

Banco Central: questões sobre autonomia e mandato

- *A discussão sobre a autonomia do Banco Central do Brasil não é recente, mas ganhou força nos últimos meses e veio acompanhada do debate sobre o mandato/objetivo legal que deve ser adotado.*
- *Analisamos uma amostra de 31 bancos centrais. Desses, apenas o do Brasil e os de mais quatro países não possuem autonomia formal. Nessa mesma amostra, a tendência das legislações é de enfatizar como objetivo prioritário a estabilidade de preços.*
- *Além dessa análise do marco legal dominante, modelamos o impacto potencial de adoção de um mandato dual (inflação e emprego) no Brasil. Mostramos que a adoção de um mandato dual resultaria em inflação mais elevada e expectativas desancoradas, sem ganhos de emprego no longo prazo. Acreditamos que a estabilidade de preços, e não uma meta dual, seja a melhor forma de o BCB contribuir para o crescimento econômico sustentado.*

Recentemente, o governo apresentou uma agenda com 15 pontos prioritários para reduzir os gastos federais, modernizar a tributação e fortalecer a economia brasileira. Entre esses pontos, destaca-se a proposta de autonomia do Banco Central que dispõe sobre a nomeação, os mandatos e a destituição do presidente e dos diretores do BC. Foi veiculada também a possibilidade de se estabelecer um mandato duplo, ou seja, um mandato que prevê dois objetivos explícitos para a política monetária: o controle da inflação e do nível de emprego.

Apresentamos, a seguir, os mandatos e o grau de autonomia de diferentes bancos centrais no mundo, e argumentamos por que o estabelecimento de uma meta dual, no caso do Brasil, pode dificultar a condução da política monetária.

A questão da autonomia do Banco Central

Os defensores da autonomia do Banco Central argumentam que a autoridade monetária deve ter objetivos simples e claros, além de autoridade suficiente para alcançá-los, mantendo, assim, sua credibilidade. Um banco central crível tem maior capacidade de influenciar as expectativas de inflação, ajudando na manutenção da estabilidade de preços com menor volatilidade de juros e emprego. Além disso, a autonomia é importante para proteger os bancos centrais de possíveis interferências políticas, diminuindo o risco de dominância fiscal, por exemplo.

O principal argumento contra a autonomia do BC é a falta de legitimidade democrática, uma vez que o presidente e os diretores da instituição não são escolhidos pela população através do voto – o mesmo se aplica aos diretores de agências regulatórias

De acordo com Grilli, Masciandaro e Tabellini (1991), o grau de autonomia de um banco central pode ser dividido em duas dimensões: (i) autonomia política, na determinação dos objetivos; e (ii) autonomia econômica, com respeito aos instrumentos utilizados para alcançar os objetivos estabelecidos.

O banco central americano (Fed, na sigla em inglês) é o que possui o maior grau de autonomia. Além de liberdade nos instrumentos, o Fed tem a opção de interpretar seu mandato legal, priorizando um dos três objetivos estabelecidos pelo Federal Reserve Act (máximo emprego, estabilidade de preços e taxas de juros de longo prazo moderadas)¹. O Banco Central Europeu (BCE), por exemplo, tem o objetivo de estabilidade de preços bem definido, por lei, pelos parlamentos da região², mas, assim como o Fed, possui autonomia para definir a meta quantitativa que será perseguida. É também o caso de República Tcheca, Suécia, Chile e México.

Outros bancos centrais, no entanto, detêm apenas autonomia econômica (ou operacional), isto é, o governo (muitas vezes em conjunto com o próprio BC) define as metas de política monetária, e a autoridade monetária tem autonomia para definir quais instrumentos utilizados para perseguir tais metas. É o caso de Austrália, Canadá e Colômbia, entre outros.

Analisamos a autonomia de 31 bancos centrais diferentes³. Desses, apenas cinco não dispõem de autonomia formal, isto é, estabelecida em lei. São eles: os de Brasil, Tailândia, Polônia, Noruega e China.

Experiência internacional: mandatos dos diferentes bancos centrais

Analisamos também os objetivos legais desses 31 bancos centrais, e vale destacar alguns pontos interessantes:

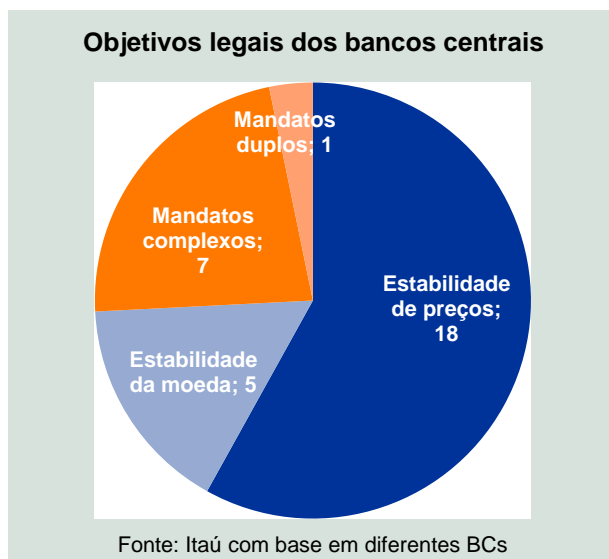
- Apenas o Fed possui mandato múltiplo, ou seja, mandato com mais de um objetivo explícito. Vale lembrar que ele detém autonomia política, como mencionado na seção anterior, e historicamente tem interpretado seu mandato sem a interferência de políticos;
- Atualmente, os mandatos mais comuns são os que enfatizam a estabilidade de preços ou da moeda⁴ (23, num total de 31, ou seja, quase 75%);
- Alguns bancos centrais têm um mandato prioritário, mas especificam apoio a outras políticas econômicas, desde que não sejam conflitantes com seu objetivo primário. É o que ocorre com o BCE e os bancos centrais de Hungria e Israel. Nesses casos, o objetivo prioritário é a estabilidade de preços, mas, se não existir prejuízo a esse objetivo, o BC pode apoiar outras políticas econômicas que visem contribuir para o crescimento econômico, por exemplo.
- Alguns bancos centrais têm um mandato complexo, isto é, não existe um objetivo prioritário bem definido em lei. É o caso do Brasil e mais seis bancos centrais

¹ "The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy's long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates."

² "The primary objective of the ECB shall be to maintain price stability. Without prejudice to the objective of price stability, it shall support the general economic policies."

³ Os bancos centrais incluídos, bem como a tabela detalhada, estão apresentados no Apêndice.

⁴ A fórmula que enfatiza estabilidade de preços é preferível à expressão estabilidade da moeda, que pode ser interpretada como estabilidade da taxa de câmbio, por exemplo.



Autonomia e mandato do Banco Central do Brasil

O Banco Central do Brasil não possui autonomia formal (política ou econômica). Embora atue com autonomia (*de facto*), esta não está estabelecida em lei (*de jure*). O Presidente da República se compromete a não interferir nas decisões técnicas do BC, mas não existe nada documentado acerca do assunto.

A lei 4595, que rege o Banco Central do Brasil, foi estabelecida em 1964 e determina que “compete ao Banco Central da República do Brasil cumprir e fazer cumprir as disposições que lhe são atribuídas pela legislação em vigor e as normas expedidas pelo Conselho Monetário Nacional”. Ou seja, os objetivos do BC são inteiramente subordinados ao CMN, e não existe um objetivo prioritário claramente definido na lei.

Acreditamos que a proposta de autonomia econômica (ou operacional) formal com objetivo prioritário de estabilidade de preços aumentaria a credibilidade e a eficácia da política monetária. A meta de inflação, por sua vez, deve continuar sendo determinada pelo CMN (formado pelos ministros da Fazenda, Planejamento e o presidente do BC) de forma a garantir a legitimidade democrática do sistema de metas – ou seja, o BC continuaria sem autonomia política.

Vale a pena adotar um mandato dual no Brasil?

Para discutir a eficácia de um mandato dual, é útil investigar primeiro como os bancos centrais tomam suas decisões em um regime de metas de inflação. As decisões de política monetária (isto é, a determinação da taxa de juros nominal) nesse regime podem ser descritas, de forma simplificada, por uma regra de Taylor. Grosso modo, essa regra estabelece que as taxas de juros dependem das expectativas de inflação (cada 1% de aumento da inflação leva a um aumento de 1,5% da taxa de juros nominais) e da taxa de desemprego (cada 1% de aumento do desemprego leva a uma queda de 0,5% da taxa de juros nominais). Em suma, a regra de Taylor pode ser descrita pela equação (1).

$$i = \pi^M + r^* + 1.5 (\pi^E - \pi^M) - 0.5 (u - u^*) \quad (1)$$

Onde i é a taxa de juros nominal; π^M e π^E são a meta de inflação e a inflação esperada, respectivamente; r^* é a taxa de juros reais neutra⁵; e u e u^* são a taxa de desemprego e a NAIRU⁶, respectivamente.

⁵ A taxa de juros neutra é geralmente definida como sendo aquela consistente com o produto no seu nível potencial e, conseqüentemente, taxa de inflação na meta (supondo um regime crível de metas de inflação). O conceito é útil para

É importante notar, com base na regra descrita acima, que mesmo que formalmente não tenham em seu mandato o objetivo explícito de nível de desemprego, os bancos centrais atuam diante de oscilações dessa variável. Isso ocorre por dois motivos: primeiro, as autoridades monetárias tendem a refletir as preferências da sociedade e, portanto, são sensíveis a variações no nível de emprego; e segundo, porque a taxa de desemprego é um dos principais determinantes da inflação, de modo que deve ser levada em conta mesmo quando a meta é restrita à estabilidade de preços.

Qual é o problema então de se ter uma meta formal de nível de emprego?

O maior problema é que, no longo prazo, a autoridade monetária consegue influenciar variáveis nominais, mas não variáveis reais. Pelo princípio da neutralidade da moeda, variações no estoque de moeda afetam somente variáveis nominais (tais como a inflação), mas não têm impacto sobre nível de produção, emprego e renda, por exemplo. Dito de outra forma: se a política monetária fosse capaz de afetar o crescimento econômico ou a taxa de desemprego no longo prazo, colocar tais variáveis como metas a serem perseguidas faria sentido e provavelmente seria ótimo do ponto de vista do bem-estar da sociedade. Entretanto, infelizmente, isso é mais do que a política monetária é capaz de realizar. A experiência econômica brasileira demonstra, aliás, que não se compra crescimento com maior tolerância à inflação.

Embora o BC consiga afetar a inflação no longo prazo, ele não consegue controlar nem a taxa de juros real neutra (r^*), que depende da taxa de poupança da economia e da política fiscal, nem a taxa de desemprego que vai vigorar no longo prazo (taxa neutra, u^*), que depende da legislação trabalhista vigente, nem a taxa de crescimento da economia, que depende de variáveis demográficas, do crescimento da produtividade, entre outros.

Vamos agora mostrar os riscos de se perseguir um duplo mandato. Nesse caso, vamos supor que a autoridade monetária não seguiria apenas a meta de inflação, mas também teria como objetivo perseguir uma meta de desemprego, representada por u^M na equação abaixo. Quando o BC tem duplo mandato, a regra de Taylor (1) descrita acima pode ser reescrita da forma abaixo.

$$i = \Pi^M + r^* + 1.5 (\Pi^E - \Pi^M) - 0.5 (u - u^M) \quad (2)$$

No longo prazo, devido à neutralidade da moeda (ou seja, usando o fato que $u = u^*$ e que $i = r^* + \Pi^E$), podemos reescrever a equação (2) da seguinte forma:

$$(\Pi^E - \Pi^M) = (u^* - u^M) \quad (3)$$

A equação (3) mostra que o maior risco da adoção de um mandato dual seria determinar uma meta de desemprego (u^M) abaixo do desemprego neutro (u^*) – ou seja, uma meta de desemprego que seria, em última instância, inflacionária. Em outras palavras, ao buscar um desemprego menor que o neutro, o resultado seria uma inflação mais elevada e expectativas desancoradas, sem ganhos de emprego no longo prazo⁷.

Isso não significa que a sociedade não deva buscar políticas que visem à manutenção de uma taxa baixa de desemprego no longo prazo. Ao contrário, é evidente que a manutenção da taxa de desemprego em patamares elevados possui custos muito relevantes, econômicos e, principalmente, sociais. Nível baixo de desemprego deve ser prioridade da política econômica como um todo, e há várias medidas que podem, e devem, ser implementadas,

caracterizar a postura de política monetária ao longo do tempo: quando a taxa de juros está abaixo do seu nível neutro, a política monetária será expansionista, estimulando a demanda agregada e levando a um hiato positivo de atividade econômica (isto é, a um PIB acima do potencial) e a uma taxa de inflação acima da meta. Por outro lado, se a taxa de juros estiver acima do nível neutro, a política monetária será contracionista, reduzindo a demanda agregada e, assim, levando a um hiato negativo e a uma inflação abaixo da meta.

⁶ Taxa de desemprego neutra ou NAIRU (sigla em inglês para *non-accelerating inflation rate of unemployment*) é aquela que faz com que a inflação permaneça constante (não há pressão inflacionária/desinflacionária advinda do mercado de trabalho).

⁷ Mostramos um exemplo numérico no anexo.

tais como aumento do nível educacional, simplificação da legislação trabalhista, entre outros. Entretanto, o uso da política monetária para esse fim tende a entregar resultados inócuos do ponto de vista do emprego e contraproducentes do ponto de vista de inflação no longo prazo.

Conclusão:

A discussão sobre autonomia do Banco Central do Brasil não é nova, mas voltou à tona nos últimos meses. Junto com ela, veio o debate sobre o mandato legal da autoridade monetária. A experiência internacional mostra que a vasta maioria dos bancos centrais tem hoje autonomia formal e que o mandato mais comum é aquele que prioriza a estabilidade de preços.

Acreditamos que a autonomia do BC aumentaria a credibilidade da instituição e a eficácia da política monetária. A adoção de um mandato dual, no entanto, não teria efeitos positivos. No longo prazo, a autoridade monetária não tem controle sobre variáveis reais, de forma que definir uma meta dual poderia resultar apenas em inflação mais elevada e expectativas desancoradas, sem ganhos no emprego.

**Felipe Salles,
Julia Gottlieb
Thales Caramella**

Referências:

GRILLI, V.; MASCIANDARO, D.; TABELLINI, G. *Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries*. Economic Policy, 1991. Vol. 13, p. 341-392.

Anexo 1 – Tabela

País	Autonomia Formal	Objetivo	Ano	Descrição do objetivo
África do Sul	Sim	Estabilidade de preços	1996	"The primary objective of the Bank shall be to protect the value of the currency of the Republic in the interest of balanced and sustainable economic growth in the Republic"
Austrália	Sim	Complexo	1959	"It is the duty of the Reserve Bank Board, within the limits of its powers, to ensure that the monetary and banking policy of the Bank is directed to the greatest advantage of the people of Australia and that the powers of the Bank under this Act and any other Act, other than the Payment Systems (Regulation) Act 1998, the Payment Systems and Netting Act 1998 and Part 7.3 of the Corporations Act 2001, are exercised in such a manner as, in the opinion of the Reserve Bank Board, will best contribute to: a. the stability of the currency of Australia; b. the maintenance of full employment in Australia; and c. the economic prosperity and welfare of the people of Australia "
Brasil	Não	Complexo	1964	"Compete ao Banco Central da República do Brasil cumprir e fazer cumprir as disposições que lhe são atribuídas pela legislação em vigor e as normas expedidas pelo Conselho Monetário Nacional"
Canadá	Sim	Complexo	1985	"Regulate credit and currency in the best interests of the economic life of the nation, to control and protect the external value of the national monetary unit and to mitigate by its influence fluctuations in the general level of production, trade, prices and employment"
Chile	Sim	Estabilidade da moeda e bom funcionamento do sistema de pagamentos	1989	"To ensure the stability of the value of the national currency and the normal functioning of domestic and foreign payments "
China	Não	Complexo	2003	"Drafting and enforcing relevant laws, rules and regulation that are related to fulfilling its functions; formulating and implementing monetary policy in accordance to the law; issuing the Renminbi and administering its circulation; [...] maintaining the Renminbi exchange rate at adaptive and equilibrium level; holding and managing the state foreign exchange market and gold reserves"
Colômbia	Sim	Estabilidade da moeda	1992	"The Banco de la República will study and adopt the monetary, credit, and exchange measures aimed at regulating the circulation of money and, in general, the liquidity of the financial market and the normal operation of the internal and external payments of the national economy, taking care of the stability of the value of the currency "
Coréia do Sul	Sim	Estabilidade de preços	1962	"To contribute to the sound development of the national economy by pursuing price stability through the formulation and implementation of efficient monetary and credit policies"
Estados Unidos	Sim	Emprego, estabilidade de preços e taxas de juros de longo prazo moderadas	1977	"The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy's long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates "
Filipinas	Sim	Estabilidade de preços	1993	"The primary objective of the Bangko Sentral is to maintain price stability conducive to a balanced and sustainable growth of the economy. It shall also promote and maintain monetary stability and the convertibility of the peso. "
Hungria	Sim	Estabilidade de preços	2013	"The primary objective of the MNB shall be to achieve and maintain price stability . Without prejudice to its primary objective, the MNB shall support the maintenance of the stability of the system of financial intermediation, the enhancement of its resilience, its sustainable contribution to economic growth; furthermore, the MNB shall support the economic policy of the Government using the monetary policy instruments at its disposal"
Índia	Sim	Complexo	2016	"To regulate the issue of Bank notes and keeping of reserves with a view to securing monetary stability in India and generally to operate the currency and credit system of the country to its advantage; to have a modern monetary policy framework to meet the challenge of an increasingly complex economy, to maintain price stability while keeping in mind the objective of growth."
Indonésia	Sim	Estabilidade da moeda	1999	"The monetary policy shall be emphasized on efforts to maintain the stability of the rupiah value "
Islandia	Sim	Estabilidade de preços	2001	"The principal objective of the Central Bank of Iceland is to promote price stability "
Israel	Sim	Estabilidade de preços	2010	"To maintain price stability as its central goal; to support other objectives of the Government's economic policy, especially growth, employment and reducing social gaps, provided that, in the Committee's opinion, this support shall not prejudice the attainment of Price Stability over the Course of Time; for this purpose, "Price Stability over the Course of Time" means a situation in which the Committee, on the basis of the monetary policy that it has established, expects the inflation rate to be within the price-stability range determined per Subsection (b) within no more than two years.; and supporting the stability of the financial system"
Japão	Sim	Estabilidade de preços	1997	"The purpose of the Bank of Japan, or the central bank of Japan, is to issue banknotes and to carry out currency and monetary control. [...] Currency and monetary control by the Bank of Japan shall be aimed at achieving price stability , thereby contributing to the sound development of the national economy."
México	Sim	Estabilidade do poder de compra da moeda	1993	"The Banco de México's purpose shall be to provide the country's economy with domestic currency. In pursuing this purpose, its primary objective shall be to seek the stability of the purchasing power of said currency "
Noruega	Não	Complexo	1985	"The Bank shall conduct its operations in accordance with the economic policy guidelines drawn up by the government authorities and with the country's international commitments"
Nova Zelândia	Sim	Estabilidade de preços e financeira	1989	The purpose of this Act is to provide for the Reserve Bank of New Zealand, as the central bank, to be responsible for— (a) formulating and implementing monetary policy designed to promote stability in the general level of prices , while recognising the Crown's right to determine economic policy; and (b) promoting the maintenance of a sound and efficient financial system ; and (c) carrying out other functions, and exercising powers, specified in this Act."
Peru	Sim	Estabilidade da moeda	1931	"The purpose of the Bank is to preserve monetary stability "
Polônia	Não	Estabilidade de preços	1997	"The basic objective of the activity of NBP shall be to maintain price stability , while supporting the economic policy of the Government, insofar as this does not constrain the pursuit of the basic objective of NBP"
Reino Unido	Sim	Estabilidade de preços	1998	"In relation to monetary policy, the objectives of the Bank of England shall be— (a) to maintain price stability , and (b) subject to that, to support the economic policy of Her Majesty's Government, including its objectives for growth and employment."
República Eslovaca	Sim	Estabilidade de preços	1993	"The primary objective of Národná banka Slovenska is to maintain the price stability "
República Tcheca	Sim	Estabilidade de preços	1993	"The primary objective of the Czech National Bank shall be to maintain price stability "
Romenia	Sim	Estabilidade de preços	2004	"The primary objective of the NBR is to ensure and maintain price stability. "
Rússia	Sim	Complexo	1995	"The goals of the Bank of Russia are to protect the ruble and ensure its stability, promote the development and strengthen the Russian banking system, ensure the stability and development of the national payment system, develop the financial market of the Russian Federation and ensure its stability"
Suécia	Sim	Estabilidade de preços	1988	"The objective of the Riksbank's activities shall be to maintain price stability. "
Suíça	Sim	Estabilidade de preços	2003	"The National Bank shall pursue a monetary policy serving the interests of the country as a whole. It shall ensure price stability . In so doing, it shall take due account of economic developments"
Tailândia	Não	Estabilidade da moeda e do sistema financeiro	1942	"The BOT's objectives are to carry on such tasks as pertain to central banking in order to maintain monetary stability, financial institution system stability and payment systems stability "
Turquia	Sim	Estabilidade de preços	2001	"The primary objective of the Bank shall be to maintain price stability . The Bank shall determine on its own discretion the monetary policy that it shall implement and the monetary policy instruments that it is going to use in order to maintain price stability"
Zona do euro	Sim	Estabilidade de preços	1992	"The primary objective of the ESCB shall be to maintain price stability . Without prejudice to the objective of price stability, it shall support the general economic policies "

Anexo 2 – Função de reação do BC, um exemplo numérico:

- Meta para desemprego em um mandato dual (u^M) = 8%
- Taxa de desemprego neutro (que vai vigorar no longo prazo) (u^*) = 10%

$$u^* - u^M = 2\%$$

$$(\Pi^E - \Pi^M) = 2\%$$

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**: 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) Asia**: 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 o 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., 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