



20 de maio de 2024

Spoiler Macro

Macro Strategy – BTG Pactual S.A.

Álvaro Frasson

Arthur Mota

Victor Amaral

Destques da Semana



Estados Unidos

2ªF: Waller. O discurso de um dos membros mais relevantes do Fed deve trazer sua visão quanto ao CPI da semana passada;

4ªF: Ata do FOMC. O relatório da reunião de maio ajudará o mercado a entender melhor como ocorreu o processo da mudança de comunicado por parte dos membros.

Ásia | Europa

4ªF: Inflação no Reino Unido. Caso o dado continue apontando progresso no cenário de desinflação, deverá ser um novo incentivo para o BoE cortar juros já em junho;

5ªF: PMIs na Zona do Euro. A leitura de maio deve continuar trazendo uma percepção de melhora sobre a atividade, sobretudo no setor de serviços;

Inflação no Japão. A leitura de abril deve continuar aproximando as taxas atuais do atingimento da meta estipulada pelo BoJ.

Brasil

4ªF: Fiscal. O segundo relatório bimestral de 2024 será divulgado em 22 de maio, e deverá trazer alguma deterioração da projeção de primário para 2024 (atualmente em -R\$9,3bilhões), puxado principalmente pela antecipação da liberação do crédito suplementar de R\$16bilhões, que elevará o limite de gastos de forma permanente.

Dados de fechamento do dia 17-maio

Indicadores de Mercado

Pós-fixado	Ações	Ações EUA	Taxa de Câmbio
CDI	IBOV	S&P 500	Dólar
10,40	128.151	5.303	5,10

Na Semana

0,20%	-0,03%	1,71%	-0,72%
-------	--------	-------	--------

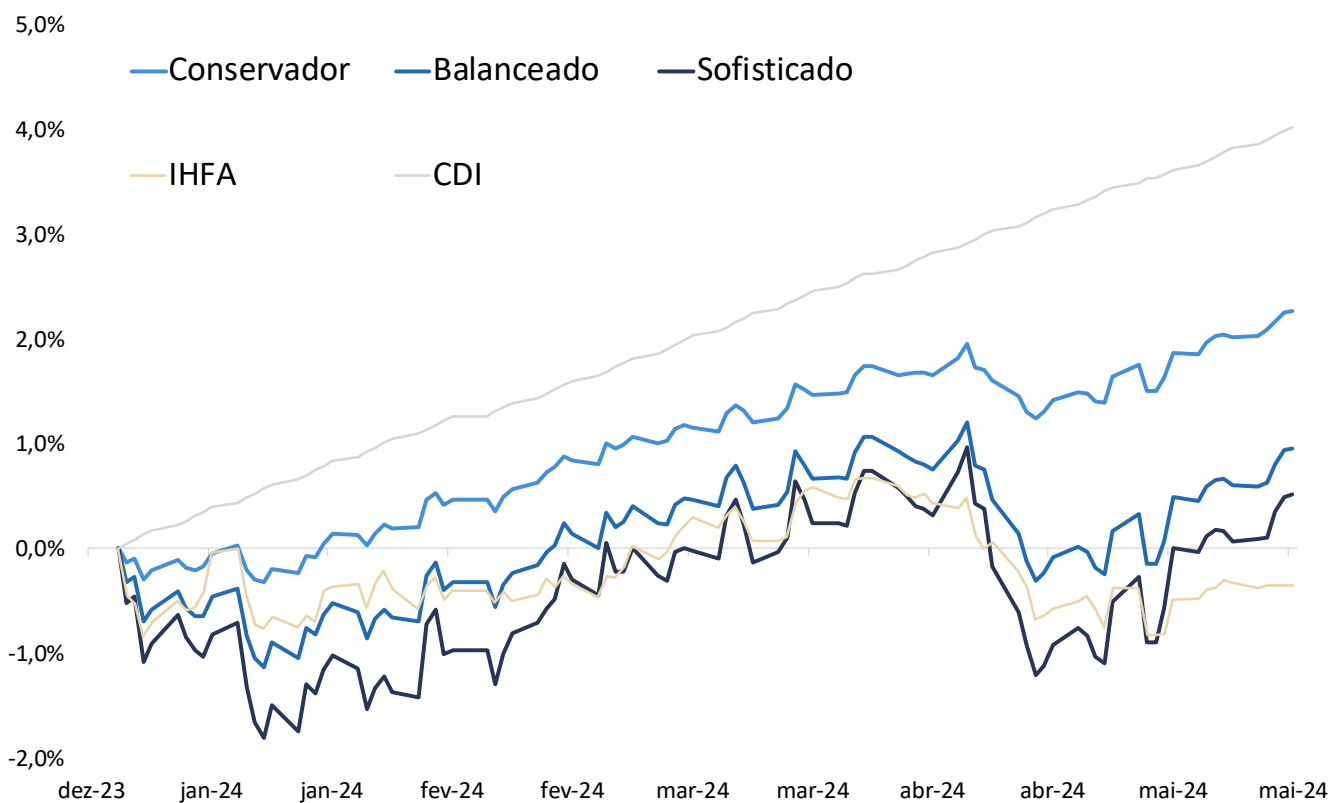
No Ano

4,03%	-3,53%	12,72%	3,77%
-------	--------	--------	-------

Em 12 meses

12,22%	17,08%	29,04%	3,4%
--------	--------	--------	------

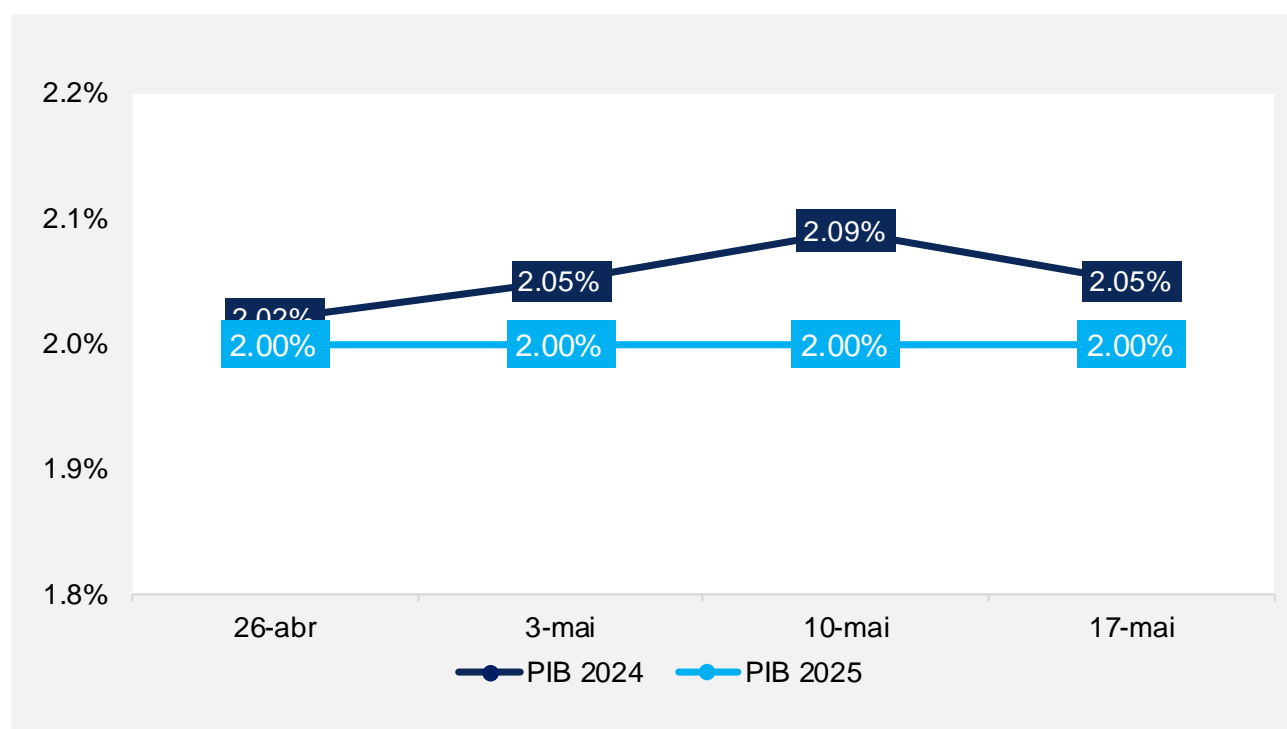
Desempenho das alocações YTD – Para mais informações acesse: [Asset Strategy](#)



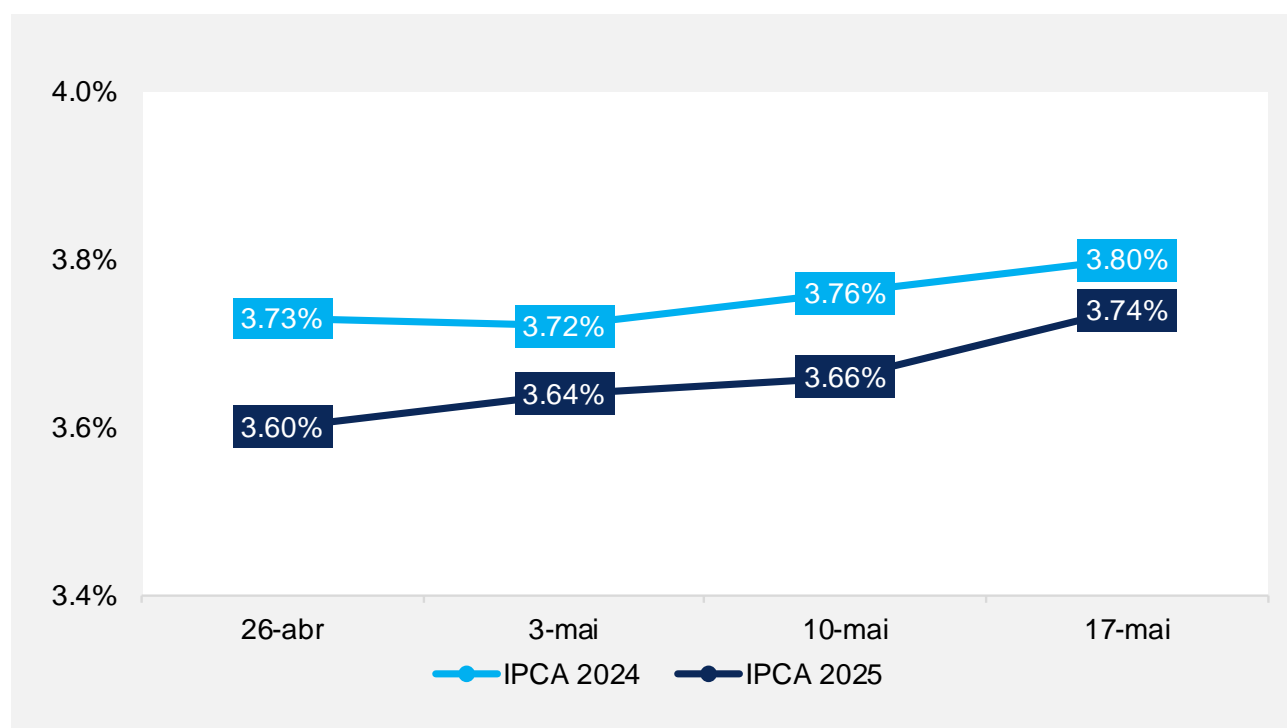
20-mai-24

Relatório Focus

Expectativas PIB – Acumulado em 4 trimestres (%)



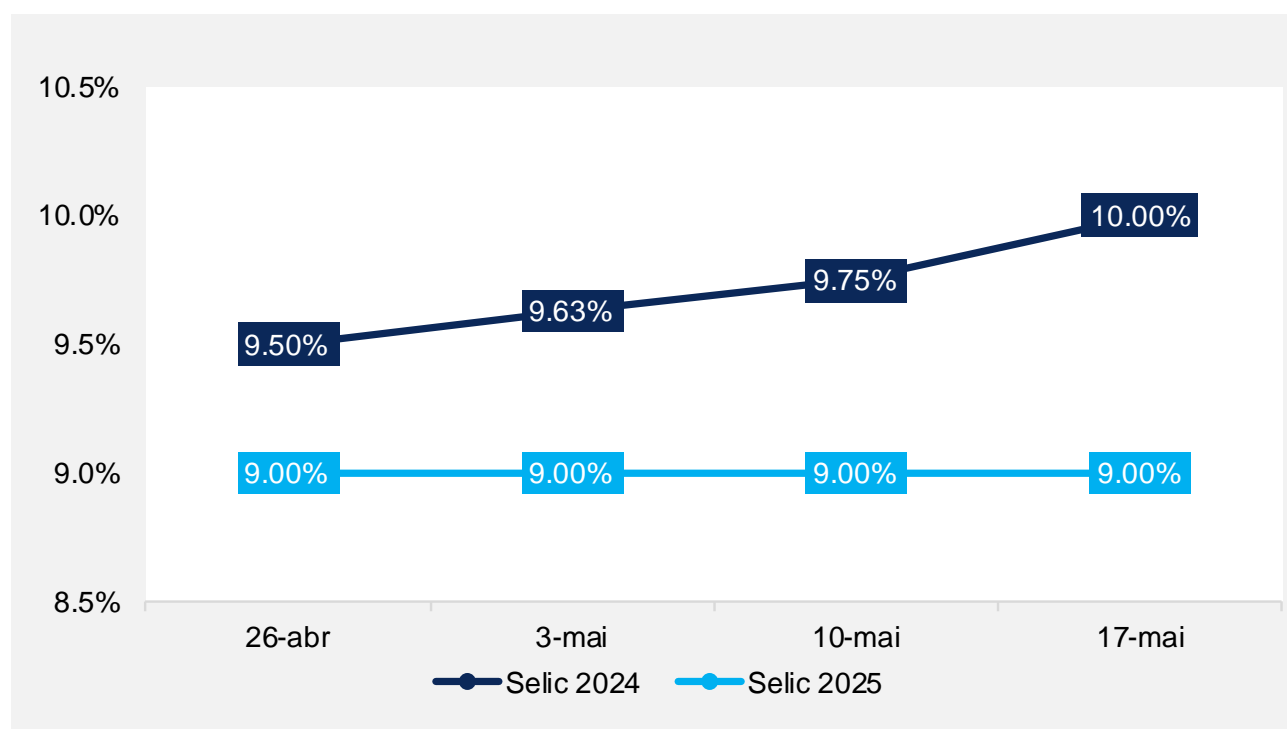
Expectativas IPCA – a/a %



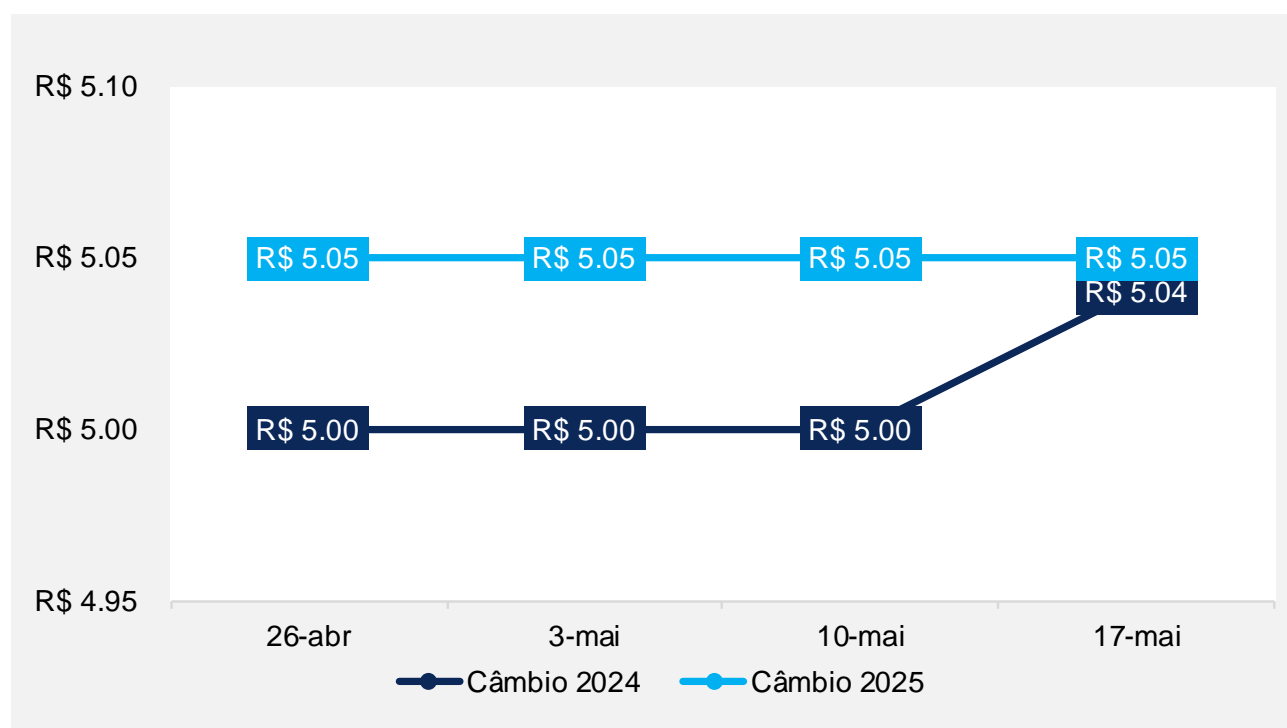
20-mai-24

Relatório Focus

Expectativas Taxa Selic - a/a %



Expectativas Taxa de Câmbio - BRLUSD



20-mai-24

Projeções BTG Pactual

Macro Research	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
Atividade Econômica							
PIB Real (% a/a)	1.22	(3.28)	4.76	2.90	2.90	2.30	2.20
Taxa de Desemprego (% fim de período)	11.10	14.20	11.10	7.90	7.40	8.10	8.30
Agricultura & Indústria							
Agricultura (% a/a)	0.42	4.17	0.28	(1.74)	15.10	(1.90)	0.00
Indústria (% a/a)	(0.67)	(2.97)	4.78	1.62	1.60	2.40	1.90
Serviços & Consumo							
Serviços (% a/a)	1.51	(3.74)	5.22	4.16	2.40	2.10	2.20
Consumo Privado (% a/a)	2.60	(4.56)	3.69	4.28	3.10	3.50	3.30
Consumo Governo (% a/a)	(0.49)	(3.69)	3.46	1.53	1.70	1.50	2.00
Investimentos (% a/a)	4.03	(1.75)	16.49	0.89	(3.00)	0.30	1.20
Exportações (% a/a)	(2.56)	(2.29)	5.87	5.54	9.10	1.90	3.20
Importações (% a/a)	1.33	(9.48)	12.03	0.81	(1.20)	4.80	6.80
Inflação & Taxa de Juros							
IPCA (% a/a fim de período)	4.31	4.52	10.06	5.79	4.62	4.00	3.80
IGP-M (% a/a fim de período)	7.30	23.14	17.78	5.45	(3.18)	2.50	4.00
Taxa Selic (% fim de período)	4.50	2.00	9.25	13.75	11.75	10.25	9.00
Taxa Selic (% média)	6.03	2.88	4.59	12.63	13.25	10.08	8.85
Balança de Pagamentos & Taxa de Câmbio							
Balança Comercial (US\$ bi) – BP	26.55	32.37	36.36	44.15	80.50	71.00	87.00
Conta Corrente (US\$ bi)	(68.02)	(28.21)	(46.36)	(53.62)	(28.60)	(36.00)	(25.50)
Investimento Direto no País (US\$ bi)	69.17	37.79	46.44	87.24	62.00	65.00	70.00
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, fim de período)	4.03	5.20	5.57	5.29	4.85	5.00	5.10
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, média)	3.95	5.16	5.40	5.17	5.00	4.80	5.00
Contas Fiscais							
Resultado Primário (% do PIB)	(0.8)	(9.2)	0.7	1.2	(2.3)	(0.4)	(0.7)
Governo Central (R\$ bi)	(88.9)	(745.3)	(35.9)	54.9	(264.5)	(80.0)	(135.0)
Resultado Nominal (% PIB)	(5.8)	(13.3)	(4.3)	(4.6)	(8.9)	(6.3)	(6.7)
Dívida Líquida (% PIB)	54.7	61.4	55.1	56.1	60.8	64.2	66.5
Dívida Bruta (% PIB)	74.4	86.9	77.3	71.7	74.3	76.9	79.5

de 20 a 24 de maio

Agenda Macro Semanal

Hora	País	Evento	Período	Expectativa	Anterior
segunda-feira 20-mai-24					
Terça-feira 21-mai-24					
3:00	Zona do Euro	PPI (MoM % a.s.)	Abr	0.3%	0.2%
3:00	Zona do Euro	PPI (YoY %)	Abr	-3.2%	-2.9%
6:00	Europa	Balança Comercial (a.s.)	Mar	20.0b	17.9b
9:30	EUA	Sondagem de Serviços - Filadélfia	Mai	-	-12.4
Quarta-feira 22-mai-24					
11:00	EUA	Vendas de Moradias Usadas (em milhões / ano)	Abr	4.16m	4.19m
11:00	EUA	Vendas de Moradias Usadas (MoM % a.s.)	Abr	-0.7%	-4.3%
15:00	EUA	Ata do FOMC	Mai 1	-	-
Quinta-feira 23-mai-24					
10:00	Brasil	ICEI - Resultados Setoriais	Mai	-	-
4:30	Zona do Euro	PMI Composite	Mai P	51.2	50.6
5:00	Europa	PMI Industrial	Mai P	46.1	45.7
5:00	Europa	PMI Serviços	Mai P	53.7	53.3
5:00	Europa	PMI Composite	Mai P	52.1	51.7
11:00	Europa	Confiança do Consumidor	Mai P	-14.2	-14.7
9:30	EUA	Pedidos de auxílio desemprego (mil)	Mai 18	-	222k
10:45	EUA	PMI Industrial	Mai P	50.2	50.0
10:45	EUA	PMI Serviços	Mai P	51.6	51.3
10:45	EUA	PMI Composite	Mai P	-	51.3
12:00	EUA	Sondagem Industrial - Kansas City	Mai	-	-8
Sexta-feira 24-mai-24					
8:00	Brasil	Sondagem do Consumidor	Mai	-	93.2
8:30	Brasil	Nota à Imprensa S. Externo: Transações Correntes (USD I	Abr	-	-\$4579m
8:30	Brasil	Nota à Imprensa Setor Externo: IDP (USD bi)	Abr	-	\$9591m
3:00	Zona do Euro	PIB (QoQ% a.s.)	1Q F	0.2%	0.2%
3:00	Zona do Euro	PIB (YoY %)	1Q F	-0.2%	-0.2%
9:30	EUA	Encomendas de Bens Duráveis (MoM % a.s.)	Abr P	-0.7%	2.6%
10:35	EUA	Discurso de J. Waller (Fed St. Louis)	-	-	-
11:00	EUA	Confiança do Consumidor	Mai F	67.4	67.4
12:00	EUA	Sondagem de Serviços - Kansas	Mai	-	9
Na Semana					
-	Brasil	Arrecadação Federal (em R\$ bilhões)	Abr	228800m	190611m

Cenário macroeconômico

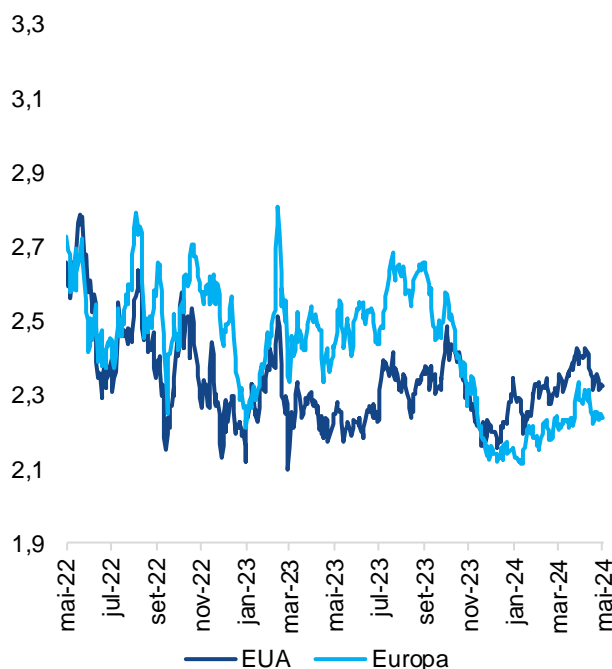
Estados Unidos

Ata do Fed auxiliará o mercado

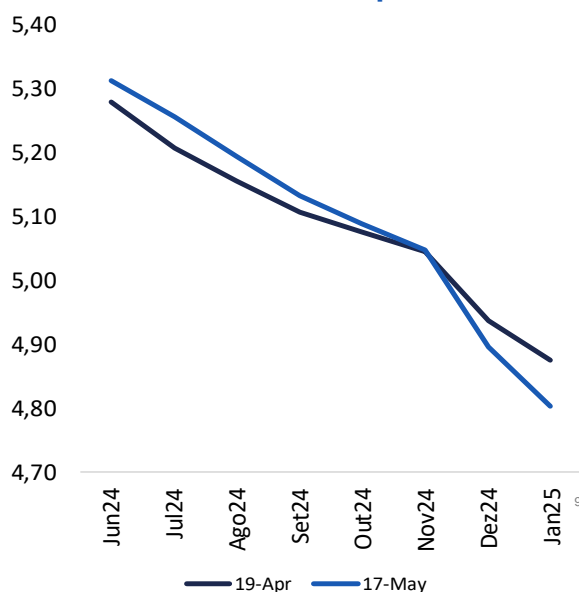
Essa semana, o destaque será a divulgação da ata do FOMC (22/mai) relacionada à reunião de maio. De maneira geral, será uma leitura importante, sobretudo para refletir melhor o quão “inseguro” o Fed está com relação à trajetória da inflação. Nesse sentido, o mercado espera algum indicativo mais específico sobre quais seriam as condições que o comitê precisa observar para construir uma maior confiança. Ainda, também será relevante entender qual foi o raciocínio que ocorreu durante a reunião para retirada de alguns trechos do comunicado, como: (I) a afirmação que apontava o atual nível das taxas já em seu pico; (II) a frase que mostrava confiança por parte dos membros de que a política estava em níveis suficientemente restritivos. Vale salientar que, desde a decisão de política monetária, diversos Fed speakers se pronunciaram, sobretudo em um contexto mais benigno, com dados importantes de mercado de trabalho e inflação mais favoráveis do que o esperado. Dentre eles, vale destacar Bostic (votante, hawkish), que se mostrou satisfeito com o resultado do CPI, apesar de compreender que os números ainda não chegaram no ponto desejado. Tendo em vista o contexto geral, apesar de os números recentes reduzirem o risco para reabertura do ciclo de alta de juros, ainda não serão suficientes para mudar completamente o guidance atual da política monetária. No campo da atividade, será feita a primeira leitura dos PMIs de maio (23/mai), que devem refletir um crescimento ainda consistente para o meio do trimestre, puxado sobretudo pelo setor de Serviços (consenso 51,5 pts vs 51,3 anterior).

Por fim, os Fed speakers voltam a se posicionar durante a semana, com destaque para Waller (20/mai, hawkish); Bostic (20, 21 e 23/mai, hawkish); Jefferson (20 e 24/mai, neutro); Barr (21/mai, neutro) e Williams (21/mai, dovish). Embora a capacidade de inovação de discursos ter diminuído, será um momento valioso para o entendimento mais detalhado sobre as perspectivas de mais participantes do FOMC.

Inflação Implícita de 10 anos (%)



Fed Funds Rate Implícita



Cenário macroeconômico

Europa, Ásia e Oceania

PMIs na Zona do Euro serão os focos

Na Zona do Euro, a próxima semana será marcada pela divulgação dos PMIs de maio (23/mai), que devem continuar apontando para uma recuperação da economia do bloco como um todo. Assim como tem ocorrido nas leituras recentes, o setor de Serviços deve continuar sendo o principal impulsionador da atividade (consenso 53.6 pts vs 53.5 anterior). Em contrapartida, embora a indústria ainda não mostre uma melhora expressiva, continuará se recuperando na margem (consenso 46.1 pts vs 45.7 anterior). Ainda durante a semana, os ECB speakers devem voltar a se comunicar, com destaque para Lagarde (21 e 22/mai, hawkish); Villeroy (23/mai, neutro); Schnabel (24/mai, hawkish) e De Cos (24/mai, dovish). Esperamos que os membros continuem vocalizando junho como a reunião apropriada para o início do ciclo de cortes. A despeito dos próximos passos, o comitê tem se mostrado alinhado com um discurso de dependência dos dados. No Reino Unido, a semana contará com a divulgação do CPI de abril (22/mai), que deve continuar mostrando progresso (consenso 0,1% m/m vs 0,6% anterior) após a somatória das últimas duas leituras ter apontado um cenário mais benigno para o BoE. Caso confirmado, embora o setor de serviços ainda se mostre em um patamar elevado, deve abrir mais espaços para que o BoE discuta o início do ciclo de cortes de juros já em junho. Vale salientar, no entanto, que não esperamos uma decisão unânime por um eventual corte de juros de fato ocorra no próximo mês.

Inflação no Japão deve ajudar o mercado a ter mais clareza sobre os próximos passos do BoJ

Ontem, na China, foram decididas as taxas do Loan Prime Rate (LPR) de 1 (3,45% a.a.) e 5 (3,95% a.a.) anos, taxas de juros pautadas na MLF (taxa de juros básica da economia definida pelo Banco Central) por bancos escolhidos pelo PBoC. Como o esperado, não ocorreram mudanças, apesar do guidance do PBoC na última semana ter desvinculado a taxa de 5 anos das hipotecas, movimento que poderia ter apoiado um afrouxamento do instrumento monetário.

No Japão, a semana anterior foi caracterizada pela leitura do PIB do 1T (-0,5% vs -0,3% consenso), que contou com uma queda da atividade econômica puxada, sobretudo, pelos dados fracos apresentados pela economia em janeiro. Essa semana, a leitura do CPI nacional de abril deve ocorrer na quinta-feira (23/mai). Caso as projeções do consenso sejam confirmadas tanto para o headline (consenso 2,4% a/a vs 2,7% anterior) quanto para o core (2,4% a/a vs 2,9% anterior), o resultado refletirá um novo progresso em direção à meta. Apesar do mercado ter começado a precificar uma possível continuidade do ciclo de alta de juros já em julho, apoiado pelo fato de que o BoJ começou a reduzir a compra do volume de títulos no mercado, acreditamos que o comitê de política monetária ainda não está confiante o suficiente para tomar esse caminho no momento, devendo segui-lo efetivamente em setembro.

Cenário macroeconômico

Brasil

Agenda mais esvaziada de indicadores macro coloca as atenções sobre o fiscal

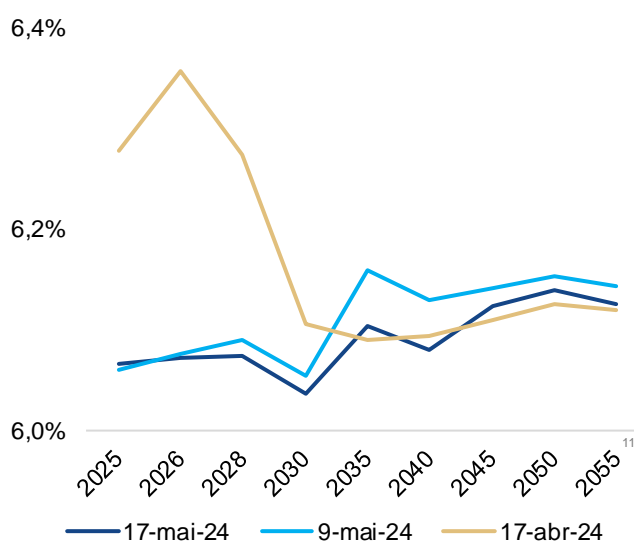
Ao longo da semana, a Receita Federal divulgará os dados de arrecadação para abril. Projetamos um total de R\$229,4 bilhões no mês, equivalente a um crescimento real de 8,5% a/a (vs 7,2% a/a em março). O principal destaque positivo continua sendo os impostos sobre consumo (II, IPI, Pis/Cofins), que devem avançar 24% a/a em termos reais no mês, acelerando em relação aos 18,3% a/a registrados em março. Mesmo controlando pela reoneração de combustíveis, o Pis/Cofins deverá crescer 13,3% a/a em termos reais (vs 8,2% a/a em março), equivalente a um incremento de R\$5,2 bilhões em relação a abr/23.

O segundo relatório bimestral de 2024 será divulgado em 22 de maio, e deverá trazer alguma deterioração da projeção de primário para 2024 (atualmente em -R\$9,3bilhões), puxado principalmente pela antecipação da liberação do crédito suplementar de R\$16bilhões, que elevará o limite de gastos de forma permanente. Parte dessa deterioração poderá ser compensada pela revisão recente na grade de parâmetros (crescimento e inflação), e uma atualização na expectativa para os royalties, que parece subestimada. A projeção oficial deverá permanecer acima da banda inferior, evitando o contingenciamento, e adiando qualquer debate sobre a alteração da meta por pelo menos mais 2 meses.

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Tom “Hawk” reforçado. O Banco Central divulgou na última terça-feira a ata de sua reunião do Copom de maio. Em geral, o documento reforçou o tom conservador já observado no comunicado pós-reunião. No geral, o comitê avalia o cenário externo como mais adverso, vê um desempenho mais dinâmico da economia (com destaque para o mercado de trabalho) e expectativas de inflação desancoradas. Além disso, avalia que o cenário prospectivo para a inflação se tornou mais desafiador e (de forma unânime) deve perseguir a reancoragem das expectativas de inflação. Por fim, concluiu unanimemente pela necessidade de uma política monetária mais contracionista e mais cautelosa, de modo a reforçar a dinâmica desinflacionária. Acreditamos, entretanto, que depois da votação apertada de maio, o saldo da comunicação desta reunião não interromperá a deterioração do Focus. Diante disso, decidimos ajustar nossa taxa terminal em 2024 para 10,25%a.a. Todavia, não descartamos desde já que a maioria “hawk” do comitê volte a prevalecer em junho e opte por manter a Selic estável.

Curva de Juros Real (NTN-B)

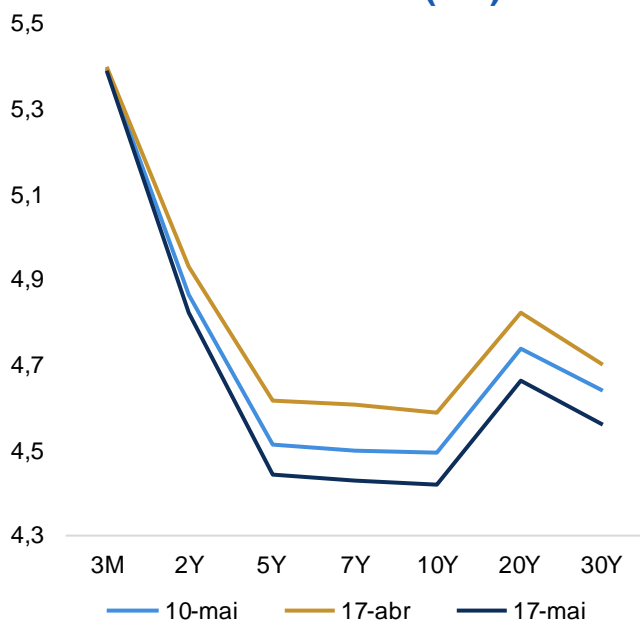


Visão estratégica

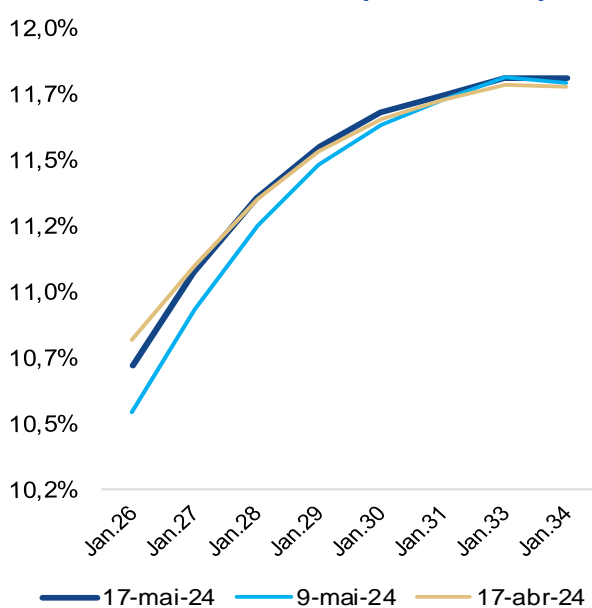
Taxas de Juros

Na última semana, a curva de juros dos EUA mostrou um novo fechamento em seus principais vértices. Dentre os principais drivers, vale salientar a divulgação do CPI de abril mais brando do que o esperado por nós e pelo mercado, fator que deixou o mercado mais otimista sobre a quantidade de cortes que o Fed fará na FFR esse ano. Por aqui, apesar da melhora do cenário externo, a curva DI ainda apresentou uma abertura dos vértices mais curtos.

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	4,82%	4,42%	2,26%	2,33%	2,57%	2,09%
Alemanha	2,99%	2,52%	2,04%	2,09%	0,94%	0,42%
Reino Unido	4,31%	4,13%		3,73%		0,40%
Brasil	10,77%	11,79%	4,56%	5,38%	6,21%	6,40%
Diferencial de Juros						
Brasil vs EUA	5,95%	7,37%	2,30%	3,06%	3,64%	4,31%
EUA vs Alemanha	1,84%	1,90%	0,21%	0,24%	1,63%	1,67%
UK vs Alemanha	-1,32%	-1,61%		-1,64%		0,03%
EUA vs UK	0,51%	0,29%	2,26%	-1,40%	2,57%	1,70%

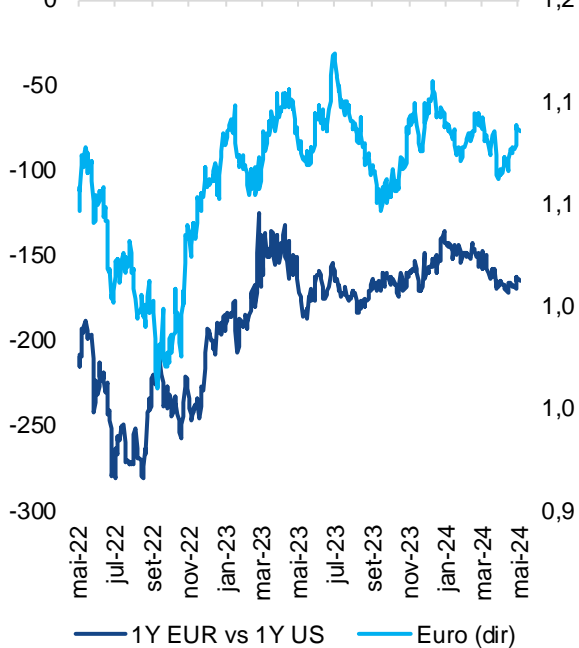
Juros DI	17-mai-24	9-mai-24	17-abr-24	30 dias (bps)	2024 (bps)	12M (bps)
Jan.25	10,38%	10,27%	10,43%	-6	33	-139
Jan.26	10,67%	10,49%	10,77%	-10	104	-60
Jan.27	11,02%	10,88%	11,05%	-3	127	-29
Jan.28	11,30%	11,20%	11,30%	0	133	-14
Jan.29	11,50%	11,43%	11,48%	2	138	-11
Jan.30	11,63%	11,58%	11,61%	3	140	-10
Jan.31	11,69%	11,67%	11,67%	2	137	-15
Jan.33	11,76%	11,76%	11,73%	3	136	-17
Jan.34	11,76%	11,74%	11,73%	3	136	-17

Visão estratégica

Taxas de Juros

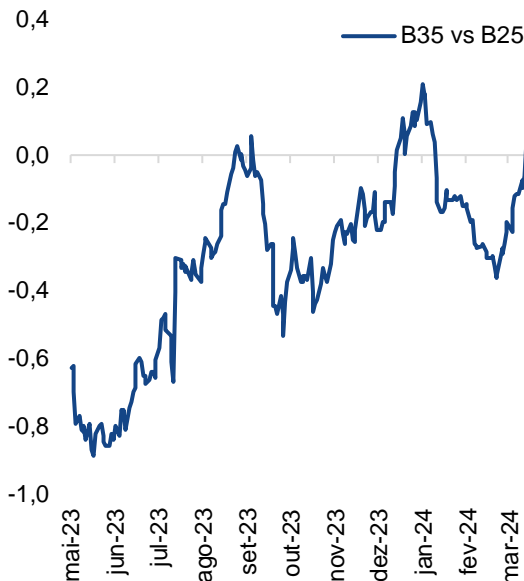
Internacional

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

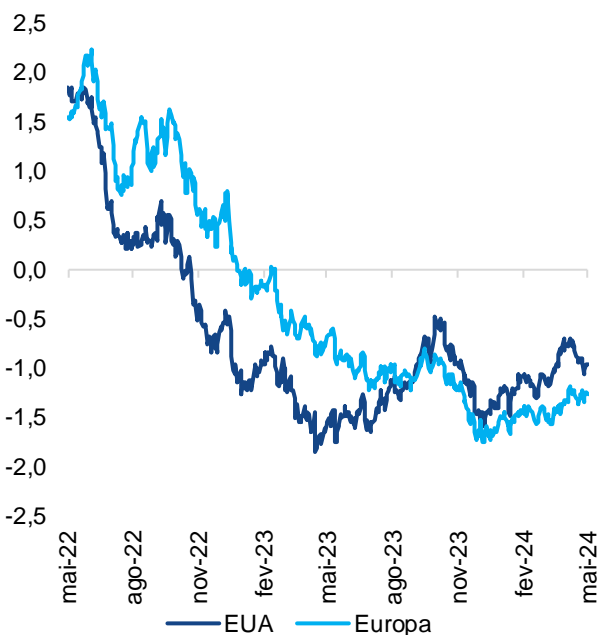


Doméstico

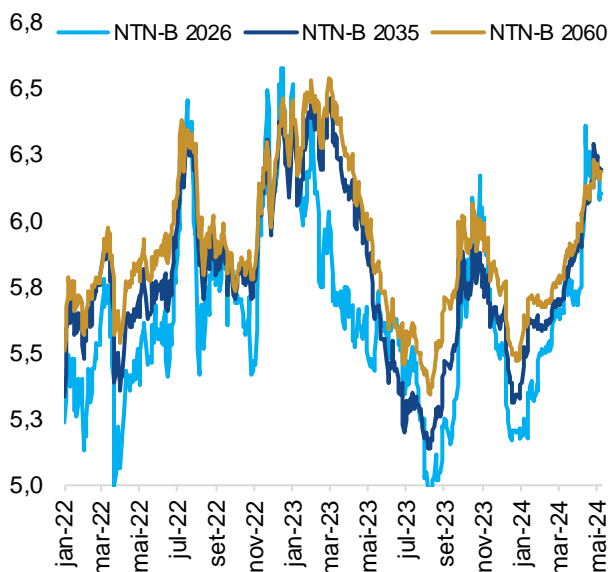
Inclinação da Curva de Juros



Inclinação (10Y vs 3M): EUA vs Euro

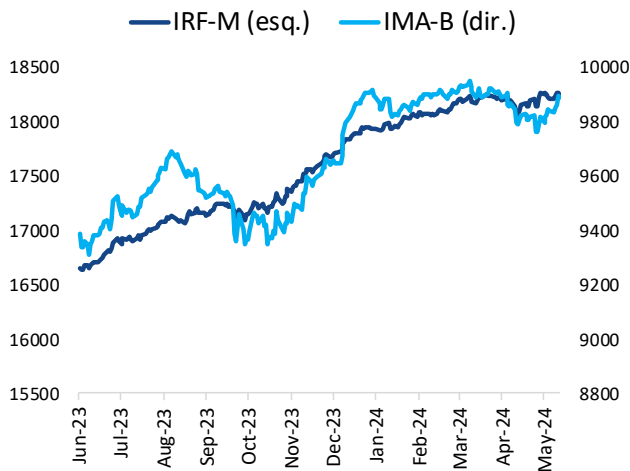
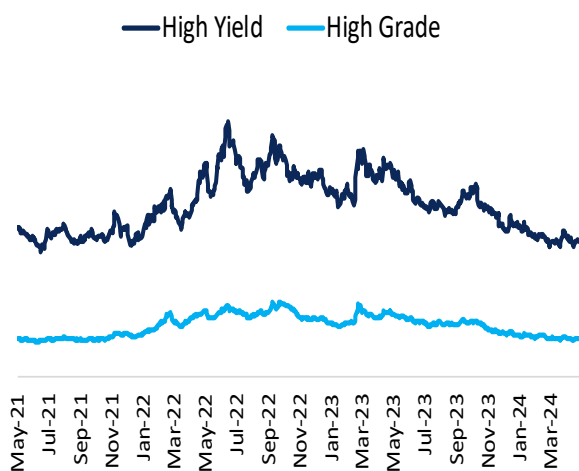


Evolução das taxas indexadas ao IPCA (%)



Spread de crédito

Indexado ao IPCA vs Prefixado (pts.)



Visão estratégica

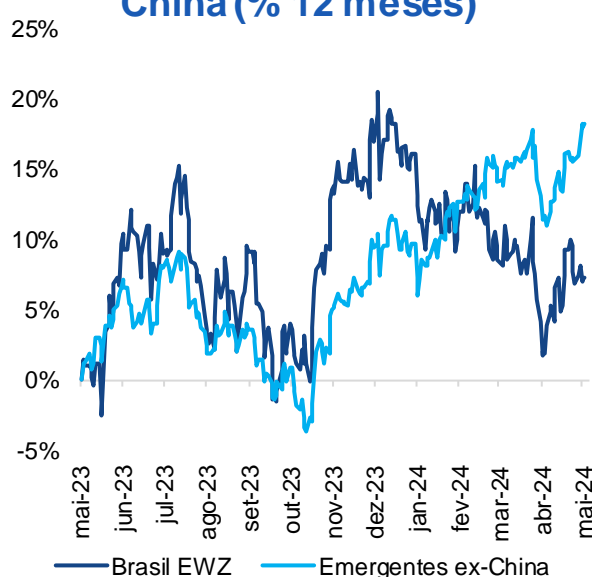
Renda Variável

Nos EUA, o S&P 500 fechou mais uma semana no positivo, movimento impulsionado sobretudo pelos dados de inflação mais benignos em abril. Por aqui, apesar da queda significativa da Petrobrás desde a última quarta-feira, o IBOV conseguiu se recuperar e fechar a semana no positivo, apoiado pelo aumento de apetite a risco no ambiente externo.

S&P 500: preço/lucro



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



País	Índice/ETF	17-mai-24	Semana	Maio	2024	12 meses
EUA	Dow Jones	40.004	1,6%	5,8%	6,1%	19,7%
Emergentes	XCEM Equity	\$ 31,60	1,9%	3,9%	4,4%	15,1%
EUA	S&P	5.303	1,7%	5,3%	11,2%	27,5%
China	MCHI Equity	\$ 47,44	5,7%	13,3%	16,4%	0,8%
Europa	EZU Equity	\$ 52,49	1,6%	6,6%	10,6%	14,4%
Brasil	EWZ Equity	\$ 31,75	-0,3%	2,3%	-9,2%	5,9%
EUA	Nasdaq	16.686	2,1%	6,6%	11,2%	33,5%

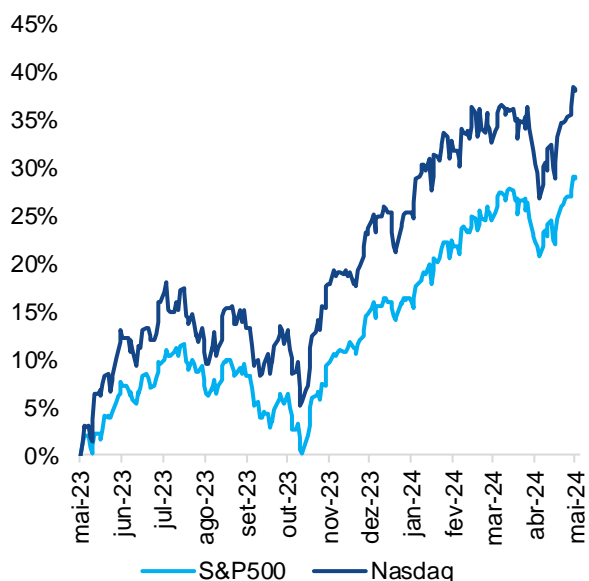
Índices	Código	17-mai-24	Semana	Maio	2024	12 meses
Fundos Imob.	IFIX	3.392	0,1%	2,2%	2,4%	13,9%
Indústria	INDX	23.423	3,1%	10,7%	3,2%	20,9%
Mat. Básicos	IMAT	5.763	0,8%	2,3%	-8,1%	11,6%
Ibovespa	IBOV	128.151	0,0%	-0,3%	-4,5%	18,4%
Small Caps	SMLL	2.114	-0,1%	-3,7%	-10,2%	8,0%
Utilities	UTIL	10.747	1,4%	-2,3%	-4,0%	14,7%
Consumo	ICON	2.904	1,7%	0,9%	-7,5%	5,7%
Finanças	IFNC	12.799	2,1%	-3,7%	-7,3%	15,8%

Visão estratégica

Renda Variável

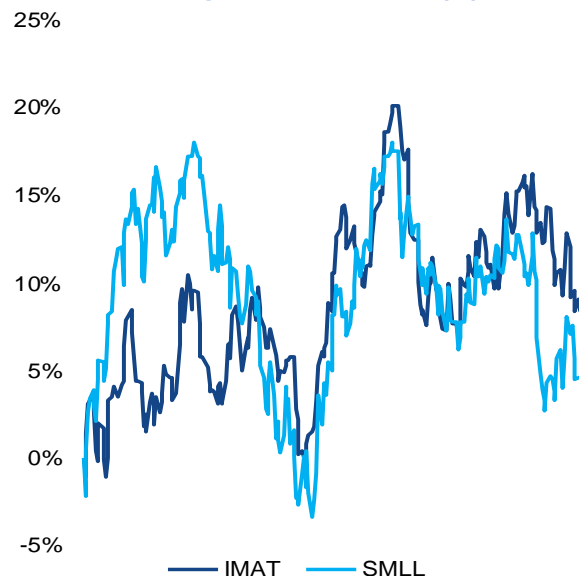
Internacional

S&P e Nasdaq

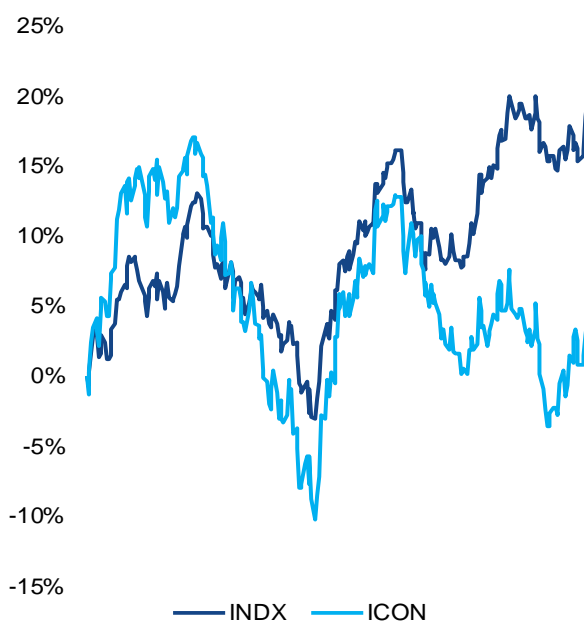
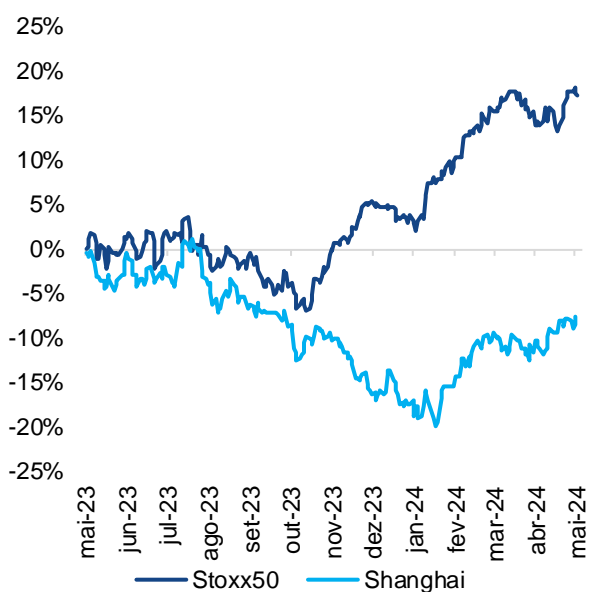


Doméstico

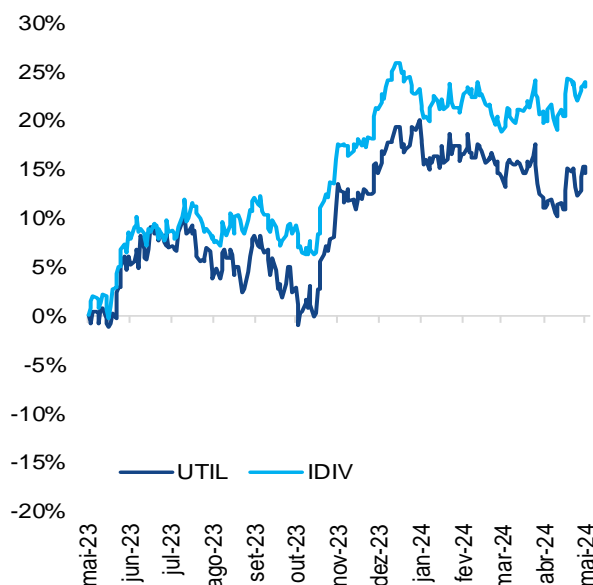
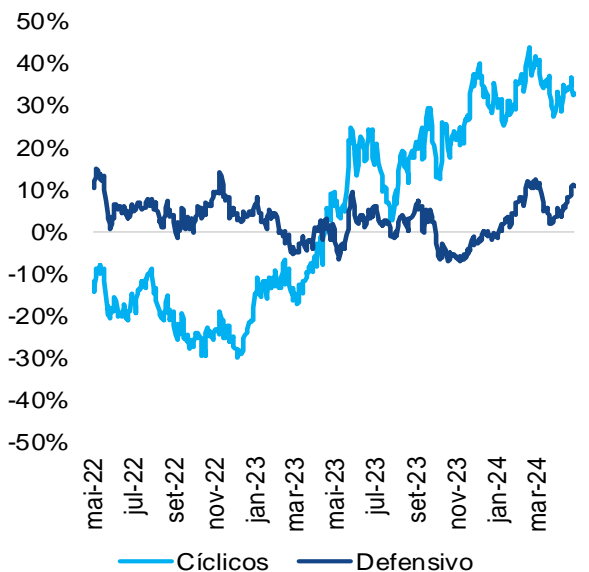
Desempenho 12 meses (%)



Shanghai vs Euro stoxx



Cíclicos vs defensivos

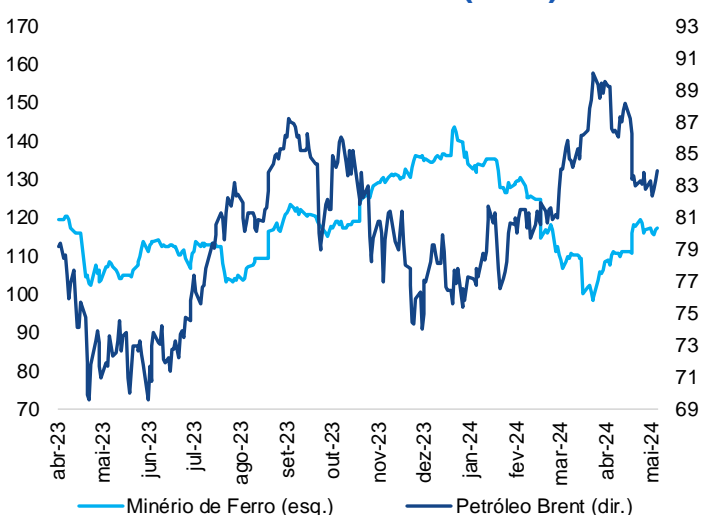


Visão estratégica

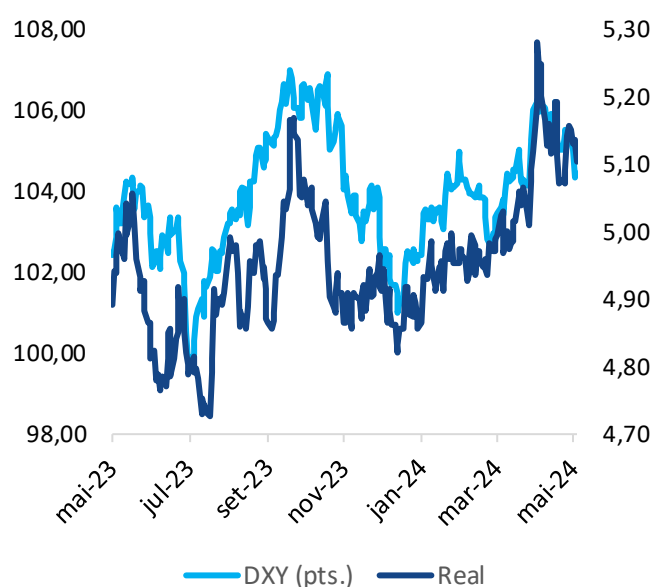
Commodities e moedas

Do lado das commodities, o Minério de Ferro fechou a semana em alta, interrompendo uma sequência de quedas. Dentre os principais drivers, vale destacar as políticas de apoio ao mercado imobiliário anunciadas pela China nos últimos dias. No campo das moedas, as melhores perspectivas sobre cortes de juros esses anos nos EUA ajudaram tanto a cesta de moedas pares (DXY), quanto o BRL, a ganharem força.

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



DXY Index vs Real



Commodity	Bolsa	17-mai-24	Semana	Maio	2024	12 meses
CRB Index		540,96	-0,26%	3,5%	6,0%	-0,5%
Café	Nova Iorque	\$ 206,60	2,6%	8,8%	10,9%	13,0%
Gado	Chicago	\$ 179,05	3,1%	-1,2%	4,7%	4,2%
Minério de Ferro	Cingapura	\$ 117,60	1,6%	-6,9%	-10,8%	31,7%
Soja (bu)	Chicago	\$ 1.228,00	1,6%	0,3%	-6,5%	-0,3%
Petróleo Brent	Londres	\$ 84,00	0,1%	8,0%	9,9%	17,2%
Ouro		\$ 2.329,75	-0,71%	13,37%	12,93%	17,12%
Milho (bu)	Chicago	\$ 452,50	-0,9%	-2,9%	-8,4%	-13,9%

Moedas	País	17-mai-24	Semana	Maio	2024	12 meses
DXY	EUA	104,50	-0,7%	1,4%	3,2%	1,9%
Dólar	EUA	R\$ 5,10	-0,7%	4,4%	5,1%	3,3%
Peso Mexicano	México	R\$ 0,31	0,3%	6,9%	7,4%	8,9%
Libra Esterlina	Inglaterra	R\$ 6,48	0,7%	3,8%	4,8%	5,1%
Yuan	China	R\$ 0,71	-0,8%	3,8%	3,4%	-0,2%
Euro	Europa	R\$ 5,55	0,1%	4,4%	3,2%	3,4%
Rand Sul-Africano	África do Sul	R\$ 0,28	1,0%	6,8%	7,3%	8,5%

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, vendase 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