

Reforma Trabalhista: potenciais impactos

- Em comparações internacionais, o Brasil hoje se destaca por ter um dos mercados de trabalho mais ineficientes do mundo.
- Nesta nota, discutimos as características que tornam o mercado de trabalho brasileiro ineficiente e como a recém-aprovada reforma trabalhista pode ajudar a aumentar a produtividade, a demanda e a oferta de trabalho.
- Segundo nossa análise, a reforma pode elevar a posição do Brasil, no quesito eficiência do mercado de trabalho, da atual 117ª posição para 86ª posição em um ranking de 138 países.
- Se isto ocorrer, estimamos que a reforma trabalhista pode aumentar o PIB per capita brasileiro em 3,2% nos próximos quatro anos (0,8% por ano) e diminuir a taxa de desemprego estrutural em cerca de 1,4 p.p. (aproximadamente 1,5 milhão de empregos).

Em comparações internacionais, o mercado de trabalho brasileiro se destaca pela falta de flexibilidade, custos elevados e ineficiência das relações entre empregados e empregadores. Isto fica evidente pelo gráfico abaixo, baseado em 10 métricas de eficiência do mercado de trabalho definidas no Relatório de Competitividade Global (RCG), produzido pelo Fórum Econômico Mundial¹.

O Brasil aparece no ranking do RCG com nota 3,7 em uma escala de 0 a 7, o que corresponde ao 117º lugar dentre 138 países. Ou seja, de acordo com esta pesquisa, o Brasil possui um dos mercados de trabalho mais ineficientes do mundo, contribuindo para a baixa competitividade da economia.



No que se segue, avaliamos como a recém-aprovada reforma trabalhista (lei 13.467), que estará vigente a partir de novembro, pode contribuir para melhorar a posição relativa do mercado de trabalho brasileiro e os potenciais ganhos de bem-estar e de emprego no Brasil.

¹ <https://www.weforum.org/reports/the-global-competitiveness-report-2016-2017-1>

Quais são as características que tornam o mercado de trabalho brasileiro ineficiente, e como a reforma trabalhista pode ajudar?

Com base no ranking do RCG, analisamos a seguir as principais ineficiências do mercado de trabalho brasileiro e discutimos como as diversas medidas da reforma trabalhista podem impactá-las.

Carga tributária elevada

Dentre os 10 subitens que compõem o item de eficiência do mercado de trabalho no RCG, destaca-se o de impostos sobre o trabalho, em que o Brasil está em último lugar no ranking de 138 países. O alto valor de taxas e contribuições incidentes sobre a folha de pagamento das empresas reduz a demanda por mão-de-obra, afetando negativamente o emprego e a atividade econômica. Embora a reforma trabalhista traga poucas mudanças nessa frente, a possibilidade de **jornadas parciais ou intermitentes**, em substituição a um contrato de trabalho normal, que em alguns casos pode ser ineficiente, pode ajudar a reduzir o custo da hora trabalhada, e os encargos.

Baixa flexibilidade para contratações e demissões

O Brasil também se destaca pela **baixa flexibilidade para contratações e demissões**. No ranking RCG, o Brasil encontra-se em penúltimo lugar dentre 138 países. A reforma altera diversos aspectos que devem tornar o mercado de trabalho mais flexível. A criação do **trabalho intermitente**, em que períodos de prestação de serviço são alternados com períodos de inatividade, permitirá que empregadores adequem a contratação de trabalhadores às suas demandas específicas. Isto beneficiará uma grande gama de setores em que a demanda é sazonal, como restaurantes, varejo e agricultura². Na ótica do empregado, a mudança também facilita a contratação daqueles que têm disponibilidade para trabalho apenas em determinados momentos do dia (exemplo: uma mãe ou um pai que precisa buscar o filho na escola em determinado horário). O **teletrabalho (“home office”)** e a contratação por **tempo parcial** atuam no mesmo sentido.

A reforma altera também a estrutura de incentivos nos **processos trabalhistas**, prevendo aumento da multa cobrada por litigância de má-fé e criando mecanismos mais objetivos de identificação deste tipo de litigância. No caso do não comparecimento em audiências do empregado, autor da ação, este terá que arcar com os custos do processo. Para o empregador, tais medidas tendem a diminuir o custo contingencial com litígios trabalhistas. A possibilidade de **extinção do contrato de trabalho por acordo** entre empregado e empregador visa evitar as chamadas “falsas demissões”, em que se negocia informalmente a demissão do empregado, que devolve a multa do FGTS ao seu empregador e em contrapartida fica elegível a obter o seguro-desemprego. Finalmente, a **demissão imotivada** não mais necessitará de homologação de sindicatos, o que também reduzirá a burocracia. Em conjunto, estas medidas tendem a aumentar a **formalização do emprego** e a produzir uma **menor rotatividade**, aumentando assim os incentivos para **investimento em treinamento e formação do capital humano** por parte do empregador.

Baixa flexibilidade na determinação de salários

O Brasil encontra-se na posição 119 do ranking neste item do RCG. Com a reforma, a **contribuição sindical passa a ser voluntária**, o que pode levar a uma consolidação dos sindicatos, facilitando assim negociações com empregadores. A **prevalência de acordos coletivos sobre a lei** em diversos pontos, inclusive salário, atua no mesmo sentido. A **prevalência de acordos individuais**, para trabalhadores com diploma de nível superior e com salário mensal igual ou acima de R\$ 11.062,62 por mês, e a **remuneração por produtividade**,

² Para uma análise setorial do impacto da reforma baseada em empresas negociadas na bolsa, veja *Winners and Winners from the Labor Reform*, Itaú Equity Strategy, Julho 2017.

são medidas ainda mais importantes, que permitem a definição da remuneração no âmbito individual. O conceito de **banco de horas** também aumenta flexibilidade ao permitir períodos mais longos de trabalho em determinados momentos e mais curtos em outros.

Baixa cooperação na relação empregado-empregador

O Brasil encontra-se na posição 118 neste quesito, que possui caráter mais geral. Diversas mudanças legislativas contidas na reforma podem contribuir para melhora da cooperação entre empregado e empregador. Exemplos claros são a possibilidade de **trabalho intermitente**, **teletrabalho**, **prevalência de acordos individuais** e a **remuneração por produtividade**.

Baixa relação entre remuneração e produtividade

O Brasil encontra-se na posição 88 no ranking neste item, indicando que há significativo espaço para melhora. A reforma determina que apenas o trabalho de igual produtividade e perfeição técnica terá igual valor. Isto permitirá uma remuneração diferenciada mesmo entre pessoas de mesmo cargo e tempo de empresa, estimulando a **remuneração por produtividade**. A possibilidade do **trabalho intermitente**, do **banco de horas** e a flexibilização do trabalho em **tempo parcial** permitirão ao empregador utilizar os serviços do empregado nos horários em que este é mais produtivo. A definição de **atividades não consideradas parte da jornada de trabalho**, como período de descanso, lazer e práticas religiosas, atua na mesma direção. A **prevalência de acordos individuais** pode tornar mais clara a definição de metas e objetivos tanto para o empregado quanto para o empregador.

Baixa participação de mulheres no mercado de trabalho

O Brasil está na posição 87 neste item. Os conceitos de **trabalho intermitente** e **tempo parcial** podem ajudar mulheres cuja disponibilidade de tempo não se enquadre em uma jornada de 8 horas de trabalho a obterem emprego. O **teletrabalho**, por sua vez, pode ajudar aquelas que não têm disponibilidade para sair de casa.

Custos elevados de demissão

A colocação do Brasil no ranking neste item não é excessivamente ruim (65ª posição), provavelmente porque os custos de demissão mensurados não consideram os custos com processos trabalhistas. Os **acordos coletivos e individuais** podem ajudar a reduzir os custos de demissão, desde que o acordo preveja também a proteção dos empregados contra demissão imotivada. Por exemplo, uma empresa que necessita, por motivos econômicos, reduzir os custos com mão-de-obra pode acordar com seus trabalhadores uma redução salarial, ao invés de demitir parte do quadro de funcionários. De modo mais amplo, os custos contingenciais relacionados a litígios trabalhistas devem ser também reduzidos, contribuindo assim para um aumento da demanda por trabalho.

Vale mencionar que há ainda outros pontos importantes que, segundo o RCG, contribuem para a ineficiência do mercado de trabalho brasileiro e que não são endereçados nesta reforma trabalhista, como a facilidade para encontrar mão-de-obra estrangeira e qualidade da liderança empresarial.

Estimando o impacto positivo da reforma sobre o mercado de trabalho

Argumentamos acima que diversos pontos da reforma trabalhista podem contribuir para aumentar a eficiência do mercado de trabalho brasileiro. Mas como quantificar estes efeitos?

Primeiramente, elaboramos uma lista das principais medidas da reforma, totalizando 13 medidas³. Em segundo lugar, relacionamos cada medida da reforma com cada subitem do conceito de eficiência do mercado de trabalho no RCG. Isto nos permite avaliar qualitativamente como cada subitem será impactado pelas características específicas da reforma brasileira e classificar tais impactos como “muito alto”, “alto”, “médio”, “baixo” e “nulo”. Por exemplo, fatores como facilidade de encontrar mão-de-obra estrangeira não se alteram com esta reforma, mas fatores como a flexibilidade para contratações e demissões, devem ser impactados significativamente.

Impacto da reforma trabalhista brasileira		
Sub-item	Medidas relevantes da reforma trabalhista*	Impacto qualitativo
Impostos sobre o trabalho***	1,11	Baixo
Flexibilidade para contratar e demitir	1,3,8,9,10,11	Muito alto
Flexibilidade de salários	4,5,6,7,12	Médio
Cooperação empregado-empregador	1,2,3,4,5,6,7,8,10,11,12,13	Muito alto
Mão de obra estrangeira	-	Nulo
Remuneração e produtividade	1,5,6,11,12,13	Alto
Participação de mulheres	1,10,11	Médio
Custos de demissão**	4,5	Baixo
Qualidade da liderança	-	Nulo
Mão de obra qualificada	-	Nulo

* Baseado nas 13 medidas listadas no anexo

** Não inclui custo com processos trabalhistas

*** Valor de taxas e contribuições pago pela empresa como percentual dos lucros

Definido o impacto qualitativo para cada subitem de eficiência do mercado de trabalho, o próximo objetivo é obter o impacto quantitativo. Para isto, utilizaremos a experiência de outros países que, como o Brasil, também fizeram reformas trabalhistas com o objetivo de tornar o mercado de trabalho mais flexível. Os dados do RCG se iniciam em 2007, então utilizamos uma amostra de países que fizeram reforma trabalhista após este período. Valendo-se da literatura sobre o tema⁴, definimos a seguinte lista de 10 países: Espanha (2012), Irlanda (2012), Portugal (2011), Rep. Checa (2012), México (2012), Grécia (2011,2012), Romênia (2011), Sérvia (2014), Itália (2009,2010) e Islândia (2009).

Observamos que as notas destes países nos subitens de eficiência do mercado de trabalho tiveram variações significativas após as reformas. Calculamos a variação acumulada na nota de cada subitem para cada país nos quatro anos⁵ subsequentes a estas reformas. Definimos o impacto da reforma para o Brasil em termos de desvios-padrão da experiência histórica destes 10 países, da seguinte forma: Muito alto = 2 desvios-padrão, Alto = 1,5 desvios-padrão, Médio = 1 desvio-padrão, Baixo = 0,5 desvio-padrão e Nulo = 1 desvio-padrão.

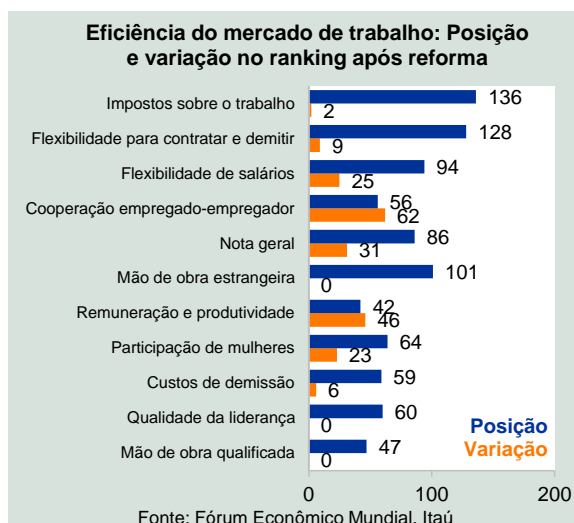
³ Ver anexo 1.

⁴ *Involvement of the International Monetary Fund in Labour Market Reforms in European Countries*, ITUC Background Paper, February 2013.

⁵ A única exceção é a Sérvia, cuja reforma ocorreu em 2014 e, portanto, temos apenas 3 anos de dados desde então.

Com isso, obtemos que a nota brasileira no índice de eficiência do mercado de trabalho pode aumentar de 3,67 para 4,07, o que significaria uma melhora no ranking da posição 117 para 86 (supondo que os demais países não alterem suas posições no ranking).

O resultado por sub-item evidencia a grande melhora que a reforma pode trazer para a cooperação entre empregado e empregador e para a remuneração e produtividade, dentre outros aspectos.



O impacto da reforma sobre o PIB per capita

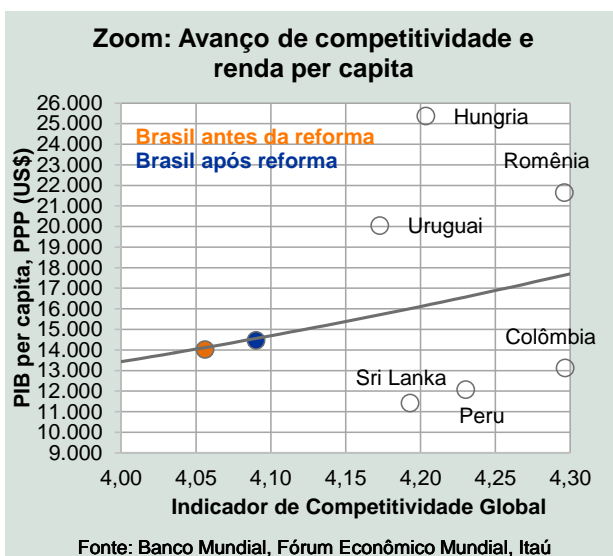
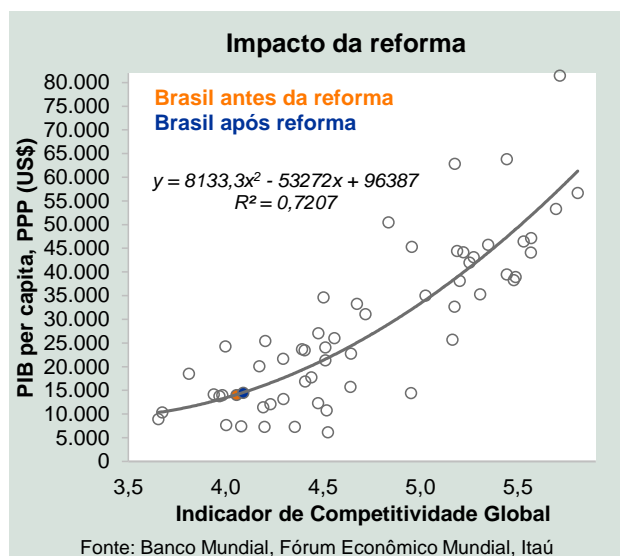
Como discutido anteriormente, diversas das medidas da reforma trabalhista tendem a aumentar a produtividade do trabalho e, com isso, a reforma deve impactar positivamente o PIB per capita brasileiro. Para avaliar tal impacto, partimos do índice de competitividade global do RCG, que avalia aspectos como qualidade das instituições, infraestrutura, sofisticação dos negócios, além da eficiência no mercado de trabalho que já analisamos. A utilidade deste índice mais amplo fica clara ao observar sua alta correlação com o PIB per capita dos países, como veremos abaixo.

No índice de competitividade global, o Brasil tem nota 4,1 (de uma escala de 1 a 7) e fica na 81ª colocação de 138 países. Dentre os itens que compõe a pesquisa, o tamanho de mercado se destaca positivamente. Do lado negativo, chama atenção a eficiência do mercado de bens, o ambiente macroeconômico, a qualidade das instituições, bem como a eficiência do mercado de trabalho.

Considerando o impacto que estimamos para o componente de eficiência do mercado de trabalho, o impacto sobre o índice de competitividade global levaria a nota brasileira de 4,06 para 4,09, o que elevaria o Brasil da posição 81 para 78 no ranking de 138 países.

Índice de competitividade global	Antes da reforma		Após a reforma	
	Nota (1 a 7)	Posição (138 países)	Nota (1 a 7)	Posição (138 países)
Total	4,06	81	4,09	78
1. Instituições	3,24	120	3,24	120
2. Infraestrutura	3,98	72	3,98	72
3. Ambiente macroeconômico	3,49	126	3,49	126
4. Saúde e educação básica	5,30	99	5,30	99
5. Educação avançada e treinamento	4,11	84	4,11	84
6. Eficiência no mercado de bens	3,70	128	3,70	128
7. Eficiência no mercado de trabalho	3,67	117	4,07	86
8. Desenvolvimento do mercado financeiro	3,63	93	3,63	93
9. Disponibilidade tecnológica	4,37	59	4,37	59
10. Tamanho de mercado	5,73	8	5,73	8
11. Sofisticação dos negócios	4,01	63	4,01	63
12. Inovação	3,10	100	3,10	100

Em princípio, o impacto parece pequeno, mas ao regredir o PIB per capita real em paridade de poder de compra⁶ de uma amostra selecionada de países⁷ com sua respectiva nota global de competitividade, observamos que a melhora calculada na competitividade global é compatível com um crescimento de 3,2% no PIB per capita brasileiro em um horizonte de quatro anos (0,8% por ano).



Nossa análise indica, portanto, que a reforma trabalhista terá impacto positivo e significativo na produtividade da economia. No entanto, para alcançar níveis de competitividade mais elevados, são necessárias mudanças em outras frentes, como qualidade das instituições, ambiente macroeconômico (incluindo a complexidade tributária) e infraestrutura.

⁶ Banco Mundial, PIB per capital PPP (preços constantes de 2011).

⁷ Foram selecionados países com pelo menos dez milhões de habitantes e renda per capita acima de US\$ 6 mil, com exceção de alguns países significativos para a análise, como Uruguai, Paraguai, Nova Zelândia, Cingapura ou Irlanda, por exemplo.

O impacto da reforma sobre o desemprego

Além de impactar a produtividade do trabalho, várias das medidas da reforma trabalhista podem elevar tanto a oferta quanto a demanda por trabalho. Para avaliar a relação entre emprego e eficiência do mercado de trabalho, estimamos um modelo em painel inspirado em Bernal-Verdugo, Furceri, Guillaume (2012).⁸ O modelo estima o impacto na taxa de desemprego da melhora no grau de eficiência do mercado de trabalho (medido pelo RCG) em países que fizeram reforma, levando em conta o estágio do ciclo econômico ao incorporar o crescimento do PIB (com uma defasagem), além de variáveis tipicamente associadas ao nível estrutural de desemprego, como tamanho do governo (relação positiva) e o grau de abertura econômica (relação negativa). Os coeficientes estimados tem os sinais esperados e são significativos.⁹

Os resultados sugerem que o crescimento econômico tem impacto relevante na dinâmica de curto prazo da taxa de desemprego. Isto reforça nossa avaliação de que fatores cíclicos relacionados ao ritmo de retomada da atividade econômica serão os principais determinantes para a evolução do desemprego nos próximos trimestres. No entanto, aplicando nossa projeção para a variação do índice de eficiência do mercado de trabalho brasileiro no modelo, obtemos que o impacto acumulado da reforma sobre a taxa de desemprego pode chegar a 1.4 p.p., o que representaria cerca 1,5 milhão de empregos.¹⁰

O risco de implementação

A reforma trabalhista altera importantes pilares das relações trabalhistas no Brasil e, portanto, terá consequências para o expressivo aparato jurídico-institucional atualmente existente em torno das leis trabalhistas brasileiras. Em um primeiro momento, portanto, é razoável esperar que as mudanças ensejadas pela reforma trabalhista sofram resistências, podendo inclusive levar a um aumento do número de processos trabalhistas. Em um horizonte maior, a eficácia da nova lei dependerá de diretrizes e jurisprudência que vier a ser estabelecida pelas instâncias superiores do Judiciário.

Fernando M. Gonçalves

Luka Barbosa

André Matcin¹¹

⁸ *Labor Market Flexibility and Unemployment: New Empirical Evidence of Static and Dynamic Effects*, 2012, IMF Working Paper 64.

⁹ Ver anexo 2.

¹⁰ Supusemos que nossa estimativa de melhora no índice de eficiência do mercado, de 3,67 para 4,07, ocorrerá ao longo de quatro anos.

¹¹ Agradecemos a Pedro Fernando Nery e Lourenço Paiva por suas contribuições a este estudo, e a Daniel Pastore e Marina Madeira pela revisão de aspectos jurídicos.

Anexo 1: Principais medidas da reforma trabalhista

- 1. Trabalho intermitente:** O contrato individual de trabalho poderá ser acordado para prestação de trabalho intermitente, no qual ocorrem períodos de prestação de serviços e de inatividade, independentemente do tipo de atividade do empregado ou do empregador.
- 2. Terceirização:** Considera-se prestação de serviços a terceiros a transferência, feita pela empresa contratante, da execução de qualquer uma de suas atividades, inclusive atividade principal, à pessoa jurídica. Aos empregados da empresa prestadora de serviços são asseguradas as mesmas condições dos empregados da empresa contratante (alimentação, treinamento, etc). O empregado demitido não poderá prestar serviço terceirizado para a mesma empresa antes de 18 meses.
- 3. Ações trabalhistas e custos processuais:** O litigante de má-fé pagará multa em valor de 1% a 10% do valor da causa. No caso de ausência do litigante, este pagará os custos do processo, ainda que beneficiário da justiça gratuita, salvo se comprovar motivo legalmente justificável. Indenizações por dano moral ficam limitadas a 50 vezes o último salário (em caso de ofensa gravíssima).
- 4. Prevalência de acordos coletivos:** Acordos coletivos têm prevalência sobre a lei quando tratam de: jornada de trabalho (limitada a 12 horas por dia e 220 horas mensais), parcelamento de férias (em até 3 vezes), banco de horas, intervalo intrajornada (limite mínimo de 30 minutos para jornadas acima de 6 horas), troca do dia de feriado, plano de cargos, teletrabalho, remuneração por produtividade e desempenho individual, participação nos lucros e resultados. Reduções de salário podem ser decididas coletivamente, desde que o acordo preveja também a proteção dos empregados contra demissão imotivada. Direitos inegociáveis: 13º salário, FGTS, seguro-desemprego, dias de férias, aviso prévio e normas de saúde, higiene e segurança do trabalho.
- 5. Prevalência de acordos individuais:** Acordos individuais têm prevalência sobre a lei no caso de empregado portador de diploma de nível superior e que receba salário mensal igual ou superior a duas vezes o limite máximo dos benefícios do Regime Geral de Previdência Social (R\$ 11.062,62 considerando o limite atual).
- 6. Remuneração por produtividade:** Trabalho de igual valor é o que é feito com igual produtividade e com a mesma perfeição técnica. A remuneração por produtividade, quando pactuada em decisão coletiva, tem prevalência sobre a lei.
- 7. Contribuição sindical voluntária:** Apenas os empregados que autorizarem prévia e expressamente o recolhimento da contribuição sindical terão descontada da folha de pagamento o valor para seus respectivos sindicatos. Nas empresas com mais de 200 empregados, será assegurada a eleição de uma comissão para representa-los, com a finalidade de promover o entendimento direto com empregadores.
- 8. Extinção do contrato de trabalho por acordo:** O contrato de trabalho poderá ser extinto por acordo entre empregado e empregador, caso em que serão devidas as seguintes verbas trabalhistas: metade do aviso prévio, se indenizado; metade da indenização sobre o saldo do FGTS; e integralidade das demais verbas trabalhistas. A extinção do contrato por acordo não autoriza o ingresso no Programa de Seguro-Desemprego.
- 9. Demissão imotivada:** Dispensas imotivadas não necessitam de autorização prévia de entidade sindical ou de convenção ou acordo coletivo.

10. **Teletrabalho (“home office”)**: Considera-se teletrabalho a prestação de serviços fora das dependências do empregador. O teletrabalho não é limitado a jornada normal de 8 horas por dia. O comparecimento às dependências do empregador para atividades específicas não descaracteriza o teletrabalho.
11. **Tempo parcial**: Limitado a 30 horas semanais ou 26 horas mais 6 horas extras por semana (antes, 25 horas semanais).
12. **Banco de horas**: O banco de horas poderá ser pactuado por acordo individual escrito, desde que a compensação ocorra no período máximo de 6 meses.
13. **Atividades não consideradas parte da jornada de trabalho**: O tempo despendido pelo empregado entre sua residência e o trabalho não será computado na jornada de trabalho. Também não farão parte da jornada de trabalho as seguintes atividades: práticas religiosas, descanso, lazer, estudo, alimentação, atividades sociais, higiene pessoal, troca de roupa ou uniforme.

Anexo 2: Resultados da estimação em painel

Dependent Variable: UR				
Method: Panel Least Squares				
Sample: 2008 2016				
Periods included: 9				
Cross-sections included: 58				
Total panel (balanced) observations: 522				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2,9678	3,0903	0,9603	0,3374
UR(-1)	0,7294	0,0250	29,1381	0,0000
DLOG(GDP(-1))	-7,7454	1,4860	-5,2123	0,0000
LOG(GOV)	1,7373	0,6355	2,7337	0,0065
LOG(TRADE)	-1,2759	0,4938	-2,5839	0,0101
DLOG(LABOR_WEF)*(D_REFORMS)	-7,0555	4,0984	-1,7215	0,0858
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0,9645	Mean dependent var		7,7910
Adjusted R-squared	0,9598	S,D, dependent var		4,7226
S,E, of regression	0,9474	Akaike info criterion		2,8426
Sum squared resid	412,0145	Schwarz criterion		3,3565
Log likelihood	-678,9310	Hannan-Quinn criter,		3,0439
F-statistic	201,3904	Durbin-Watson stat		1,5402
Prob(F-statistic)	0,0000			

Fonte: Eviews, Itaú

Onde, UR é a taxa de desemprego; GDP é o PIB real em nível; GOV é o gasto do governo sobre PIB; TRADE é (Exportação+ Importação)/PIB; LABOR é o índice de eficiência no mercado de trabalho da WEF; D_REFORMS é a dummy de reformas (assume valor 1 para certo país a partir do ano em que houve reforma trabalhista).

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 membro 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