

Juros Estruturais e o Mercado de Ações

Estimando o impacto da queda dos
juros no *valuation* da renda variável



Sumário

Muito tem se discutido sobre o nível da taxa de juros no Brasil, até porque o país costuma figurar entre os primeiros desse *ranking*. A razão de nossos juros estruturais serem tão altos está essencialmente relacionada à nossa política fiscal e à baixa taxa de poupança.

Hoje, existe certo consenso dentre os agentes econômicos de que o país não conseguirá crescer de forma sustentável se não enfrentar essa questão. Adicionalmente, esse consenso começa a ganhar algum respaldo no mundo político, possibilitando uma disposição de fazer mudanças (reformas) que enderecem a questão fiscal e, por consequência, a taxa de juros. Esse artigo tem por finalidade explicar e quantificar os impactos que uma eventual queda estrutural da taxa de juros teria no mercado acionário, através de uma análise de sensibilidade das métricas de *valuation top-down* do Ibovespa à variação da taxa de juros estrutural de nossa economia.



Índice

Variações Cíclicas e Estruturais na Taxa de Juros	05
Queda pontual da taxa de juros	05
Expansão de múltiplos	06
Queda estrutural da taxa de juros	08
Análise de sensibilidade	10
Conclusão	12

Introdução

Variações cíclicas e estruturais na taxa de juros

Pode-se classificar como intuitiva a relação positiva entre a queda das taxas de juros e o desempenho do mercado acionário. Mas por que e de que forma tal conexão se dá exatamente?

Antes de abordarmos esta questão, precisamos separar os fatores cíclicos, como os ciclos econômicos e/ou de política monetária local e global, das variações estruturais da taxa de juros. Esta diferenciação é necessária porque variações nas taxas de juros podem acontecer de maneira pontual, como já vimos várias vezes na história recente do Brasil, ou de modo estrutural, e seus impactos sobre o mercado de ações tendem a ser diferentes. Mostraremos o que acontece nas duas situações, dando ênfase à segunda, onde o impacto é mais relevante e duradouro.

Queda pontual da taxa de juros

Em um primeiro momento, a queda dos juros nominais afeta direta e positivamente o lucro das empresas através de menores despesas financeiras. Isso mostra-se particularmente verdadeiro e relevante na circunstância atual das empresas brasileiras, que tiveram seus balanços deteriorados durante o período da maior recessão da história recente do país (2015-2016). Atualmente, ano de 2017, há um consenso de que a recuperação da atividade econômica se derá de forma lenta. Com isso, o crescimento de lucro das empresas provavelmente virá em maior escala pela queda da taxa de juros e não através do crescimento de receita e consequente alavancagem operacional¹.

Nesse sentido, a queda da taxa de juros deverá ser a principal determinante do crescimento no lucro das

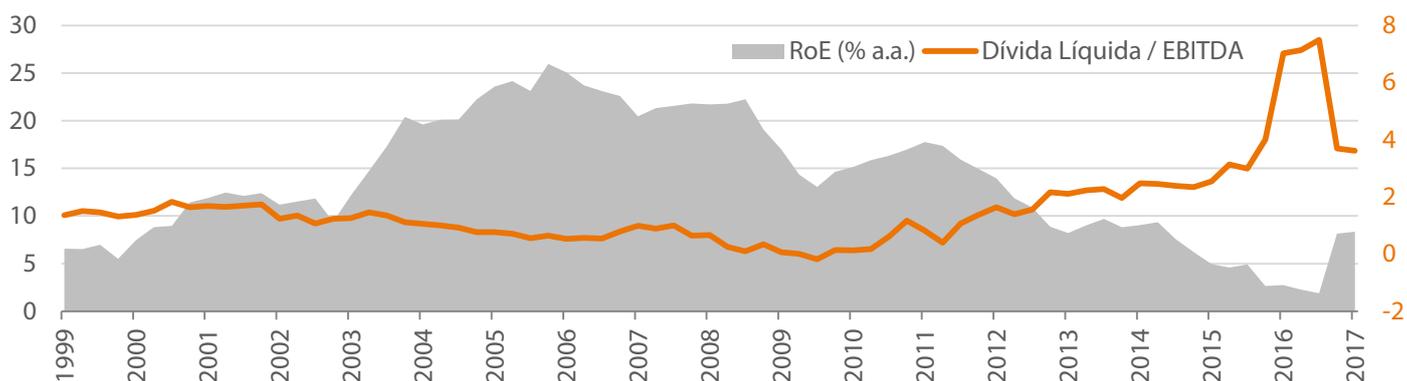
empresas brasileiras em 2017. Sairemos de um longo período de taxa de juros básica (Selic) a 14,25% ao ano (a.a.)² para algo ao redor de 7% a.a. no final de 2017³. Esta diferença de aproximadamente 700 pontos-base (bps) impacta relevantemente os resultados das empresas, que em sua grande maioria viram seus respectivos endividamentos aumentarem no período recessivo. Como a maior parte das empresas brasileiras listadas tem parte relevante de seu endividamento atrelado ao CDI, que acompanha a taxa Selic, este período de recessão combinado com taxas de juros elevadas trouxe fortes consequências para a rentabilidade das empresas, medido pelo Retorno sobre o Patrimônio Líquido (RoE, na sigla em inglês). Este fato pode ser visualizado no gráfico 1 a seguir.

¹ Alavancagem operacional refere-se ao fenômeno observado quando o aumento de receita dilui custos fixos e despesas, levando a um aumento mais que proporcional no lucro.

² A meta para a taxa básica brasileira (SELIC) foi de 14,25 entre julho de 2015 e outubro de 2016.

³ Projeção Macroeconômica Itaú Asset Management de 01/08/2017. Projeções estão sujeitas a mudanças.

Gráfico 1: MSCI Brazil RoE (%) vs Dívida Líquida / EBITDA



Fonte: Bloomberg, elaboração Itaú Asset Management – Março/2017.

RoE: *Return on Equity* ou Retorno sobre Patrimônio Líquido. EBITDA: lucros antes de despesas financeiras, impostos, depreciação e amortização, ou seja, a geração de caixa operacional das companhias.

Uma redução pontual da taxa de juros numa economia pode, ou não, ser seguida de uma queda estrutural. No caso do Brasil, houve diversas ocasiões recentes em que a taxa de juros básica caiu apenas temporariamente e retornou a um patamar semelhante ou até mais elevado. Isto se deu pela ausência de condições macroeconômicas para a redução estrutural do custo de oportunidade, como o historicamente baixo nível de poupança em nossa economia. Nestas oportunidades, os benefícios da queda da taxa de juros nas empresas se limitaram a diminuir temporariamente as despesas financeiras. Na ausência de benefícios duradouros e desejáveis, como a redução sustentável do custo de capital, os impactos positivos no valor das companhias se mostram limitados, como será abordado a seguir.

Expansão de múltiplos

No contexto da estimação do valor justo de uma ação, *valuation* no jargão amplamente utilizado, o termo múltiplo indica a relação entre o valor atribuído pelo mercado a uma empresa e uma série de indicadores financeiros, como lucro, geração de receita “EBITDA” ou valor patrimonial. A análise destas relações (múltiplos) possibilita comparar o *valuation* de uma empresa ou setor com suas concorrentes ou até com empresas ou setores similares em outros países, assim como com o histórico da própria empresa. Os índices mais usados são a relação entre preço de mercado e lucro anual (P/E ou *price-to-earnings*), o valor da companhia sobre a geração de caixa (EV/EBITDA *enterprise value-to-ebitda*) e a relação entre preço de mercado e valor patrimonial (P/B *price-to-book*). A escolha do índice ideal depende do setor e empresa em análise e nem sempre é uma questão a salvo de polêmicas. No entanto, como a análise deste artigo não compreende um setor ou empresa em específicos, optamos pelo índice que consideramos mais genérico, o P/E, que nos diz quantos anos de lucro são necessários para igualar o atual valor de mercado.

Três variáveis são determinantes para estabelecer o múltiplo pelo qual uma empresa é negociada: (i) o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (RoE), (ii) o Crescimento do Lucro e o (iii) o Custo de Capital. Estas variáveis, por sua vez, são impactadas por variações nas condições micro e macroeconômicas nas quais a companhia se insere.

Antes de abordarmos o tema central deste estudo, os impactos no mercado acionário de uma eventual redução do custo de capital através da queda estrutural da taxa de juros, abriremos um pequeno espaço para exemplificar dois casos onde políticas macroeconômicas mudaram expectativas de crescimento das empresas e, por consequência, os múltiplos com que essas empresas eram negociadas. Esses casos são o comportamento das ações do México e do Chile nos últimos quatro anos. No primeiro caso, o país passou por um processo de *re-rating*, ou seja, onde houve expansão de múltiplos. Já no segundo, o processo foi inverso e conhecido por *de-rating*, onde há contração de múltiplos. Em ambos, as políticas macroeconômicas foram responsáveis

A queda da taxa de juros deverá ser a principal determinante do crescimento no lucro das empresas brasileiras em 2017. Sairemos de um longo período de taxa de juros básica a **14,25%** ao ano para algo ao redor de **7%** ao ano no final de 2017.

pela mudança do *valuation* desses mercados como um todo, por alterarem as expectativas de crescimento e retorno de suas empresas.

No caso mexicano, o governo do presidente Enrique Peña Nieto promoveu uma série de reformas constitucionais, bem vistas pelo mercado e que incentivavam investimentos privados, melhoravam o ambiente regulatório e, conseqüentemente, aumentavam as expectativas de crescimento das empresas. A reforma energética talvez tenha sido a mais emblemática, pois acabava com o tradicional monopólio na exploração do petróleo da Pemex, estatal mexicana do setor. Tal mudança abriu espaço para novos participantes, mais investimentos e efeitos colaterais positivos em toda a cadeia produtiva, como infraestrutura por exemplo.

No caso chileno ocorreu o inverso. O governo da presidente Michele Bachelet promoveu a reforma tributária que eliminou incentivos fiscais de empresas que reinvestiam parte do lucro. Essa reforma, dentro de uma política macroeconômica vista pelo mercado como populista, afetou a confiança dos agentes econômicos e a taxa de investimento da economia chilena, que até então era a maior da América Latina.

Como podemos ver no gráfico abaixo, o mercado chileno, que historicamente negociava em múltiplos mais altos que os de outros países latinos, passou por um período de *de-rating* enquanto que o México trilhou o caminho inverso e chegou a negociar a um P/E superior a 21 vezes o lucro.

Gráfico 2: MSCI México vs MSCI Chile (P/E)



Fonte: Bloomberg, elaboração Itaú Asset Management - Julho/2017.

* Capitalização de Mercado / Projeção de Lucro 12 meses à frente.

Na seqüência, analisaremos como uma mudança mais duradoura no custo de oportunidade da economia influencia a rentabilidade e, conseqüentemente, o *valuation* das companhias e mercado acionário como um todo.

Queda estrutural da taxa de juros

Como já comentado, uma queda estrutural das taxas de juros reais impacta de maneira mais permanente o custo de capital das empresas através da redução do custo do capital próprio (custo do Equity ou Ke, no jargão comumente utilizado). Este, por sua vez, é parte inerente do custo de capital das empresas, conhecido como Custo Médio de Capital ou WACC na sigla em inglês, comumente utilizada. O WACC é calculado pela ponderação do Ke (custo do capital próprio) e do custo da dívida (capital de terceiros ou Kd), através da equação abaixo:

$$WACC = (\text{Capital Próprio} / \text{Ativos}) * Ke + (\text{Capital de Terceiros} / \text{Ativos}) * Kd * (1-T)$$

onde:

- Ke = custo de Equity (ou custo do capital próprio)
- Kd = custo de dívida (ou custo do capital de terceiros)
- T = alíquota de imposto do ativo avaliado

Contudo, antes de chegarmos ao WACC, temos que calcular o Ke dessa empresa, estimado pela equação abaixo:

$$Ke = \text{Taxa Livre de Risco} + (\text{beta} * \text{prêmio de risco do mercado de ações})$$

onde:

- Taxa Livre de Risco: Geralmente usa-se a taxa pré-fixada de 10 anos, menos o CDS do Brasil. Isso porque ao nosso ver, a taxa de qualquer título nacional embute o risco de *default* do país.
- Beta: Medida do risco sistemático de um ativo utilizado no modelo CAPM⁴. Mede o quanto o preço de uma ação ou portfólio reage a mudanças dos preços do mercado como um todo (*benchmark*).
- Prêmio de Risco do Mercado: É o retorno adicional que um investidor exige para correr o risco de investir em ações, ou o retorno acima do ativo livre de risco ($R_m - R_f$).

Quando há uma queda apenas momentânea da taxa de juros, o WACC pouco muda, pois apenas o custo de dívida cai temporariamente. Contudo, se houver uma queda estrutural da taxa de juros, não só o custo de dívida cairá de maneira permanente, como também o Ke cairá, dado que a taxa livre de risco será sustentavelmente menor.

Quedas estruturais da taxa de juros costumam acontecer essencialmente através de melhorias nas políticas macroeconômicas, sendo estas fiscais, monetárias ou a combinação de ambas. Um claro exemplo no passado recente, onde a queda estrutural da taxa de juros impactou o mercado acionário ou a *valuation* (múltiplos) desse mercado, foi nos EUA, como mostra o gráfico abaixo. Até a crise financeira de 2008, o principal índice de ações do mercado norte americano, o S&P500 negociava a uma média de 15 vezes o lucro anual (P/E). Após uma intensa expansão monetária⁵, os mercados passaram a precificar taxas de juros nos EUA estruturalmente mais baixas, como pode ser visto no gráfico 3. No mercado acionário, os efeitos foram claros, com num processo de expansão de múltiplos que levou o S&P500 a negociar em patamar equivalente a um P/E próximo a 19x no final de 2016, como mostra o gráfico 4.

⁴ CAPM – Capital Asset Pricing Model, modelo de precificação de ativos desenvolvido por Treynor e Sharpe a partir da Teoria Moderna de Portfólio (1952) de Markowitz.

⁵ A condução da política monetária norte-americana privilegiou um viés acomodatório em resposta à Crise Financeira de 2008, o que incluiu cortes da taxa básica de juros e um programa de compra de ativos financeiros, conhecido como Quantitative Easing (QE). Enquanto a Federal Funds Rate caiu de 4,25% ao ano no final de 2007 para o intervalo compreendido entre 0 e 0,25% ao ano no final de 2008, o balanço de ativos detidos pelo banco central cresceu de cerca de US\$ 840 milhões para US\$ 1.960 milhões no mesmo período. Cabe ressaltar que, com o anúncio de rodadas subsequentes de estímulos, o total de ativos que compõem a carteira do Federal Reserve superou US\$ 4,4 bilhões, um nível que deverá sofrer reduções graduais ao longo dos próximos anos.

Gráfico 3: Bônus do Tesouro Americano 10 anos (% a.a.)

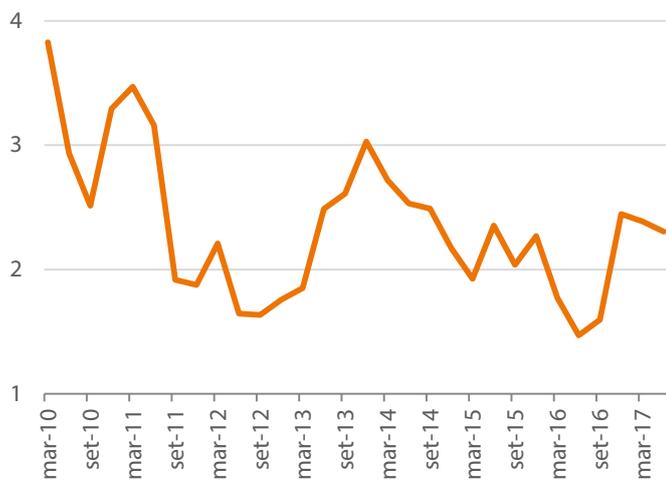
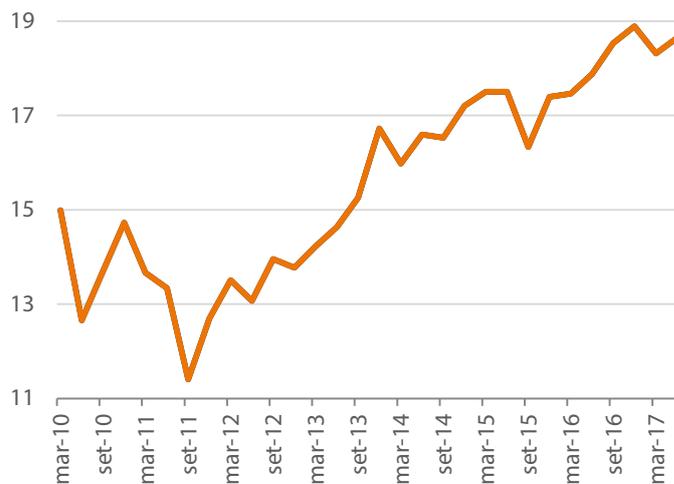


Gráfico 4: P/E 12 meses Forward* - S&P500



Fonte: Bloomberg, elaboração Itaú Asset Management - Julho/2017.
* Capitalização de mercado / projeção de lucro 12 meses à frente.

E no caso brasileiro, qual seria o potencial de valorização da bolsa, caso as taxas de juros se tornassem estruturalmente mais baixas? Ainda que em um contexto bastante distinto daquele que prevaleceu após a crise financeira de 2008, também no Brasil de hoje acompanhamos uma queda substancial da taxa de juros e a possível redução de seu nível estrutural.

No artigo “A Taxa Neutra de Juros no Brasil”, recentemente publicado pela Itaú Asset Management, apresentamos algumas das principais considerações acerca do que é a taxa

de juros estrutural, e como podemos estimar o seu valor a partir de diferentes metodologias aplicadas para o caso brasileiro. Tal taxa é aquela que equilibra o nível de poupança e investimento e, em teoria, leva a economia a crescer em seu produto potencial. Sua estimativa é um exercício que envolve julgamento e um elevado grau de incerteza. No entanto, encontramos evidências robustas de queda da mesma entre o início do século XXI e o início dos anos 2010, e identificamos razões para esperar que – em um horizonte mais longo – ocorra uma redução adicional do nível neutro da taxa de juros real no Brasil.

Gráfico 5: Taxa Neutra de Juros Real - Mediana dos Modelos Selecionados (% a.a.)



Elaboração Itaú Asset Management - Julho/2017.

Para se observar efeitos mais duradouros de expansão de múltiplos no mercado acionário, é justamente a queda da taxa de juros neutra ou estrutural da economia que interessa. Atualmente, são discutidas no Congresso Nacional propostas de reformas estruturais como o recentemente aprovado teto de gastos⁶, a Reforma da Previdência e adoção da TLP (Taxa de Longo Prazo do BNDES). Neste contexto, e considerando que o Banco Central Brasileiro tem mencionado em suas comunicações formais que pode vir a rever para baixo suas estimativas de taxa neutra caso tais reformas sejam de fato levadas a cabo, cabe uma pergunta: Qual seria o efeito de uma queda estrutural do custo de oportunidade da economia no mercado acionário? Para respondê-la, foi elaborada uma análise de sensibilidade que está detalhada no capítulo a seguir.

Análise de sensibilidade

Para chegarmos à sensibilidade que o mercado acionário deveria apresentar no caso de alterações estruturais nas taxas de juros, algumas considerações e premissas se fazem necessárias. Em primeiro lugar, faz-se necessário escolher uma metodologia de *valuation* para determinar o preço justo do mercado acionário sob determinado conjunto de variáveis. Assim, é possível calcular a sensibilidade a variações no custo de capital. Para os fins desta análise, foi utilizado um modelo *top-down* que tem como resposta o múltiplo P/E justo para o conjunto das ações brasileiras, representadas pelo Ibovespa.

Tal modelo mostra-se bastante adequado e aderente para pequenas e médias variações na taxa de juros, como as inferiores a 200 bps. Para maiores variações, a mudança de cenário para as empresas é muito dramática e acarreta alterações muito consideráveis nas demais variáveis, como crescimento dos lucros e no retorno, limitando a análise da sensibilidade parcial, ou seja, apenas considerando choques no custo de capital.

A análise tomou como base o cenário de mercado utilizado pela Itaú Asset Management em julho de 2017 e foi complementada por uma análise de sensibilidade mais ampla, onde observamos o aumento percentual do P/E alvo em diversas combinações de RoE e Crescimento de Lucro.

Na análise onde utilizamos as premissas de mercado da Itaú Asset Management, as variáveis RoE e Crescimento de Lucro são mantidas constantes, para que seja capturado apenas

o impacto de alterações na taxa livre de risco sobre o preço justo do modelo. Nossa análise *bottom up*, onde são feitas projeções para todas as empresas do índice Ibovespa, aponta para um crescimento médio de lucro de 17% e de retorno (RoE) também de 17%, em termos nominais, para os anos de 2017 e 2018. Com base nestas estimativas, adotamos a premissa de que tanto o “crescimento de lucro” como o “RoE” fiquem em 17% na média por 10 anos e que a partir do 11º ano esses mesmos indicadores igualem ao custo de *equity* (Ke), o que na prática implica adotar um crescimento nulo na perpetuidade.

Com dados de julho de 2017, nosso cenário básico aparece na linha destacada, onde o Custo de Equity está em 11,5%, resultado de uma taxa livre de risco de 9,0% (título de 10 anos = 11,0% e CDS = 2,0%), acrescido de um prêmio de risco de mercado de 2,5%. No cenário básico, o múltiplo P/E (doze meses à frente) justo para o mercado acionário brasileiro seria de um valor de mercado equivalente a 14,1 vezes o lucro anual. Se a rentabilidade do título brasileiro de 10 anos caísse para 10,0%, com todas as outras variáveis mantidas constantes, o Custo de Equity diminuiria para 10,5%, o que resultaria em uma expansão do múltiplo P/E para 16,9 vezes. Logo, nota-se que uma queda de 100bps na taxa de juros de longo prazo, resultaria num aumento do valor justo do mercado acionário de 20%. No sentido contrário, se a rentabilidade do título de 10 anos subisse para 12,0%, o Custo de Equity aumentaria para 12,5%, com a resultante contração do múltiplo para 11,8 vezes e uma redução do valor justo do mercado de 16,3%.

⁶ A medida conhecida como Teto dos Gastos foi instituída a partir da Proposta de Emenda Constitucional (PEC) nº 55, que institui o Novo Regime Fiscal. Nesse modelo haverá um teto para os gastos a partir de 2017, que se estenderá por até 20 anos e limitará o crescimento anual das despesas do governo federal à inflação acumulada no ano anterior. Na avaliação da Itaú Asset Management, a instituição do limite para expansão dos gastos é uma medida importante após anos de forte elevação dos gastos públicos, servindo como uma sinalização em respeito à condução da política fiscal no médio e longo prazos.

RoE	Custo de Equity (Ke)	Crescimento de Lucro	Período (anos)	T a r g e t P/E
17,0%	10,50%	17,0%	10	16,9x
17,0%	10,75%	17,0%	10	16,1x
17,0%	11,00%	17,0%	10	15,4x
17,0%	11,25%	17,0%	10	14,7x
17,0%	11,50%	17,0%	10	14,1x
17,0%	11,75%	17,0%	10	13,5x
17,0%	12,00%	17,0%	10	12,9x
17,0%	12,25%	17,0%	10	12,4x
17,0%	12,50%	17,0%	10	11,8x

Uma queda de 100bps na taxa de juros de longo prazo resultaria num aumento do valor justo do mercado acionário de $16,9 / 14,1 = 20\%$.

Elaboração Itaú Asset Management - Julho/2017.

Complementando esta análise, repetimos o mesmo exercício alterando as outras variáveis do modelo, de forma a checar se a sensibilidade estimada acima se manteria em outros regimes de crescimento de lucro e patamares de RoE. Dessa forma, podemos ter mais confiança na análise parcial, além de separar a discussão sobre a sensibilidade da renda variável ao patamar de juros estruturais das demais questões envolvidas no *valuation* da renda variável. A conclusão, que pode ser observada nos resultados da matriz a seguir (figura abaixo), mostra que o resultado se mantém aproximadamente o mesmo de nosso cenário base, mesmo com outras premissas de RoE e Crescimento de Lucro.

Upside do Ibovespa em diferentes cenários de RoE e Crescimento de Lucro

	Crescimento de Lucro								
	15,0%	15,5%	16,0%	16,5%	17,0%	17,5%	18,0%	18,5%	19,0%
15,0%	20%	20%	21%	21%	22%	22%	22%	23%	23%
15,5%	19%	20%	20%	21%	21%	21%	22%	22%	23%
16,0%	19%	19%	20%	20%	21%	21%	21%	22%	22%
16,5%	19%	19%	19%	20%	20%	21%	21%	21%	22%
17,0%	18%	19%	19%	20%	20%	20%	21%	21%	21%
17,5%	18%	19%	19%	19%	20%	20%	20%	20%	21%
18,0%	18%	18%	19%	19%	19%	20%	20%	20%	20%
18,5%	18%	18%	18%	19%	19%	19%	20%	20%	20%
19,0%	18%	18%	18%	18%	19%	19%	19%	20%	20%

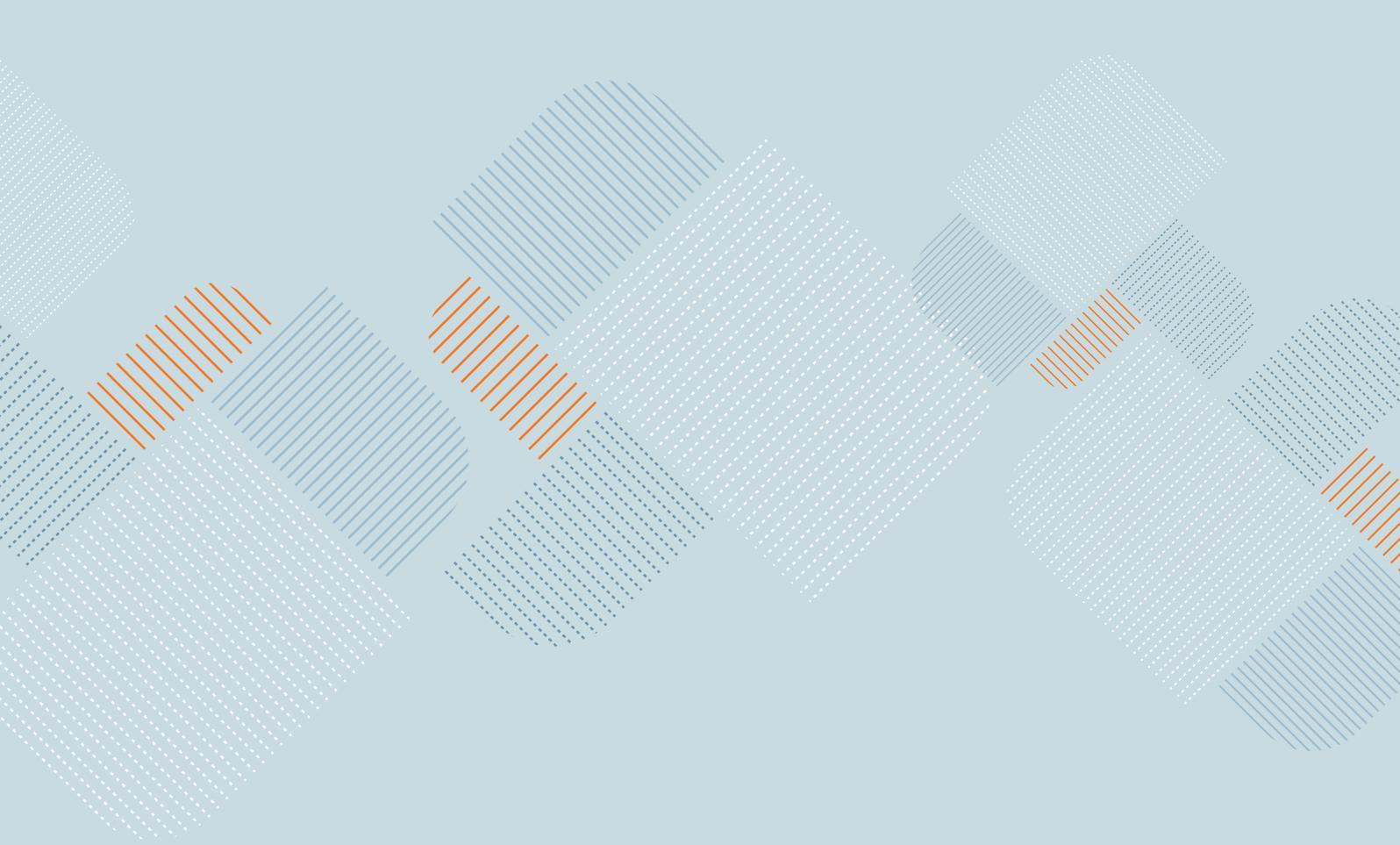
Elaboração Itaú Asset Management - Julho/2017.

Conclusão

O exercício proposto mostra a sensibilidade do *valuation* em relação a mudanças estruturais na taxa de juros. Fica evidente que, dado o histórico de juros muito elevados, tal sensibilidade torna-se particularmente relevante, pois significaria um elevado *upside* para a classe de ativos no caso de melhoras estruturais da economia que levassem a redução perene de nossos patamares de taxa de juros neutra.

Contudo, o cenário econômico brasileiro segue desafiador e permeado de incertezas. Desta maneira, é preciso resguardar certa cautela na análise de variáveis conjunturais e observar outras variáveis micro e macroeconômicas com potencial para influenciar o preço das ações brasileiras. Ainda assim, admitimos ser razoável esperar uma queda da taxa real neutra de juros, conforme sugerido pelo Banco Central do Brasil (2017). Isso porque os efeitos das medidas estruturais anunciadas recentemente, e de medidas adicionais que venham a ser implementadas adiante, certamente contribuiriam para uma convergência da taxa neutra de juros brasileira em direção a níveis mais baixos, conforme sugerido pela experiência internacional.

⁷ “O Comitê julga que o redirecionamento da política econômica pelo governo, com aprovação e implementação das reformas fiscais, notadamente a Reforma da Previdência, além de outras reformas e ajustes necessários na economia, pode produzir uma queda da taxa de juros estrutural da economia brasileira” - Notas da 205ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil.

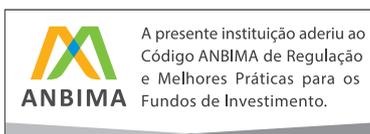


Este potencial de elevação da renda variável está inserido em um contexto de baixa participação desta classe de ativos na poupança da maioria dos poupadores brasileiros. Tanto investidores individuais quanto institucionais têm seus portfólios altamente concentrados em investimentos de renda fixa no Brasil, influenciados por um dos principais vieses comportamentais presentes nas decisões de investimento: o Viés de Representatividade. Nesta situação, os indivíduos assumem um comportamento futuro para determinada classe ou ativo baseado pelo respectivo desempenho passado. Como o mercado acionário brasileiro tem, na história recente, retornado menos que os ativos de renda fixa, isto acaba sendo um motivo para o não investimento.

No entanto, as condições macroeconômicas que propiciam uma taxa de juros estruturalmente mais baixa têm que ser obstinadamente perseguidas por qualquer governo e exigidas pela sociedade. Caso caminhemos nesta direção, as melhorias macroeconômicas proporcionarão a criação de riqueza, e a “re-precificação” do atual estoque de ativos, a chamada expansão de múltiplos, aumentando assim a riqueza da sociedade. Por este motivo, acreditamos que os investidores precisam estar atentos à manutenção da diversificação em suas carteiras, de forma a capturar desempenhos satisfatórios nos mais diversos cenários possíveis.

Disclaimer

A Itaú Asset Management é o segmento do Itaú Unibanco especializado em gestão de recursos de clientes. Leia o Prospecto, o Formulário de Informações Complementares, Lâmina de Informações Essenciais e o Regulamento antes de investir. Este material foi desenvolvido pela Itaú Asset, com base em análises e estudos desenvolvidos para auxiliar as decisões de gestão da Itaú Asset, e tem como objetivo único fornecer informações. O Itaú Unibanco não se responsabiliza por qualquer decisão de investimento que venha a ser tomada com base nas informações aqui mencionadas. Dúvidas, reclamações e sugestões utilize o SAC Itaú 0800 728 0728, todos os dias, 24h, ou o Fale Conosco (www.itaunet.com.br). Se desejar a reavaliação da solução apresentada após utilizar esses canais, recorra à Ouvidoria Corporativa Itaú 0800 570 0011, dias úteis, das 9 às 18h, Caixa Postal nº 67.600, CEP 03162-971. Deficientes auditivos ou de fala, 24 horas 0800 722 1722.



ItaúAssetManagement

