

SEÇÃO X

Visão Geral da Conjuntura

Sumário

Os últimos meses caracterizaram-se por avanços em reformas e medidas estruturais, pelo acirramento do debate fiscal, pelo relaxamento da política monetária e por uma atividade econômica que ainda cresce a uma taxa relativamente baixa. Paralelamente, o ambiente externo tornou-se mais volátil e as perspectivas de crescimento mundial mais frágeis, refletindo incertezas de natureza econômica e geopolítica, em particular a aproximação da data de desfecho do *Brexit* e a escalada da guerra comercial entre Estados Unidos e China. Pelas estreitas relações econômicas com o Brasil, o aprofundamento da crise argentina nesse período também foi uma importante fonte de incertezas e volatilidade, afetando diretamente o desempenho da indústria pelo impacto negativo sobre as exportações de manufaturados. Mais recentemente, o ataque a plantas de processamento de petróleo da Arábia Saudita, que resultou em redução temporária da oferta do produto no mercado internacional, também impactou negativamente o cenário externo por sinalizar um possível agravamento das tensões entre Estados Unidos e Irã.

Na perspectiva das reformas estruturais, foram anunciadas, no final de junho, as bases para um acordo comercial entre Mercado Comum do Sul (Mercosul) e União Europeia e, posteriormente, de acordo semelhante com a Área Europeia de Livre Comércio. No mesmo sentido de aumentar a abertura comercial da economia, ao longo do ano foram concedidos mais de 2300 *ex-tarifários* (medidas de redução temporária da tarifa de importação a zero) nos setores de bens de capital e material de informática. Um novo marco regulatório para o mercado de gás e a aprovação da Medida Provisória (MP) da “liberdade econômica” são medidas que contribuem para melhorar o ambiente de negócios e aumentar a produtividade das empresas.

No início de julho, a reforma da Previdência foi aprovada na Câmara, e caminha para sê-lo também no Senado. O resultado final, em termos de redução de despesas relativamente à trajetória projetada com base na demografia e nas regras atuais, será superior ao esperado inicialmente pelos agentes econômicos. No entanto, os ganhos da reforma devem se materializar apenas gradualmente, de modo que os dilemas fiscais de curto prazo ainda são desafiadores.

Nessa perspectiva, o desafio fiscal segue no topo das prioridades da política econômica. O significativo contingenciamento de despesas em 2019 e a baixa disponibilidade para despesas discricionárias no Projeto de Lei Orçamentária Anual 2020 (PLOA 2020) enviado ao Congresso, em especial os investimentos, expressam com clareza as difíceis escolhas que se impõem no momento – como

José Ronaldo de C. Souza Júnior

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas do Ipea

ronaldo.souza@ipea.gov.br

Paulo Mansur Levy

Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea

paulo.levy@ipea.gov.br

Francisco Eduardo de L. A. Santos

Diretor adjunto na Dimac/Ipea

francisco.santos@ipea.gov.br

Leonardo Mello de Carvalho

Técnico de planejamento e pesquisa na Dimac/Ipea

leonardo.carvalho@ipea.gov.br

é discutido detalhadamente em *Nota Técnica desta Carta de Conjuntura*.¹ Este ano, a restrição está sendo dada pela meta de resultado primário, que prevê um *deficit* de R\$ 139 bilhões – 1,9% do produto interno bruto (PIB) – para o governo central. Para 2020 e anos seguintes, supondo crescimento econômico um pouco maior que o atual e aumento das receitas, a restrição, diante do aumento contínuo do gasto obrigatório, será dada pelo teto dos gastos, cujo cumprimento é necessário para reduzir o *deficit* primário, cuja meta para o governo central em 2020 é de R\$ 124 bilhões – 1,6% do PIB.

Em relação às previsões macroeconômicas, os dados mais recentes de atividade, divulgados entre junho e setembro de 2019, apontam para uma variação dessazonalizada de 0,2% no terceiro trimestre, menor do que a variação de 0,4% observada no trimestre anterior. Com relação à revisão das previsões anuais, a taxa de crescimento do PIB esperada para 2019 foi mantida em 0,8%, mesma previsão na Carta de Conjuntura nº 43. Espera-se, por um lado, efeitos positivos advindos principalmente da política de saque do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e, em menor grau, do ciclo de redução dos juros. Por outro lado, os efeitos negativos do cenário externo mais desafiador reforçam as evidências de uma recuperação em ritmo ainda lento. Para 2020, a previsão é de aceleração do crescimento, para 2,1%. Projetamos um ritmo mais acelerado de redução de taxa de juros, de forma que a taxa de juros real *ex-post* deve ficar estável em cerca de 1% ao ano (a.a.) no ano que vem. Tal interpretação está em linha com as últimas comunicações do Banco Central do Brasil (BCB), que indicam a continuidade do ciclo de redução de juros.

Essa flexibilização da política monetária é compatível com o significativo grau de ociosidade da economia brasileira. O Indicador Ipea de Hiato do Produto está estimado em 3,0% atualmente e, caso nosso cenário macroeconômico se concretize, ele deve fechar 2020 em 2,0%. Temos, portanto, as duas condições mais fundamentais para a validação do ciclo de redução de taxa de juros: inflação esperada inferior à meta e hiato do produto negativo. Nesse contexto, é importante ressaltar que a redução na meta de inflação nos próximos anos reduz a folga na inflação esperada, o que explicaria uma eventual reversão no atual ciclo de expansão monetária no fim de 2020.

1 Desempenho recente da economia brasileira

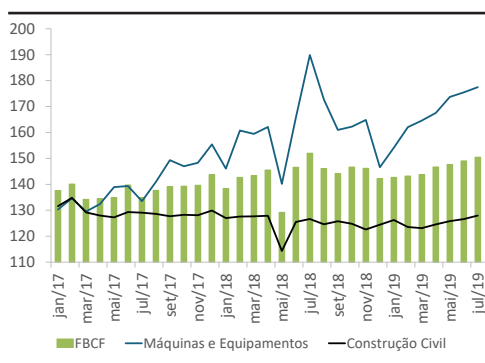
1.1 Atividade econômica, mercado de trabalho e crédito

A análise dos indicadores de atividade referentes aos primeiros meses do terceiro trimestre de 2019 sugere um cenário macroeconômico ainda caracterizado por uma trajetória de recuperação lenta, porém, com alguma recuperação da demanda interna. Segundo o Indicador Ipea de Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), os investimentos cresceram 1% na passagem entre os meses de junho e julho,

¹ Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2019/09/24/a-politica-fiscal-e-o-teto-dos-gastos-publicos>>.

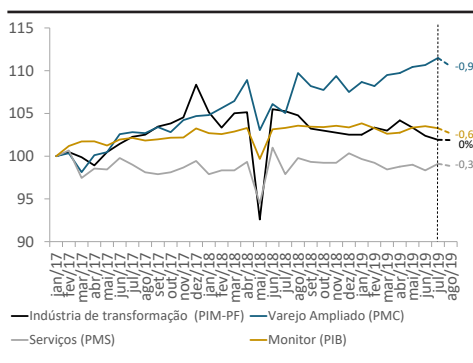
novamente impulsionados pelo segmento de máquinas e equipamentos e também pela construção civil, que vem dando sinais de melhora (gráfico 1). Já o setor manufatureiro, em contrapartida, voltou a perder fôlego. Após recuo em julho, a Dimac/Ipea estima um desempenho estável para a produção da indústria de transformação em agosto, com crescimento nulo na margem. Embora a produção siga apresentando comportamento modesto, a demanda interna por bens industriais tem apresentado resultados mais positivos, particularmente nos segmentos de bens de capital e insumos. As vendas no comércio e o volume de serviços, após registrarem bom desempenho em julho, teriam apresentado alguma acomodação em agosto, recuando 0,9% e 0,3% ante o mês de julho, respectivamente. Com isso, o PIB mensal – baseado no monitor do PIB da Fundação Getulio Vargas (FGV) – registraria queda de 0,6% na margem (gráfico 2).

GRÁFICO 1
Indicador Ipea mensal de FBCF e componentes
(jan./2017-jul./2019)
(Índices dessazonalizados, média de 1995=100)



Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea.

GRÁFICO 2
Indicadores selecionados de atividade econômica
(jan./2017-ago./2019)
(Índices dessazonalizados, jan./2017=100)



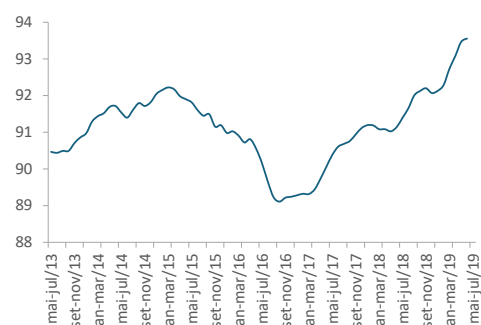
Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE); FGV; Ipea.
Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea.

No mercado de trabalho, a despeito da retomada ainda lenta da economia brasileira, o cenário do emprego vem mostrando uma dinâmica mais favorável, especialmente no tocante ao crescimento da ocupação (gráfico 3). Ao longo de 2019, a população ocupada (PO) apresenta expansão de 2,3%, bem acima da observada no mesmo período do ano anterior (1,3%). Nota-se, no entanto, que parte dos efeitos benéficos dessa melhora na ocupação sobre a taxa de desocupação (gráfico 4) acabou sendo anulada pela alta mais acentuada da força de trabalho, com crescimento interanual de 1,8% – refletindo o aumento da taxa de participação, de 61,5% no trimestre maio-julho de 2018 para 62,1% em igual período deste ano.

Embora esse aumento da força de trabalho esteja limitando um recuo mais rápido do desemprego, ele reforça a tendência de melhora nas condições do mercado de trabalho, tendo em vista que reflete uma queda da inatividade no país, em especial, daquela associada ao desalento. Os microdados da Pesquisa Nacional por Amostragem em Domicílio (PNAD Contínua) indicam que, no primeiro trimestre do ano, a proporção de trabalhadores que migraram da ocupação para a inatividade por conta do desalento foi de 18,3%, parcela que recuou no segundo trimestre para 17,4%. Adicionalmente, houve um aumento de mais de 1,0 ponto percentual

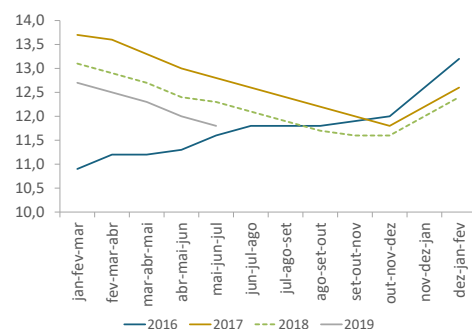
(p.p.) do fluxo de trabalhadores que deixaram a condição de inativos e se tornaram ocupados. Deve-se ressaltar ainda que, mesmo diante de uma expansão mais forte da informalidade, o emprego com carteira assinada vem dando claros sinais de recuperação ao longo do ano. Segundo dados do Cadastro Geral de Emprego e Desemprego (Caged), de janeiro a agosto, a economia brasileira gerou 593,5 mil novos postos de trabalho com carteira assinada, o que significa um aumento de 4,4% em relação a 2018. Nesta mesma direção, a PNAD Contínua indica uma expansão de 1,1% dos ocupados com carteira no setor privado em 2019.

GRÁFICO 3
População ocupada dessazonalizada
(Em milhões de pessoas)



Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

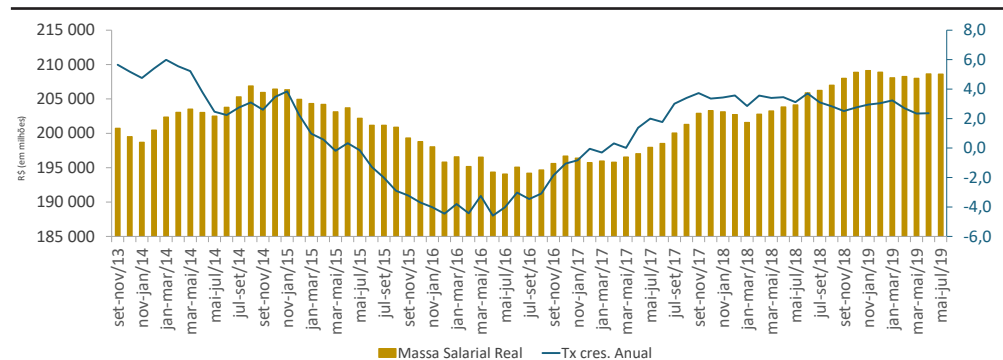
GRÁFICO 4
Taxa de desocupação
(Em %)



Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

No caso dos rendimentos, as estatísticas revelam uma dinâmica menos favorável, com leve queda de 0,1% no último trimestre móvel, encerrado em julho, na comparação interanual. No entanto, diante de um aumento significativo da ocupação, a massa salarial habitualmente recebida registra elevação de 2,2%, no período considerado (gráfico 5), possibilitando a expansão do consumo das famílias.

GRÁFICO 5
Massa salarial Real



Fonte: Ipea e IBGE.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Esse aumento do consumo das famílias, no entanto, ainda ocorre a taxas modestas: pelo PIB, o crescimento foi de 0,3% por trimestre nos dois primeiros trimestres do ano – metade da taxa observada na segunda metade do ano passado. No âmbito das vendas do comércio varejista – o que exclui os serviços – o desempenho tem

sido melhor: após encerrar o segundo trimestre de 2019 com crescimento de 1,4%, o volume de vendas no conceito ampliado, que inclui automóveis e materiais de construção, registrou aumento de 0,7% em julho, na série com ajuste sazonal. Esse resultado deixa um *carry-over* de 1,1% para o terceiro trimestre, e de 3,4% para o ano de 2019. Com base nos indicadores coincidentes divulgados até o momento, prevê-se uma acomodação do varejo em agosto, com recuo de 0,9% na comparação dessazonalizada. A maior contribuição negativa veio do setor de automóveis, cujas vendas caíram 2,2% na margem. Não levando em conta segmentos de veículos e materiais de construção, o comércio varejista no conceito restrito recuará 0,7% na margem.

O mercado de crédito tem compensado, em parte, o baixo crescimento da renda do trabalho, especialmente nos empréstimos às famílias, cujo saldo cresceu 7,1% em julho (em termos reais, sobre julho de 2018), para uma variação do crédito total de 1,8%. Tem havido forte expansão no segmento aquisição de veículos, em que o saldo das operações de crédito aumentou 13,3% em julho. No entanto, os empréstimos às empresas têm recuado devido à redução do crédito direcionado: o crédito total às empresas caiu 4,6% em julho, mas a parcela de livre utilização pelas instituições financeiras crescia 5,3% – particularmente nas modalidades mais associadas à produção corrente, como desconto de duplicatas e capital de giro. A diferença é explicada pela contração dos empréstimos de instituições financeiras públicas, notadamente o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) – nesse caso, refletindo a política deliberada de redução do papel do setor público na alocação do crédito na economia. Vale destacar, ainda, a ampliação do mercado de capitais como fonte de financiamento das empresas alternativa aos bancos, com um aumento de 24% no estoque de títulos privados. Em julho de 2018, o estoque de títulos privados equivalia a 28% do financiamento das empresas (empréstimos junto ao sistema financeiro nacional e emissão de títulos de dívida); em julho deste ano, esse valor atingiu 34%.

O fraco desempenho da indústria neste ano – quedas acumuladas até julho de 1,7% para a indústria geral e de 0,1% para a indústria de transformação – pode ser explicado, em parte, por fatores exógenos. No caso da indústria geral, o desempenho é muito influenciado pelo segmento extrativo, refletindo o acidente em uma mina de minério de ferro da empresa Vale, em Brumadinho, Minas Gerais, que levou à paralisação da produção em diversas unidades, provocando queda de 12% da produção extrativa no acumulado no ano até julho. No caso da indústria de transformação, destaca-se o impacto da crise argentina sobre as exportações de produtos manufaturados e de veículos em particular: a Argentina absorveu 15,6% das exportações brasileiras de manufaturados em 2018, e, desse total, cerca de 40% corresponderam a exportações de automóveis, motores, partes e peças. Nos oito primeiros meses de 2019, essas exportações do setor automobilístico para a Argentina caíram 50%. A produção da indústria automobilística até agosto cresceu 2% ante igual período de 2018, refletindo a expansão das vendas no mercado interno, onde os licenciamentos de veículos aumentaram quase 10% no

período. Com base no desempenho dos indicadores coincidentes divulgados até o momento, a previsão para a produção da indústria de transformação em agosto é de crescimento nulo na comparação com ajuste sazonal e de queda de 2,9% em relação a agosto do ano passado.

É importante destacar que, embora a produção física interna tenha registrado queda, o Indicador Ipea de Consumo Aparente de Bens Industriais aponta para um desempenho positivo do setor manufatureiro no início do terceiro trimestre de 2019. Com forte contribuição das importações, a demanda interna por bens industriais registrou aumento de 2,6% em julho, na série com ajuste sazonal (tabela 1). A esse respeito, nota-se uma participação crescente dos bens importados na demanda final do setor, já retirada a parcela da produção voltada para exportação – fenômeno mais visível nos segmentos de bens de capital e bens intermediários. Com relação a estes últimos, desde a greve dos caminhoneiros, ocorrida em maio de 2018, enquanto a produção interna de bens intermediários cresceu apenas 2%, seu consumo aparente aumentou 7,5%. Na mesma base de comparação, o volume importado de insumos teve alta expressiva, de 34,8%.

TABELA 1
Consumo aparente de bens industriais *versus* produção industrial (PIM-PF)
(Variação, em %)

	Mês/Mês anterior dessazonalizado ¹				Mês/Igual Mês do ano anterior				Acumulado	
	Mai/19	Jun./19	Jul./19	TRIM ²	Mai/19	Jun./19	Jul./19	TRIM ²	No ano	Em doze meses
Consumo Aparente	0,2	-0,2	2,6	1,8	7,7	-7,1	1,2	0,4	-1,5	-1,1
Bens nacionais	-0,2	0,3	1,1	0,8	5,8	-7,6	-1,3	-1,3	-2,2	-2,3
Bens importados	3,1	-2,0	8,9	8,5	15,9	-5,6	11,7	7,4	1,7	4,2
Produção Industrial (PIM-PF)	-0,1	-0,7	-0,3	-0,9	7,6	-5,9	-2,5	-0,5	-1,7	-1,3

Fonte: Ipea, IBGE e Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex)

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Nota:

¹ Sazonalmente ajustado pelo método X13-ARIMA.

² Trimestre terminado no mês de referência da divulgação.

Novas concessões de crédito (jan.-jul./2019): análise desagregada²

As novas concessões de crédito, especialmente com recursos livres, têm mostrado significativo crescimento: nos primeiros sete meses de 2019, o total de novas concessões no Sistema Financeiro Nacional (SFN), ajustado por dias úteis e deflacionado, cresceu 7,7% em relação ao mesmo período de 2018. A tabela a seguir decompõe essa taxa nas oito modalidades que mais contribuíram para o crescimento, perfazendo mais de 90% da taxa.

Como a tabela dentro do box evidencia, houve contribuições importantes tanto do crédito a PJs quanto a PFs. O cartão de crédito à vista de PF, que tem a maior contribuição, é um caso à parte, por dois motivos: i) em 2019, respondeu por 23% de todo o crédito concedido no Sistema Financeiro Nacional (SFN); e ii) tem tendência de crescimento desde o início da série, em 2011, tendo passado de cerca de R\$ 35 bilhões ao mês em 2011 para R\$ 75 bilhões em 2019. Isso deve refletir, principalmente, a disseminação do uso do cartão. Não obstante, o crescimento em 2019 está maior do que a tendência de longo prazo.

² Box elaborado por Estêvão Kopschitz X. Bastos.

TABELA

Contribuição para a taxa de crescimento de novas concessões jan-jul 2019/2018: oito modalidades que responderam por 91% da taxa de crescimento de 7,7%

Modalidade	Contribuição em pontos de porcentagem	% da contribuição	% da contribuição acumulado
Total	7,71	100,0	
PF* - Cartão de crédito à vista ¹ - livres	2,39	31,1	31,1
PJ* - Desconto de duplicatas e recebíveis - livres	1,16	15,0	46,1
PF - Crédito pessoal consignado para trabalhadores do setor público - livres	0,96	12,5	58,5
PF - Crédito rural com taxas de mercado - direcionados	0,56	7,3	65,8
PJ - Antecipação de faturas de cartão de crédito ² - livres	0,55	7,2	73,0
PF - Crédito pessoal não consignado - livres	0,50	6,4	79,4
PJ - Capital de giro com prazo superior a 365 dias ³ - Livres	0,45	5,8	85,3
PJ - Compror ⁴ - Livres	0,43	5,6	90,8

Fonte: BCB.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Notas:

¹ Cartão de crédito – compras à vista: corresponde às compras à vista realizadas no cartão de crédito, e às compras parceladas pelos lojistas (afiliados), em que não há incidência de juros.

² Antecipação de faturas de cartão de crédito: adiantamento de recursos a pessoas jurídicas com base em fluxo de caixa futuro vinculado a direitos creditórios sob a forma de faturas de cartão de crédito.

³ Capital de giro com prazo superior a 365 dias: crédito de médio e longo prazo destinado a financiar as atividades operacionais das empresas, vinculada a um contrato específico que estabeleça prazos, taxas e garantias, observado o prazo de contratação superior a 365 dias.

⁴ Compror: operações de crédito a pessoas jurídicas voltadas para o financiamento de suas compras (produtos e serviços), caracterizada pelo fato de que o desembolso inicial ocorre com o pagamento à vista das compras, pela instituição financeira, diretamente ao fornecedor. Estão incluídas nessa modalidade as operações de *Floor Plan*, destinadas ao financiamento dos estoques das revendedoras de veículos.

*PF: pessoa física; PJ: pessoa jurídica.

A segunda categoria mais relevante em 2019 de PF, crédito pessoal consignado para trabalhadores do setor público, mostra crescimento expressivo desde o início de 2017, mas é possível identificar aceleração do crescimento em 2019.³ Estudo de 2017 da Confederação Nacional de Diretores Lojistas (CNDL) concluiu que “a principal motivação para obter um empréstimo consignado é o pagamento de dívidas (37,6%), seguida de necessidade ou imprevisto (22,2%) e do crédito oferecido a um valor pré-aprovado/quis aproveitar a oportunidade (14,8%). Também em 2017, a *fintech* Empréstimo Fácil divulgou estudo com resultado semelhante para a principal motivação: o principal motivo era substituir uma dívida mais cara (38,1%); em segundo lugar, pagar despesas médicas (13,8%) e, em terceiro, fazer reformas (10,3%)”. O gráfico 6 mostra evolução dessa modalidade juntamente com duas de comportamento semelhante, isto é, com nítido crescimento a partir do início de 2017: o crédito pessoal não consignado e o crédito para aquisição de veículos.⁴

A Selic definida pelo Comitê de Política Monetária (Copom) ficou estável em 14,25% de julho de 2015 a setembro de 2016; depois passou a ser reduzida até 6,5% em março de 2018. Depois de dezessete meses nesse nível, voltou a ser reduzida nas duas últimas reuniões do Copom, para 5,50%. Assim, a considerável elevação das novas concessões das três categorias do gráfico 6 coincidem com

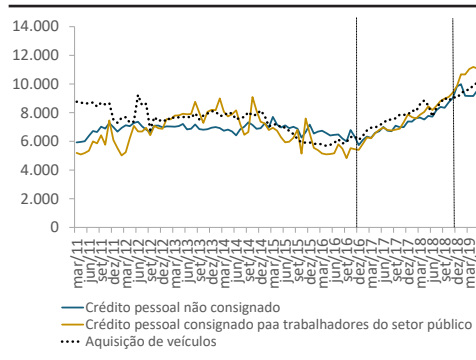
3 De dezembro de 2018 a julho de 2019, as novas concessões dessazonalizadas cresceram à taxa média mensal de 3,3%; nos sete meses imediatamente anteriores, a taxa média foi de 2,2%.

4 O crédito para veículos foi destacado em box da seção Moeda e crédito, disponível em: <<http://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2019/09/04/credito-e-juros-4/>> .

essa fase de afrouxamento monetário. As novas concessões de consignado para servidores públicos, por exemplo, aproximadamente dobraram em valor total entre o fim de 2016 e meados de 2019.

Os gráficos 7 e 8 mostram as taxas de juros e o volume de novas concessões para crédito livre PF rotativo e não rotativo. As taxas de juros das duas categorias caíram concomitantemente à Selic, mas os gráficos sugerem que a resposta do não rotativo à queda dos juros foi maior.⁵

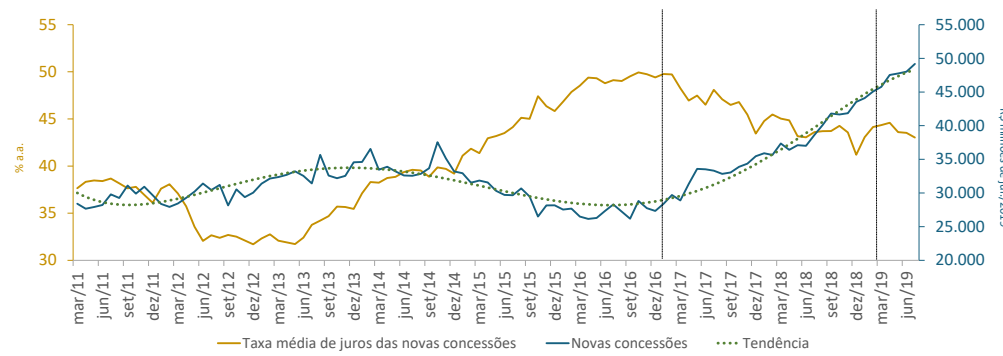
GRÁFICO 6
Concessões para Pessoas físicas com recursos livres – modalidades selecionadas
(R\$ milhões de jul./2019, séries dessazonalizadas)



Fonte: BCB.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

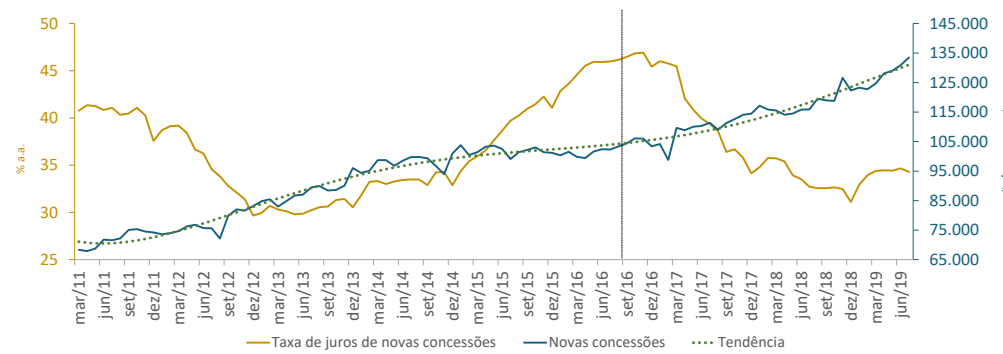


GRÁFICO 7
Crédito não rotativo para pessoas físicas – recursos livres
(R\$ milhões de jul./2019, série dessazonalizada e %)



Fonte: BCB.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 8
Crédito rotativo para pessoas físicas – recursos livres
(R\$ milhões de jul./2019, série dessazonalizada e %)



Fonte: BCB.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

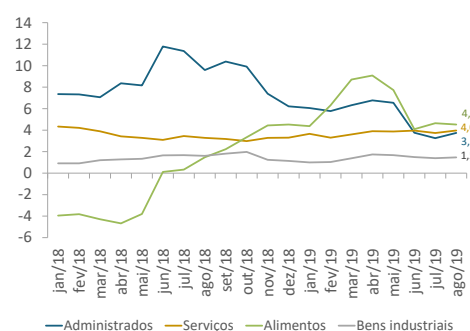
⁵ Essas são apenas especulações sobre possibilidades, pois os efeitos de outras variáveis que afetam o crédito, além das taxas de juros, não estão considerados.

1.2 Inflação e política monetária

Ao longo do último trimestre, a inflação brasileira, medida pelo índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), surpreendeu positivamente ao apresentar variações abaixo das expectativas, refletindo, sobretudo, a melhora na trajetória dos preços dos alimentos. O desempenho da safra brasileira, em 2019, acima das projeções iniciais, aliado ao bom comportamento do preço das *commodities* agrícolas no mercado internacional, gerou uma forte desaceleração da inflação do grupo alimentos no domicílio, cuja taxa de variação acumulada em doze meses recuou de 9,1%, em abril para 4,5% em agosto (gráfico 9). No caso dos demais componentes do IPCA, em que pese uma aceleração dos preços administrados, impactados pelos reajustes das tarifas de energia elétrica e da adoção da bandeira vermelha, em agosto, a inflação dos demais segmentos mostra-se estável, em patamar confortável, com variação acumuladas em doze meses abaixo do centro da meta (4,0%).

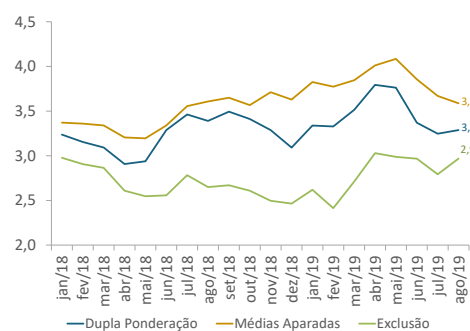
Esse ambiente inflacionário favorável é corroborado pelos indicadores de núcleo de inflação, cujas variações acumuladas em doze meses seguem bem-comportadas, independentemente da metodologia utilizada (gráfico 10), ratificando um processo de alta de preços pouco disseminado e de baixa intensidade. Para o restante do ano, a expectativa é de manutenção desse quadro de estabilidade inflacionária, mesmo diante de uma leve aceleração do IPCA. Por certo, embora sejam esperadas pressões adicionais sobre os preços administrados, a intensificação do processo de desaceleração dos alimentos impactará favoravelmente a inflação dos preços livres, contribuindo para uma variação do IPCA acumulado no ano novamente abaixo da meta estipulada.

GRÁFICO 9
IPCA por categoria - Variação acumulada em 12 meses (Em %)



Fonte: Ipea.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 10
IPCA: núcleos de inflação - Variação acumulada em 12 meses (Em %)



Fonte: Ipea.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Diante dessa trajetória favorável da inflação, o BCB deu início em julho a um processo de redução dos juros com um corte de 0,5 p.p da taxa Selic para 6,0% a.a, e, em setembro, houve nova redução para 5,5% a.a. A taxa de juros real *ex ante* – dada pela razão entre a trajetória prevista para os juros nos próximos doze meses e a expectativa de inflação para o mesmo período – caiu para 1,4% a.a. na terceira semana de setembro, o menor valor desde dezembro de 2012, quando a inflação

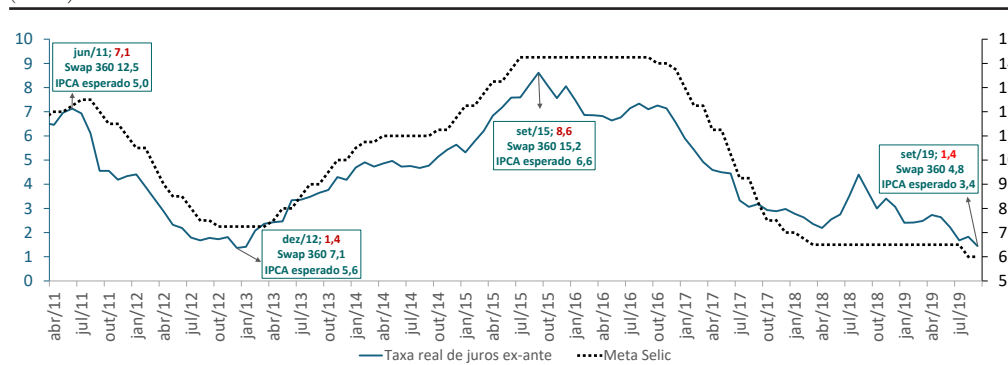
encontrava-se em trajetória de aceleração, o que significa dizer que não se tratava de uma taxa sustentável (gráfico 11).



GRÁFICO 11

Taxa de juros reais *ex ante* - swap DI x pré 360 dias deflacionado por expectativa para o IPCA nos próximos doze meses do Focus/BCB

(Em %)



Fonte: BCB.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Em um mundo em que as taxas de juros reais encontram-se negativas na maior parte dos países desenvolvidos, o espaço para prosseguir com uma política monetária mais frouxa parece ser ainda amplo. Não obstante, há grandes dúvidas sobre a resposta da economia a esse relaxamento da política monetária. As previsões da Focus/BCB para 2020 são de um crescimento de apenas 2,0% – ainda insuficiente para recuperar os níveis de produção pré-crise e para reduzir mais rapidamente o desemprego. Na impossibilidade de recorrer à política fiscal e ao crédito dos bancos públicos, como no passado, para estimular a demanda, resta a alternativa de promover um choque de oferta, via mudanças estruturais, de modo a acelerar o investimento privado. O programa de concessões na área de infraestrutura, apoiado no fortalecimento do marco regulatório, tem o potencial para ampliar a demanda agregada e, ao mesmo tempo, reverter a tendência de queda da produtividade.

1.3 Contexto internacional

O contexto internacional ficou mais adverso nos últimos meses. Em agosto, houve uma escalada na guerra comercial entre Estados Unidos e China, com novas imposições de tarifas dos dois lados em resposta à interrupção temporária das negociações que já se estendem desde o início do ano passado. Embora as negociações tenham sido retomadas, ainda há muita incerteza quanto ao seu desfecho. Essa tensão tem se refletido em redução dos fluxos de comércio que já caíram dois trimestres consecutivos: -0,3% no primeiro trimestre e -0,7% no segundo, conforme o Instituto de Análise de Política Econômica, da Holanda (CPB). As incertezas associadas à guerra comercial têm impactado a atividade econômica principalmente por meio dos investimentos, cuja taxa de crescimento em nível global, conforme a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), caiu de pouco menos de 5% no primeiro trimestre de 2018 para 1% no primeiro trimestre deste ano. A Área do Euro, e a Alemanha em

particular, tem registrado desaceleração da atividade econômica – seja pelo efeito da desaceleração do comércio internacional, seja pelas incertezas associadas ao *Brexit* –, assim como a China, onde os indicadores mais recentes de produção industrial (crescimento de 4,4%), vendas do comércio varejista (7,5%) e investimentos (4,2%) registraram em agosto taxas de variação interanual muito inferiores àquelas observadas um ano atrás.

A desaceleração da economia mundial tem se refletido em quedas ainda modestas nos preços de *commodities* até agosto: 4,5% para produtos agrícolas e 2,6% para metais e minérios. As *commodities* ligadas à energia tiveram queda de 22% no período, refletindo o comportamento do preço do petróleo, que caiu de US\$ 76/barril em agosto do ano passado para US\$ 60/barril em agosto deste ano. Os ataques a plantas de processamento de petróleo na Arábia Saudita em 13 de setembro resultaram em aumento de cerca de 20% nos preços do produto, porém estes já recuaram para próximo do patamar anterior.

Diante do quadro de desaceleração global, as políticas monetárias nos países avançados voltaram a assumir um viés expansionista. O Federal Reserve já reduziu duas vezes a taxa básica de juros (*Fed Funds*), para o intervalo 1,75%-2,00% ao ano. O Banco Central Europeu já mantém a taxa de operações de mercado aberto próxima de zero, e atuou reduzindo a taxa de remuneração de reservas bancárias de -0,4% para -0,5% a.a., além de sinalizar com a retomada do programa de compra de ativos ao ritmo de 20 bilhões de euros por mês. Não obstante, as projeções de diversas instituições que acompanham a economia global vêm sendo revistas para baixo, como no caso da OCDE, que em seu *Panorama Econômico* de setembro projeta crescimento mundial de 2,9% em 2019 e 3,0% em 2020 – 0,3 e 0,4 p.p. a menos que as projeções de maio. Na China, a política monetária também vem sendo expansionista, com redução de alíquotas de compulsórios bancários e medidas para estimular os empréstimos ao setor privado.

2 Projeções macroeconômicas 2019/2020

Na edição anterior da *Carta de Conjuntura* do segundo trimestre (nº 43), havia razoável grau de incerteza em relação à trajetória da política monetária. Atualmente, as projeções de mercado e as comunicações do BCB apontam consenso para uma trajetória gradual de redução da taxa de juros – com, pelo menos, mais uma redução de 0,5 p.p. na Selic. Nesse sentido, desfez-se uma incerteza em relação a esse parâmetro específico. Em contrapartida, a trajetória de evolução da confiança da indústria está pior do que se esperava anteriormente. Como apontado na Carta anterior, a reforma da Previdência, por si, era condição necessária – ainda que não suficiente – para a aceleração das trajetórias de confiança, trazendo a reboque o tão desejado aumento dos investimentos. No entanto, o cenário externo se tornou menos benigno desde então, em que se destacam as repercussões da guerra comercial China-Estados Unidos sobre o crescimento mundial, o efeito da crise na Argentina e, mais recentemente, a volatilidade do preço de petróleo, somente para mencionar alguns. Esse conjunto de fatores levou a uma leve revisão nas projeções

do indicador de confiança, que passaram a crescer de forma mais suavizada na passagem de 2019 para 2020, como será discutido adiante.



Por fim, decisões de política econômica que não estavam no radar em junho foram incorporadas à previsão do PIB. O caso mais notório e importante é o impacto das regras de saque do FGTS recentemente divulgadas. Segundo estimativas da própria equipe econômica, o crescimento acumulado em doze meses calculado a partir do terceiro trimestre de 2019 será de 0,35 p.p. via consumo das famílias. Isso posto, além de acertar a previsão para o resultado do segundo trimestre, a *Carta de Conjuntura* nº 43, de junho de 2019, antecipou que haveria desaceleração na trajetória de crescimento dessazonalizado no terceiro trimestre de 2019 em relação ao trimestre anterior. De fato, os dados mais recentes de atividade, divulgados entre junho e setembro de 2019, apontam para uma variação dessazonalizada de 0,2% no terceiro trimestre, menor do que a variação de 0,4% observada no trimestre anterior.

TABELA 2

Projeções: taxa de crescimento do PIB e de seus componentes
(Em %)

	Observado				Previsto			
	2017	2018	2019-T1	2019-T2	2019-T3		2019	2020
			Trim. ano ant.	Trim. ano ant.	Trim. ano ant.	No trim., dessaz. ¹		
PIB	1,1	1,1	0,5	1,0	0,7	0,2	0,8	2,1
Indústria	-0,5	0,6	-1,1	0,3	-0,5	-0,3	-0,2	1,6
Serviços	0,5	1,3	1,2	1,2	1,1	0,4	1,2	2,2
Agropecuária	12,5	0,1	-0,1	0,4	1,8	1,0	0,9	2,2
Consumo das Famílias	1,4	1,9	1,3	1,6	1,4	0,4	1,5	2,7
Consumo do Governo	-0,9	0,0	0,1	-0,7	-0,6	0,2	-0,3	0,2
FBCF	-2,5	4,1	0,9	5,2	0,3	0,5	2,3	6,1
Exportações de bens e serviços	5,2	4,1	1,0	1,8	2,0	0,4	0,6	3,0
Importações de bens e serviços	5,0	8,5	-2,5	4,7	-1,8	2,4	2,9	8,1

Fonte: IBGE e Ipea.

Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea.

Nota: ¹ Trimestre terminado no mês de referência da divulgação.

TABELA 3

Projeções: variáveis macroeconômicas selecionadas
(Em %)

	Observado		Previsto	
	2017	2018	2019	2020
Inflação - IPCA (% no período)	2,95	3,75	3,55	3,90
Taxa de juros SELIC (% a.a. no final do período)	7,00	6,50	4,75	5,00
Taxa de câmbio R\$/US\$ (no final do período)	3,29	3,87	4,00	4,00

Fonte: IBGE e Ipea.

Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea.

Com relação à revisão das previsões anuais, a taxa de crescimento do PIB esperada para 2019 foi mantida em 0,8%, mesma previsão na Carta de Conjuntura no 43. Considerados os fatores citados anteriormente, haverá efeitos positivos advindos principalmente da política de saque do FGTS e do ciclo de redução dos juros. Entretanto, os efeitos negativos vieram principalmente do cenário externo mais desafiador e das evidências de que a recuperação da economia ainda está lenta. Alguns efeitos persistem na previsão para 2020, como reforçaremos mais adiante.

Em termos desagregados, mantemos a projeção de que o crescimento do PIB de 2019 pelo lado da demanda continuará sendo liderado pela absorção doméstica. O consumo das famílias deverá crescer 1,5% apoiado pelos efeitos decorrentes da nova política de saques do FGTS e pela continuidade da reversão do choque no preço de alimentos. Embora não seja esperada uma melhora significativa dos indicadores de mercado de trabalho em 2019, as condições atuais são compatíveis com a previsão de crescimento do consumo acima estabelecida. A FBCF, por sua vez, deverá fechar o ano de 2019 com expansão de 2,3%, acima da previsão anterior de 1,6%. Esse resultado se explica pelo bom desempenho dos investimentos do segundo trimestre, que ensaia uma recuperação, ainda que incipiente, da construção civil. Por fim, mantemos a estimativa de contribuição do setor externo negativa, em função do crescimento da demanda interna acima do PIB no ano. No entanto, a novidade é que as previsões de crescimento tanto das exportações quanto das importações pioraram significativamente. O aprofundamento da crise da economia argentina e a desaceleração do crescimento mundial ajudam a explicar a desaceleração do crescimento das exportações, todavia, estimamos um crescimento de 0,6% no ano. No tocante às importações, esperamos que o aumento seja de 2,9% em 2019.

Pelo lado da oferta, não houve mudança significativa nas previsões para o PIB dos setores industrial e de serviços. No primeiro caso, houve pequena revisão da queda de 0,1% para 0,2%, que reflete a lenta retomada dos índices mensais de atividade industrial, e, no segundo caso, a previsão se manteve em 1,2%. A revisão mais significativa ficou por conta do PIB do setor agropecuário, cuja expansão passou para 0,9% (ante 0,5%, na previsão feita em junho), considerando as perspectivas mais recentes da safra 2018/2019 e os dados atualizados do segmento de pecuária.

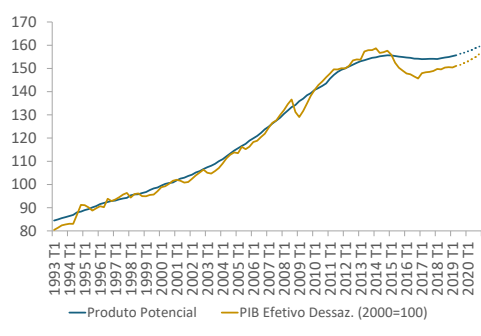
As previsões do PIB da indústria e de serviços até 2020 foram novamente realizadas por meio do sequenciamento de modelos VAR Bayesianos, impondo trajetórias para a taxa real de juros e para o índice de confiança da indústria. Nesse contexto, revisamos para baixo nossa estimativa para o PIB de 2020 de 2,5% para 2,1%, o que pode ser explicado pela evolução das trajetórias condicionais como discutiremos a seguir.

As previsões anteriores já levavam em consideração que a taxa Selic seria reduzida a partir do segundo semestre de 2019, pois a inflação se encontrava bem-comportada para o horizonte relevante da política monetária e o balanço de riscos seria mais favorável tão logo houvesse encaminhamento positivo da reforma da Previdência. A novidade, porém, é que projetamos um ritmo mais acelerado de redução de taxa de juros de forma que a taxa de juros real deve ficar estável em cerca de 1% a.a. no ano que vem. Tal interpretação está em linha com as últimas comunicações do BCB, que indicam a continuidade do ciclo de redução de juros.

Essa flexibilização da política monetária é compatível ao significativo grau de ociosidade da economia brasileira. O Indicador Ipea de Hiato do Produto está estimado em 3% atualmente e, caso nosso cenário macroeconômico se concretize, deve fechar 2020 em 2%. Temos, portanto, as duas condições mais fundamentais

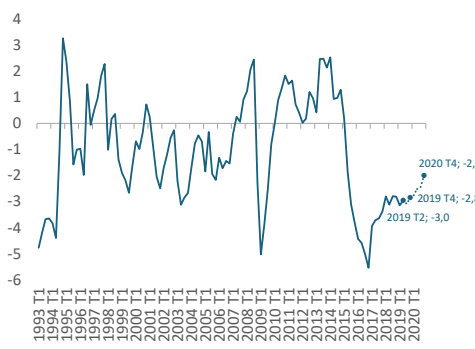
para a validação do ciclo de redução de taxa de juros: inflação esperada inferior à meta e hiato do produto negativo. Nesse contexto, é importante ressaltar que a redução na meta de inflação nos próximos anos reduz a folga na inflação esperada, o que explicaria uma eventual reversão no atual ciclo de expansão monetária no fim de 2020.

GRÁFICO 12
Produto potencial versus PIB efetivo (1993-2019) e
previsão até 2020
Índice (PIB 2000=100)



Fonte: Ipea.
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

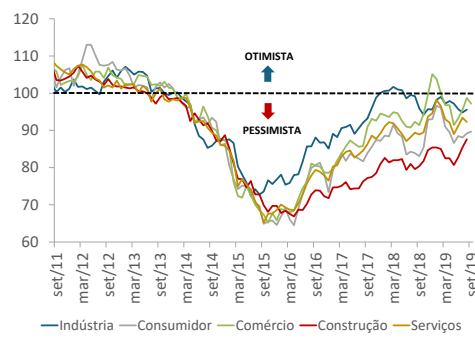
GRÁFICO 13
Indicador Ipea de Hiato do Produto (1993-2019) e
previsão até 2020
(Em %)



Fonte: Ipea.
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Embora o cenário permaneça desafiador, o ambiente econômico apresenta alguns bons fundamentos que podem possibilitar uma aceleração do nível de atividade nos próximos trimestres. Em primeiro lugar, conforme dito anteriormente, com a aprovação da reforma da Previdência e a implantação de medidas complementares que sejam capazes de reverter o desequilíbrio estrutural das contas públicas – como detalhado em *Nota Técnica desta Carta de Conjuntura*⁶ –, criam-se condições minimamente necessárias para estimular o crescimento dos investimentos, ainda mais numa conjuntura internacional caracterizada por taxas de juros negativas e elevada liquidez, embora marcada por elevado grau de incerteza e conflitos comerciais entre países. Espera-se que, com a redução dos níveis de incerteza relacionados à solvência do setor público brasileiro, o aumento de confiança dos agentes seja um dos canais de contágio positivo para o início de um ciclo virtuoso que possa acelerar finalmente o processo de recuperação cíclica (gráfico 14).

GRÁFICO 14
Indicadores de confiança (ago./2011-ago./2019)
(Índices dessazonalizados, jan./2017=100)



Fonte: FGV.
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

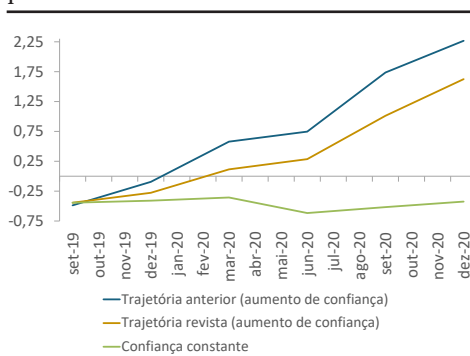
Em nossa estimativa anterior, o índice de confiança da indústria partiria dos então 98 pontos, o que indicava uma leitura levemente pessimista, e chegaria aos 105

⁶ Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2019/09/24/a-politica-fiscal-e-o-teto-dos-gastos-publicos>>.

pontos no final de 2020, cenário que é compatível com a aprovação das reformas requeridas para o equilíbrio fiscal de longo prazo e o avanço modesto nas reformas microeconômicas.⁷ Apesar de mantemos o valor máximo do indicador de confiança em 105 pontos, suavizamos sua trajetória de expansão de forma a refletir seu desempenho recente e as incertezas da economia mundial, o que resultou em impacto negativo em nossa projeção de PIB para 2020.

O gráfico 15 ilustra o impacto da confiança na trajetória de crescimento acumulada em doze meses do PIB da indústria a partir do terceiro trimestre de 2019. O efeito positivo da confiança já estava claro na análise da trajetória estabelecida na Carta anterior (legenda *Trajectoria anterior – aumento de confiança*), em que o PIB acumulado da indústria atinge o pico de 2,3% no último trimestre de 2020. Esta revisão da trajetória de expansão para a confiança, mais condizente com os dados observados recentemente, mostra um efeito bastante

GRÁFICO 15
Crescimento acumulado em doze meses do PIB da indústria, para diferentes cenários para a confiança, por trimestre



Fonte: Ipea.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

positivo, ainda que menor do que o anterior. Caso o índice de confiança da indústria permanecesse constante no atual nível, o PIB da indústria seria negativo ou muito próximo de zero ao longo do período de previsão. Cabe ressaltar que, em todos os cenários, a taxa de juros foi reduzida em igual magnitude, de forma que a análise reforça o papel preponderante das expectativas na retomada cíclica.

As previsões para o PIB do setor agropecuário, mostradas na tabela 4, são calculadas separadamente por meio das perspectivas de área plantada, produtividade e colheita, do IBGE e da Companhia Nacional de Abastecimento (Conab). O setor deve apresentar um crescimento de 0,9% no ano de 2019, principalmente por conta dos bons desempenhos da pecuária e da produção de milho. As previsões do Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea indicam que o valor adicionado da lavoura e da pecuária devem crescer 0,1% e 2,2%, respectivamente. O resultado para a lavoura é justificado principalmente pelas safras menores de soja (-3,9%) e café (-13,0%), que compensam em parte o crescimento esperado para o milho (21,5%) e outras culturas – de acordo com dados do Levantamento Sistemático da Produção Agrícola do IBGE. Em relação à pecuária, é esperado que todos os produtos contribuam positivamente para o crescimento, com destaque para as altas na produção de bovinos (2,0%) e suínos (5,4%). O componente com os demais produtos agropecuários, por sua vez, dever crescer 0,7%. Para o terceiro trimestre de 2019, no entanto, é esperado um crescimento de 2,0%. O resultado positivo é explicado por um bom desempenho previsto para a agricultura (3,6%), impactado por safras maiores de culturas relevantes neste trimestre, como o algodão e o trigo.

⁷ Vide cenário de referência da Nota Técnica. Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2018/11/30/cenarios-macroeconomicos-para-o-periodo-2020-2031/>>.

Em relação à previsão agrícola de 2020, é esperado um crescimento de 2,2% no valor adicionado do setor. A lavoura deve crescer 2,5%, impulsionada por aumentos nas safras de soja e arroz. A pecuária deve manter o ritmo de crescimento do ano de 2019 e fechar 2020 com novo resultado positivo de 2,2%. O componente com os demais produtos agropecuários deve, no entanto, apresentar retração de 0,6%.

TABELA 4
Previsão do PIB Agrícola, por componente, no ano de 2019
(Em %)

	Observado		Previsto		
	2019 - 1º Trim.	2019 - 2º Trim.	2019 - 3º Trim.	2019	2020
	Trim./ Trim ano anterior	Trim./ Trim ano anterior	Trim./ Trim ano anterior		
Agricultura	-0,4	-3,9	3,6	0,1	2,5
Pecuária	2,4	4,4	0,7	2,2	2,2
Outros	0	7,3	-1,2	0,7	-0,6
Agropecuária	-0,1	0,4	2	0,9	2,2

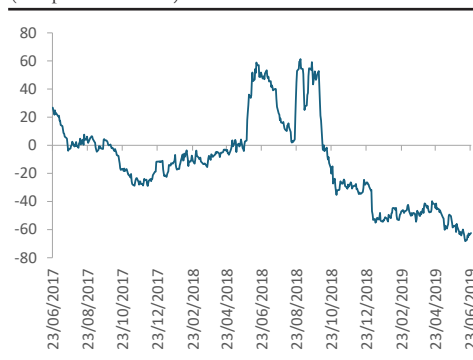
Fonte: IBGE e projeções internas da Dimac/Ipea

Em ambos os anos, as projeções do PIB agrícola foram revisadas para cima (2019: de 0,5% para 0,9%; 2020: de 0,2% para 2,2%). Com isso, completamos o PIB pelo lado da oferta até o final de 2020, cuja expectativa de crescimento foi revisada de 2,5% para 2,1%. Além dos efeitos econômicos associados à revisão, haverá impacto proveniente do recálculo do carregamento estatístico (*carry-over*), que corresponde ao crescimento do PIB em 2020. Como o carregamento estatístico no cenário atual (+0,7%) é menor do que no cenário construído em junho (+0,9%), podemos afirmar que a diferença de 0,2% foi um dos fatores que contribuíram para a redução da previsão do PIB.

Em suma, apesar da revisão na previsão de crescimento para o ano que vem, supomos que haverá aceleração do ritmo da recuperação cíclica via confiança em um ambiente externo moderado, sem choques extremos. De fato, a redução de incertezas já se faz presente no Indicador Ipea de Risco (idiossincrático) do Brasil desde o final de 2018 (gráfico 16). Esse indicador vem se mantendo em terreno negativo e, desde então, experimentou quedas importantes até atingir o patamar atual, em que o risco-país, medido pelo Credit Default Swap (CDS), se encontra cerca de sessenta pontos abaixo caso seguisse o movimento comum aos emergentes. Em termos de percepção de risco, portanto, o país se encontra em situação bastante favorável, e a materialização desse cenário para a economia real se dará por meio da criação de um ambiente econômico que induza o aumento dos investimentos.

A projeção para a taxa de inflação em 2019 foi revisada para baixo em 0,35 p.p. em relação à projeção feita em junho. A nova previsão da inflação medida pelo IPCA para 2019 é de 3,55% a.a.

GRÁFICO 16
Indicador Ipea de Risco Brasil
(Em pontos básicos)



Fonte: Ipea.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Revisamos nossas expectativas para todos os subgrupos (excluindo os bens e serviços monitorados), principalmente devido à nova previsão da produção agropecuária e taxa de crescimento da atividade econômica. O subgrupo bens livres exceto alimentos teve sua previsão revista ligeiramente para cima, pois os dados de agosto vieram um pouco acima da nossa estimativa. Porém, a previsão para esse subgrupo segue abaixo da previsão anterior, refletindo o ritmo lento de retomada da atividade econômica.

Em relação aos bens livres – alimentos, nossa projeção passou de 4,7% a.a. para 3,9% a.a. A expectativa de uma maior taxa de crescimento do PIB do setor agropecuário de 0,9% a.a. em 2019, impulsionada pelos grãos, especialmente a segunda safra de milho, contribuirá para a maior desaceleração de preços desse grupo. Igualmente, revisamos para baixo a expectativa de inflação do subgrupo serviços – educação, pois a segunda rodada de reajustes do mês de agosto veio um pouco abaixo do previsto.

Para os bens e serviços monitorados, a variação projetada em agosto de 5,3% a.a. foi mantida. Embora o preço do Brent no cenário internacional tenha se elevado em aproximadamente 20% no dia útil seguinte ao ataque com bombas à petroleira da Arábia Saudita, o preço negociado da *commodity* já retornou ao seu nível anterior. A energia elétrica, outro item de peso para os monitorados, segue apresentando trajetória de preços bem comportada, em virtude da redução do patamar dos reajustes e revisões das tarifas em relação ao ano passado.

TABELA 5
Previsão da taxa de inflação ao consumidor (IPCA) em 2019
(Em %)

	Previsão anterior - Carta de Conjuntura nº 43 (jun. 2019)	Previsão atual - Carta de Conjuntura nº 44 (set. 2019)		
		Previsão da taxa de variação acumulada em 2019	Peso	Contribuição para o IPCA total
Bens livres – alimentos	4,8	3,9	16,2	0,62
Bens livres – exceto alimentos	2,0	1,7	22,3	0,38
Serviços livres (exceto educação)	3,3	3,1	31,2	0,96
Serviços livres – educação	5,0	4,9	4,2	0,20
Bens e serviços monitorados	5,5	5,3	26,1	1,39
Total	3,90	3,55	100,00	

Fonte: IBGE e Ipea.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

A projeção para a taxa de inflação em 2020 é de 3,9% a.a. A expectativa de uma maior produção agropecuária em 2020 em relação à estimada para o ano de 2019, saltando de 0,9% a.a. para 2,2% a.a., contribuirá para uma inflação menor do subgrupo bens livres – alimentos. Para o subgrupo bens livres – exceto alimentos, o cenário de 2020 contempla uma retomada da atividade econômica, com taxa de crescimento do PIB de 2% a.a., que irá gerar uma tendência de maior alta nos preços. A previsão de uma taxa de crescimento maior para o PIB do setor de serviços também irá pressionar os preços do subgrupo serviços – exceto educação, encerrando 2020 com inflação de 3,7% a.a. Em relação aos bens e serviços monitorados, a previsão para a variação dos preços em 2020 é ligeiramente superior àquela de 2019, devido à maior pressão cambial sobre a gasolina e ao maior reajuste e revisão de tarifa de

energia elétrica esperados para 2020, cujos itens têm pesos significativos para este subgrupo.



TABELA 6

Previsão da taxa de inflação ao consumidor (IPCA) em 2020

(Em %)

	Previsão atual - Carta de Conjuntura nº 44 (set. 2019)		
	Previsão da taxa de variação acumulada em 2020	Peso	Contribuição para o IPCA total
Bens livres – alimentos	3,4	16,1	0,55
Bens livres – exceto alimentos	2,4	22,3	0,54
Serviços livres (exceto educação)	3,7	31,2	1,16
Serviços livres – educação	5,7	4,2	0,24
Bens e serviços monitorados	5,6	26,2	1,46
Total	3,9	100,00	

Fonte: IBGE e Ipea.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac)

José Ronaldo de Castro Souza Júnior – Diretor
Francisco Eduardo de Luna e Almeida Santos – Diretor Adjunto



Grupo de Conjuntura

Equipe Técnica:

Estêvão Kopschitz Xavier Bastos
Leonardo Mello de Carvalho
Marcelo Nonnenberg
Maria Andréia Parente Lameiras
Mônica Mora Y Araujo de Couto e Silva Pessoa
Paulo Mansur Levy
Sandro Sacchet de Carvalho

Equipe de Assistentes:

Adriana Cabrera Baca
Ana Cecília Kreter
Augusto Lopes dos Santos Borges
Felipe dos Santos Martins
Felipe Moraes Cornelio
Felipe Simplicio Ferreira
Helena Nobre de Oliveira
Janine Pessanha de Carvalho
Leonardo Simão Lago Alvite
Matheus Souza Peçanha
Pedro Mendes Garcia

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou do Ministério da Economia.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.