

23 de novembro de 2026

Spoiler Macro

Macro Strategy – BTG Pactual S.A.

Álvaro Frasson

Arthur Mota

Gabriel Fongaro

Lorena Laudares

Victor Amaral

Destaques da Semana

Estados Unidos

4ªF: PCE. A inflação cheia deve desacelerar com a energia, enquanto o núcleo segue firme.

Ásia | Europa

2ªF: Prévias dos PMIs. A atividade na Zona do Euro deve ganhar leve tração, puxada pelos serviços;

3ªF: Ifo da Alemanha. O clima de negócios deve seguir em recuperação gradual;

6ªF: CPI de Tóquio. A inflação deve acelerar, com a energia como principal vetor.

Brasil

5ªF: IPCA-15. A inflação deve acelerar, com núcleos e serviços ainda elevados;

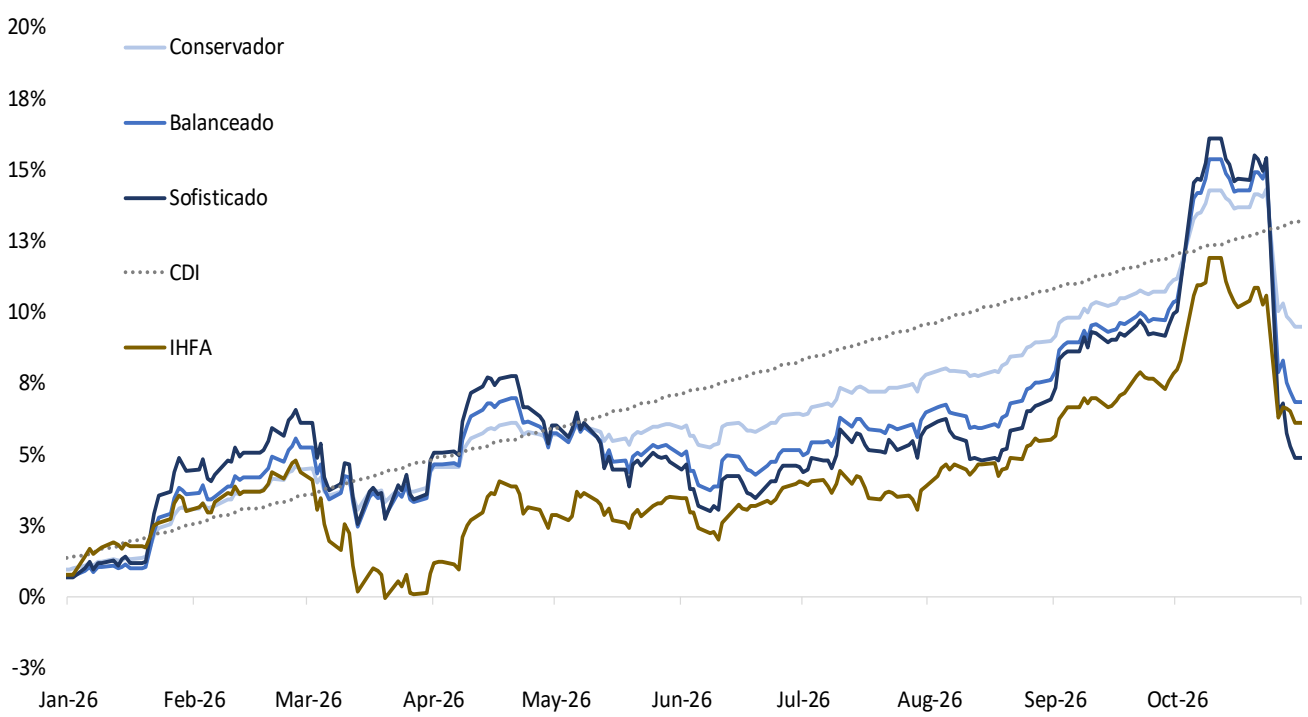
6ªF: PNAD Contínua. O desemprego deve recuar, em um mercado de trabalho ainda apertado.

Dados de fechamento do dia 20-novembro

Indicadores de Mercado

Pós-fixado	Ações	Ações EUA	Taxa de Câmbio
CDI	**IBOV**	**S&P 500**	**Dólar**
13.65	166,376	7,176	5.94
Na Semana			
0.20%	-3.53%	-5.10%	4.94%
No Ano			
12.49%	3.26%	4.83%	8.50%
Em 12 meses			
14.18%	7.08%	8.03%	11.38%

Asset Strategy: perfis vs *benchmarks.* Rentabilidade acumulado 12 meses

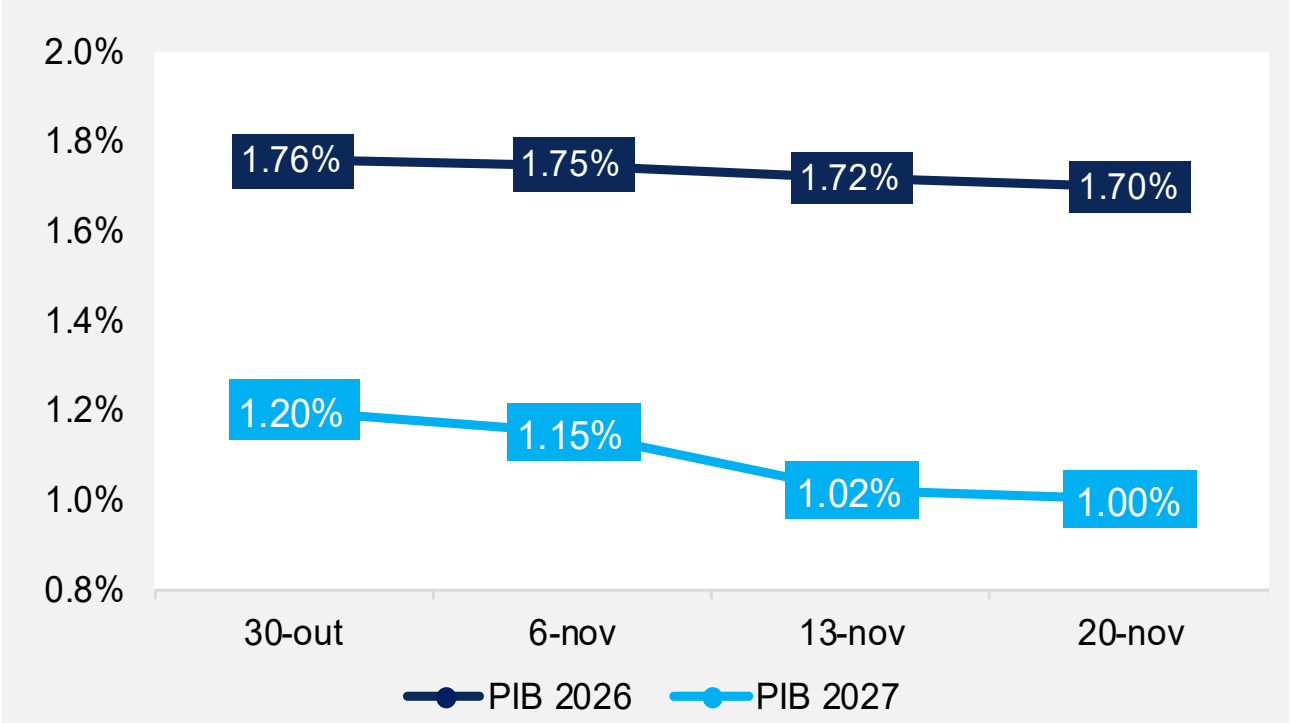


Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

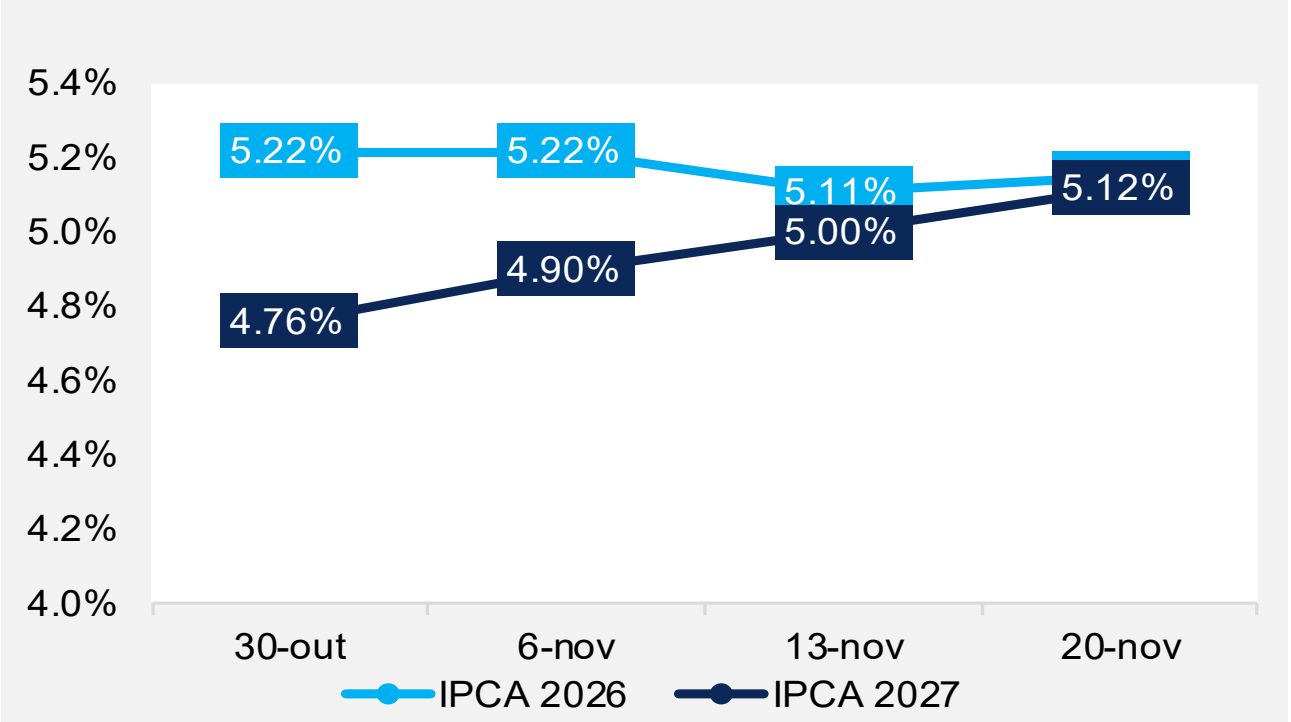
23-nov-26

Relatório Focus

Expectativas PIB – Acumulado em 4 trimestres (%)



Expectativas IPCA – a/a %

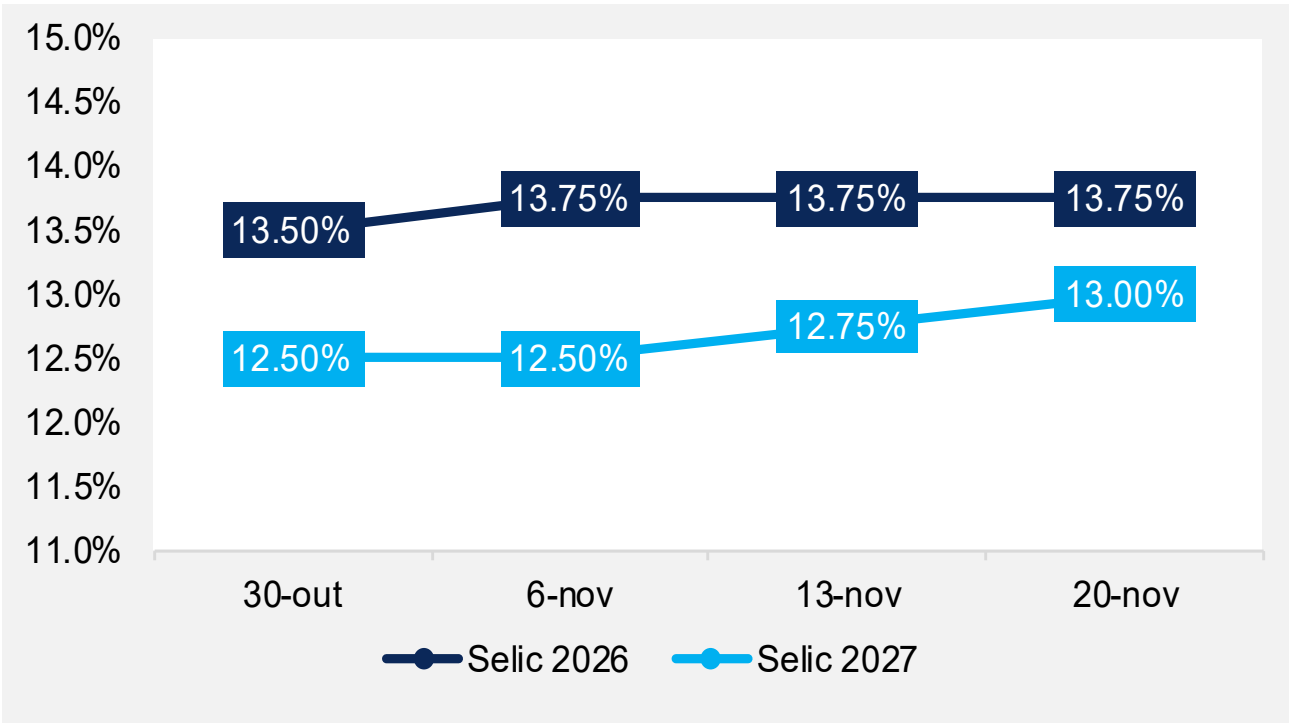


Fonte: Banco Central do Brasil e BTG Pactual

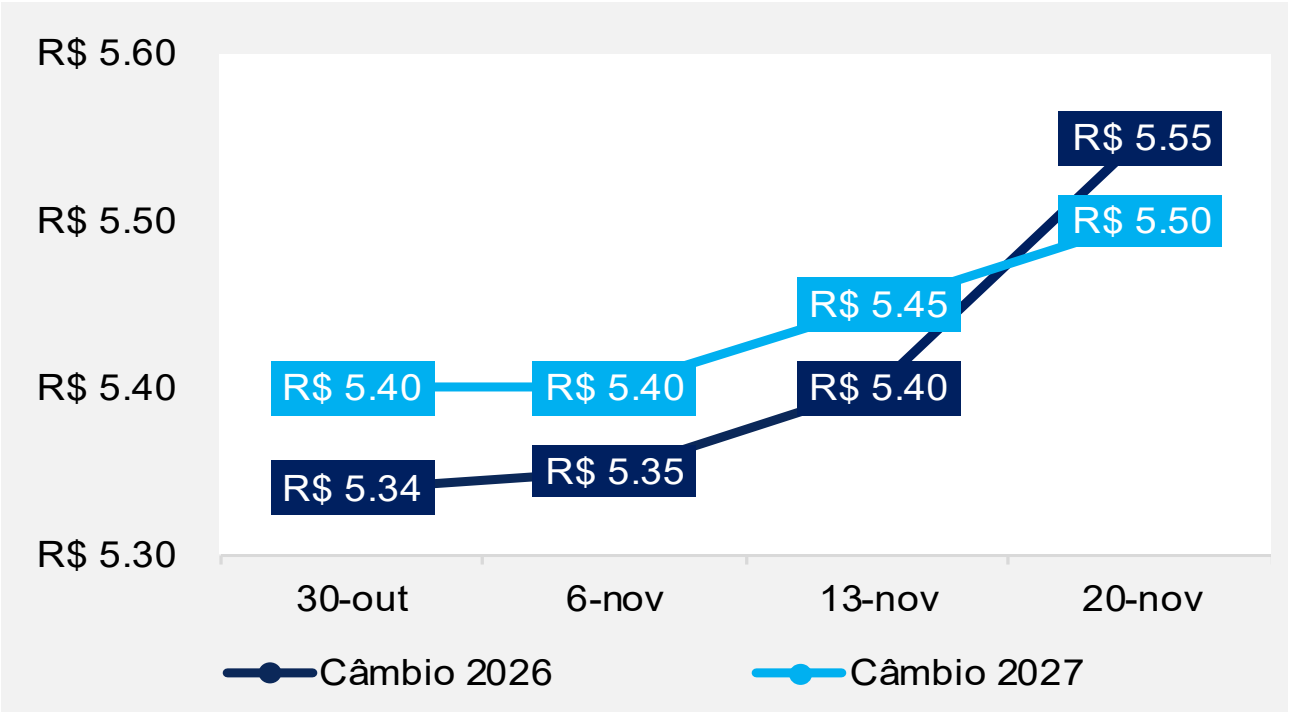
23-nov-26

Relatório Focus

Expectativas Taxa Selic - a/a %



Expectativas Taxa de Câmbio - BRLUSD



Fonte: Banco Central do Brasil e BTG Pactual

23-nov-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	1.70	0.60
Taxa de Desemprego (%, fim de período)	11.10	7.90	7.40	6.20	5.10	5.40	6.60
Agricultura (%, a/a)	0.28	(1.74)	16.30	(3.20)	11.70	3.40	1.90
Industria (%, a/a)	4.78	1.62	1.68	3.10	1.45	0.40	(0.20)
Serviços (%, a/a)	5.22	4.16	2.78	3.80	1.82	1.80	1.20
Consumo Privado (%, a/a)	3.69	4.28	3.24	5.10	1.31	1.10	1.00
Consumo Governo (%, a/a)	3.46	1.53	3.77	2.00	2.10	2.70	2.00
Investmentos (%, a/a)	16.49	0.89	(2.98)	6.80	2.93	0.00	(1.50)
Exportações (%, a/a)	5.87	5.54	8.92	2.80	6.16	3.80	3.50
Importações (%, a/a)	12.03	0.81	(1.18)	15.57	4.47	2.20	(1.90)
Inflação & Taxa de Juros							
IPCA (%, a/a, fim de período)	10.06	5.79	4.62	4.83	4.26	5.40	5.90
IGP-M (% a/a, fim de período)	17.78	5.45	(3.18)	6.54	(1.05)	6.50	5.70
Taxa Selic (%, fim de período)	9.25	13.75	11.75	12.25	15.00	13.75	13.75
Balança de Pagamentos & Taxa de Câmbio							
Balança Comercial (US$ bi) – BP	42.30	51.52	92.28	65.84	59.73	78.00	86.00
Conta Corrente (US$ bi)	(39.40)	(42.00)	(27.10)	(65.30)	(66.70)	(59.00)	(50.00)
Investimento Direto no País (US$ bi))	46.44	75.50	62.75	74.09	77.70	88.00	75.00
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)	(54.0)	(20.0)
Resultado Nominal (% PIB)	(4.3)	(4.6)	(8.8)	(8.5)	(8.3)	(9.3)	(8.7)
Dívida Líquida (% PIB)	55.1	56.1	60.4	61.3	65.3	69.4	73.7
Dívida Bruta (% PIB)	77.3	71.7	73.8	76.3	78.7	83.3	88.0

Fonte: BTG Pactual

de 23 a 27 de novembro

Agenda Macro Semanal

Horário	País	Evento	Período	Expectativa	Anterior
Segunda-feira	**23-nov**				
5:30	Alemanha	PMI Composto - Prévia	01-Nov		53.4
6:00	Z. do Euro	PMI Industrial - Prévia	01-Nov		52.7
6:00	Z. do Euro	PMI de Serviços - Prévia	01-Nov		51.4
6:00	Z. do Euro	PMI Composto - Prévia	01-Nov		51.7
11:45	EUA	PMI Industrial - Prévia	01-Nov		54.9
11:45	EUA	PMI de Serviços - Prévia	01-Nov		56.1
11:45	EUA	PMI Composto - Prévia	01-Nov		55.9
Terça-feira	**24-nov**				
6:00	Alemanha	Ifo: Clima de Negócios	01-Nov		90.2
12:00	EUA	Confiança do Consumidor - Conference Board	01-Nov	92.1	91.7
Quarta-feira	**25-nov**				
4:00	Alemanha	PIB (QoQ % a.s.)	01-Sep		0.2
10:30	EUA	Gasto Pessoal (MoM % a.s.)	01-Oct	0.4	0.5
10:30	EUA	Deflator do PCE (MoM %)	01-Oct	0.3	0.5
10:30	EUA	Deflator do PCE (YoY %)	01-Oct	3.8	3.6
10:30	EUA	Deflator do PCE: Núcleo (MoM %)	01-Oct	0.3	0.3
10:30	EUA	Deflator do PCE: Núcleo (YoY %)	01-Oct	3.2	3.1
10:30	EUA	PIB (QoQ % anualizado)	01-Sep	3.4	3.4
10:30	EUA	Pedidos de auxílio desemprego (mil)	21-Nov		
Quinta-feira	**26-nov**				
	EUA	Feriado Nacional			
8:30	Brasil	Saldo em Transações Correntes (US$ bi)	01-Oct	-3.25	-5.1
9:00	Brasil	IPCA-15 (MoM %)	01-Nov	0.34	0.32
9:00	Brasil	IPCA-15 (YoY %)	01-Nov	4.76	4.62
Sexta-feira	**27-nov**				
8:00	Brasil	IGP-M (MoM %)	01-Nov	0.95	1.47
8:00	Brasil	IGP-M (YoY %)	01-Nov	5.95	5.24
9:00	Brasil	PNAD Contínua: Taxa de Desemprego (%)	01-Oct	5.1	5.2
	Brasil	Resultado Primário do Governo Central (R$ bi)	01-Oct	44.2	4.8

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Estados Unidos

PCE de outubro: energia alivia o índice cheio e o núcleo segue firme

A agenda americana tem o PCE de outubro (25 de novembro) e uma fala de Williams (23 de novembro). O PCE é o principal dado da semana para a precificação da reunião de 8 e 9 de dezembro.

O índice cheio deve desacelerar para 0,31% m/m BTGPMS (vs. 0,3% consenso vs. 0,49% anterior), enquanto a taxa anual deve acelerar (consenso 3,8% a/a vs. 3,6% anterior). A desaceleração mensal vem da energia, que deve subir 0,70% m/m (vs. 5,36% anterior), com os bens de gasolina e energia avançando 0,81% (vs. 9,24%).

O núcleo deve avançar 0,28% m/m BTGPMS (vs. 0,3% consenso vs. 0,32% anterior), e a taxa anual deve subir para 3,23% BTGPMS (vs. 3,2% consenso vs. 3,12% anterior). A composição é de bens mais fortes e serviços mais fracos. Os bens do núcleo devem acelerar para 0,36% m/m (vs. 0,20% anterior), com mobiliário e bens recreativos em 0,53%, enquanto veículos recuam 0,16%. Os serviços do núcleo devem desacelerar para 0,26% (vs. 0,36%) e o supernúcleo, que exclui moradia, para 0,25% (vs. 0,37%), com transporte em 0,80% (vs. 2,14%) e moradia em 0,29% (vs. 0,32%).

Em setembro, o núcleo em três meses anualizado subiu de 2,2% para 2,9% e o supernúcleo, de 2,5% para 3,4%, revertendo a desaceleração do meio do ano. Um supernúcleo em linha com a nossa projeção interromperia essa reaceleração, e uma surpresa altista nos serviços reforçaria o argumento por altas mais fortes.

A fala da semana é a de Williams (23 de novembro). Desde a ata da reunião de outubro, o debate se concentra no tamanho da alta de dezembro. A ata mostrou que quase todos os participantes veem novas altas como apropriadas, que alguns defendiam alta já em outubro, quando Cook e Hammack dissentiram, e que dois participantes admitiram um movimento maior que 25 bps caso os dados de inflação sejam desfavoráveis. Waller (18 de novembro) reiterou o apoio a 50 bps em dezembro, disse que várias altas podem ser necessárias e criticou a ausência de forward guidance de Warsh. Williams (17 de novembro) disse que a situação não exige uma ação drástica, e Musalem (17 de novembro) apontou a necessidade de várias altas até a primavera de 2027.

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Europa

PMIs e Ifo testam a atividade

Na Zona do Euro, a agenda tem as prévias dos PMIs de novembro (23 de novembro), o Ifo da Alemanha (24 de novembro) e falas de membros do Conselho do ECB ao longo da semana.

O PMI composto deve ganhar tração (consenso 51,9 vs. 51,7 anterior), com os serviços em 51,9 (vs. 51,4) e a indústria estável em 52,7. O composto havia recuado em outubro, de 52,4 em setembro, e o PIB do 3T cresceu 0,4% t/t na estimativa preliminar, em parte por volatilidade dos dados irlandeses. Na Alemanha, o composto deve ficar praticamente estável (consenso 53,3 vs. 53,4), com os serviços em 52,3 (vs. 52,5) e a indústria estável em 54,2. Uma nova queda do composto confirmaria a acomodação da atividade na entrada do 4T.

O Ifo deve subir (consenso 90,5 vs. 90,2 anterior), com a avaliação da situação corrente em 89,1 (vs. 88,8) e as expectativas em 92,0 (vs. 91,6). Em outubro, o índice subiu com ganho concentrado na indústria, enquanto os serviços recuaram. Uma leitura como a do consenso sustentaria a recuperação gradual da economia alemã, e uma queda das expectativas indicaria que o fortalecimento da indústria não se sustenta.

Nas falas, a agenda inclui Panetta, Kocher e Simkus (23 de novembro), Kaasik, Vujcic, Kocher e Sleijpen (24 de novembro) e Nagel, Vujcic e Moulin (27 de novembro). Em outubro, o ECB manteve a taxa de depósito em 2,50%, numa pausa para avaliar o aperto das condições financeiras e o contágio dos spreads, mas reforçou que a pausa não encerra o ciclo de aperto, e Lagarde antecipou sua saída para fevereiro. Desde então, as falas convergiram para dezembro. Nagel (10 de novembro) disse ser bastante óbvio que será preciso subir juros em dezembro, Simkus (16 de novembro) tratou a alta como cenário central, com novas altas em 2027 dependendo da inflação e da transmissão, e Vujcic (18 de novembro) considerou a alta de dezembro muito provável e disse que efeitos de segunda ordem devem surgir em 2027. O debate relevante passa a ser o que vem depois de dezembro.

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Ásia e Oceania

CPI de Tóquio deve acelerar em novembro

No Japão, a agenda tem o CPI de Tóquio de novembro (27 de novembro).
O CPI de Tóquio deve acelerar (consenso 3,1% a/a vs. 2,8% anterior), assim como o núcleo, que exclui alimentos frescos (consenso 2,9% vs. 2,6%). O núcleo-núcleo, que exclui também energia, deve subir menos (consenso 2,7% vs. 2,6%), o que aponta a energia como principal vetor da aceleração. Em setembro, o núcleo do CPI nacional voltou a superar 2% (2,1%, com o núcleo-núcleo em 2,4%) pela primeira vez em nove meses. Em outubro, o BoJ manteve a taxa em 1,25%, depois da alta de setembro, o Tankan registrou as melhores condições de negócios em 25 anos e o Rengo divulgou diretrizes para o shunto de 2027 com meta de reajustes de ao menos 5%, centrada em 6%. Um núcleo-núcleo acima do consenso reforçaria a leitura de inflação subjacente persistente, e uma leitura abaixo indicaria que a aceleração é mais ligada à energia. Mantemos o cenário de alta de 25 bps em dezembro e de mais duas no 1S27, até 2,00%.

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Brasil

IPCA-15 e PNAD: inflação de serviços e emprego apertado

A agenda doméstica tem o IPCA-15 de novembro (26 de novembro) e, em 27 de novembro e a PNAD Contínua de outubro.

No IPCA-15, projetamos alta de 0,35% m/m BTGP (vs. 0,34% consenso vs. 0,32% anterior), o que levaria a inflação em 12 meses de 4,62% para 4,77% BTGP (vs. 4,76% consenso). A composição deve piorar de novo: a média dos cinco núcleos, em média móvel de três meses anualizada e dessazonalizada, deve avançar de 4,4% para 4,6%, acima do teto da meta, e os serviços subjacentes devem seguir elevados, ao redor de 6,2% (vs. 6,3% em outubro), coerentes com um mercado de trabalho apertado. Nossas coletas proprietárias indicam aceleração dos alimentos, com in natura e proteínas em meio ao El Niño, e o etanol segue pressionando a gasolina.

Na PNAD Contínua, projetamos queda da taxa de desemprego de 5,2% para 5,1% em outubro BTGP (vs. 5,1% consenso vs. 5,2% anterior). Com ajuste sazonal, a taxa deve ficar ao redor de 5,4%, com alta de 0,06% da força de trabalho e de 0,05% da ocupação. Esperamos rendimentos ainda pressionados, reflexo de um mercado de trabalho bastante apertado, com desemprego nas mínimas e abaixo da nossa estimativa de NAIRU. O quadro mantém a inflação de serviços resistente enquanto a atividade desacelera, e projetamos queda de 0,1% t/t do PIB do 3T.

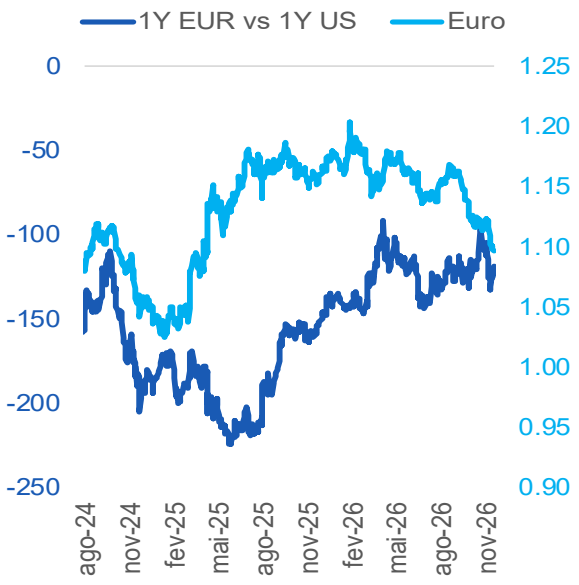
Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Visão estratégica

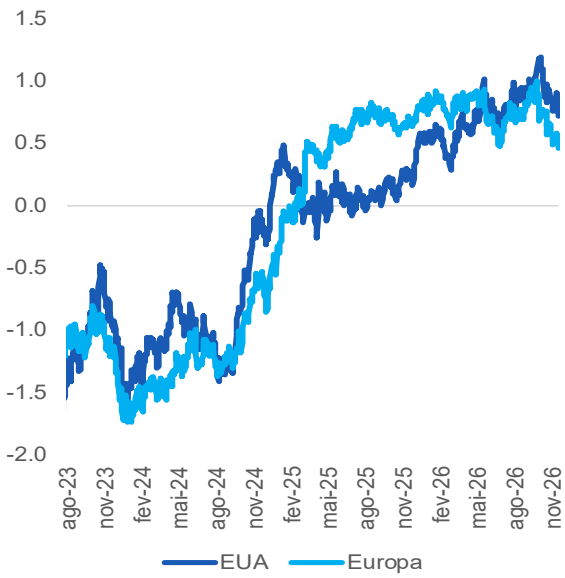
Taxas de Juros

Internacional

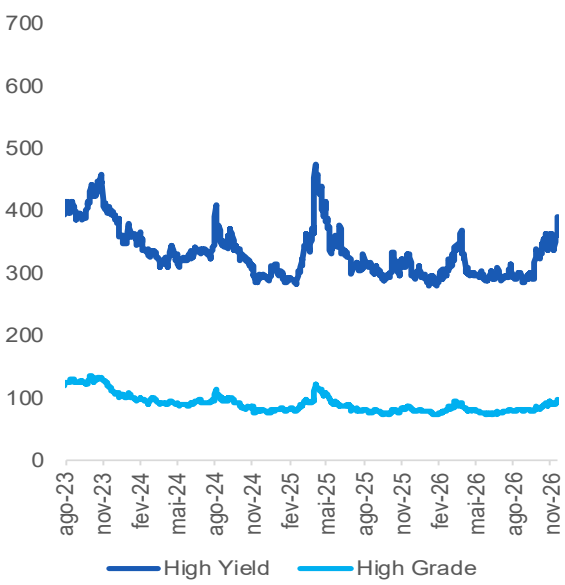
Euro vs Spread de juros 1Y (bps) UE vs EUA



Inclinação (10Y vs 3M): EUA vs Euro

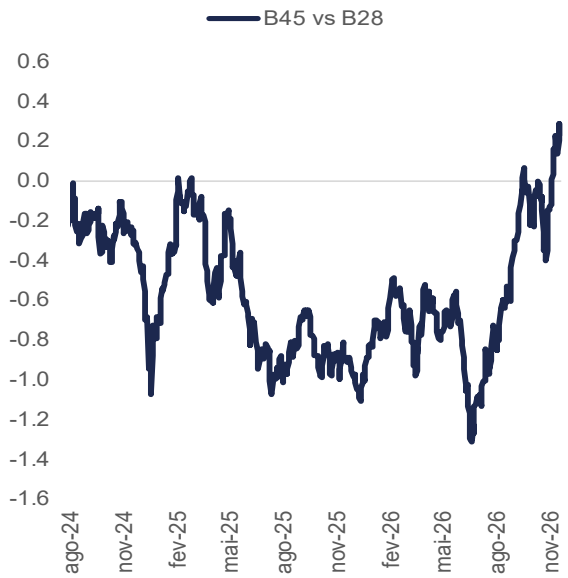


Spread de crédito

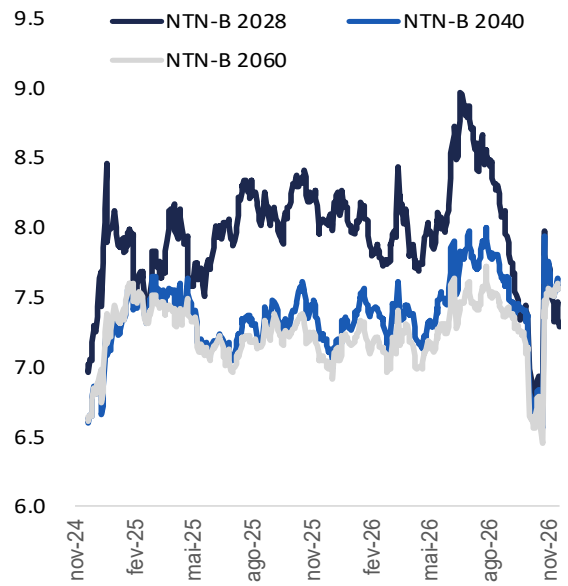


Doméstico

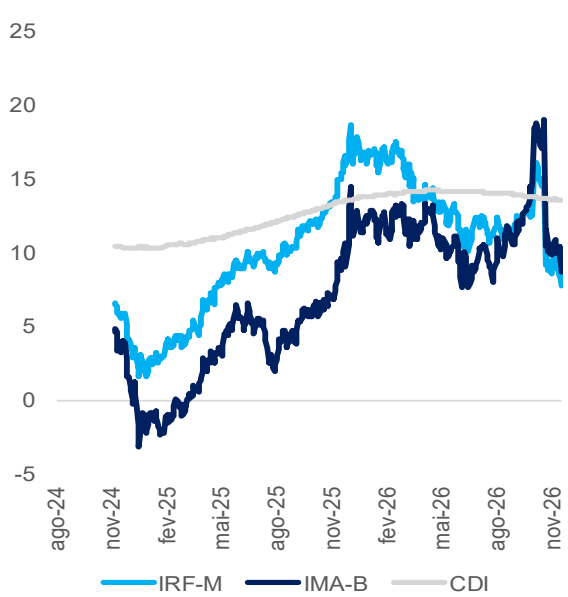
Inclinação da Curva de Juros



Evolução das taxas indexadas ao IPCA (%)



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



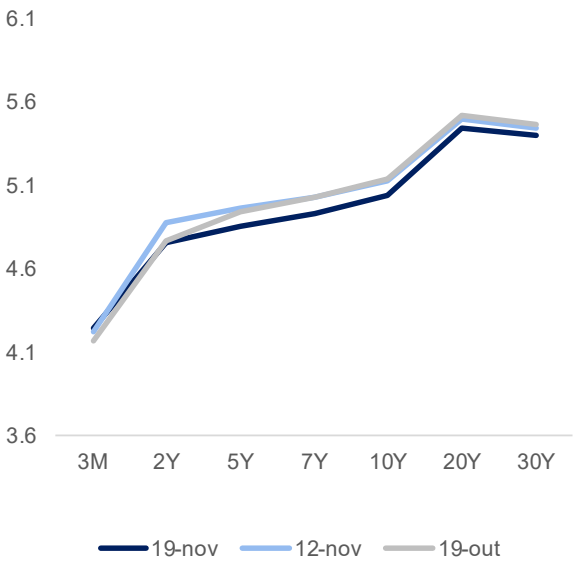
Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Visão estratégica

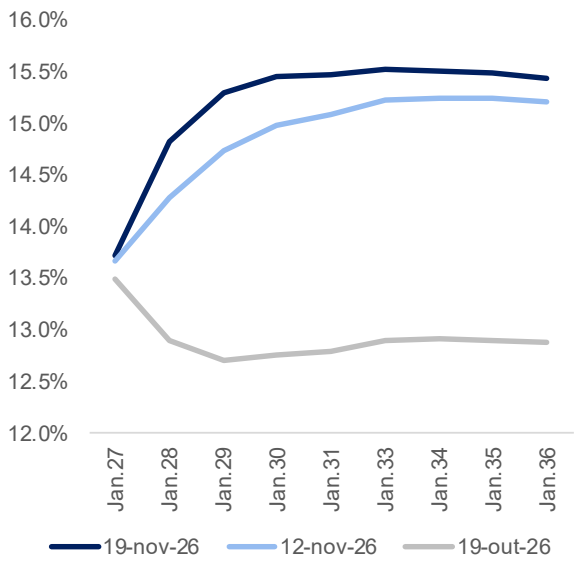
Taxas de Juros

Na última semana, os juros dos EUA recuaram, com a busca por proteção na liquidação das ações de tecnologia, apesar das falas de Waller a favor de uma alta de 50 bps em dezembro terem reforçado a expectativa de altas do Fed. No Brasil, a curva DI abriu de forma expressiva, sobretudo nos vencimentos intermediários, com o risco fiscal: o Senado concluiu o pacote fiscal, mas o mercado não o vê como suficiente para estabilizar a dívida.

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	4.76%	5.05%	2.12%	2.19%	2.65%	2.86%
Alemanha	3.17%	3.40%	3.28%	1.99%	-0.11%	1.41%
Reino Unido	4.95%	5.31%	4.22%	3.23%	0.73%	2.08%
Brasil	15.30%	15.53%	7.81%	7.68%	7.48%	7.84%
Diferencial de Juros e Implícitas - (p.p.)						
Brasil vs EUA	10.53	10.48	5.69	5.50	4.84	4.98
EUA vs Alemanha	1.60	1.64	-1.16	0.20	2.76	1.45
UK vs Alemanha	-1.78	-1.91	-0.94	-1.24	-0.84	-0.67
EUA vs UK	-0.19	-0.27	-2.10	-1.04	1.92	0.78

Juros DI	19-nov-26	12-nov-26	19-out-26	30 dias (bps)	2026 (bps)	12M (bps)
Jan.27	13.72%	13.66%	13.49%	24	6	8
Jan.28	14.83%	14.28%	12.89%	194	55	191
Jan.29	15.30%	14.74%	12.71%	259	56	241
Jan.30	15.45%	14.98%	12.76%	269	48	238
Jan.31	15.48%	15.09%	12.79%	269	39	224
Jan.33	15.53%	15.23%	12.90%	263	29	209
Jan.34	15.52%	15.25%	12.91%	261	27	206
Jan.35	15.50%	15.25%	12.90%	260	25	202
Jan.36	15.45%	15.22%	12.88%	257	23	199

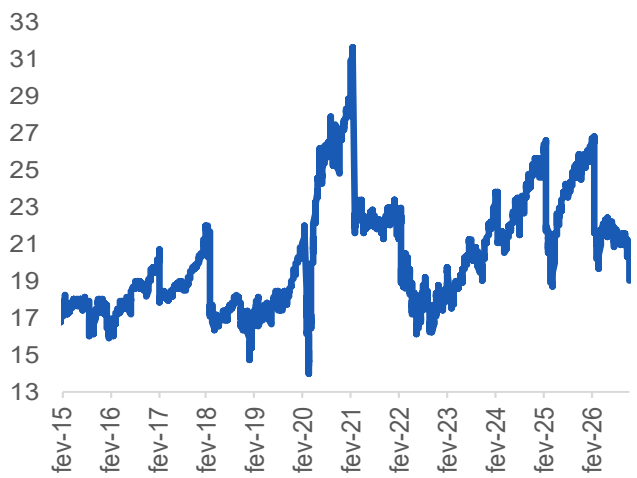
Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Visão estratégica

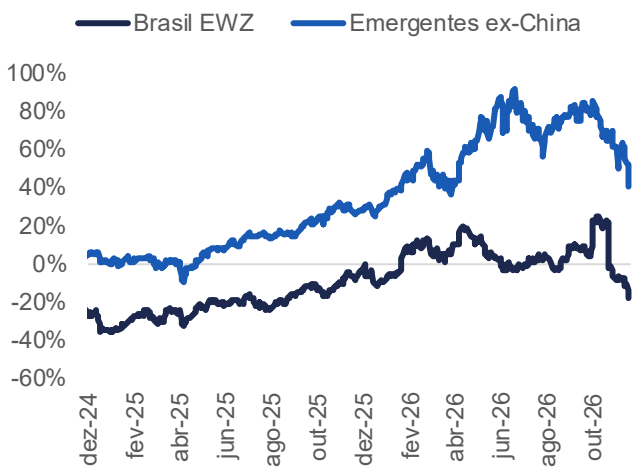
Renda Variável

Ao longo da última semana, a renda variável global caiu de forma generalizada com a liquidação das ações ligadas à IA. Nos EUA, a Nasdaq e o S&P 500 recuaram com força e o S&P 500 entrou em correção, com o movimento se intensificando na sexta-feira, quando a Nvidia caiu forte e as ações da Anthropic devolveram grande parte dos ganhos do IPO, em meio a temores sobre os gastos com IA. Europa e emergentes acompanharam. No Brasil, o Ibovespa caiu em meio a maior incerteza fiscal.

S&P 500: preço/lucro



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



País	Índice/ETF	20-nov-26	Semana	Novembro	2026	12 meses
EUA	Dow Jones	48,147	-8.0%	-7.0%	0.2%	4.1%
Emergentes	XCEM Equity	$ 40.02	-12.9%	-13.9%	4.3%	7.8%
EUA	S&P	6,910	-8.6%	-8.8%	0.9%	4.7%
China	MCHI Equity	$ 46.02	-7.2%	-6.2%	-23.4%	-24.5%
Europa	EZU Equity	$ 61.76	-8.2%	-5.2%	-3.7%	1.6%
Brasil	EWZ Equity	$ 28.54	-11.4%	-12.1%	-10.2%	-10.9%
EUA	Nasdaq	22,618	-10.0%	-11.1%	-2.7%	1.5%

Índices	Código	19-nov-26	Semana	Novembro	2026	12 meses
Fundos Imob.	IFIX	3,485	-2.3%	-4.4%	-7.7%	-3.7%
Indústria	INDX	31,185	-0.9%	7.2%	4.3%	11.0%
Mat. Básicos	IMAT	6,230	-1.7%	2.4%	1.0%	11.9%
Ibovespa	IBOV	166,376	-2.9%	-0.9%	3.3%	7.1%
Small Caps	SMLL	1,980	-1.6%	5.7%	-14.1%	-13.5%
Utilities	UTIL	17,528	-0.7%	5.3%	3.3%	6.6%
Consumo	ICON	2,627	-0.3%	7.4%	-15.6%	-15.2%
Finanças	IFNC	16,269	-4.5%	-0.6%	-5.9%	-3.5%

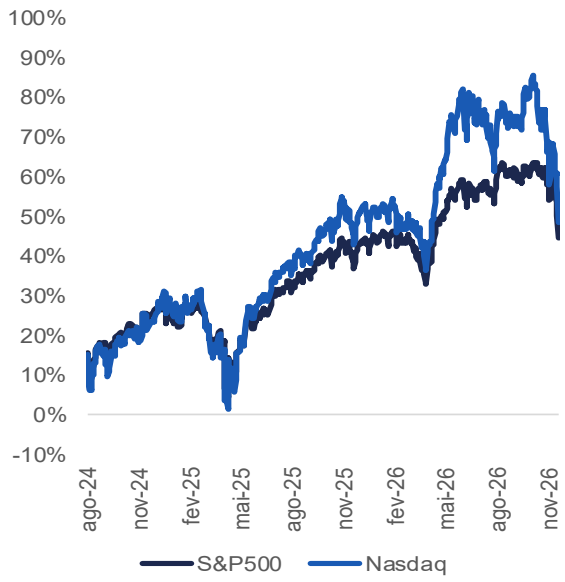
Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Visão estratégica

Renda Variável

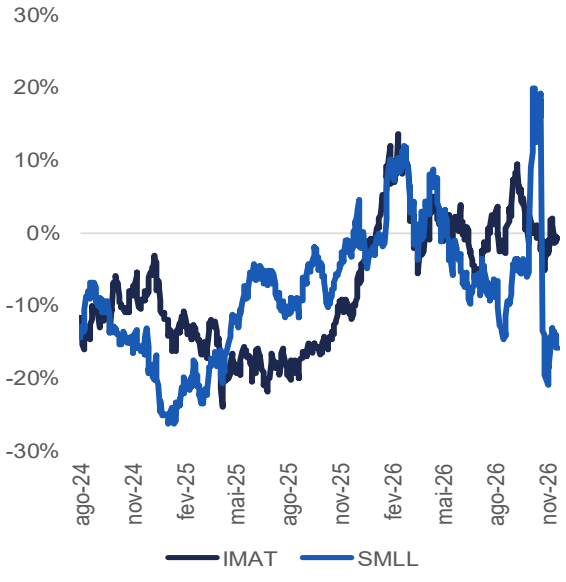
Internacional

S&P e Nasdaq



Doméstico

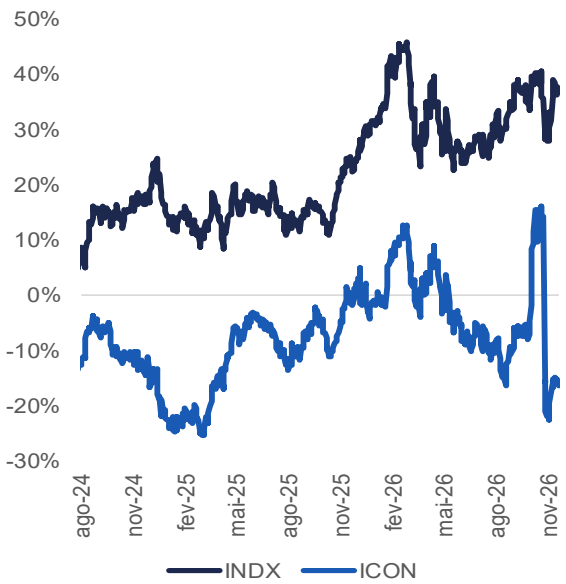
Materiais Básicos x Small Caps



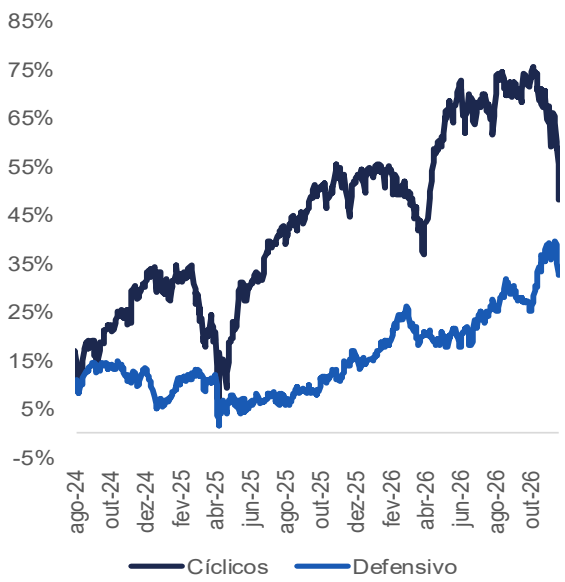
Shangai vs Euro stoxx



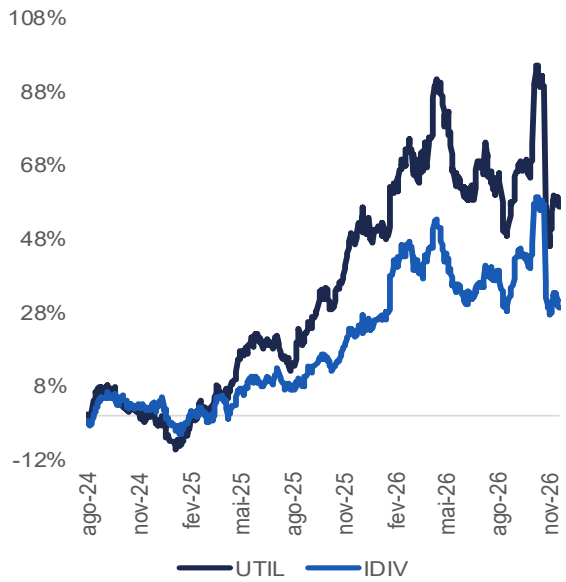
Indústria x Serviços



Cíclicos vs defensivos



Utilidade Pública x Dividendos



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Visão estratégica

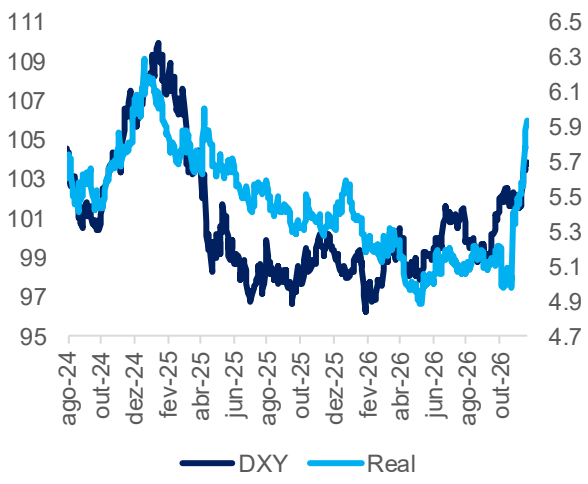
Commodities e moedas

Ao longo da última semana, o DXY subiu, sustentado pela maior precificação de alta do Fed depois da ata do FOMC e das falas de Waller. No Brasil, o real se desvalorizou com força e o dólar chegou ao maior nível desde abril de 2025, em meio ao risco fiscal, mesmo com a atuação do Banco Central. O ouro teve a maior queda semanal em cerca de oito meses, com juros mais altos e dólar forte. O Brent voltou a cair, e o minério de ferro também recuou.

Minério de Ferro Cingapura vs Petróleo Brent (US$)



DXY Index vs Real



Commodity	Bolsa	20-nov-26	Semana	Novembro	2026	12 meses
CRB Index		565.32		2.4%	4.7%	6.6%
Café	Nova Iorque	$ 268.50	-1.8%	-3.0%	-13.7%	-16.0%
Gado	Chicago	$ 227.70	1.3%	1.6%	2.4%	11.2%
Minério de Ferro	Cingapura	$ 88.30	-2.4%	-2.7%	-12.3%	-6.8%
Soja (bu)	Chicago	$ 1,220.75	-0.9%	-1.1%	13.6%	8.7%
Petróleo Brent	Londres	$ 92.57	-3.4%	-18.4%	53.7%	49.5%
Ouro		$ 3,538.49	-8.91%	-8.68%	-18.08%	-13.21%
Milho (bu)	Chicago	$ 448.75	-1.8%	-2.7%	-5.2%	-5.4%

Moedas	País	19-nov-26	Semana	Novembro	2026	12 meses
DXY	EUA	103.90	0.7%	1.9%	5.8%	3.7%
Real	Brasil	R$ 5.94	5.3%	-8.5%	8.5%	11.4%
Peso Mexicano	México	R$ 0.31	2.6%	-6.5%	2.1%	7.2%
Libra Esterlina	Inglaterra	R$ 7.78	4.2%	-6.3%	5.4%	11.6%
Yuan	China	R$ 0.89	4.8%	-8.0%	13.1%	18.3%
Euro	Europa	R$ 6.52	4.6%	-6.9%	1.3%	6.0%
Rand Sul-African	África do Sul	R$ 0.34	0.9%	-3.6%	2.8%	9.4%

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

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 pessoas 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 filiadas 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*