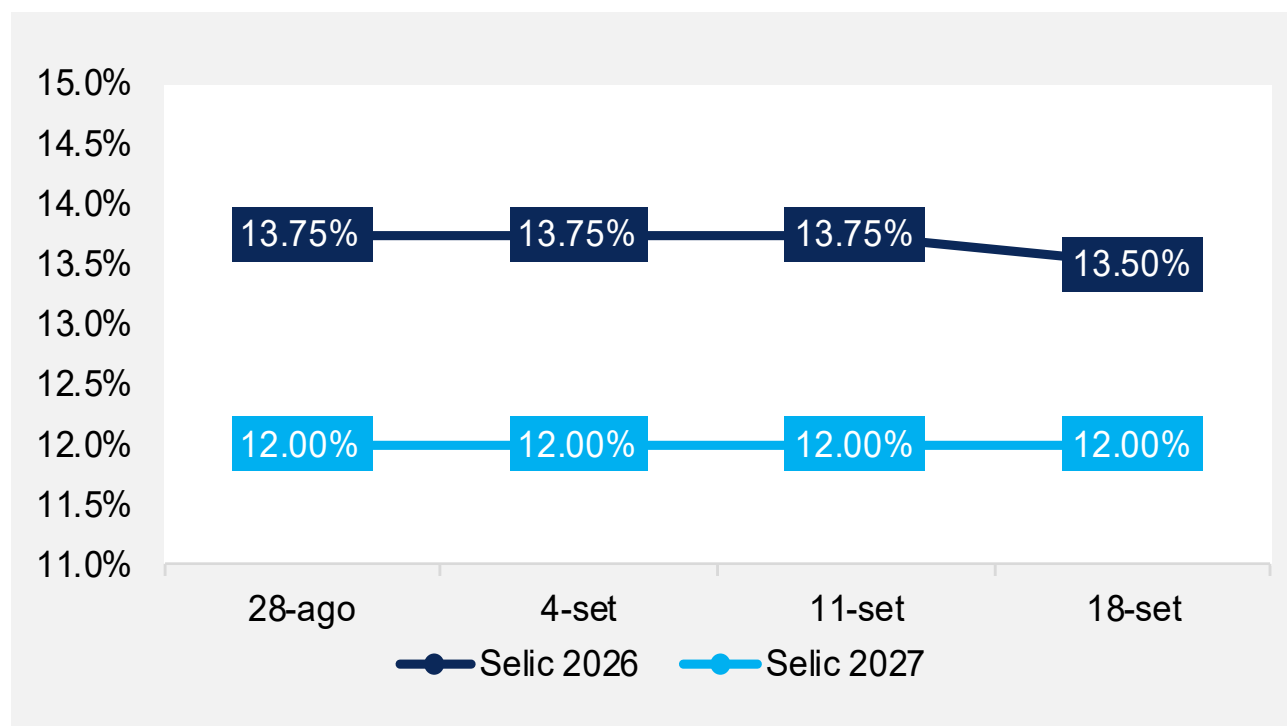
Expectativas IPCA – a/a %



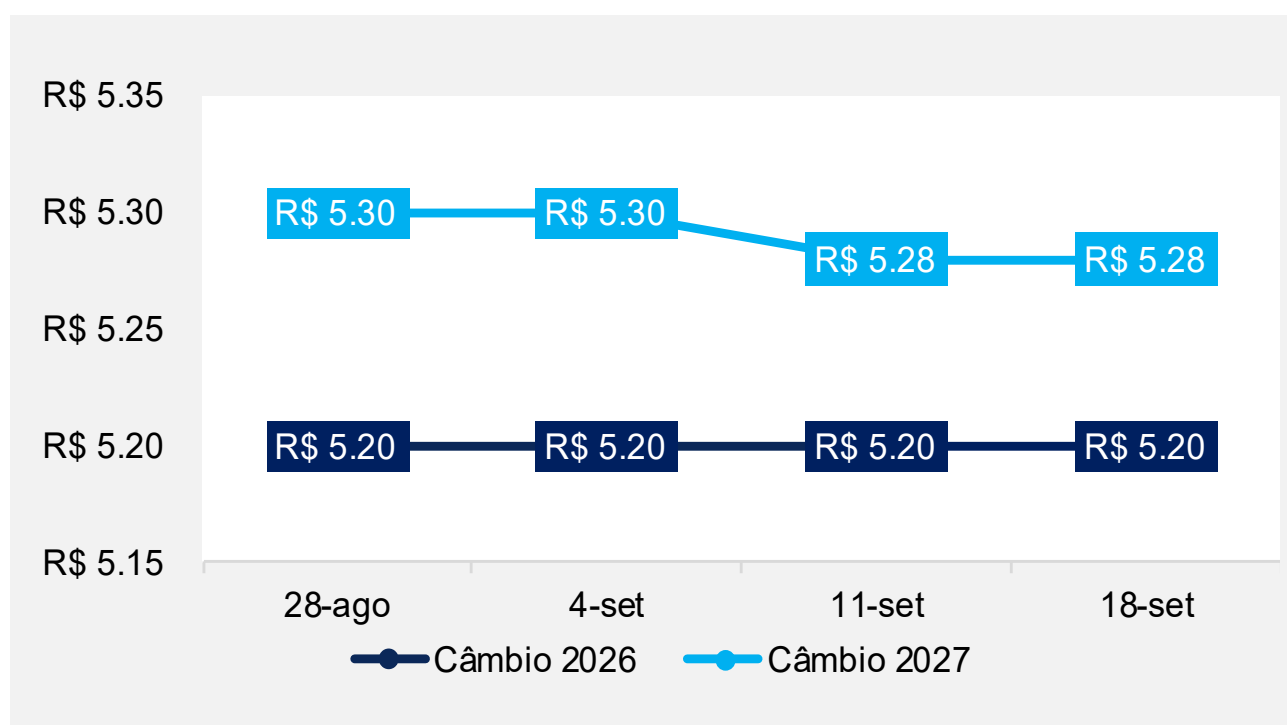
21-set-26

Relatório Focus

Expectativas Taxa Selic - a/a %



Expectativas Taxa de Câmbio - BRLUSD



21-set-26

Projeções BTG Pactual

Macro Research	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
Atividade Econômica							
PIB Real (% a/a)	4.76	2.90	3.20	3.40	2.30	1.80	1.10
Taxa de Desemprego (% fim de período)	11.10	7.90	7.40	6.20	5.10	5.40	6.10
Agricultura (% a/a)	0.28	(1.74)	16.30	(3.20)	11.70	0.10	1.20
Industria (% a/a)	4.78	1.62	1.68	3.10	1.45	1.90	0.20
Serviços (% a/a)	5.22	4.16	2.78	3.80	1.82	2.20	1.30
Consumo Privado (% a/a)	3.69	4.28	3.24	5.10	1.31	2,2	0.90
Consumo Governo (% a/a)	3.46	1.53	3.77	2.00	2.10	2.60	2.20
Investmentos (% a/a)	16.49	0.89	(2.98)	6.80	2.93	(1.20)	(1.00)
Exportações (% a/a)	5.87	5.54	8.92	2.80	6.16	2.80	2.30
Importações (% a/a)	12.03	0.81	(1.18)	15.57	4.47	0.40	1.10
Inflação & Taxa de Juros							
IPCA (% a/a fim de período)	10.06	5.79	4.62	4.83	4.26	5.20	4.40
IGP-M (% a/a fim de período)	17.78	5.45	(3.18)	6.54	(1.05)	4,9	4.00
Taxa Selic (% fim de período)	9.25	13.75	11.75	12.25	15.00	13.75	12.50
Balança de Pagamentos & Taxa de Câmbio							
Balança Comercial (US\$ bi) – BP	42.30	51.52	92.28	65.84	59.73	76.00	76.00
Conta Corrente (US\$ bi)	(39.40)	(42.00)	(27.10)	(65.30)	(66.70)	(61.00)	(60.00)
Investimento Direto no País (US\$ bi)	46.44	75.50	62.75	74.09	77.70	85.00	85.00
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, fim de período)	5.57	5.29	4.85	6.18	5.47	5.40	5.50
Contas Fiscais							
Resultado Primário (% do PIB)	0.7	1.2	(2.3)	(0.4)	(0.4)	(0.6)	(0.2)
Governo Central (R\$ bi)	(35.9)	55.0	(265.0)	(45.0)	(58.7)	(47.0)	(27.0)
Resultado Nominal (% PIB)	(4.3)	(4.6)	(8.8)	(8.5)	(8.3)	(9.3)	(8.5)
Dívida Líquida (% PIB)	55.1	56.1	60.4	61.3	65.3	69.3	73.5
Dívida Bruta (% PIB)	77.3	71.7	73.8	76.3	78.7	83.2	87.6

de 21 a 25 de setembro

Agenda Macro Semanal

Horário	País	Evento	Período	Expectativa	Anterior
Segunda-feira	21-set				
9:30	EUA	Índice de Atividade Nacional (CFNAI)	01-Aug	-0.06	-0.08
Terça-feira	22-set				
8:00	Brasil	Ata do Copom	16-Sep		
Quarta-feira	23-set				
4:30	Alemanha	PMI Composite	01-Sep	51.7	51.8
5:00	Z. do Euro	PMI Composite	01-Sep	51.6	52
10:45	EUA	PMI Composite	01-Sep		56
Quinta-feira	24-set				
8:00	Brasil	Relatório de Política Monetária	01-Sep		
11:00	Brasil	Entrevista de Gabriel Galípolo e Paulo Picchetti sobre RPM			
9:30	EUA	Pedidos de auxílio desemprego (mil)	19-Sep	200	196
Sexta-feira	25-set				
9:00	Brasil	IPCA-15 (MoM %)	25-Sep	0.52	-0.4
9:00	Brasil	IPCA-15 (YoY %)	25-Sep	4.29	4.24
	Brasil	Definição da bandeira tarifária de energia elétrica	01-Oct		
9:30	EUA	Encomendas de Bens Duráveis (MoM % a.s.)	01-Aug	-0.3	1.1
11:00	EUA	Confiança do Consumidor	01-Sep	47.5	47.8
11:00	EUA	Expectativas de inflação para um ano	01-Sep		
11:00	EUA	Expectativas de inflação entre 5 e 10 anos	01-Sep		
12:00	EUA	Índice de atividade do setor de serviços em Kansas	01-Sep		-3

Cenário macroeconômico

Estados Unidos

Semana mais leve

Nessa semana, a agenda macroeconômica nos EUA fica mais esvaziada de hard data, e o foco se desloca para a digestão da reunião de setembro e para uma agenda intensa de discursos dos membros do Fed depois do período de silêncio. A comunicação individual do Comitê deve confirmar o pacote hawkish que saiu da decisão da semana passada.

Na última quarta-feira, o FOMC elevou o intervalo da taxa de fed funds em 25 pontos-base, para 3,75% a 4,00%, em votação unânime de 12 a 0. A decisão encerrou o debate aberto em julho, quando três membros dissentiram a favor de alta contra um presidente que preferiu manter a taxa: sete semanas depois, todo o Comitê votou com ele. A alta veio acompanhada de um pacote hawkish. O comunicado descreveu a atividade em expansão em ritmo sólido, o mercado de trabalho consistente com o pleno emprego e a inflação ainda alta demais.

As novas projeções reforçam essa leitura. O SEP revisou o crescimento para cima e o desemprego para baixo, elevou em 0,1 ponto percentual o PCE e o núcleo do PCE de 2026 e subiu a mediana das projeções para a taxa básica em 30 pontos-base em 2026 e 50 pontos-base em 2027. A mediana para o fim de 2026 passou de 3,8% para 4,1% e a de 2027, de 3,6% para 4,1%. Nada nesse conjunto sugere um ajuste isolado: os pontos e a redação do comunicado apontam para um ciclo ainda aberto, e não para um único passo corretivo.

O presidente Kevin Warsh adotou, na coletiva, um tom mais duro. Recusou-se a descrever a política monetária como restritiva mesmo depois da alta e caracterizou o movimento como a retirada de “uma dose de acomodação”. Colocou os riscos de inflação para cima e os riscos para o emprego em torno do equilíbrio, rejeitou a dependência de um dado isolado e afastou-se de um SEP no qual a inflação só volta a 2% em 2029. A resposta nesse ponto, “essas não são as minhas projeções”, foi o momento mais duro da coletiva. A introdução do termo “timelier”, um retorno mais tempestivo, soma-se à exigência de progresso em “velocidade suficiente”, já usada em Jackson Hole, e substitui a fórmula mais branda de trazer a inflação a 2% “ao longo do tempo”, que marcou o ciclo anterior. Em nossa leitura, a função de reação que emerge é baseada em tendência, e não em print isolado: o ônus da prova está na melhora disseminada da inflação subjacente, não no Fed justificar mais aperto.

Mantemos a visão de aperto adicional, com o próximo passo em dezembro e um terceiro movimento em março de 2027. Diante da recusa em oferecer forward guidance, a sequência tem mais chance de incluir reuniões sem movimento do que de ocorrer em sessões consecutivas, e o risco dessa trajetória é que ela se mostre lenta demais, e não rápida demais.

Ao longo dos próximos dias, os membros do FOMC voltam a se comunicar, com destaque para os discursos de Goolsbee (21 de setembro, neutro); Williams (22, 24 e 25 de setembro, dovish); Jefferson (22 de setembro, neutro); Barkin (22 e 24 de setembro, hawkish); Barr (23 de setembro, neutro); Hammack (24 e 25 de setembro, hawkish). Depois do período de silêncio, a agenda de falas fica intensa, e o foco principal serão as posições individuais: se o bloco mais hawkish trata a alta de setembro como o primeiro passo de um ciclo ainda aberto, e se os nomes mais dovish aceitam a narrativa de que a política ainda não é restritiva e de que a convergência da inflação precisa ser mais tempestiva.

Cenário macroeconômico

Europa

Atividade em foco

Na Zona do Euro, o foco da semana recai sobre o PMI flash de setembro (23 de setembro), que testa se o momentum econômico permanece robusto diante da nova alta de commodities. O composto de agosto ficou estável em 52,0 pontos em relação a julho, patamar bem acima da média do segundo trimestre, de 49,1. Isoladamente, essa alta aponta para melhora do ritmo no terceiro trimestre, depois de um PIB do segundo trimestre forte em 0,6% t/t, ainda que parte do print tenha refletido volatilidade.

O consenso para o dado de setembro embute acomodação marginal sem sair de território expansionista: o composto deve recuar a 51,8 (vs. 52,0 anterior), com manufatura em 52,6 (vs. 52,7) e serviços em 51,4 (vs. 51,6). Na Alemanha, o composto deve permanecer em 51,8, com manufatura ainda firme em 54,0 (vs. 54,3) e serviços de volta ao limiar de 50,0 (vs. 49,7). Na França, o quadro segue o elo fraco: composto em 48,7 (vs. 48,5), com serviços ainda em contração em 48,3 (vs. 48,0), apesar de leve melhora na margem. O ponto analítico da semana é o lag do pass-through. O impacto pleno da alta acentuada dos preços de commodities em setembro deve chegar com atraso, porque a transmissão do gás no atacado para empresas e famílias é mais lenta do que a do petróleo, cujo canal tende a ser mais imediato, sobretudo depois da intensificação recente do conflito militar no Oriente Médio. Em outras palavras, um PMI ainda acima de 50 nesta leitura não fecha o debate sobre o custo energético do inverno; apenas confirma se a demanda e os novos pedidos seguem absorvendo o choque até aqui.

Ao longo dos próximos dias, os membros do ECB voltam a se comunicar, com destaque para as falas de Kazimir (21 de setembro, hawkish); Nagel (22 de setembro, hawkish); Lagarde (22 de setembro, hawkish); Schnabel (23 de setembro, hawkish); Vujčić (23 e 25 de setembro, hawkish); Cipollone (23 de setembro, neutro); Lane (23 e 24 de setembro, neutro). Depois da alta de depósito a 2,50% na reunião de setembro, o mercado vai testar se a comunicação descreve aquele passo como destino próximo ou apenas como etapa de um ciclo ainda aberto, sobretudo se o PMI e o prêmio energético reforçarem a leitura de atividade resiliente com inflação ainda desconfortável.

Cenário macroeconômico

Ásia e Oceania

Taxas em modo de espera

Na China, a agenda fica mais esvaziada, e o principal destaque é a decisão da Loan Prime Rate (21 de setembro). O consenso espera uma manutenção das taxas pelo décimo sexto mês seguido: a LPR de um ano deve permanecer em 3,00% (vs. 3,00% anterior) e a de cinco anos, referência para hipotecas, em 3,50% (vs. 3,50% anterior). O PBOC mantém a taxa de política estável desde o corte de 10 pontos-base em maio de 2025 e não deve se mover em setembro. Sem movimentos de Pequim sobre a LPR, os bancos comerciais dificilmente reduzem as taxas de empréstimo por conta própria, diante de margens líquidas de juros já estreitas.

O argumento para a pausa prolongada na LPR é menos de complacência e mais de calibragem cíclica. A aceleração da produção industrial em agosto, em parte sustentada pela força exportadora ligada à tecnologia, sugere que o momentum do terceiro trimestre até aqui permaneceu acima do piso da meta oficial de crescimento de 4,5% a 5,0%. Esse colchão reduz a urgência de um afrouxamento monetário imediato. Os PMIs oficiais de agosto reforçaram a bifurcação da economia chinesa, com o motor externo e as cadeias de alta tecnologia carregando o cumprimento da meta, enquanto o ciclo doméstico de obras e consumo de duráveis segue frágil. Nessa composição, manter a LPR inalterada é coerente com uma postura “moderadamente frouxa” que evita afrouxar o crédito sem necessidade imediata, sem reabrir um estímulo amplo via canal bancário. O risco, se o hard data de investimento e consumo decepcionar de novo na ponta, seria o de Pequim ter de voltar a calibrar mais à frente, mas a taxa decidida nesta semana não é o veículo natural dessa reabertura.

Cenário macroeconômico

Brasil

Política monetária e inflação no centro

No Brasil, a agenda macroeconômica concentra-se na comunicação do Banco Central e na prévia de inflação de setembro. Depois do corte de 25 pontos-base na reunião de 15 e 16 de setembro, que levou a Selic a 13,75% a.a., o mercado passa a ler ata, Relatório de Política Monetária (RPM) e IPCA-15 para calibrar se o ciclo de calibração segue ou se a pausa prevista no nosso cenário-base se consolida.

Na terça-feira (22/09), às 8h, a ata da 281ª reunião do Copom deve detalhar o debate sobre atividade, emprego e inflação e complementar o comunicado. O foco estará na convergência entre os diretores, no balanço de riscos e na forma como o comitê descreve os próximos passos diante de um mercado de trabalho ainda apertado, expectativas longas desancoradas e riscos altistas ligados a combustíveis e El Niño — mesmo com a moderação mais disseminada da atividade e leituras mais benignas da inflação corrente nos últimos meses.

Na quinta-feira (24/09), o RPM do terceiro trimestre de 2026 trará o cenário atualizado do BC, com destaque para a trajetória do hiato do produto, projeções de inflação de curto prazo (até dezembro) e de longo prazo (até o 1T29) e, pela primeira vez, a projeção de PIB para 2027; boxes sobre oferta, crédito e desalavancagem das famílias tendem a reforçar a leitura da ata. Às 11h do mesmo dia, Gabriel Galípolo e Paulo Picchetti concedem entrevista sobre o relatório.

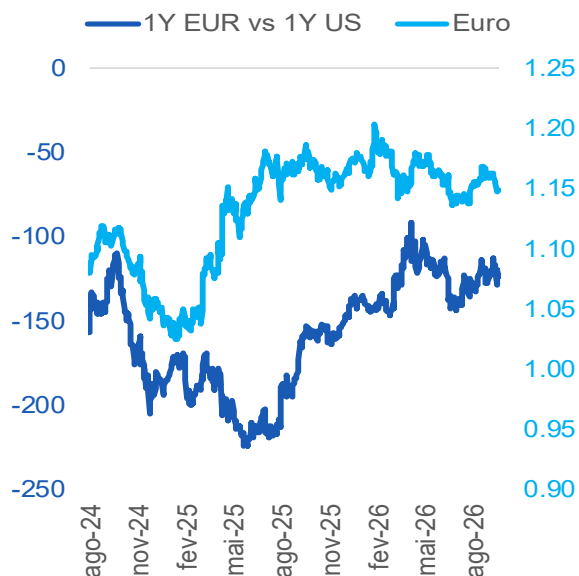
Na sexta-feira (25/09), o IPCA-15 de setembro fecha a semana. Nossa projeção é +0,55% m/m, acima da mediana atual da Bloomberg (+0,52%). Se confirmada, a inflação acumulada em doze meses aceleraria para 4,32% (de 4,24% em agosto), em linha com a virada esperada após o fim da deflação de alimentos e do etanol. No qualitativo, a MM3 SAAR da média dos cinco núcleos do BC deve desacelerar de 3,8% para 3,7%, enquanto serviços subjacentes acelerariam de 4,4% para 4,8% — núcleos mais benignos, mas serviços ainda pressionados pelo mercado de trabalho. O conjunto reforça a desaceleração da atividade no terceiro trimestre sem eliminar a cautela do BC quanto à extensão do ciclo: em nosso cenário-base, mais um corte em setembro é seguido de pausa, com Selic encerrando 2026 em 13,75% e opcionalidade preservada até maior clareza pós-eleitoral.

Visão estratégica

Taxas de Juros

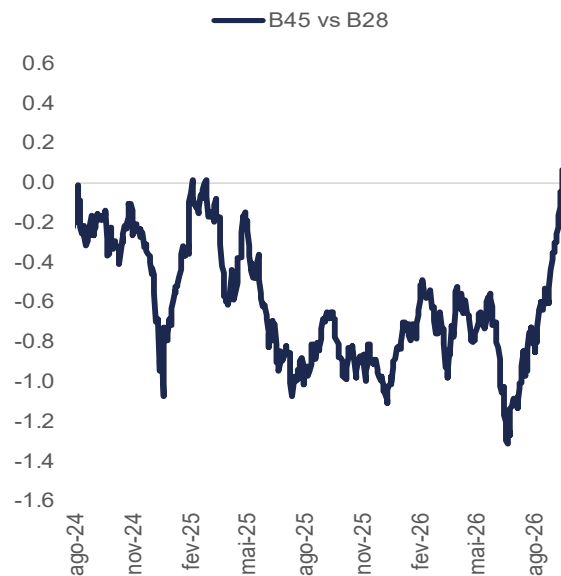
Internacional

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

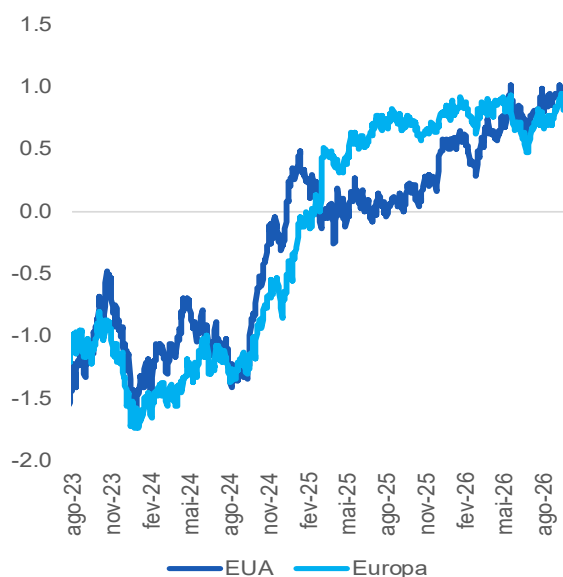


Doméstico

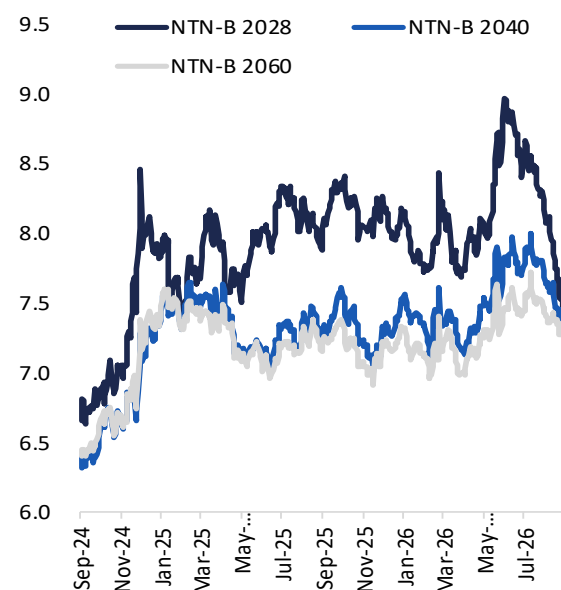
Inclinação da Curva de Juros



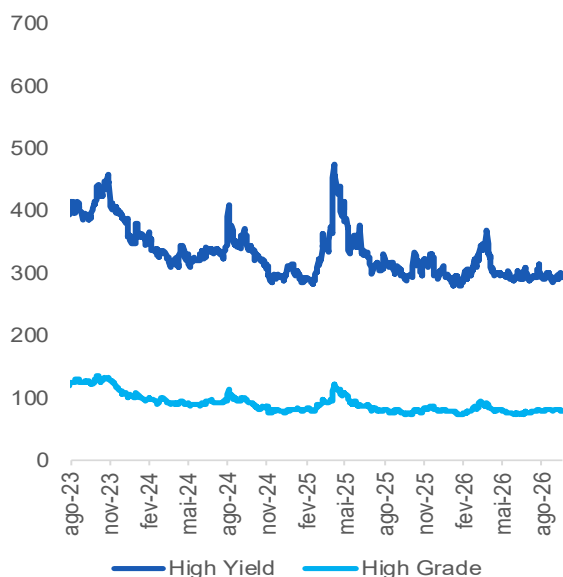
Inclinação (10Y vs 3M): EUA vs Euro



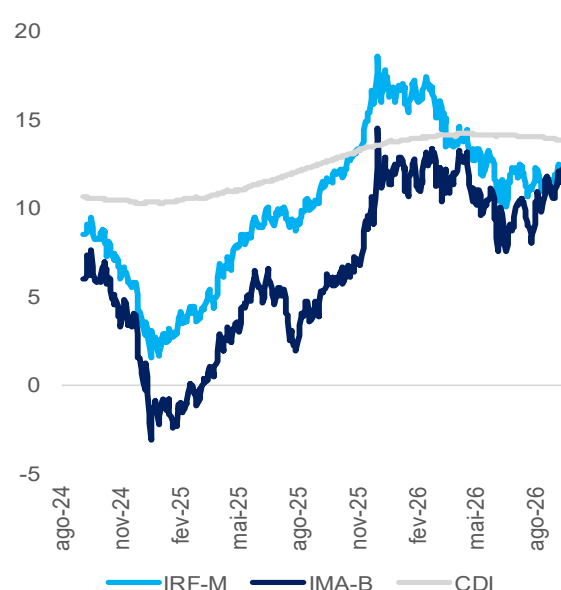
Evolução das taxas indexadas ao IPCA (%)



Spread de crédito



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

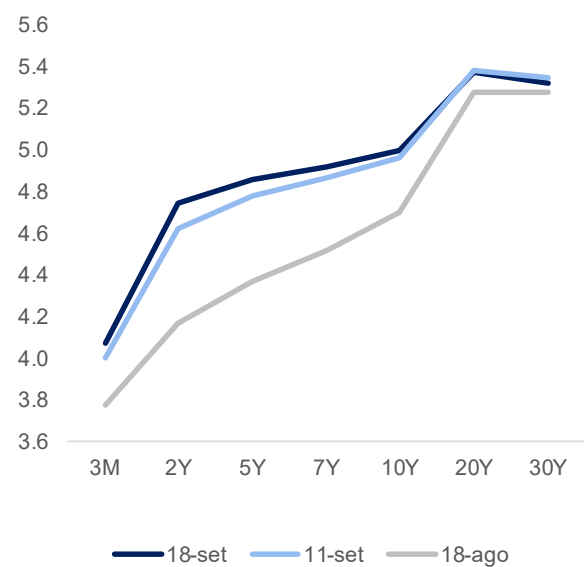


Visão estratégica

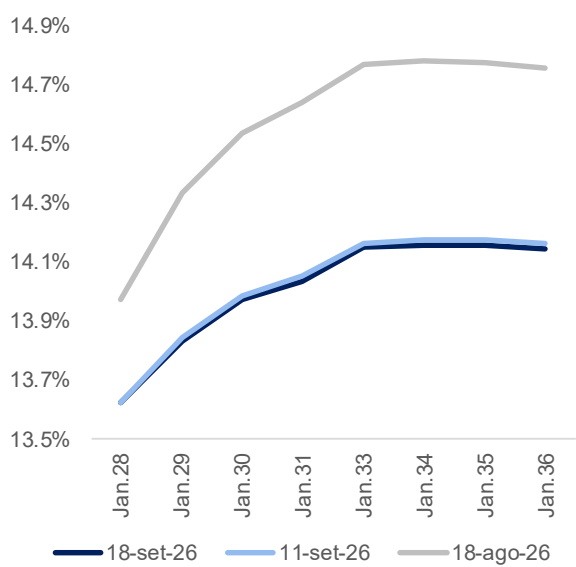
Taxas de Juros

Na última semana, a curva de juros dos EUA voltou a abrir, com o movimento novamente concentrado nos vencimentos curtos. A abertura refletiu a alta de 25 bps do Fed e o tom hawkish dos dirigentes do comitê, que reforçaram as apostas de continuidade do aperto, enquanto o recuo de do Brent limitou a pressão na ponta longa. No Brasil, a curva DI manteve o viés de desinclinação, com a ponta curta praticamente estável e os vencimentos intermediários e longos cedendo cerca de 5 bps. O movimento seguiu favorecido pela combinação de inflação corrente mais benigna, atividade em desaceleração e pela redução dos prêmios de risco diante do cenário eleitoral.

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	4.63%	4.97%	2.52%	2.37%	2.10%	2.59%
Alemanha	3.20%	3.50%	3.65%	2.24%	-0.46%	1.27%
Reino Unido	4.81%	5.34%	4.40%	3.44%	0.41%	1.91%
Brasil	13.80%	14.27%	6.37%	6.84%	7.42%	7.43%

Diferencial de Juros e Implícitas - (p.p.)						
Brasil vs EUA	9.17	9.31	3.85	4.46	5.32	4.84
EUA vs Alemanha	1.43	1.46	-1.13	0.14	2.56	1.33
UK vs Alemanha	-1.62	-1.84	-0.75	-1.20	-0.87	-0.64
EUA vs UK	-0.19	-0.38	-1.88	-1.06	1.69	0.69

Juros DI	11-set-26	4-set-26	11-ago-26	30 dias (bps)	2026 (bps)	12M (bps)
Jan.27	13.59%	13.58%	13.76%	-18	1	-43
Jan.28	13.63%	13.58%	13.91%	-29	4	35
Jan.29	13.84%	13.86%	14.20%	-35	-1	68
Jan.30	13.99%	14.02%	14.36%	-37	-4	70
Jan.31	14.05%	14.10%	14.43%	-38	-5	64
Jan.33	14.17%	14.22%	14.53%	-36	-5	61
Jan.34	14.18%	14.23%	14.53%	-35	-6	61
Jan.35	14.18%	14.23%	14.53%	-36	-5	60
Jan.36	14.17%	14.22%	14.51%	-34	-5	61

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Visão estratégica

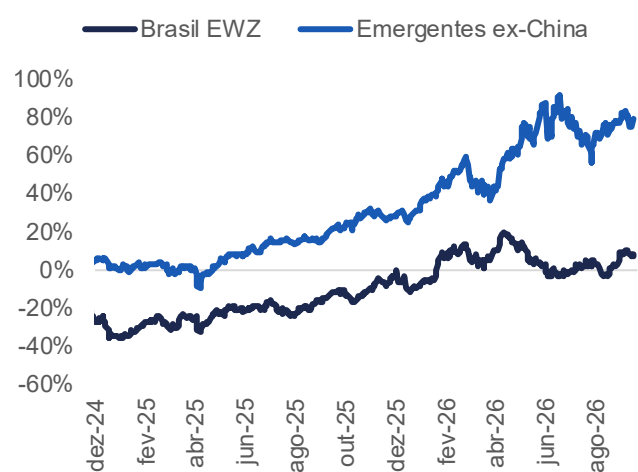
Renda Variável

Ao longo da última semana, a renda variável global apresentou desempenho predominantemente negativo, com o Brasil acompanhando o movimento. Nos Estados Unidos, o S&P 500 recuou marginalmente, pressionados pela abertura dos Treasuries e pelas expectativas de continuidade do aperto monetário pelo Fed após a alta de 25 bps da semana anterior. No Brasil, o Ibovespa caiu diante do recuo do petróleo, ainda que o setor financeiro tenha limitado as perdas.

S&P 500: preço/lucro



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



País	Índice/ETF	18-set-26	Semana	Setembro	2026	12 meses
EUA	Dow Jones	51,683	-1.7%	-2.8%	7.5%	11.6%
Emergentes	XCEM Equity	\$ 51.41	-1.4%	0.5%	34.0%	41.2%
EUA	S&P	7,651	-0.1%	-0.5%	11.8%	14.8%
China	MCHI Equity	\$ 53.07	0.2%	-3.0%	-11.7%	-17.6%
Europa	EZU Equity	\$ 68.16	-2.1%	-3.3%	6.3%	11.6%
Brasil	EWZ Equity	\$ 37.52	-1.8%	4.1%	18.1%	21.3%
EUA	Nasdaq	26,523	0.7%	0.6%	14.1%	17.2%

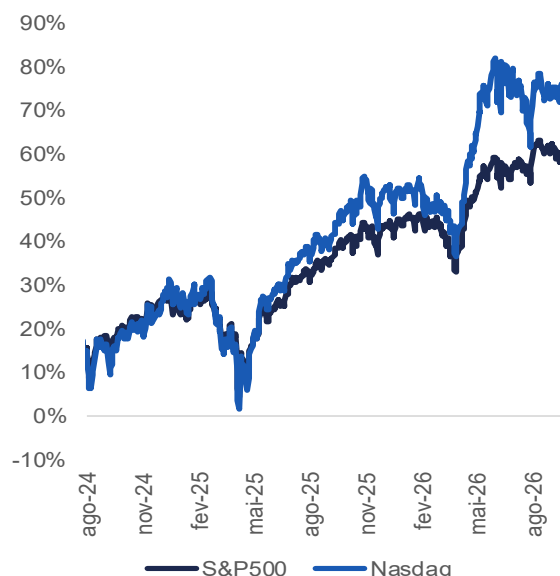
Índices	Código	18-set-26	Semana	Setembro	2026	12 meses
Fundos Imob.	IFIX	3,750	0.0%	-0.3%	-0.7%	5.5%
Indústria	INDX	31,057	-1.3%	2.4%	3.9%	17.4%
Mat. Básicos	IMAT	6,543	-4.2%	1.9%	6.1%	23.8%
Ibovespa	IBOV	185,229	-1.1%	4.4%	15.0%	27.3%
Small Caps	SMLL	2,225	-0.7%	3.2%	-3.5%	-3.5%
Utilities	UTIL	18,673	-0.3%	5.0%	10.1%	26.4%
Consumo	ICON	2,907	-0.7%	3.0%	-6.6%	-4.9%
Finanças	IFNC	19,696	0.2%	7.7%	13.9%	23.0%

Visão estratégica

Renda Variável

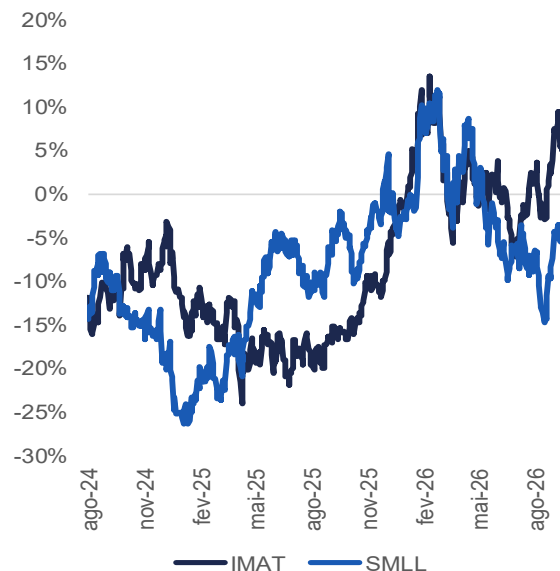
Internacional

S&P e Nasdaq



Doméstico

Materiais Básicos x Small Caps



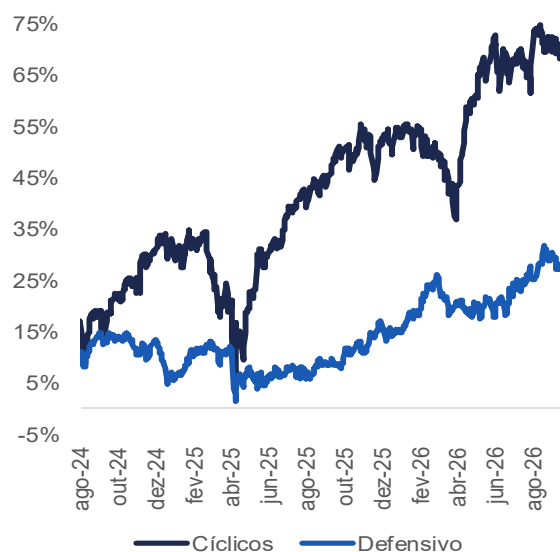
Shangai vs Euro stoxx



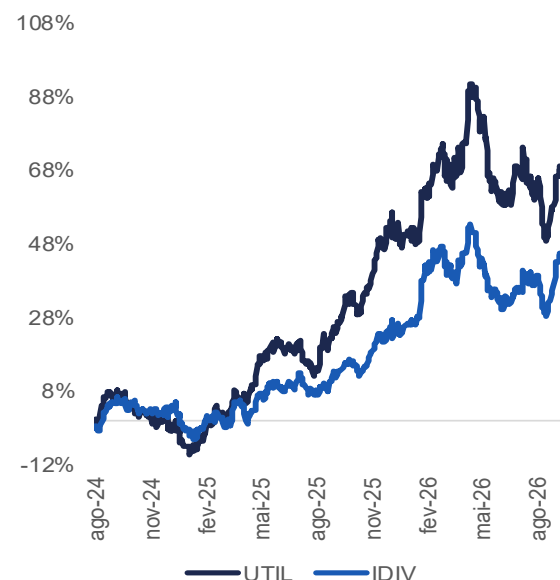
Indústria x Serviços



Cíclicos vs defensivos



Utilidade Pública x Dividendos



Visão estratégica

Commodities e moedas

Ao longo da última semana, o DXY avançou 1,1%, sustentado pelas apostas de continuidade do aperto monetário pelo Fed após a alta de 25 bps decidida na semana passada e pelo discurso hawkish dos dirigentes do comitê. No Brasil, o dólar subiu 0,4%, com o real devolvendo parte dos ganhos recentes diante do fortalecimento global da moeda americana. Entre as commodities, o Brent recuou 3,3%, para US\$ 101,13, com o arrefecimento do prêmio de risco geopolítico após sinais de distensão no Oriente Médio.

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



DXY Index vs Real



Commodity	Bolsa	18-set-26	Semana	Setembro	2026	12 meses
CRB Index		565.32		2.4%	4.7%	2.7%
Café	Nova Iorque	\$ 280.10	-2.0%	-10.1%	-11.0%	-9.4%
Gado	Chicago	\$ 216.63	-2.5%	1.0%	-2.8%	-2.4%
Minério de Ferro	Cingapura	\$ 97.00	0.5%	-2.4%	-4.5%	-1.1%
Soja (bu)	Chicago	\$ 1,310.50	1.1%	1.7%	23.1%	21.4%
Petróleo Brent	Londres	\$ 101.13	-3.3%	11.8%	68.0%	54.0%
Ouro		\$ 4,349.07	0.00%	-1.99%	0.69%	19.34%
Milho (bu)	Chicago	\$ 533.25	0.6%	-0.8%	15.8%	15.2%

Moedas	País	18-set-26	Semana	Setembro	2026	12 meses
DXY	EUA	100.22	1.1%	0.9%	2.0%	2.6%
Real	Brasil	R\$ 5.14	0.4%	0.8%	-6.1%	-3.2%
Peso Mexicano	México	R\$ 0.30	-1.1%	2.0%	-2.0%	3.2%
Libra Esterlina	Inglaterra	R\$ 6.89	-0.6%	2.1%	-6.6%	-4.0%
Yuan	China	R\$ 0.77	0.5%	0.4%	-2.2%	2.7%
Euro	Europa	R\$ 5.91	-0.6%	2.0%	-8.2%	-5.6%
Rand Sul-African	África do Sul	R\$ 0.32	-0.3%	1.8%	-4.1%	3.1%

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, consequentemente, 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