

## Atividade perde ímpeto

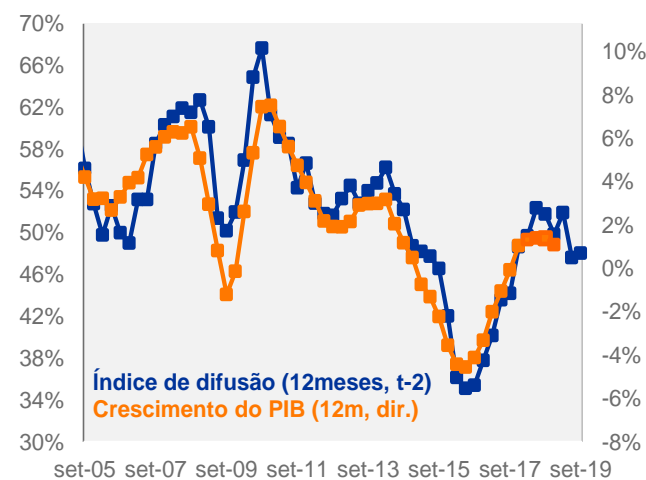
- ▶ Reduzimos as projeções de crescimento em 2019 (de 1,3% para 1,0%) e 2020 (de 2,5% para 2,0%). A evolução recente da atividade reforça nossa visão de que o ajuste fiscal e a redução de subsídios creditícios têm contribuído para uma queda da taxa de juros neutra.
- ▶ Revisamos nossa estimativa de déficit primário para 2019 de 1,5% para 0,8% do PIB, após incluir a receita extraordinária esperada com o leilão da cessão onerosa. Para 2020, pioramos nossa estimativa de 1,0% para 1,1% do PIB. O cenário é estritamente dependente da aprovação da reforma da Previdência, cujo impacto em termos fiscais deve ser entre 50% e 75% da proposta enviada pelo governo.
- ▶ Mantivemos a nossa projeção de taxa de câmbio para 3,80 reais por dólar no fim de 2019 e 3,90 reais por dólar em 2020.
- ▶ Mantemos nossa projeção de inflação em 3,6% neste ano e no próximo.
- ▶ Política monetária: acreditamos que a fraqueza da atividade e a inflação baixa devem abrir espaço para novos cortes, mas este cenário continua sendo condicional à aprovação da reforma da Previdência.

## Mais sinais de desaceleração da atividade

Com base nos indicadores de atividade de março, reduzimos nossa projeção para o PIB no 1T19 de -0,1% para -0,2% na comparação trimestral dessazonalizada. A principal contribuição para isso foi a produção industrial, que recuou 1,3% ante fevereiro (com ajuste sazonal). Ademais, a confiança do empresário não se recuperou em abril, após forte queda em março, e a criação de empregos medida pelo Caged está desacelerando – fatores que nos levam a crer, em linha com as impressões colhidas junto ao setor real ([ver Orange Book: Em compasso de espera](#)), que a incerteza associada à implementação de reformas tem pesado em alguma medida sobre a atividade econômica. Completando o quadro de desaceleração, nosso indicador de difusão da atividade também recuou significativamente no 1T19 (ver gráfico).

O quadro de expansão do consumo e estagnação do investimento parece ter continuado no primeiro trimestre deste ano. Projetamos alta de 0,3% para o consumo e queda de 0,9% para a formação bruta de capital fixo, ante o quarto trimestre do ano passado com ajuste sazonal. Do lado da oferta, um destaque tem sido o setor de construção, responsável por cerca de 4% do PIB, cuja atividade ainda está 30% abaixo do pico pré-recessão, sem nenhuma recuperação na margem, quando olhamos para o setor como um todo.

## Indicador de difusão aponta desaceleração da atividade



\* O indicador de difusão é composto por 56 séries de dados extraídas dos componentes da produção industrial (PIM), vendas no varejo (PMC), pesquisa mensal de serviços (PMS) e criação de empregos formais (CAGED)

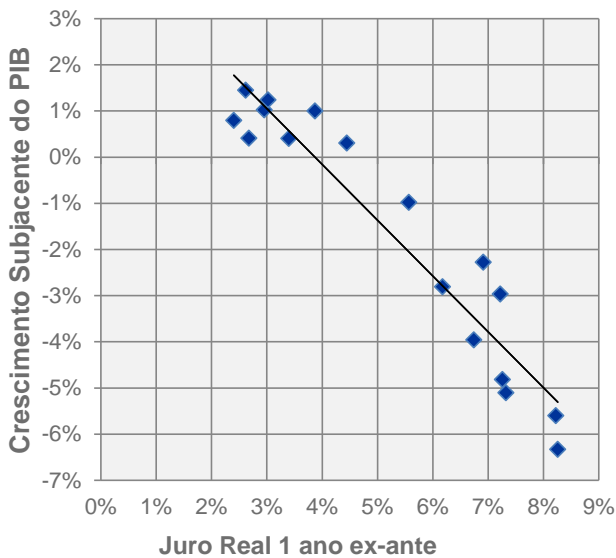
Fonte: IBGE, Ministério da Economia, Itaú

Como principal motivo por trás dessa fraqueza, acreditamos que a taxa de juros neutra tenha se deslocado para baixo, devido ao ajuste fiscal e à redução dos subsídios creditícios. Uma análise simplificada da relação entre o crescimento do PIB e a taxa de juros indica que a taxa de juros real atual (em torno de 2,8%) não é, por si só, suficiente para que a economia cresça significativamente acima de 1%. A seguir, apresentamos o gráfico de 2015 a 2019, que

contempla o período de ajuste fiscal, iniciado com a contração dos desembolsos do BNDES já em 2015.

**Acreditamos que o crescimento do PIB poderá acelerar para 2,0% no próximo ano, após corte da taxa Selic para 5,5%, levando a taxa de juro real ex-ante para 1,8% no início de 2020.** Essa visão é baseada em modelos estimados com séries de dados a partir de 2015, de forma a capturar apenas o período de ajuste fiscal.

**Taxa de juro real de 3% (próxima ao nível atual) é compatível com crescimento de apenas 1%**



Fonte: FGV, Ministério da Economia, Itaú

**Cessão onerosa alivia fiscal no curto prazo; reequilíbrio depende de reformas**

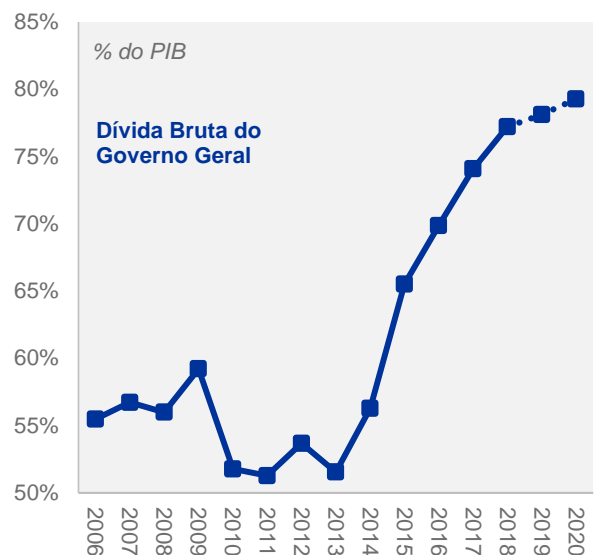
**Esperamos que o leilão de petróleo do excedente da cessão onerosa melhorará o resultado primário de 2019 em cerca de R\$ 52 bilhões (0,7% do PIB).** O leilão está agendado para 28 de outubro, com outorga prevista de R\$ 107 bilhões, sendo R\$ 34 bilhões destinados a Petrobras. Acreditamos que, do total, R\$ 21 bilhões serão transferidos aos estados e municípios e usados em sua totalidade para quitar despesas atrasadas. O valor restante, R\$ 52 bilhões (0,7% do PIB), deve ser alocado à União, melhorando o resultado primário de 2019. Vale notar que esses repasses, tanto para a Petrobras como para os entes subnacionais, terão de ser incluídos como exceção ao teto de gastos públicos, provavelmente por meio de um crédito extraordinário ao orçamento, com aval do Congresso e do Tribunal de Contas da União.

**Com essa receita extraordinária, revisamos nossa estimativa de déficit primário para o ano de 1,5% do PIB (R\$ 110 bilhões) para 0,8% do PIB (R\$ 60 bilhões).** Excluindo o leilão da cessão onerosa, o déficit primário seria de 1,5% do PIB (R\$ 112 bilhões), ainda assim inferior ao limite dado pela meta de déficit de 1,8% do PIB (R\$ 132 bilhões).

**Para 2020, alteramos nossa estimativa de déficit primário de 1,0% do PIB (R\$ 79 bilhões) para 1,1% do PIB (R\$ 86 bilhões).** A revisão decorre das reduções do crescimento esperado tanto para este ano quanto para o próximo. O resultado continua condicional ao avanço de reformas que levem a uma melhora gradual do resultado primário a patamares consistentes com a estabilização da dívida pública.

**Sem reformas, o cumprimento do teto de gastos dificilmente será viável a partir de 2020, e o reequilíbrio fiscal estará ameaçado.** A continuação da tendência da dívida pública, atualmente insustentável (ver gráfico), aumentaria as dúvidas sobre a consistência da ainda frágil retomada da atividade econômica e da manutenção das taxas de juros em níveis historicamente baixos.

**Dívida bruta em trajetória insustentável**



Fonte: Banco Central, Itaú

**Em particular, apesar do ruído observado nas etapas iniciais de tramitação, esperamos aprovação da reforma da Previdência no terceiro trimestre de 2019 na Câmara dos Deputados e no quarto trimestre no Senado.** O governo enviou uma proposta ambiciosa ao Congresso Nacional, cujo

impacto estimamos ser de R\$1,25 trilhão nos dez anos entre 2020 e 2029, equivalente a um resultado primário em torno de 2,5 p.p. do PIB mais elevado em 2027 (o valor varia de acordo com o ano-base, sendo menor nos anos iniciais) ([ver Macrovisão: Reforma da Previdência item a item: impactos e diluições](#)) No entanto, dúvidas com relação à sua aprovação permanecem. A proposta foi aprovada pela Comissão de Constituição e Justiça (CCJ) da Câmara dos Deputados e está tramitando por uma comissão especial, na qual poderá sofrer diluições, antes de ir à votação no plenário da Casa.

**Acreditamos que a versão final a ser aprovada pelo Congresso terá impacto fiscal de 50% a 75% em relação ao do texto enviado pelo governo, ou seja, uma economia acumulada nos dez anos entre 2020 e 2029 entre R\$ 670 e R\$ 990 bilhões, o que equivale a um resultado primário entre 1,4 p.p. e 1,9 p.p. do PIB mais elevado em 2027.**

Nossa confiança na aprovação da reforma deriva da existência de uma maioria nocial no Congresso que não se opõe conceitual ou ideologicamente à proposta e que pode ser mobilizada para as votações, bem como do consenso, entre formadores de opinião, sobre a necessidade de se restaurar a sustentabilidade financeira do sistema previdenciário. Cabe notar, adicionalmente, que a aprovação não interessa apenas ao governo federal, mas também a governos regionais, cuja situação financeira tende a ser muito afetada pela pressão dos gastos com aposentadorias.

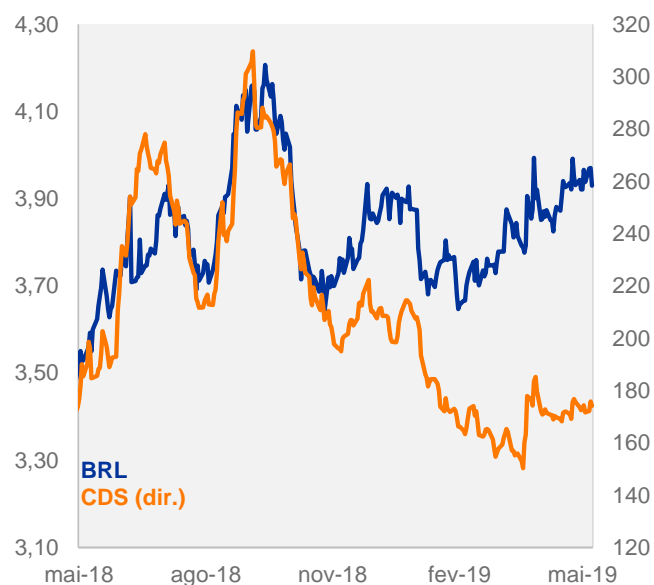
## Real ligeiramente mais fraco do que o sugerido pelos fundamentos

**Real seguiu pressionado no último mês.** Incertezas domésticas e globais pressionaram o real nas últimas semanas, e a taxa de câmbio oscilou em torno dos 3,90 reais por dólar. O CDS, por sua vez, segue flutuando em torno dos 170 p.b., refletindo, em parte, o otimismo com a perspectiva de uma agenda de ajustes e reformas domésticas.

**Há espaço para apreciação moderada no real no curto prazo, se o cenário internacional não piorar.** A moeda não acompanhou o movimento do risco-país. De fato, nossos modelos indicam que o real estaria mais desvalorizado do que o sugerido pelos fundamentos. Apesar do descolamento entre os dois ativos, o espaço para apreciação da moeda é apenas moderado, uma vez que o diferencial de juros em patamares mínimos históricos tem pressionado o real.

Por outro lado, o leilão de petróleo do excedente da cessão onerosa poderá gerar fluxos de entrada de capital e assim pressões para apreciação do real no final do ano.

Real em torno dos 3,90



Fonte: Bloomberg, Itaú

**Mantivemos a nossa projeção de taxa de câmbio para 3,80 reais por dólar no fim de 2019 e 3,90 reais por dólar em 2020.**

**O déficit em conta corrente permanece em patamar historicamente baixo.** O investimento direto no país segue em patamar elevado (US\$ 89 bilhões) e é a principal fonte de financiamento do déficit em conta corrente (0,7% do PIB em março). Os investimentos estrangeiros no mercado local de capitais (ações e renda fixa), por sua vez, acumulam saídas de US\$ 4,4 bilhões em 12 meses.

**Para os próximos anos, mantivemos a nossa projeção de déficits em conta corrente crescentes, mas ainda permanecendo em patamar confortável, isto é, sem comprometer a sustentabilidade das contas externas.** Projetamos superávit comercial de US\$ 60 bilhões em 2019 e de US\$ 53 bilhões em 2020. Para a conta corrente, projetamos déficit de US\$ 18 bilhões em 2019 e de US\$ 35 bilhões em 2020.

## Mantemos nossa projeção de inflação em 3,6% neste ano e no próximo

**Mantemos expectativa de alta de 3,6% para o IPCA este ano.** Embora a inflação tenha passado por pressões no curto prazo, especialmente em alimentos e combustíveis de veículos, acreditamos que parte deste movimento será revertida ao longo dos próximos meses. Em especial, esperamos que o grupo de alimentação no domicílio entre em deflação na leitura de maio, com os principais itens que pressionaram o IPCA no primeiro trimestre, como feijão, legumes, frutas e hortaliças, devolvendo a maior parte do movimento de alta.

**Adicionalmente, o cenário de commodities global, em especial soja, milho e trigo, sinaliza um ambiente de preços em trajetória benigna nos meses seguintes.** Os preços de grãos seguem em queda pronunciada. Diversas razões estão por trás deste movimento, como clima favorável, alto estoque de passagem, safras boas na Argentina, Brasil e Estados Unidos e expectativa de queda na demanda global, dada as disputas comerciais entre Estados Unidos e China e o impacto que a febre suína neste último país pode ter no consumo de grãos para ração animal. Dado este cenário, projetamos alta de 4,0% em alimentação no domicílio em 2019.

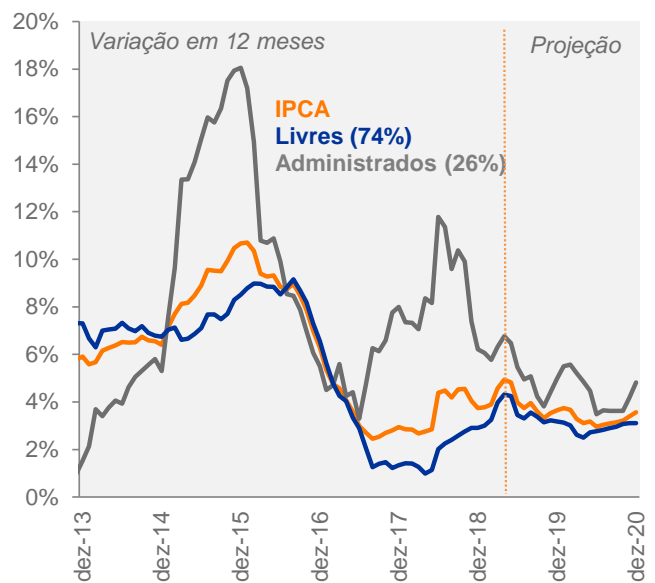
**Em termos desagregados, projetamos alta de 3,2% nos preços livres e de 5,0% nos preços administrados em 2019.** Entre os preços livres, além da alta de 4,0% em alimentação no domicílio, esperamos alta de 3,6% no preço de serviços (3,3% em 2018) e de 2,0% nos preços industriais (1,1% em 2018). As projeções para serviços e industriais ficaram praticamente inalteradas em relação ao cenário anterior. Não houve alteração relevante na projeção de preços administrados.

**Embora a inflação de curto prazo siga pressionada por alimentos e combustíveis, as medidas de núcleo seguem em patamar confortável.** Nossa projeção indica que a inflação acumulada em 12 meses atingiu seu pico em 4,94% na divulgação do IPCA de abril, e entrará em trajetória de desaceleração nos próximos meses. Em julho deste ano, quando a alta de 1,26% no índice em junho/2018 (fortemente impactado pela paralisação dos caminhoneiros em maio do ano

passado) sair do cálculo do acumulado em 12 meses, a inflação deve recuar para perto de 3,7%.

**Incertezas sobre a bandeira tarifária de dezembro traz risco altista na projeção de inflação.** Nosso cenário atual contempla expectativa de que o mês de dezembro contará com bandeira amarela na conta de luz dos consumidores. Como o ano de 2018 terminou em bandeira verde, o impacto da alteração de bandeira tarifária seria de 0,10 p.p.<sup>1</sup> na inflação de 2019. Entretanto, existe uma proposta de mudança de metodologia no cálculo, que passaria a considerar o perfil de risco hidrológico (GSF) sem sazonalidade. Caso essa proposta seja aprovada, aumentaria a probabilidade de bandeira vermelha I no final deste ano (ao invés de amarela), o que resultaria em um impacto adicional de 0,13 p.p. nas nossas projeções de inflação de 2019. Por ora, dadas as dúvidas sobre a implementação da nova metodologia, bem como a incerteza inerente à projeção dos preços de energia e regime de chuvas no fim do ano, mantemos a expectativa de bandeira amarela em 2019.

### Inflação acumulada em 12 meses começará a desacelerar a partir de maio



Fonte: BCB, IBGE, Itaú

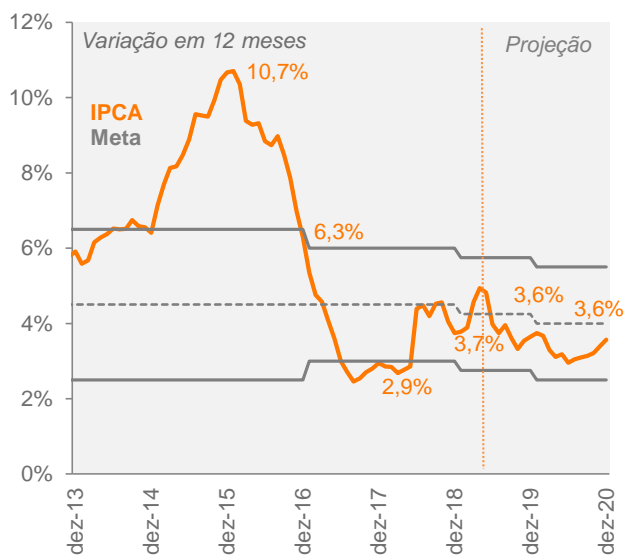
**Entre os fatores que contribuem para a dinâmica benigna da inflação este ano, destacam-se a inércia favorável, expectativas ancoradas e elevada capacidade ociosa da economia.** Sobre a última, estimamos que a magnitude do hiato do produto esteja

<sup>1</sup> Já considerando os novos valores propostos de cobrança de bandeira tarifária anunciados pela Aneel de R\$ 1,50 para bandeira amarela, R\$ 3,5 para bandeira vermelha I e R\$ 6,0 para bandeira vermelha II.

próxima de 4,5 p.p., o que, mesmo frente a uma aceleração da economia mais rápida e intensa do que a antecipada por nós, não resultaria em pressões inflacionárias pelo lado da demanda no horizonte relevante de política monetária. Nossas projeções indicam que as principais medidas de núcleo consideradas pelo Banco Central (BC) devem encerrar 2019 abaixo da meta de inflação. Em particular, esperamos alta de 2,8% no IPCA-EX3<sup>2</sup>.

**Também mantivemos nossa projeção de 3,6% para a inflação de 2020.** Projetamos alta de 3,1% nos preços livres e 4,8% nos preços administrados. **Continuamos com a avaliação de que a taxa de câmbio permanece como principal risco altista para a projeção de inflação neste ano e no próximo.**

### Inflação abaixo das metas



Fonte: BCB, IBGE, Itaú

## Política monetária: Selic estável até que haja definição quanto à reforma da Previdência

**O Comitê de Política Monetária do BC (Copom) manteve a taxa Selic estável em 6,5% a.a. na reunião de maio, como amplamente esperado.** Alterações no comunicado pós-reunião sugerem que as autoridades estão (corretamente, a nosso ver) menos otimistas quanto ao ritmo de recuperação da atividade econômica. Embora insistindo na necessidade de esperar por mais clareza no fronte de reformas, as autoridades parecem inclinadas a reavaliar a adequação do atual estímulo monetário na economia, caso a atividade não se fortaleça nos próximos meses.

**Olhando à frente, acreditamos que uma combinação de atividade fraca com inflação abaixo da meta abrirá espaço para estímulos monetários adicionais.** É importante salientar que, no mês de setembro, quando esperamos o início do ciclo de cortes da taxa Selic, a inflação cheia (acumulada em doze meses) estará, de acordo com as nossas projeções, próxima de 3,6%, e os núcleos de inflação subjacentes próximos a 3%.

**O cenário de corte de juros segue condicionado à aprovação da reforma da Previdência.** Uma vez mitigado esse risco – que afeta, em especial, a taxa de câmbio e as expectativas de inflação – acreditamos que o balanço de riscos em torno do cenário base do Copom penderá para baixo, devido ao ritmo fraco de recuperação da economia.

**Cabe ressaltar que um cenário de frustração com relação ao avanço das medidas fiscais pode ser compatível com manutenção ou mesmo alta de juros à frente.** Embora esse não seja nosso cenário base, tal frustração poderia levar a um aumento do prêmio de risco, depreciação do câmbio e desancoragem de expectativas de inflação, mesmo que o hiato de produto continue amplo.

<sup>2</sup> A metodologia para o IPCA-EX3 foi apresentada em um box do Relatório Trimestral de Inflação em junho de 2018 (disponível em: [https://www.bcb.gov.br/publicacoes/boxrelatoriosinf/28062018\\_5](https://www.bcb.gov.br/publicacoes/boxrelatoriosinf/28062018_5)). A medida incorpora medidas subjacentes para alimentação no domicílio, serviços e indústrias.

## Projeções: Brasil

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P
<b>Atividade Econômica</b>								
Crescimento real do PIB - %	3,0	0,5	-3,5	-3,3	1,1	1,1	1,0	2,0
PIB nominal - BRL bi	5.332	5.779	5.996	6.267	6553,8	6.828	7.179	7.599
PIB nominal - USD bi	2.468	2.455	1.800	1.797	2053,4	1.868	1.875	1.972
População (milhões de hab.)	200,0	201,7	203,5	205,2	206,8	208,5	210,1	211,8
PIB per capita - USD	12.342	12.169	8.847	8.762	9929	8.957	8.924	9.310
Taxa Nacional de Desemprego - média anual (*) -	7,1	6,8	8,5	11,5	12,7	12,3	12,0	11,6
Taxa Nacional de Desemprego - fim do ano (*) -	6,8	7,1	9,6	12,6	12,4	12,2	11,9	11,6
<b>Inflação</b>								
IPCA - %	5,9	6,4	10,7	6,3	2,9	3,7	3,6	3,6
IGP-M - %	5,5	3,7	10,5	7,2	-0,5	7,5	5,6	4,0
<b>Taxa de Juros</b>								
Selic - final do ano - %	10,00	11,75	14,25	13,75	7,00	6,50	5,75	5,50
<b>Balanco de Pagamentos</b>								
BRL / USD - final de período	2,36	2,66	3,96	3,26	3,31	3,88	3,80	3,90
Balança comercial - USD bi	2	-4	20	48	67	58	61	53
Conta corrente - % PIB	-3,2	-4,1	-3,0	-1,3	-0,3	-0,8	-0,8	-1,8
Investimento direto no país - % PIB	2,8	3,9	4,2	4,4	3,4	4,7	4,6	5,0
Reservas internacionais - USD bi	376	374	369	372	382	387	387	387
<b>Finanças Públicas</b>								
Resultado primário - % do PIB	1,7	-0,6	-1,9	-2,5	-1,7	-1,6	-0,8	-1,1
Resultado nominal - % do PIB	-3,0	-6,0	-10,2	-9,0	-7,8	-7,1	-5,8	-5,6
Dívida bruta - % PIB	51,5	56,3	65,5	69,9	74,1	77,2	78,1	79,3
Dívida pública líquida - % do PIB	30,6	33,1	36,0	46,2	51,6	54,2	57,5	59,7

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-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:** Este material foi preparado pelo Itaú BBA International plc (IBBA) somente para fins de informação. 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 IBBA UK 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. A informação aqui contida foi obtida de fontes internas e externas e é considerada confiável até a data de divulgação do material, porém o IBBA UK 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: Itaú BBA USA Securities, Inc., a FINRA/SIPC member firm, is distributing this report and accepts responsibility for the content of this report. Any US investor receiving this report and wishing to effect any transaction in any security discussed herein should do so with Itaú BBA USA Securities, Inc. at 767 Fifth Avenue, 50th Floor, New York, NY 10153; (iii) Asia: Este relatório é distribuído em Hong Kong 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) Japão: Este relatório é distribuído no Japão pela Itaú Asia Securities Limited – Agência Tóquio, Registro (FIEO) 2154, Diretor, Escritório Local de Finanças Kanto Associação: Japan Securities Dealers Association; (v) 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; (vi) 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., Brasilia 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., Brasilia time) or write to Caixa Postal 67.600, São Paulo-SP, CEP 03162-971. \*Custo de uma Chamada Local