

## Cenário crescentemente desafiador

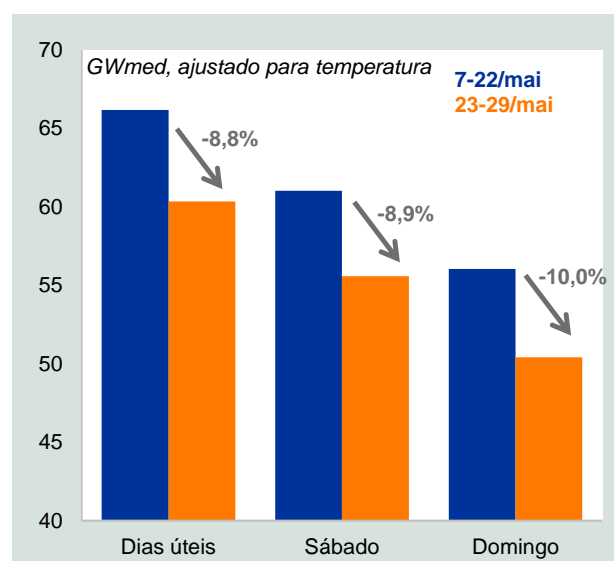
- Reduzimos as projeções de crescimento do PIB de 2,0% para 1,7% em 2018 e de 2,8% para 2,5% em 2019, devido ao aperto das condições financeiras e ao impacto da paralisação dos caminhoneiros.
- Pioramos nossas projeções de resultado primário de -1,9% do PIB para -2,1% do PIB em 2018 e de -1,2% para -1,4% do PIB em 2019, incorporando as medidas tomadas para encerrar a paralisação dos caminhoneiros e o menor crescimento econômico.
- Revisamos a nossa projeção de taxa de câmbio para 3,70 reais por dólar no fim de 2018 e 2019 (ante 3,50).
- Elevamos ligeiramente as projeções de inflação para 3,8% este ano e 4,1% em 2019. As paralisações dos caminhoneiros devem provocar apenas uma pressão transitória na inflação, mas a depreciação cambial tende a exercer leve pressão altista.
- O Banco central (BC) deve manter a taxa Selic em 6,5% até o fim do ano. A dinâmica cambial pode influenciar as próximas decisões apenas se impactar de forma relevante as expectativas de inflação.

### Paralisação dos caminhoneiros deve afetar crescimento

A economia manteve a recuperação gradual até abril. O PIB mostrou crescimento dessazonalizado de 0,4% no 1T18 ante o trimestre anterior. As aberturas mostraram um quadro ligeiramente melhor da demanda doméstica, com avanços de 0,5% do consumo das famílias e de 0,6% do investimento fixo. Em abril, a produção industrial avançou 0,8% (variação mensal dessazonalizada), e projetamos alta de 1,0% das vendas do varejo (conceito restrito).

Há evidências de interrupção nas cadeias de produção e suprimentos a partir de 23 de maio, o que deve gerar muita volatilidade nos dados mensais de atividade para maio (queda com interrupção), junho (alta por normalização e compensação da interrupção) e julho (queda por perda de influência da compensação). Os indicadores de alta frequência sugerem impacto relevante na produção industrial de maio – nossa projeção preliminar é uma queda mensal dessazonalizada de 6,4%. O consumo de energia elétrica é um dos sinais do impacto de curto prazo, tendo recuado fortemente a partir do dia 23 de maio (ver gráfico). O volume de vendas do varejo também pode ter sido afetado, mas em menor magnitude.

### Consumo de energia elétrica sugere forte impacto das paralisações na produção industrial



Fonte: Itaú

### O efeito das paralisações no crescimento anual do PIB pode ser decomposto em dois canais:

- Impacto direto na **oferta agregada**, que não será compensado após a normalização do transporte. Esse efeito é imediato. O principal choque ocorre na produção industrial (e serviços associados, como transporte e armazenamento), mas também há evidências de perdas nos serviços prestados às famílias e na produção agropecuária. A evolução dos dados de alta frequência em junho é importante para avaliar a magnitude desse canal.

- Impacto via **demanda agregada devido à queda na confiança**. Esse efeito deverá ser sentido nos próximos meses. As concessões feitas pelo governo para terminar a paralisação têm impacto fiscal, e a paralisação da produção, ainda que temporária, aumenta a incerteza da economia. A consequência é uma redução da confiança de consumidores e empresários.

**Reduzimos as projeções de crescimento do PIB de 2,0% para 1,7% em 2018 e de 2,8% para 2,5% em 2019.** A revisão considera o aperto recente das condições financeiras e algum impacto das paralisações no crescimento de 2018, via oferta (-0,1 ponto percentual - p.p.) e via demanda (-0,1 p.p.).

**Elevamos as projeções de desemprego, em linha com o crescimento menor do PIB.** Com modelos que levam em conta o nosso novo cenário de crescimento do PIB e as sensibilidades de diferentes tipos de ocupação em relação à atividade, elevamos a projeção de desemprego ao fim de 2018 de 12,1% para 12,2% (nosso ajuste sazonal, 1T18: 12,5%) e de 11,5% para 11,8% ao fim de 2019. A taxa de desemprego média projetada para 2018 segue em 12,3% e, para 2019, sobe de 11,7% para 12,0%.

## Riscos fiscais de curto prazo aumentam

**O governo adotou uma série de medidas na negociação para encerrar a paralisação dos caminhoneiros, gerando um impacto fiscal negativo líquido de R\$ 6 bilhões no resultado primário de 2018.**

**Primeiro, o preço do litro do diesel será reduzido em R\$ 0,46 até o fim do ano, gerando um impacto negativo de R\$ 14 bilhões.** Desses, R\$ 0,30 virão através de um programa de subvenção do governo para a Petrobras e outros fornecedores do combustível, com impacto estimado em cerca de R\$ 10 bilhões. O programa será contabilizado como uma despesa não sujeita ao teto dos gastos públicos (chamada de crédito extraordinário). Os R\$ 0,16 restantes, por sua vez, virão da redução da Cide e do PIS/Cofins sobre o combustível, com impacto de R\$ 4 bilhões até o fim do ano.

**Segundo, como compensação a essa renúncia fiscal, o governo tomou medidas que somam R\$ 8 bilhões em 2018.** R\$ 4 bilhões serão obtidos com a reoneração da folha de pagamentos para alguns setores, o fim do Reintegra (programa de créditos tributários a exportadores) e do Regime Especial da Indústria Química (Reiq), além de ajustes na taxa de insumos para a indústria de bebidas, enquanto outros R\$ 4 bilhões virão de cortes de gastos discricionários.

Medidas para encerrar a paralisação dos caminhoneiros	Impacto em 2018 (R\$ bilhões)
<b>Impacto líquido = Custos - Compensações</b>	<b>-6</b>
<b>Custos</b>	<b>-14</b>
Redução da CIDE e do PIS/COFINS	-4
Programa de subvenção à Petrobras e outros fornecedores	-10
<b>Compensações</b>	<b>8</b>
Cortes de gastos discricionários	4
Redução da alíquota do Reintegra	2
Re-oneração da folha de pagamentos	1
Ajuste IPI para insumo do setor de bebidas	1
Fim do regime especial para a indústria química (REIQ)	0,2

Fonte: Itaú, Ministério da Fazenda

**Apesar dos riscos maiores, continuamos esperando que a meta de déficit primário do ano de 2,2% do PIB (R\$ 161 bilhões) seja cumprida.**

**Revisamos nossa estimativa de déficit primário em 2018 de 1,9% do PIB (R\$ 137 bilhões) para 2,1% do PIB (R\$ 146 bilhões).** A revisão decorre dos R\$ 6 bilhões das medidas mencionadas acima e dos R\$ 3 bilhões vindos da revisão para baixo do crescimento para o ano, parcialmente compensados por melhores dados correntes no ano. No caso do governo central, especificamente, esperamos déficit de 2,1% do PIB (R\$ 155 bilhões), frente a uma meta de 2,2% do PIB (R\$ 159 bilhões), de modo que novas decepções no crescimento econômico elevariam ainda mais o risco de descumprimento da meta do ano.

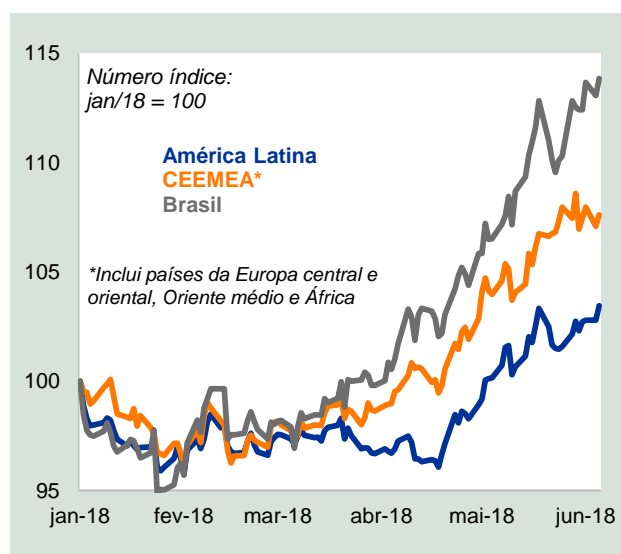
**Caso todas as medidas anunciadas sejam mantidas, haverá um impacto líquido negativo de R\$ 11 bilhões em 2019.** No entanto, supomos que, da redução do preço do diesel, apenas a redução da alíquota da Cide e do PIS/Cofins será permanente, visto que foi feita por prazo indeterminado, enquanto que o programa de subvenção foi criado por uma medida provisória que determina seu encerramento ao fim de 2018. Além disso, o programa é tratado em 2018 como um crédito extraordinário ao orçamento público. Se tornado permanente, no entanto, o governo teria dificuldades em respeitar o teto de gastos no ano, pois o programa provavelmente teria de ser incorporado como um gasto recorrente no orçamento. Sem o programa de subvenção, as medidas tomadas gerarão um impacto positivo de R\$ 5 bilhões em 2019.

**Para 2019, revisamos nossa estimativa de déficit primário de 1,2% do PIB (R\$ 94 bilhões) para 1,4% do PIB (R\$ 102 bilhões).** O impacto positivo de R\$ 5 bilhões citado acima será mais do que compensado pelo impacto de R\$ 10 bilhões decorrente das revisões para baixo de crescimento e de uma redução em R\$ 3 bilhões do resultado dos estados e municípios para o ano.

## Dólar mais forte no mundo, real mais pressionado

O real seguiu perdendo força contra o dólar ao longo do último mês, alcançando a mínima desde março de 2016. A moeda passou boa parte de maio em patamar próximo aos 3,70 reais por dólar. A volatilidade segue elevada, tanto em função do cenário internacional quanto do doméstico. Os temores de altas de juros mais intensas por parte do Federal Reserve (Fed, o banco central dos EUA) seguiram pressionando os mercados emergentes. As taxas de juros americanas de 10 anos (Treasuries) ultrapassaram os níveis de 3%, o que não era visto desde o fim de 2013/início de 2014. Existem incertezas associadas ao impacto que essa normalização da política monetária americana pode ter sobre outros países, entre eles a Argentina, importante parceiro comercial do Brasil, e a Itália. Internamente, as incertezas quanto à aprovação das reformas também permanecem elevadas, e o diferencial de juros (interno vs. externo), em patamares historicamente baixos, parece impactar a dinâmica do real.

### Dólar mais forte contra diferentes moedas no último mês



Fonte: Bloomberg, Itaú

O Banco Central aumentou sua atuação no mercado cambial, de forma a reduzir a volatilidade e corrigir eventuais disfuncionalidades. Além da rolagem integral dos vencimentos de junho e de julho, a autoridade monetária tem ofertado swaps adicionais.

Revisamos a nossa projeção de taxa de câmbio para 3,70 reais por dólar ao fim de 2018 e 2019 (ante 3,50), refletindo o ambiente global mais volátil. O aumento das incertezas em relação ao crescimento mundial, em

particular ao europeu, deve favorecer um cenário de dólar mais forte globalmente do que considerávamos anteriormente.

**Reconhecemos que existem riscos.** As incertezas advindas dos cenários internacional e doméstico (especialmente uma vez que a reforma da Previdência não foi aprovada) têm se mantido elevadas e podem permanecer assim ao longo dos próximos meses. Somam-se a isso o cenário de diferencial de juros muito baixo, diante do padrão histórico, e as incertezas associadas ao seu impacto total sobre o mercado cambial.

**Os dados na margem seguem mostrando as contas externas saudáveis.** A média móvel de três meses dessazonalizada e anualizada do déficit em conta corrente segue praticamente estável e em patamar baixo (em US\$ 5 bilhões) desde fevereiro, favorecida pelo bom desempenho da balança comercial, pelo baixo déficit de aluguel de equipamentos e de lucros e dividendos. O investimento estrangeiro direto continua sendo a principal fonte de financiamento do balanço de pagamentos, apesar do recuo nos últimos meses.

**Para os próximos anos, projetamos déficit em conta corrente ligeiramente maior, mas para valores menores do que projetávamos antes e sem comprometer a sustentabilidade externa.** Incorporamos o real mais depreciado e a atividade mais fraca nas nossas projeções. Projetamos superávit comercial<sup>1</sup> de US\$ 65 bilhões (ante US\$ 62 bilhões) em 2018 e de US\$ 57 bilhões (ante US\$ 50 bilhões) em 2019. Para a conta corrente, projetamos agora déficit de US\$ 19 bilhões (ante US\$ 25 bilhões) em 2018 e de US\$ 36 bilhões (ante US\$ 47 bilhões) em 2019.

### Elevamos ligeiramente as projeções para inflação para 3,8% este ano e 4,1% em 2019

Para este ano, nossa projeção para a inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) subiu de 3,7% para 3,8%, em razão da revisão no cenário para taxa de câmbio. Por ora, avaliamos que o impacto das paralisações dos caminhoneiros sobre o abastecimento e a oferta de alguns produtos – especialmente alimentos perecíveis e combustíveis –, provoque uma pressão pontual e transitória na inflação. No quadro geral, a inflação segue em patamar baixo, tanto no índice cheio quanto nas medidas de núcleo, com o IPCA mostrando variação de 1,3% de janeiro a maio (ante 1,4% no mesmo período de

<sup>1</sup> De acordo com divulgação do Ministério da Indústria, Comércio Exterior e Serviços (Mdic)

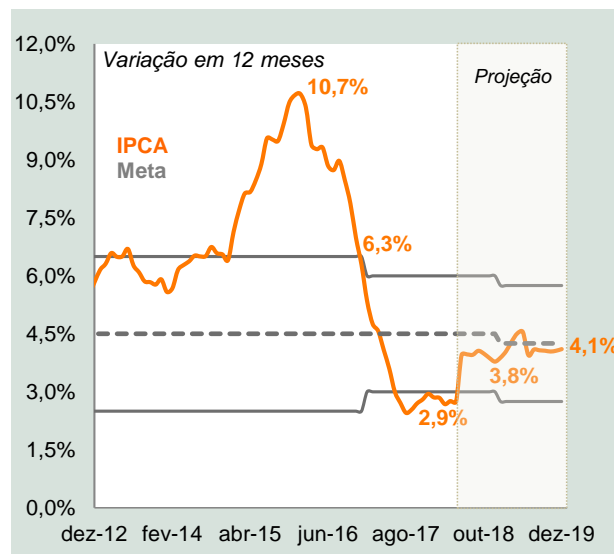
2017), e a taxa em 12 meses atingindo 2,86%. Para a frente, prevemos aceleração da inflação em 12 meses, para 4,0% em junho – com estimativa de alta mensal de 0,95% para o IPCA (contra -0,2% em junho do ano passado) –, subindo para 4,1% em setembro, em razão do descarte de taxas negativas da alimentação no domicílio registrado no terceiro trimestre de 2017.

**Em termos desagregados, projetamos variação de 3,0% dos preços livres (ante 1,3% em 2017) e de 6,2% dos preços administrados (ante 8,0% em 2017).** A

projeção para a inflação em nível ainda abaixo da meta terá como fatores determinantes: menor inércia herdada da inflação passada; safra agrícola menor do que no ano passado, mas ainda favorável, aliada a um bom nível de estoques; expectativas de inflação ancoradas; e hiato do produto em terreno negativo. No âmbito dos preços livres, prevemos alta de 4,0% da alimentação no domicílio, após queda de 4,9% em 2017. Apesar do aumento nos preços da alimentação no domicílio abaixo do padrão sazonal no início do ano (1,0% de janeiro a maio), esperamos uma maior pressão de alta ao longo do segundo semestre, em razão do aumento nos preços dos grãos e da pressão recente sobre a taxa de câmbio. Para os preços industriais, prevemos alta de 2,1%, depois do resultado atipicamente baixo de 2017, quando subiu 1,0%. Para os serviços, projetamos nova queda na inflação, de 4,5% para 3,1%, em grande parte por causa dos efeitos da menor inércia inflacionária e da taxa de desemprego ainda elevada. No tocante aos preços administrados, elevamos a projeção para a gasolina de alta de 5% para 8% (ante 10% em 2017), levando em conta a nossa revisão no cenário para taxa de câmbio. Para a energia elétrica, mantivemos a projeção de alta de 8% no ano (após 10% em 2017), seguindo a hipótese de bandeira tarifária amarela em dezembro. Para os outros itens administrados com peso relevante, prevemos alta de: 12%, para planos de saúde; 7%, para tarifa de ônibus urbano; 4%, para taxa de água e esgoto; e 2,5%, para remédios.

**Para 2019, nossa projeção para inflação medida pelo IPCA subiu de 4,0% para 4,1%, também refletindo o cenário de câmbio mais depreciado.** Para os preços livres, projetamos alta de 3,8%; enquanto, para os administrados, de 5,0%.

## Inflação abaixo da meta



Fonte: BCB, IBGE, Itaú

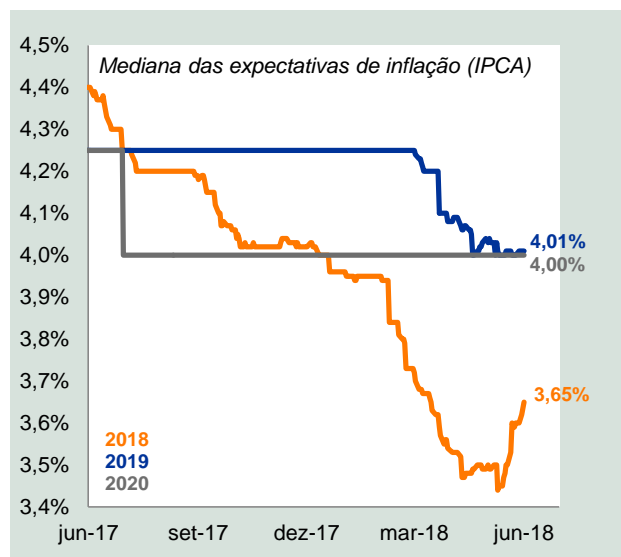
**Os principais fatores de risco para o cenário de inflação seguem atrelados à evolução tanto do cenário doméstico quanto do internacional.** A incerteza quanto à continuidade das reformas e ajustes necessários na economia em 2019 pode gerar pressões adicionais sobre prêmios de risco e a taxa de câmbio mais à frente, com impactos sobre a trajetória futura da inflação. Com relação ao ambiente externo, já houve alguma reversão no cenário até então favorável para economias emergentes – com leve piora na margem –, refletindo maiores riscos de mudanças na política econômica em economias desenvolvidas e de maior aperto das condições financeiras globais, além de acirramento nas tensões geopolíticas. O aumento desses riscos, juntamente com o diferencial de juros em patamar historicamente baixo, já vem se refletindo em pressão sobre a moeda brasileira.

**O nível elevado de ociosidade da economia pode contribuir para uma inflação mais bem comportada dos preços livres.** Um fechamento mais lento do hiato do produto, diante da perda de força do crescimento da economia, e a manutenção da taxa de desemprego em nível acima do patamar histórico normal por mais tempo, podem resultar num comportamento mais favorável da inflação dos preços livres, especialmente daqueles mais sensíveis ao ciclo econômico, como serviços e bens industriais. A inflação dos serviços abaixo do esperado no mês passado reforça essa possibilidade. Nesse sentido, um nível ainda elevado de ociosidade da economia pode contribuir para atenuar eventual pressão inflacionária advinda de uma taxa de câmbio mais depreciada.



As expectativas de inflação seguem bem ancoradas, com folga em relação à meta deste ano e do próximo. A mediana das expectativas de inflação para 2018, medida pela pesquisa Focus, do Banco Central, subiu de 3,49% para 3,65%, situando-se em 0,85 p.p. abaixo da meta, de 4,50%. Por sua vez, a mediana para 2019 se manteve em 4,0% – com pequena folga em relação à meta, de 4,25% –, assim como para 2020, nesse caso, ancorada no valor da meta do ano.

### Expectativas de inflação ancoradas



Fonte: BCB (Pesquisa Focus)

### Política monetária: Selic estável por algum tempo

No Brasil, o Comitê de Política Monetária (Copom), do BC, surpreendeu grande parte do mercado e decidiu encerrar o ciclo de cortes de juros, mantendo a taxa Selic inalterada, em 6,50%. De acordo com o comunicado do comitê, a decisão foi baseada na alteração do balanço de riscos decorrente da reversão do cenário externo, que tornou desnecessária uma flexibilização adicional para mitigar o risco de postergação da convergência da inflação rumo às metas. Na ata da reunião, o Copom sinalizou que julga adequado manter a taxa Selic estável ao longo das próximas reuniões, em virtude do referido balanço de riscos e das projeções de inflação em níveis que a autoridade monetária considera confortáveis.

Sobre a recente depreciação do real, o comitê destacou que a política monetária não reagirá de forma automática à evolução da taxa de câmbio. O foco, segundo o Copom, será exclusivamente o comportamento das projeções e expectativas de inflação, no seu balanço de riscos e na atividade econômica. O Copom também observou que a intensidade do repasse cambial depende de vários fatores, como o nível de ociosidade na economia e da ancoragem das expectativas de inflação. Portanto, deve pesar para as próximas decisões a avaliação do comitê sobre o impacto das oscilações cambiais nos níveis de preços e a necessidade – ou não – de ações de política monetária que visem combater seus efeitos secundários sobre as expectativas de inflação.

Nosso cenário base é de que a taxa Selic permanecerá estável em 6,5% até o fim do ano. Mas entendemos que a postura da política monetária continuará dependente da dinâmica da taxa de câmbio e, em especial, de seu impacto nos dados de inflação e expectativas de inflação, particularmente para 2019.

## Projeções: Brasil

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P
<b>Atividade Econômica</b>								
Crescimento real do PIB - %	1,9	3,0	0,5	-3,5	-3,5	1,0	1,7	2,5
PIB nominal - BRL bi	4.815	5.332	5.779	5.996	6.259	6559,9	6.998	7.480
PIB nominal - USD bi	2.463	2.468	2.455	1.800	1.795	2055,3	1.977	2.021
População (milhões de hab.)	198,7	200,4	202,2	203,9	205,5	207,1	208,6	210,1
PIB per capita - USD	12.399	12.314	12.141	8.829	8.736	9925	9.478	9.623
Taxa Nacional de Desemprego - média anual (*)	7,4	7,1	6,8	8,5	11,5	12,7	12,3	12,0
Taxa Nacional de Desemprego - fim do ano (*)	7,5	6,8	7,1	9,6	12,7	12,4	12,2	11,8
<b>Inflação</b>								
IPCA - %	5,8	5,9	6,4	10,7	6,3	2,9	3,8	4,1
IGP-M - %	7,8	5,5	3,7	10,5	7,2	-0,5	6,8	4,2
<b>Taxa de Juros</b>								
Selic - final do ano - %	7,25	10,00	11,75	14,25	13,75	7,00	6,50	8,00
<b>Balanco de Pagamentos</b>								
BRL / USD - final de período	2,05	2,36	2,66	3,96	3,26	3,31	3,70	3,70
Balança comercial - USD bi	19	2	-4	20	48	67	65	57
Conta corrente - % PIB	-3,0	-3,0	-4,2	-3,3	-1,3	-0,5	-1,0	-1,8
Investimento direto no país - % PIB	3,5	2,8	3,9	4,2	4,4	3,4	3,9	3,5
Reservas internacionais - USD bi	379	376	374	369	372	382	382	382
<b>Finanças Públicas</b>								
Resultado primário - % do PIB	2,2	1,7	-0,6	-1,9	-2,5	-1,7	-2,1	-1,4
Resultado nominal - % do PIB	-2,3	-3,0	-6,0	-10,2	-9,0	-7,8	-7,2	-6,1
Dívida bruta - % PIB	53,7	51,5	56,3	65,5	70,0	74,0	75,5	76,4
Dívida pública líquida - % do PIB	32,3	30,6	33,1	36,0	46,2	51,6	54,3	57,1

Fonte: IBGE, FGV, BCB e Itaú

(\*) Taxa de desemprego medida pela Pnad Contínua

## Pesquisa macroeconômica – Itaú

Mario Mesquita – Economista-Chefe

Para acessar nossas publicações e projeções visite nosso site:

<http://www.itaubba.com.br/itaubba-pt/analises-economicas/publicacoes/>

**App Itaú Análises Econômicas**  
Nossos relatórios no seu celular.

Baixe agora na App Store ou no Google Play.



## Informações relevantes

1. Este relatório foi preparado e publicado pelo Departamento de Pesquisa Macroeconômica do Banco Itaú Unibanco S.A. ("Itaú Unibanco"). Este relatório não é um produto do Departamento de Análise de Ações do Itaú Unibanco ou da Itaú Corretora de Valores S.A. e não deve ser considerado um relatório de análise para os fins do artigo 1º da Instrução CVM n.º 483, de 6 de Julho de 2010.
2. Este relatório tem como objetivo único fornecer informações macroeconômicas, e não constitui e nem deve ser interpretado como sendo uma oferta de compra ou venda ou como uma solicitação de uma oferta de compra ou venda de qualquer instrumento financeiro, ou de participação em uma determinada estratégia de negócios em qualquer jurisdição. As informações contidas neste relatório foram consideradas razoáveis na data em que o relatório foi divulgado e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. O Grupo Itaú Unibanco não dá nenhuma segurança ou garantia, seja de forma expressa ou implícita, sobre a integridade, confiabilidade ou exatidão dessas informações. Este relatório também não tem a intenção de ser uma relação completa ou resumida dos mercados ou desdobramentos nele abordados. As opiniões, estimativas e projeções expressas neste relatório refletem a opinião atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data de sua divulgação e estão, portanto, sujeitas a alterações sem aviso prévio.] O Grupo Itaú Unibanco não tem obrigação de atualizar, modificar ou alterar este relatório e de informar o leitor.
3. O analista responsável pela elaboração deste relatório, destacado em negrito, certifica, por meio desta que as opiniões expressas neste relatório refletem, de forma precisa, única e exclusiva, suas visões e opiniões pessoais, e foram produzidas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao Itaú Unibanco, à Itaú Corretora de Valores S.A. e demais empresas do Grupo.
4. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento por escrito do Itaú Unibanco. Informações adicionais sobre os instrumentos financeiros discutidos neste relatório se encontram disponíveis mediante solicitação. O Itaú Unibanco e/ou qualquer outra empresa de seu grupo econômico não se responsabiliza, e tampouco se responsabilizará por quaisquer decisões, de investimento ou de outra forma, que forem tomadas com base nos dados aqui divulgados.

Observação Adicional nos relatórios distribuídos no **(i) Reino Unido e Europa**: O único propósito deste material é fornecer informação apenas, e não constitui ou deve ser interpretado como proposta ou solicitação para aderir a qualquer instrumento financeiro ou participar de qualquer estratégia de negócios específica. Os instrumentos financeiros discutidos neste material podem não ser adequados a todos os investidores e são voltados somente a Contrapartes Elegíveis e Profissionais, conforme definição da Autoridade de Conduta Financeira. Este material não leva em consideração os objetivos, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer cliente em particular. Os clientes precisam obter aconselhamento financeiro, legal, contábil, econômico, de crédito e de mercado individualmente, com base em seus objetivos e características pessoais antes de tomar qualquer decisão fundamentada na informação aqui contida. Ao acessar este material, você confirma estar ciente das leis em sua jurisdição referentes a provisão e venda de produtos de serviço financeiro. Você reconhece que este material contém informações proprietárias e concorda em manter esta informação em confidencialidade. O Itaú BBA International plc (IBBAInt) se isenta de qualquer obrigação por perdas, sejam diretas ou indiretas, que possam decorrer do uso deste material e de seu conteúdo e não tem obrigação de atualizar a informação contida neste documento. Você também confirma que compreende os riscos relativos aos instrumentos financeiros discutidos neste material. Devido a regulamentos internacionais, nem todos os instrumentos/serviços financeiros podem estar disponíveis para todos os clientes. Esteja ciente e observe tais restrições quando considerar uma potencial decisão de investimento. O desempenho e previsões passadas não são um indicadores fiáveis dos resultados futuros. A informação aqui contida foi obtida de fontes internas e externas e é considerada confiável até a data de divulgação do material, porém o IBBAInt não faz qualquer representação ou garantia quanto à completude, confiabilidade ou precisão da informação obtida por terceiros ou fontes públicas. Informações adicionais referentes aos produtos financeiros discutidos neste material são disponibilizadas mediante solicitação. O Itaú BBA International plc tem escritório registrado no endereço 20th floor, 20 Primrose Street, London, United Kingdom, EC2A 2EW e é autorizado pela Prudential Regulation Authority e regulamentado pela Financial Conduct Authority e pela Prudential Regulation Authority (FRN 575225) – O braço em Lisboa do Itaú BBA International plc é regulamentado pelo Banco de Portugal para conduzir negócios. O Itaú BBA International plc tem escritórios de representação na França, Alemanha e Espanha autorizados a conduzir atividades limitadas e as atividades de negócios conduzidas são regulamentadas por Banque de France, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e Banco de España, respectivamente. Contate seu gerente de relacionamento se tiver perguntas; **(ii) U.S.A.**: O Itaú BBA USA Securities, Inc., uma empresa membra da FINRA/SIPC, está distribuindo este relatório e aceita a responsabilidade pelo conteúdo deste relatório. Qualquer investidor norte-americano que receba este relatório e que deseje efetuar qualquer transação em qualquer segurança discutida neste documento deve fazê-lo com o Itaú BBA USA Securities, Inc., no 767 Fifth Avenue, 50th Floor, New York, NY 10153; **(iii) Ásia**: Este relatório é distribuído em Hong Kong e Japão pela Itaú Asia Securities Limited, licenciada em Hong Kong pela Securities and Futures Commission para a atividade regulamentada do Tipo 1 (negociação de ativos financeiros). A Itaú Asia Securities Limited aceita toda a responsabilidade regulatória pelo conteúdo deste relatório. Em Hong Kong, investidores que desejam comprar ou negociar os instrumentos financeiros avaliados neste relatório devem entrar em contato com a Itaú Asia Securities Limited no endereço 29th Floor, Two IFC, 8 Finance Street – Central, Hong Kong; **(iv) Oriente Médio**: Este relatório é distribuído pela Itaú Middle East Limited. A Itaú Middle East Limited é regulamentada pela Autoridade de Serviços Financeiros de Dubai, com endereço na Suite 305, Level 3, Al Fattan Currency House, Dubai International Financial Centre, PO Box 482034, Dubai, United Arab Emirates. Este material é voltado somente a Clientes Profissionais (conforme definição do módulo DFSA Conduta de Negócios) e outras pessoas não devem tomar decisões com base no mesmo; **(v) Brasil**: Itaú Corretora de Valores S.A., a subsidiary of Itaú Unibanco S.A authorized by the Central Bank of Brazil and approved by the Securities and Exchange Commission of Brazil, is distributing this report. If necessary, contact the Client Service Center: 4004-3131\* (capital and metropolitan areas) or 0800-722-3131 (other locations) during business hours, from 9 a.m. to 8 p.m., Brasília time. If you wish to re-evaluate the suggested solution, after utilizing such channels, please call Itaú's Corporate Complaints Office: 0800-570-0011 (on business days from 9 a.m. to 6 p.m., Brasília time) or write to Caixa Postal 67.600, São Paulo-SP, CEP 03162-971. \*Custo de uma Chamada Local