



11 de setembro de 2023

Spoiler Macro

Macro Strategy – BTG Pactual S.A.

Álvaro Frasson

Arthur Mota

Destques da Semana



Estados Unidos

4ªF: Após algumas semanas importantes para dados de atividade e emprego, mercado volta a focar na inflação com o CPI de agosto, que deve acelerar na margem por conta da retomada dos preços de energia, mas com um núcleo ainda bem-comportado – o que importa para o cenário de juros.

5ªF: Mercado volta a acompanhar os dados de varejo em agosto, uma proxy da demanda doméstica, em especial para o setor de bens. Em termos reais, o núcleo do varejo deve voltar a crescer e suportar a visão de um 3T23 mais forte;

Semana: Fedspeakers estão em período de silêncio;

Ásia | Europa

5ªF: ECB volta a decidir política monetária em um cenário de estagflação na Europa. À luz dos recentes comentários de membros do banco, mercado não precifica nova alta de juros, mas entendemos que o risco e a necessidade de um novo ajuste são elevados, sendo esse o nosso cenário base;

5ªF: China divulga os resultados dos principais indicadores macro do mês de agosto, devendo reforçar a percepção de um 3T mais fraco;

Brasil

3ªF: IPCA de agosto será divulgado e esperamos alta de 0,26% m/m (4,64% a/a). A reaceleração deve ser impulsionada pelo fim dos descontos em energia elétrica.

5ªF: PMS de julho: esperamos estabilidade no mês, +2,7% a/a.

6ªF: PMC de julho: esperamos +0,3% m/m (+1,6% a/a) para varejo restrito e -0,8% m/m (+5,6% a/a) no varejo ampliado.

Dados de fechamento do dia 08-set-23

Indicadores de Mercado

Pós-fixado	Ações	Ações EUA	Taxa de Câmbio
CDI	IBOV	S&P 500	Dólar
13,15%	115.313	4.457	4,99

Na Semana

0,20%	-2,19%	-1,29%	0,73%
--------------	---------------	---------------	--------------

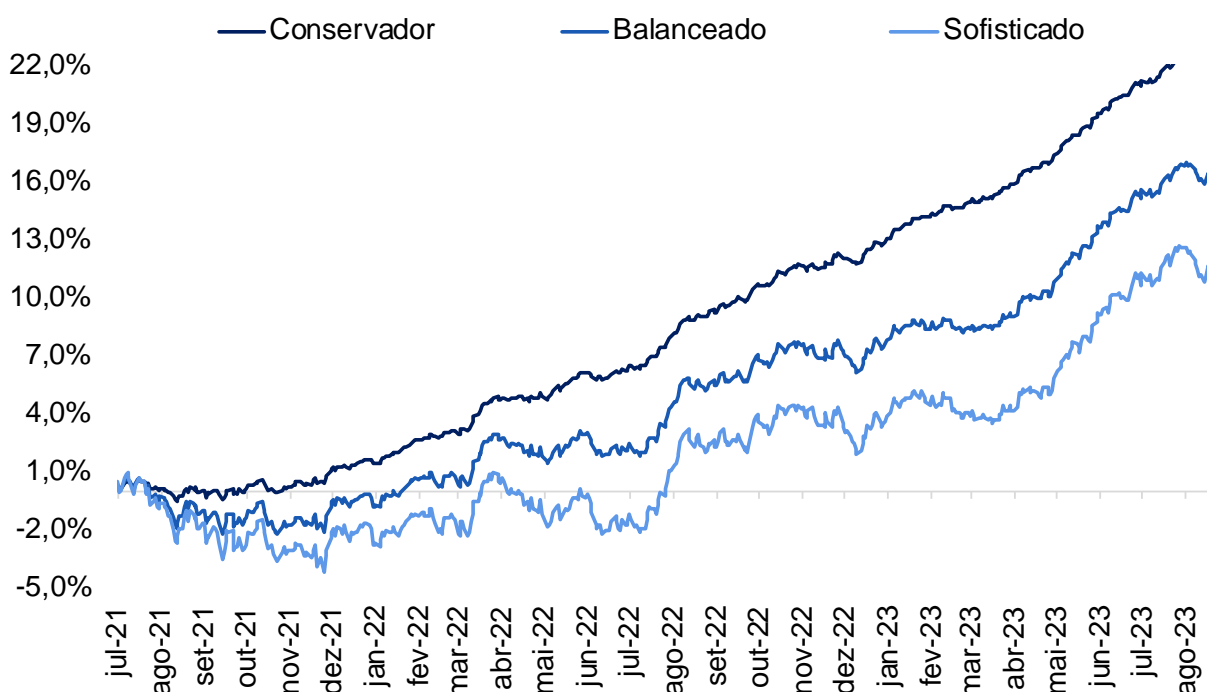
No Ano

9,13%	5,08%	16,10%	-5,58%
--------------	--------------	---------------	---------------

Em 12 meses

13,60%	4,91%	11,27%	-4,4%
---------------	--------------	---------------	--------------

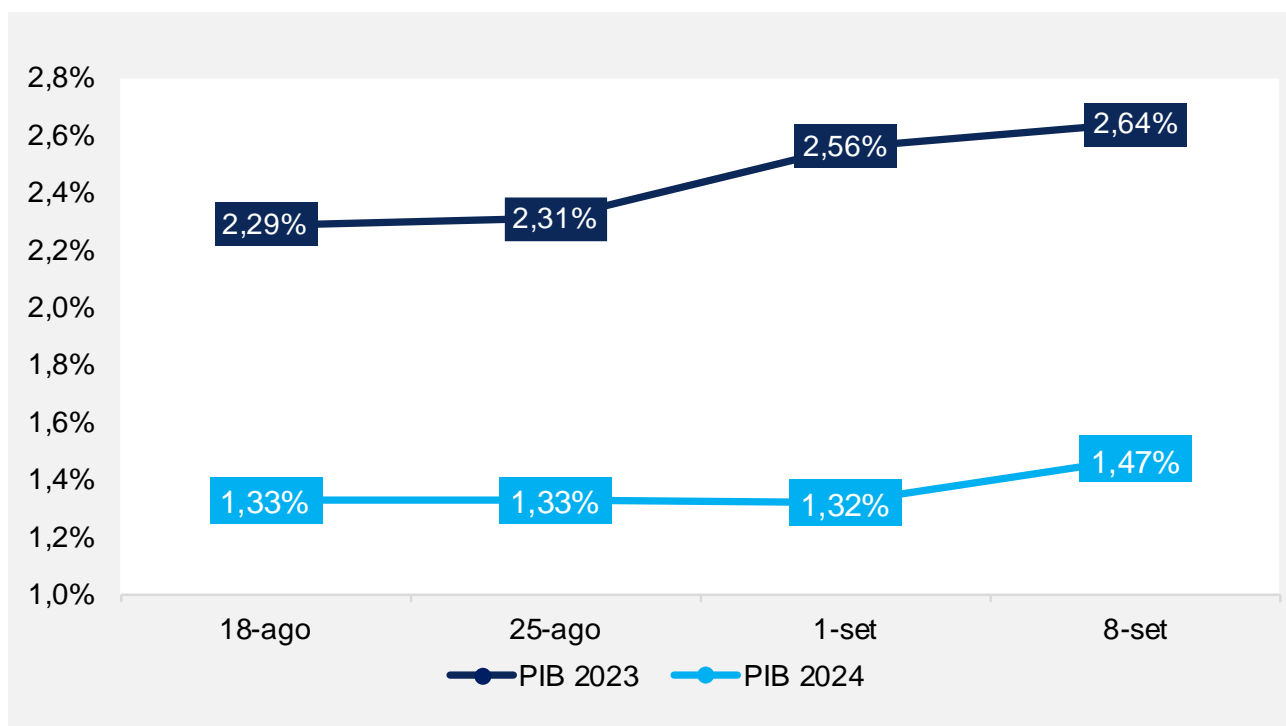
Desempenho das alocações – Para mais informações acesse: [Asset Strategy](#)



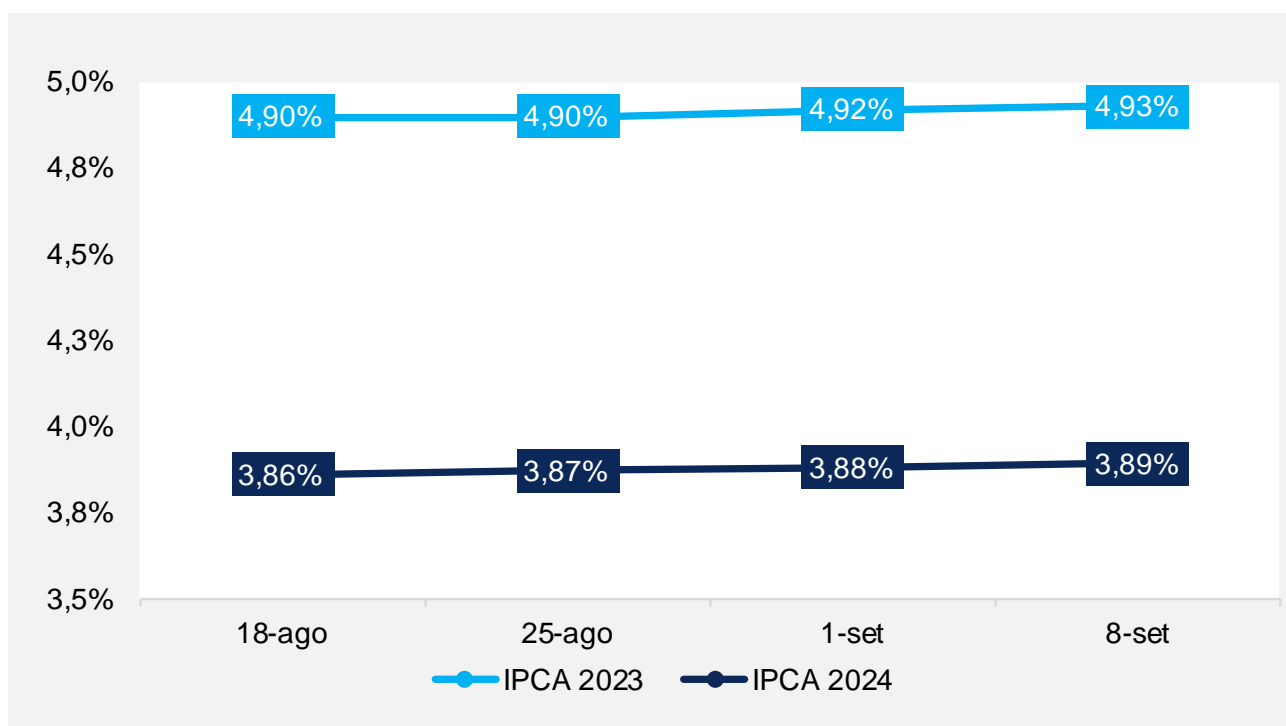
11-set-23

Relatório Focus

Expectativas PIB – Acumulado em 4 trimestres (%)



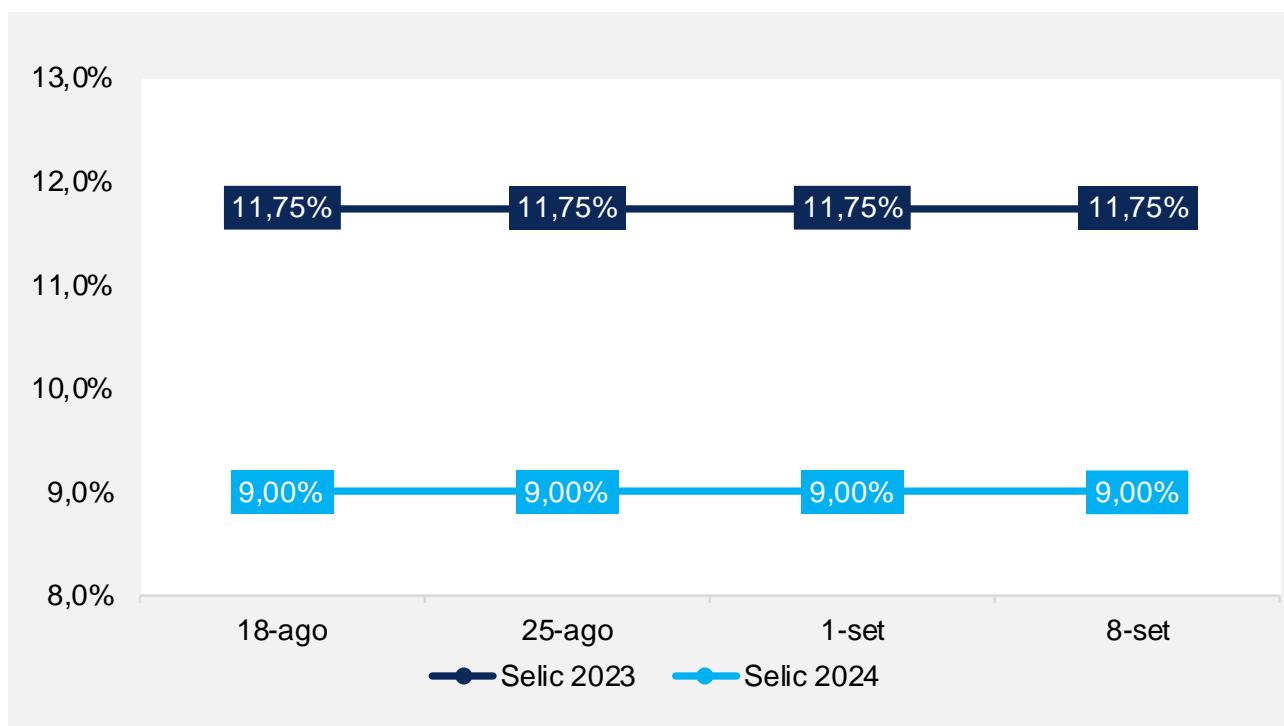
Expectativas IPCA – a/a %



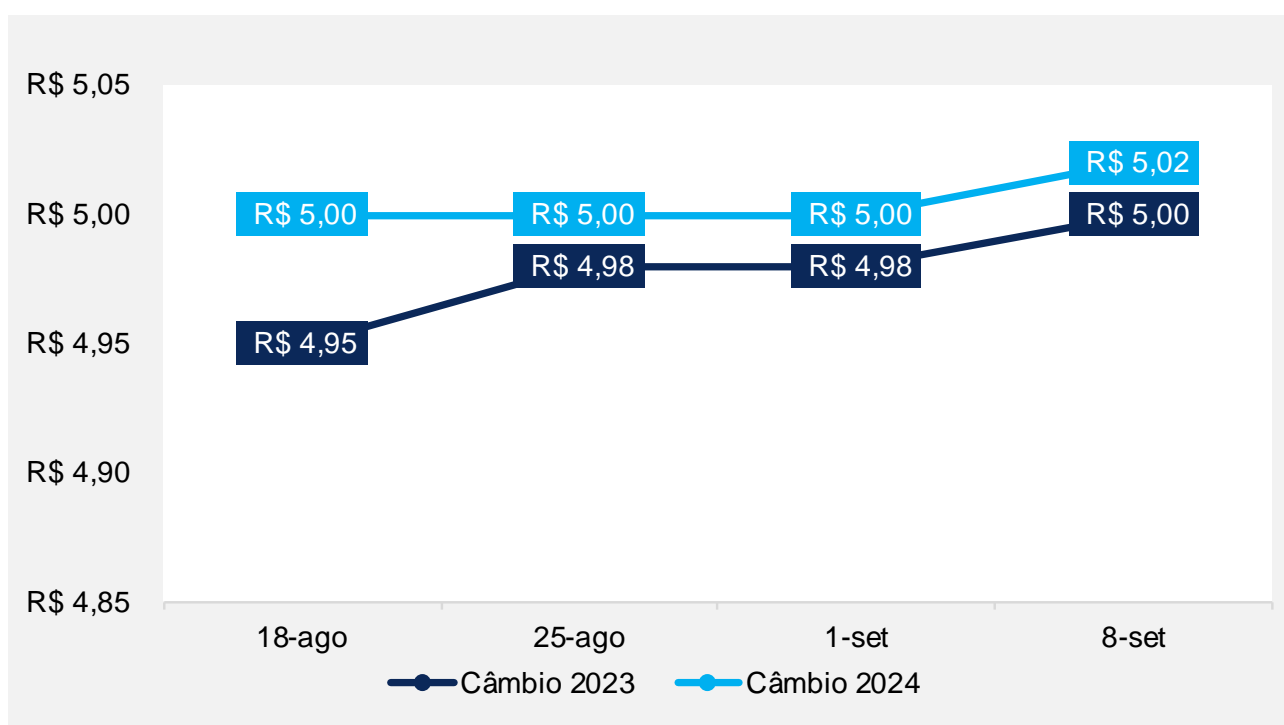
11-set-23

Relatório Focus

Expectativas Taxa Selic - a/a %



Expectativas Taxa de Câmbio - USDBRL



11-set-23

Projeções BTG Pactual

Macro Research	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
Atividade Econômica							
PIB Real (% a/a)	1,78	1,22	(3,28)	4,99	2,90	2,80	1,00
Taxa de Desemprego (% fim de período)	11,70	11,10	14,20	11,10	7,90	8,40	8,70
Agricultura (% a/a)							
Agricultura (% a/a)	1,31	0,42	4,17	0,28	(1,74)	11,50	1,70
Industria (% a/a)							
Industria (% a/a)	0,72	(0,67)	(2,97)	4,78	1,62	0,70	1,10
Serviços (% a/a)							
Serviços (% a/a)	2,09	1,51	(3,74)	5,22	4,16	2,00	0,95
Consumo Privado (% a/a)							
Consumo Privado (% a/a)	2,37	2,60	(4,56)	3,69	4,28	2,50	1,50
Consumo Governo (% a/a)							
Consumo Governo (% a/a)	0,79	(0,49)	(3,69)	3,46	1,53	1,40	1,20
Investimentos (% a/a)							
Investimentos (% a/a)	5,23	4,03	(1,75)	16,49	0,89	(1,50)	(0,50)
Exportações (% a/a)							
Exportações (% a/a)	4,05	(2,56)	(2,29)	5,87	5,54	2,50	1,00
Importações (% a/a)							
Importações (% a/a)	7,74	1,33	(9,48)	12,03	0,81	(1,00)	1,50
Inflação & Taxa de Juros							
IPCA (% a/a, fim de período)	3,75	4,31	4,52	10,06	5,79	4,70	3,80
IGP-M (% a/a, fim de período)	7,50	7,30	23,14	17,78	5,45	(4,10)	3,80
Taxa Selic (% fim de período)	6,50	4,50	2,00	9,25	13,75	11,75	9,50
Taxa Selic (% média)	6,58	6,03	2,88	4,59	12,63	13,25	10,15
Balança de Pagamentos & Taxa de Câmbio							
Balança Comercial (US\$ bi) – BP	43,40	26,50	32,40	36,40	44,40	56,00	45,00
Conta Corrente (% PIB)	(2,69)	(3,47)	(1,69)	(1,74)	(3,64)	(2,10)	(2,43)
Investimento Direto no País (% PIB)	4,08	3,69	2,61	2,89	4,66	4,15	4,05
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, fim de período)	3,87	4,03	5,20	5,57	5,28	4,80	5,00
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, média)	3,66	3,95	5,16	5,40	5,16	4,95	4,90
Contas Fiscais							
Resultado Primário (R\$ bi)	(108,3)	(61,9)	(703,0)	64,7	120,4	(78,0)	(56,7)
Governo Central (R\$ bi)	(116,2)	(88,9)	(745,3)	(35,9)	56,3	(94,0)	(84,9)
Resultado Primário (% PIB)	(1,6)	(0,8)	(9,4)	0,8	1,3	(0,7)	(0,5)
Resultado Nominal (% PIB)	(7,0)	(5,8)	(13,6)	(4,4)	(4,7)	(7,3)	(6,7)
Dívida Líquida (% PIB)	52,8	54,7	62,5	57,2	57,5	59,8	61,9
Dívida Bruta (% PIB)	75,3	74,4	88,6	80,3	73,5	74,8	77,9

de 11 à 15 de setembro

Agenda Macro Semanal

Hora	País	Evento	Período	Expectativa	Anterior
segunda-feira 11-set-23					
08:25	Brasil	IGP-M (1ª prévia) (MoM %)	Set	-	-
terça-feira 12-set-23					
09:00	Brasil	IPCA (MoM %)	Ago	-	0.12%
09:00	Brasil	IPCA (YoY %)	Ago	-	3.99%
quarta-feira 13-set-23					
06:00	Europa	Produção Industrial (MoM % a.s.)	Jul	-	0.5%
06:00	Europa	Produção Industrial (YoY %)	Jul	-	-1.2%
08:00	EUA	Pedidos de Hipotecas (WoW % a.s.)	8-Set	-	-2.9%
09:30	EUA	CPI (MoM %)	Ago	0.5%	0.2%
09:30	EUA	CPI: Núcleo (MoM %)	Ago	0.2%	0.2%
09:30	EUA	CPI (YoY %)	Ago	3.6%	3.2%
09:30	EUA	CPI: núcleo (YoY %)	Ago	4.3%	4.7%
quinta-feira 14-set-23					
09:00	Brasil	PMS: Volume de Serviços (YoY %)	Jul	-	-
09:00	Brasil	PMS: Volume de Serviços (MoM %)	Jul	-	0.2%
09:15	Europa	Reunião BCE - taxa de juros (%)	-	-	4.25%
09:30	EUA	Vendas do Varejo (MoM % a.s.)	Ago	0.1%	0.7%
09:30	EUA	Vendas do Varejo - grupo controle (MoM % a.s.)	Ago	-0.3%	1.0%
22:20	China	Taxa de empréstimo - 1 ano	-	2.50%	2.50%
22:30	China	Preços de Novas Residências (MoM %)	Ago	-	-0.23%
23:00	China	Produção Industrial (YoY %)	Ago	3.9%	3.7%
23:00	China	Vendas do Varejo (YoY %)	Ago	3.0%	2.5%
23:00	China	Investimento em ativos fixos urbanos (YoY %)	Ago	3.2%	3.4%
23:00	China	Investimentos Imobiliários (YoY %)	Ago	-8.8%	-8.5%
23:00	China	Investimentos Imobiliários (YoY %)	Ago	-	0.7%
23:00	China	Taxa de Desemprego (%)	Ago	5.3%	5.3%
sexta-feira 15-set-23					
06:00	Europa	Custos de mão de obra YoY	2Q	-	5.0%
09:00	Brasil	PMC: Vendas no Varejo Ampliado (MoM % a.s.)	Jul	-	1.2%
09:00	Brasil	PMC: Vendas no Varejo Ampliado (YoY %)	Jul	-	8.3%
09:00	Brasil	PMC: Vendas no Varejo (YoY %)	Jul	-	1.3%
09:00	Brasil	PMC: Vendas no Varejo (MoM % a.s.)	Jul	-	0.0%
09:15	EUA	Produção Industrial (MoM % a.s.)	Ago	0.1%	1.0%
10:15	EUA	Confiança do Consumidor	Set P	69.8	69.5

Cenário macroeconômico

Estados Unidos

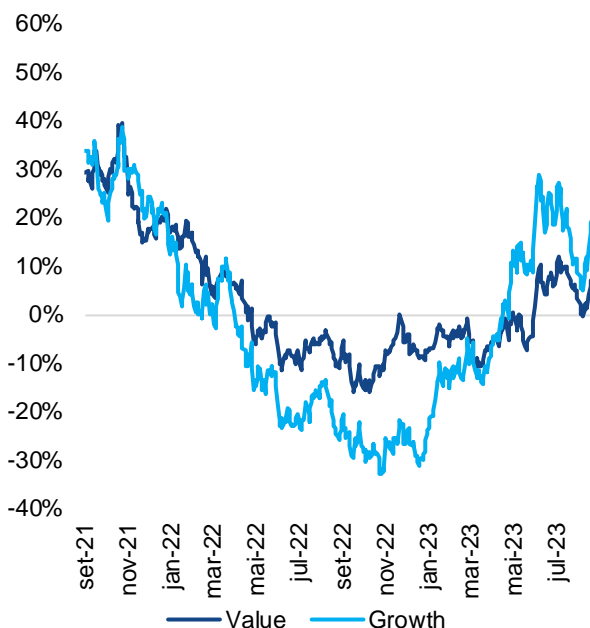
CPI e varejo ditam o apetite ao risco do mercado antes da decisão do FOMC

Após a surpresa com o ISM de serviços na última semana, o mercado volta a monitorar os dados de inflação nesta semana, com o CPI de agosto (13/setembro) sofrendo com a reprecificação altista de energia, reflexo do avanço do preço do petróleo, acelerando o headline de 0,2% para 0,5% m/m (0,43% BTGP MS), enquanto o núcleo da inflação segue avançando no ritmo de 0,2% m/m (0,18% BTGP MS). Assim como nos meses passados, fatores sazonais explicam a baixa variação do núcleo, mas também a descompressão em bens, serviços de habitação e serviços de saúde. O resultado, se confirmado, ainda é benigno para a decisão do FOMC na próxima semana.

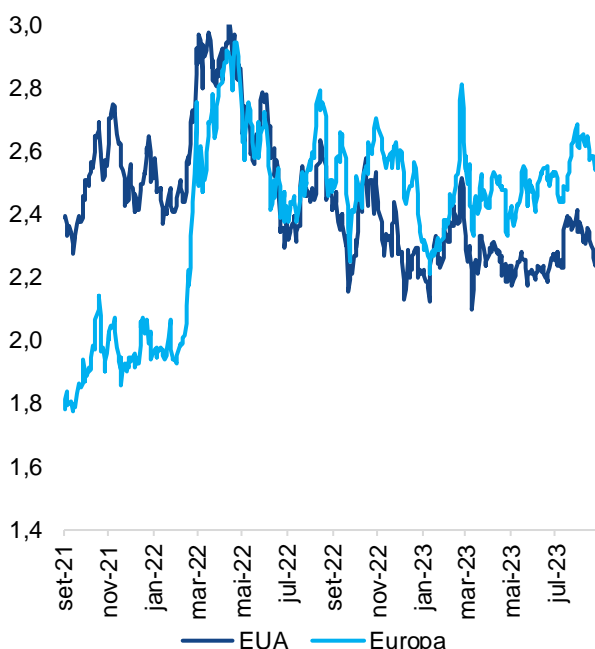
Por sua vez, a alta de 0,1% m/m esperado para as vendas no varejo em agosto (14/setembro) mostram certa desaceleração após o forte avanço de 0,7% no mês anterior, mas ainda assim revelam, implicitamente, um núcleo de varejo (sem setor auto e gasolina) crescendo 0,4% m/m, resultado ainda positivo em termos reais e mostrando um consumo resiliente nesse 3T23, o que suportou nossa revisão de crescimento para 2,9% t/t anualizado no período e impulsionou a expectativa do ano para 2,2% - acima do crescimento do PIB de 2022 (2,1%). Por fim, a produção industrial (15/agosto) também deve registrar acomodação em agosto (+0,1% m/m), explicado em boa parcela pela forte base de comparação de julho (+1% m/m). Por fim, não há comentários de membros do Fed, dado o período de silêncio.

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

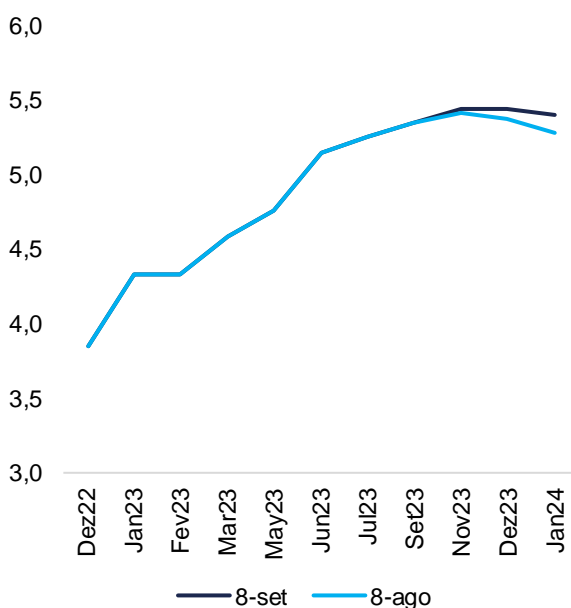
Value vs Growth (12 meses)



Inflação Implícita de 10 anos (%)



Fed Funds Rate Implícita



Cenário macroeconômico

Europa, Ásia e Oceania

Na Europa, ECB decide política monetária em meio ao risco de estagflação

Os PMIs voltaram a confirmar a percepção de que não só a economia da Zona do Euro está desacelerando no 3T23, mas em intensidade mais expressiva do que o antecipado, refletindo a deterioração do crédito e da confiança, refletindo o aperto monetário. Por outro lado, a inflação continua surpreendendo para cima, tanto no headline, quanto em seu núcleo, revelando uma baixa tendência para convergência para a meta em um horizonte razoável (de 24 meses). Dessa forma, os membros do ECB adotaram posicionamento mais cauteloso em suas falas recentes, abrindo a possibilidade para um “skip” de decisão de alta de juros para a observarem mais dados antes de uma decisão por elevação de taxas. Ainda assim, há a percepção de que a inflação permanece mais persistente do que o desejado. À luz desse cenário, o mercado não tem precificado nova alta de juros para a semana (14/setembro), mas não descartamos a possibilidade de surpresa como estratégia de política e ainda consideramos como necessário e cenário base um novo ajuste.

No lado do Reino Unido, uma quantidade relevante de dados serão divulgados: PIB mensal, Produção Industrial, Vendas no Varejo, Volume de Serviços (13/setembro). A expectativa é de uma certa contração dado a forte base deixada por julho.

Na Ásia, China divulga nos dados de atividade

Após leitura mista dos PMIs da China em agosto, o mercado volta a monitorar a leitura dos dados de atividade real. As vendas no varejo (3% a/a) e a produção indústria (3,9% a/a) voltam a acelerar na base anual, mas por um efeito base fraco de 2022, enquanto os resultados na margem (m/m) devem apontar para um crescimento ainda tímido no 3T23 e que ainda não se favoreceu dos estímulos e medidas adotadas pelo governo. Nesse conjunto de dados, os investimentos em imóveis (-9% m/m), bem como os demais dados do mercado imobiliário, serão o grande destaque para o mercado, sobretudo dado a fraqueza que os indicadores antecedentes e coincidentes apontaram para o setor. Ainda assim, entendemos que boa parte da incorporação de um crescimento mais fraco em 2023 e 2024 já foi feita pelo mercado. Além disso, o PBOC decide a taxa de juros de 1y MLF (14/setembro), com o mercado esperando certa manutenção (em 2,50%) após os cortes recentes. Ainda vemos espaço para novas reduções.

No Japão, agenda também focada em indicadores de atividade (14/setembro), com a leitura da produção industrial e do setor terciário (serviços) ainda mostrando resiliência da economia no curto prazo.

Cenário macroeconômico

Brasil

Semana bastante robusta, com dados de inflação e atividade como destaque. Do lado político, reforma ministerial da semana passada pode trazer novidades na base do governo.

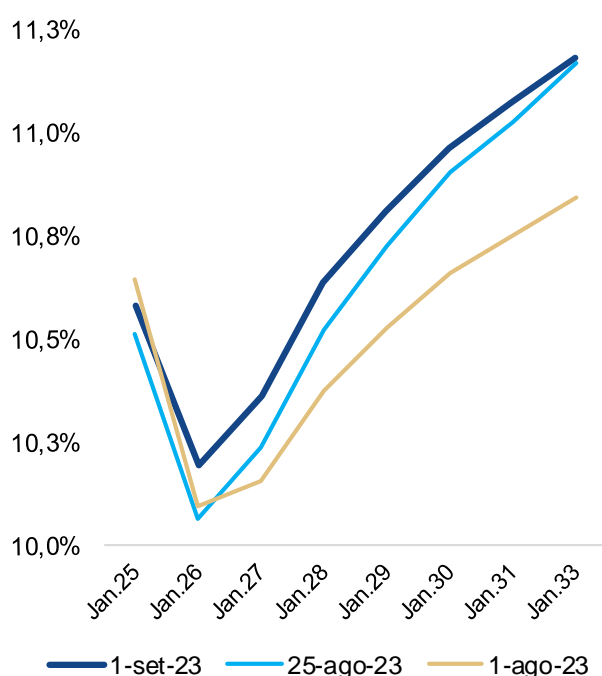
IPCA de agosto: esperamos que ele registre 0,26% m/m (4,64% a/a), acelerando em relação à divulgação de julho de 0,12% m/m. A aceleração é, em grande parte, impulsionada pelo fim dos descontos em energia elétrica e pela alta em itens industriais voláteis/sazonais e no núcleo de serviços. Esperamos que a análise da composição reforce as tendências recentes da inflação, com números predominantemente benignos para alimentos e bens industriais, enquanto a inflação de serviços continua seguindo um caminho de desaceleração mais gradual.

Serviços de julho: esperamos estabilidade (0,0% m/m a.s. e +2,7% a/a) no setor de serviços. Na quinta-feira (14), o IBGE divulgará o desempenho do setor para o primeiro mês do 3T23. O dado é aguardado com bastante importância para entender se o segmento já dá sinais mais robustos de desaceleração no setor que ainda apresenta elevada contratação e preços mais resistentes em arrefecer.

Comércio de julho: As vendas no varejo (PMC) serão divulgadas na sexta-feira, e esperamos uma alta de +0,3% m/m a.s. (+1,6% a/a) para PMC restrita e queda de -0,8% m/m a.s. (+5,6% a/a) para PMC ampliada. Vendas de veículos com isenção tributária e ganhos de renda puxam as projeções para cima, mas condições financeiras restritivas, com aperto no mercado de crédito bancário, reduzem o crescimento.

Política: Minirreforma Ministerial deve melhorar relações entre Executivo e Legislativo. Na última quarta-feira (06), o governo anunciou o deputado Silvio Costa Filho (Republicanos-PE) para o Portos e Aeroportos, e o deputado André Fufuca (PP-MA) para a pasta dos Esportes.

Curva de Juros Nominal (DI futuro)

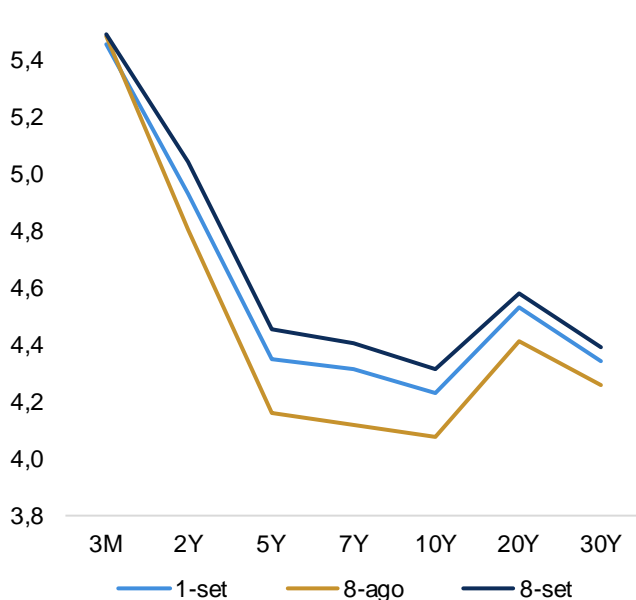


Visão estratégica

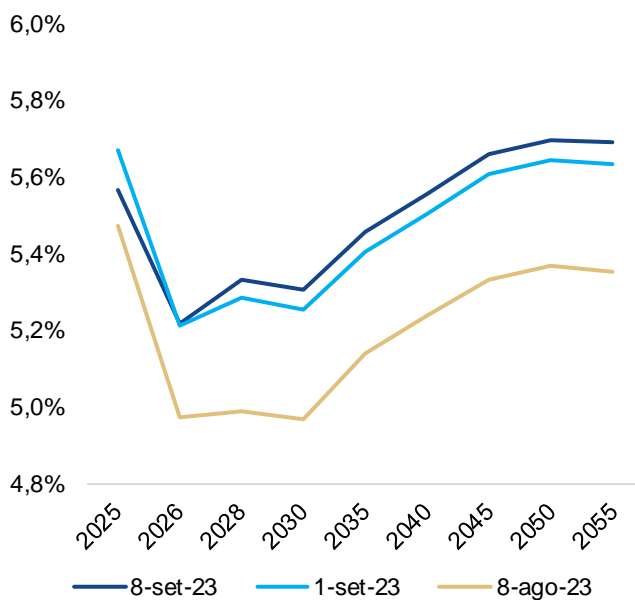
Taxas de Juros

A curva de juros americana voltou a abrir na última semana, à luz da surpresa com o Custo Unitário do Trabalho. A semana está carregada de indicadores de atividade e inflação nos EUA, além dos leilões do tesouro americano, prometendo continuidade da volatilidade. Além de seguir o movimento externo, agenda brasileira também está carregada com IPCA e dados de atividade, o que deve manter a volatilidade elevada nos vértices da curva brasileira, que voltou a ganhar inclinação.

US Juros de 10 anos (%)



Curva de Juros Real (NTN-B)



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	4,99%	4,26%	2,16%	2,34%	2,83%	1,93%
Alemanha	3,08%	2,61%	2,78%	2,41%	0,30%	0,20%
Reino Unido	5,07%	4,42%		3,81%		0,61%
Brasil	10,32%	11,55%	4,67%	5,78%	5,65%	5,77%
Diferencial de Juros						
Brasil vs EUA	5,32%	7,29%	2,51%	3,44%	2,82%	3,84%
EUA vs Alemanha	1,91%	1,65%	-0,62%	-0,07%	2,53%	1,73%
UK vs Alemanha	-1,99%	-1,81%		-1,40%	0,30%	-0,41%
EUA vs UK	-0,08%	-0,16%	2,16%	-1,48%	2,83%	1,32%

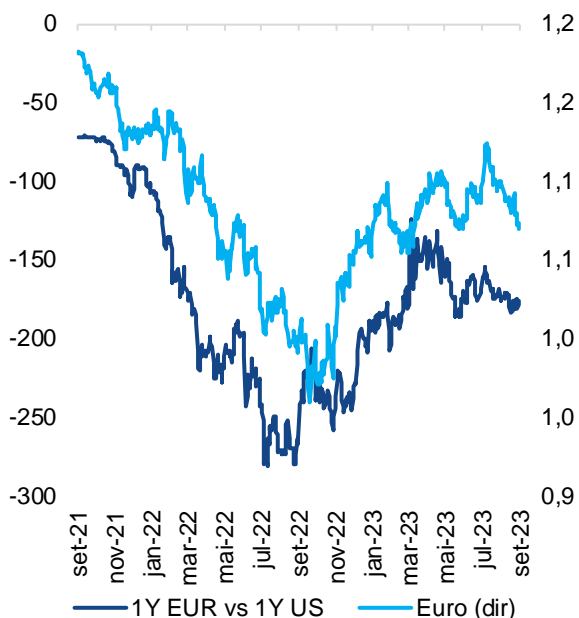
Juros DI	8-set-23	1-set-23	8-ago-23	30 dias (bps)	2023 (bps)	12M (bps)
Jan.24	12,34%	12,38%	12,46%	-11	-107	-68
Jan.25	10,54%	10,58%	10,44%	10	-212	-122
Jan.26	10,22%	10,20%	9,86%	36	-243	-127
Jan.27	10,46%	10,36%	9,97%	49	-215	-95
Jan.28	10,77%	10,63%	10,25%	52	-192	-67
Jan.29	10,97%	10,81%	10,44%	53	-169	-56
Jan.30	11,14%	10,96%	10,61%	53	-159	-41
Jan.31	11,26%	11,07%	10,72%	53	-140	-36
Jan.33	11,39%	11,18%	10,83%	55	-123	-27

Visão estratégica

Taxas de Juros

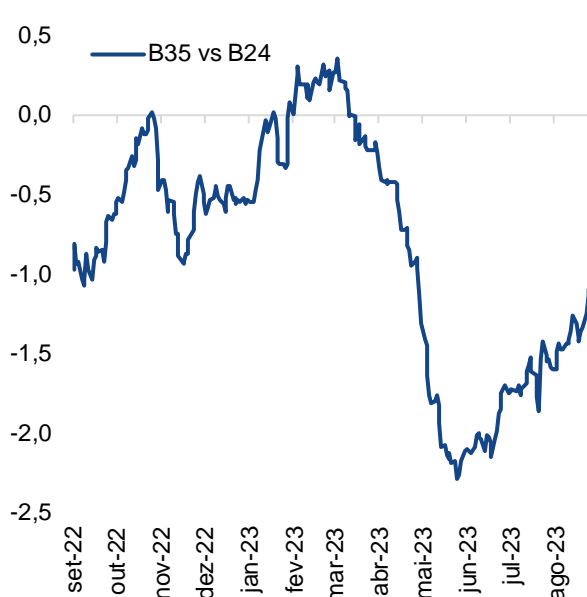
Internacional

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

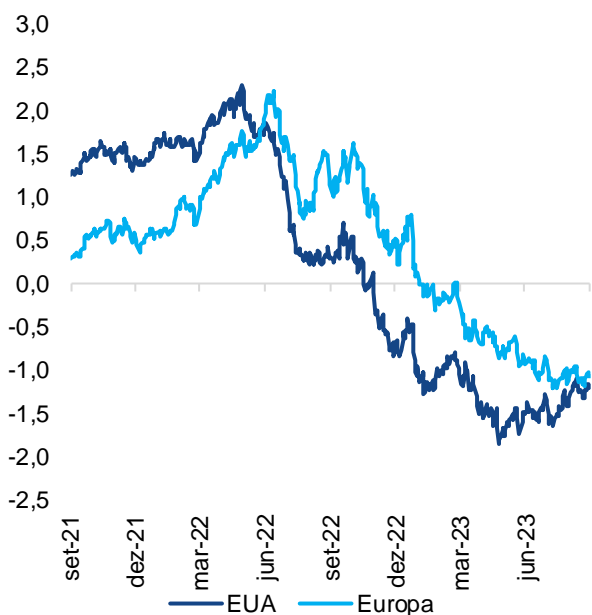


Doméstico

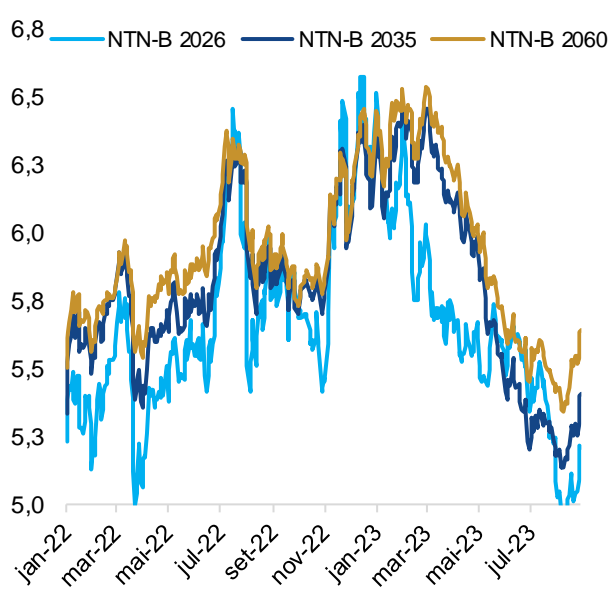
Inclinação da Curva de Juros



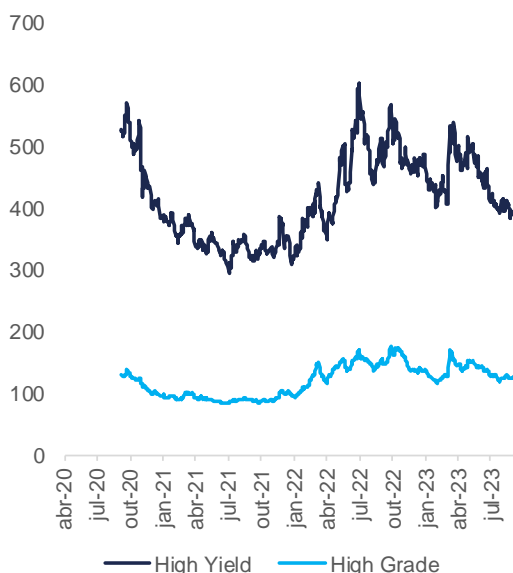
Inclinação (10Y vs 3M): EUA vs Euro



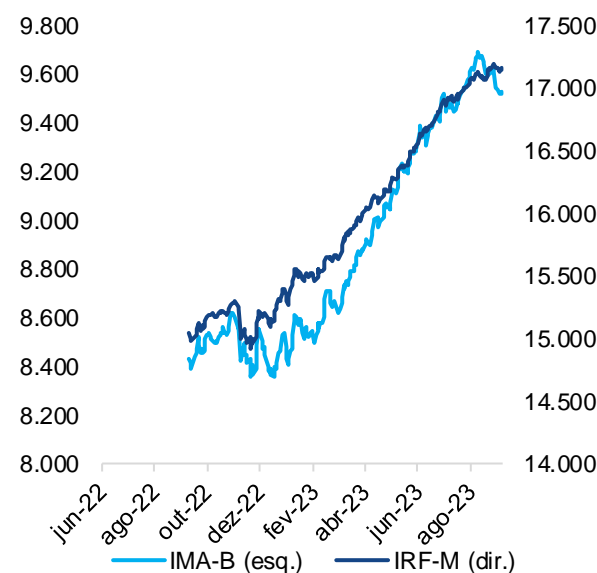
Evolução das taxas indexadas ao IPCA (%)



Spread de crédito



Indexado ao IPCA vs Prefixado (pts.)



Visão estratégica

Renda Variável

O mercado de renda variável sofreu com a nova abertura de juros nos EUA, registrando novo movimento de aversão ao risco, sobretudo em países emergentes. No Brasil, a baixa liquidez por conta do feriado acabou por amplificar tal movimento. Ainda assim, mês de setembro ainda tem se provado positivo para os ativos brasileiros, em especial aqueles sensíveis ao investidor estrangeiro e a recuperação (marginal) das teses ligados à China.

S&P 500: preço/lucro



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



País	Índice/ETF	8-set-23	Semana	Setembro	2023	12 meses
EUA	Dow Jones	34.577	-0,7%	-0,6%	4,3%	8,8%
Emergentes	XCEM Equity	\$ 27,93	-1,9%	-1,3%	9,3%	8,3%
EUA	S&P	4.457	-1,3%	-1,3%	16,1%	11,3%
China	MCHI Equity	\$ 43,89	-4,4%	-2,0%	-7,6%	-7,5%
Europa	EZU Equity	\$ 43,57	-2,2%	-3,0%	10,4%	24,0%
Brasil	EWZ Equity	\$ 30,58	-2,7%	-2,2%	9,3%	0,3%
EUA	Nasdaq	13.762	-1,9%	-2,0%	31,5%	16,0%

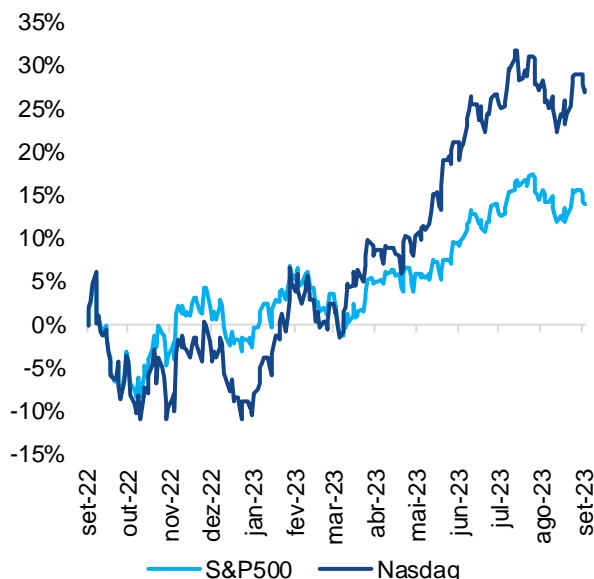
Índices	Código	8-set-23	Semana	Setembro	2023	12 meses
Fundos Imob.	IFIX	3.240	0,7%	0,1%	13,0%	8,9%
Indústria	INDX	20.391	-2,3%	1,1%	1,8%	2,5%
Mat. Básicos	IMAT	5.480	-2,9%	2,0%	-5,7%	13,0%
Ibovespa	IBOV	115.313	-2,2%	1,4%	5,1%	4,9%
Small Caps	SMLL	2.155	-2,9%	0,7%	7,3%	-3,3%
Utilities	UTIL	9.625	-2,3%	-0,3%	4,6%	1,4%
Consumo	ICON	2.872	-2,9%	0,9%	-2,1%	-17,4%
Finanças	IFNC	11.286	-3,1%	-1,2%	10,1%	4,3%

Visão estratégica

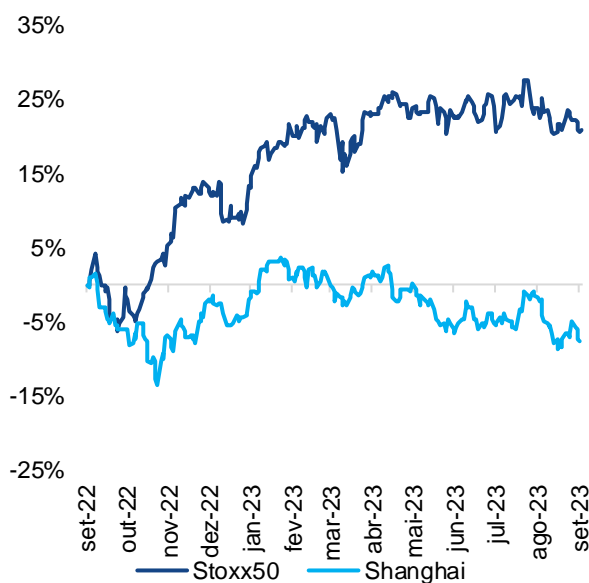
Renda Variável

Internacional

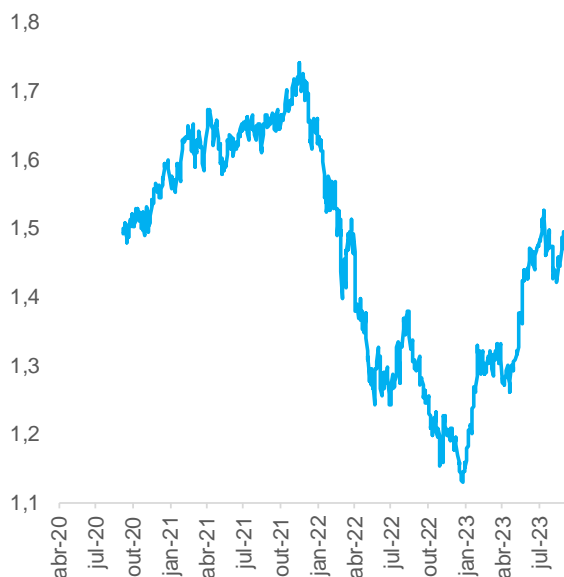
S&P e Nasdaq



Shanghai vs Euro stoxx

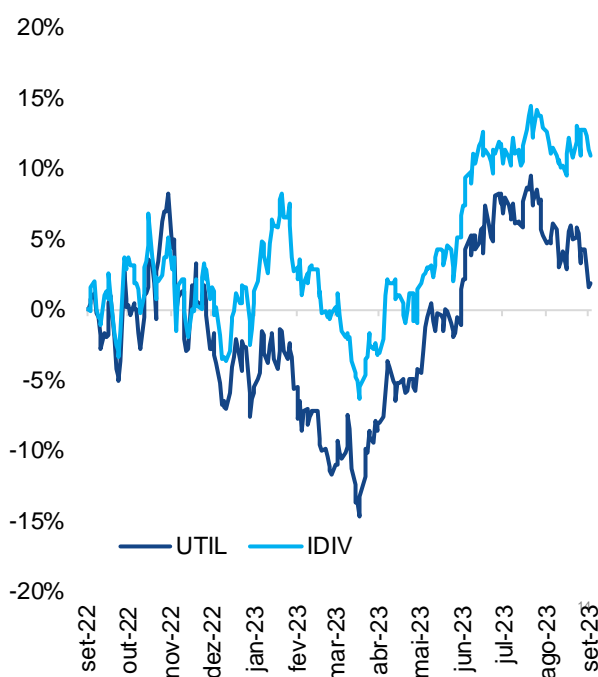
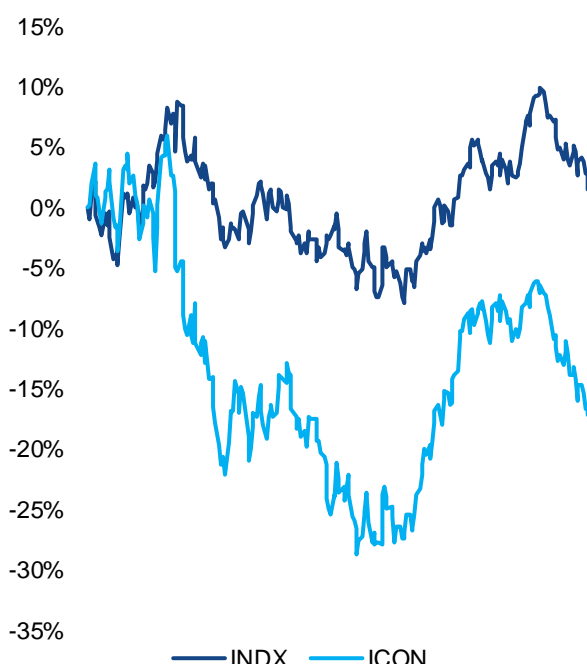
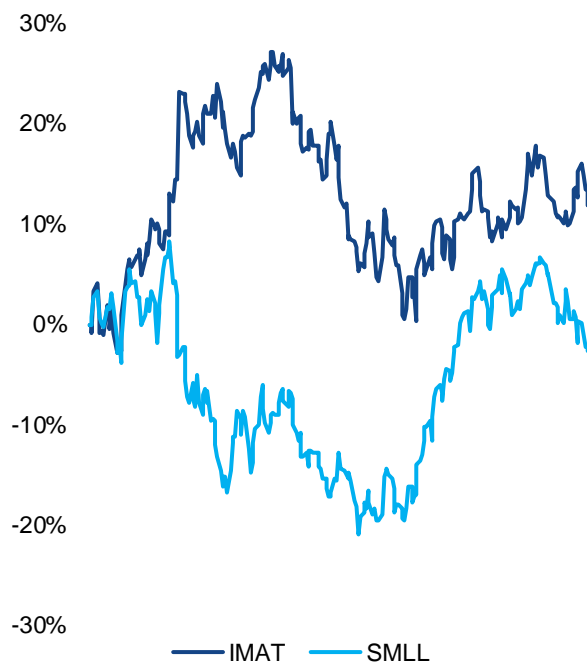


Cíclicos vs defensivos



Doméstico

Desempenho 12 meses (%)

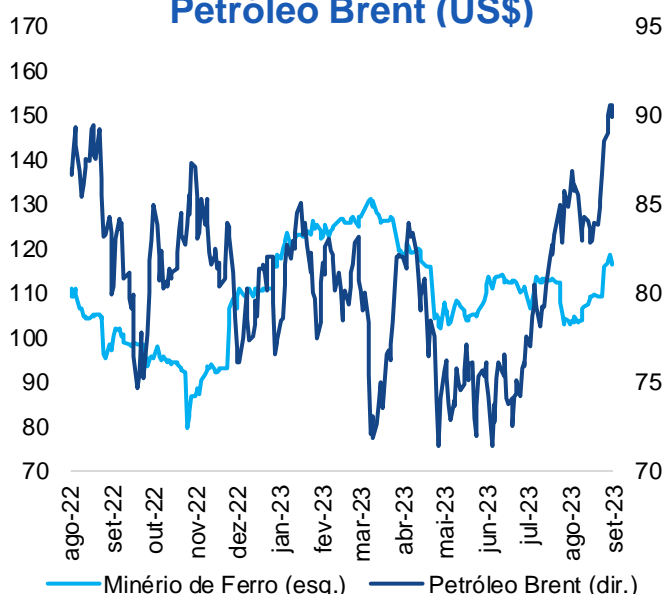


Visão estratégica

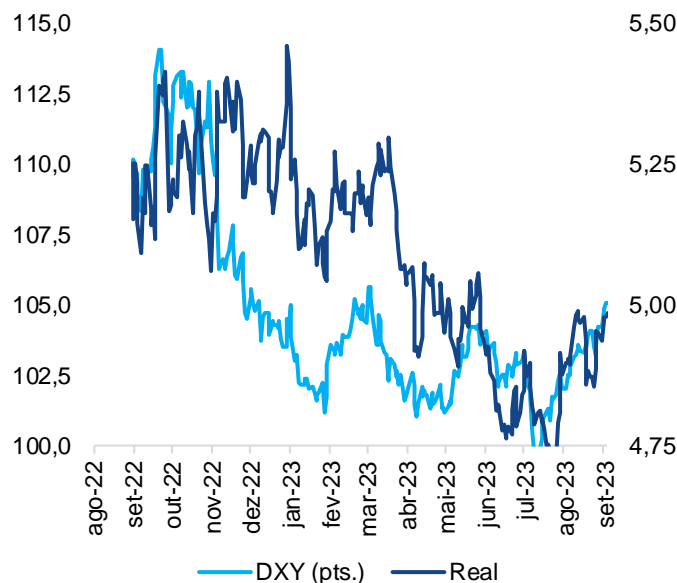
Commodities e moedas

A aversão ao risco voltou a fortalecer o Dólar no mundo, com o Real virando passageiro nesse movimento. Por sua vez, continuidade de surpresa positiva com os dados americanos pesam sobre alguns ativos de risco, mas fortalecem as expectativas de que a demanda americana por petróleo permanecerá resiliente. Por outro lado, o cenário de oferta segue restritivo, uma combinação que fortalece o preço na margem.

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



DXY Index vs Real



Commodity	Bolsa		8-set-23	Semana	Setembro	2023	12 meses
CRB Index			548,87	-0,7%	-0,2%	-1,1%	-4,4%
Café	Nova Iorque	\$	148,65	-2,1%	-3,0%	-10,4%	-27,9%
Gado	Chicago	\$	183,23	1,7%	1,6%	13,3%	16,4%
Minério de Ferro	Cingapura	\$	113,33	-0,6%	0,1%	2,4%	20,8%
Soja (bu)	Chicago	\$	1.363,00	-0,5%	-0,7%	-3,8%	2,4%
Petróleo Brent	Londres	\$	90,65	2,4%	3,6%	10,4%	12,8%
Ouro		\$	1.919,08	-1,1%	-1,1%	5,2%	12,3%
Milho (bu)	Chicago	\$	483,75	0,5%	1,7%	-20,8%	-21,7%

Moedas	País		8-set-23	Semana	Setembro	2023	12 meses
DXY	EUA		105,09	0,8%	1,4%	1,2%	-4,2%
Dólar	EUA	R\$	4,99	0,7%	0,3%	-5,6%	-4,4%
Peso Mexicano	México	R\$	0,28	-2,1%	-2,8%	4,5%	8,5%
Libra Esterlina	Inglaterra	R\$	6,21	-0,3%	-1,1%	-2,3%	3,6%
Yuan	China	R\$	0,68	-0,5%	-0,5%	-10,4%	-9,5%
Euro	Europa	R\$	5,33	0,0%	-0,6%	-5,3%	2,3%
Rand Sul-Africano	África do Sul	R\$	0,26	-0,7%	-1,2%	-16,3%	-12,4%

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.btgactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx