

## ECONOMIA MUNDIAL

# Panorama da economia mundial<sup>1</sup>

## Sumário

Os últimos acontecimentos mundiais levaram a expectativas de menor nível de atividade global; no caso dos preços ao consumidor, mais inflação esperada nas economias avançadas e menos nas emergentes. Nas *commodities* mais relevantes para a balança comercial brasileira, o preço do petróleo tem estado mais volátil, reagindo aos acontecimentos, enquanto soja e ferro têm sofrido menos influência.

Nos Estados Unidos da América (EUA), os dados mais recentes estão com a interpretação dificultada pela forte antecipação de importações por causa das tarifas, mas os sinais de desaquecimento parecem predominar. Na área do euro, ao contrário, o movimento vem sendo de melhoria do nível de atividade. A China foi o país mais tarifado pelos EUA e isso tem prejudicado o comércio entre os dois países e a produção industrial na China. O setor imobiliário na China, foco das atenções nos últimos anos, permanece em crise, embora tenha apresentado sinais de estabilização no início deste ano.

Um box nesta *Nota* aborda o dilema de Triffin, evocado por Stephen Miran, atual presidente do Conselho de Assesores Econômicos do presidente dos EUA. Outro aborda a conjuntura que afeta a cotação internacional do dólar.

## 1 Indicadores globais e perspectivas

De acordo com o *Global economic prospects* de junho deste ano do Banco Mundial, o crescimento global está desacelerando devido ao aumento das barreiras comerciais e aos efeitos generalizados do ambiente global incerto. As perspectivas de crescimento estão fortemente dependentes das políticas comerciais globais. Os impactos inflacionários das tarifas podem ser diferentes em cada país. Podem elevar a inflação nos países que estão subindo suas tarifas, onde a demanda pode se redirecionar para produtos internos; mas podem reduzir a taxa de inflação nos países cujas exportações e, portanto, a demanda externa são afetadas pelas tarifas mais altas. O relatório ilustra isso com as informações do *purchasing managers' index* (PMI) sobre comportamento de preços de insumos e produtos. Enquanto para as economias avançadas os preços tanto de insumos quanto de produtos têm mais pressão para cima em 2025 do que no quarto trimestre do ano passado, para as economias em desenvolvimento vem ocorrendo o contrário (gráfico 1). O mesmo se reflete na comparação das projeções de inflação ao consumidor entre as edições de janeiro e junho deste ano do *Global economic prospects*. Enquanto as previsões para as economias avançadas foram eleva-

**Estêvão Kopschitz Xavier Bastos**

Técnico de planejamento e pesquisa na Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Dimac/Ipea)

[estevao.bastos@ipea.gov.br](mailto:estevao.bastos@ipea.gov.br)

**Caio Rodrigues Gomes Leite**

Pesquisador bolsista do Subprograma de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) na Dimac/Ipea.

[caio.leite@ipea.gov.br](mailto:caio.leite@ipea.gov.br)

**Marcelo Guedes Peclly**

Pesquisador bolsista do PNPD na Dimac/Ipea.

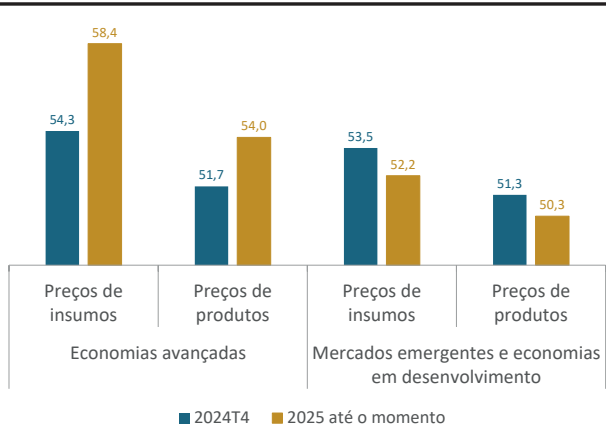
[marcelo.peclly@ipea.gov.br](mailto:marcelo.peclly@ipea.gov.br)

Divulgado em 30 de junho de 2025.

1. Com informações até 25 de junho de 2025.

das, as dos países em desenvolvimento foram reduzidas (gráfico 2). Ainda para o Banco Mundial, os núcleos inflacionários devem permanecer altos por causa da inflação persistente nos serviços. Economias emergentes expostas ao comércio internacional têm mostrado queda em novas encomendas de exportações, também segundo índices do PMI explorados pelo relatório (gráfico 3).

**GRÁFICO 1**  
**Subcomponentes do PMI industrial**  
(50 = neutro)



Fonte: Haver Analytics e World Bank.  
Obs.: PMI acima de 50 indica expansão; abaixo, contração. Última observação: abril de 2025.

O Banco Mundial espera que o crescimento dos mercados emergentes desacelere este ano, com as previsões para comércio e investimento revisadas significativamente para baixo em muitas economias. A deterioração do ambiente externo e a contínua incerteza das políticas comerciais devem impactar de maneira relevante a demanda das economias avançadas por exportações de emergentes, bem como os fluxos de investimento estrangeiro direto (IED) para estes últimos. Diante do cenário de incerteza elevada e protecionismo crescente, o IED – que historicamente tem sido um motor-chave de crescimento a longo prazo nos emergentes – provavelmente se enfraquecerá.

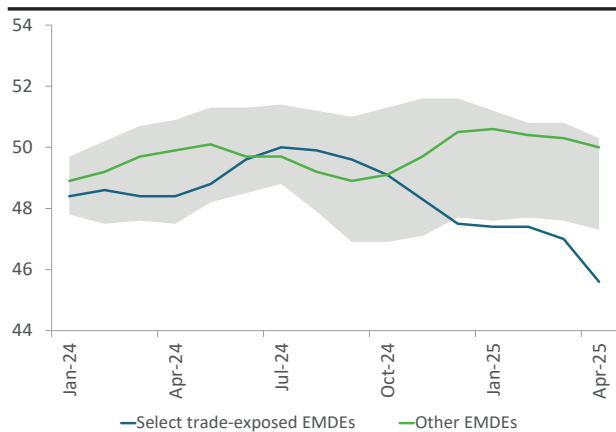
Para o Banco Mundial, embora se espere que os bancos centrais continuem reduzindo as taxas de juros, as tarifas elevadas trazem riscos inflacionários, especialmente nos EUA. O crescimento do comércio e investimento globais também deve se reduzir em relação ao anteriormente esperado, devido à forte queda na confiança dos empresários e dos consumidores. A redução do comércio e do investimento deve afetar também o crescimento da demanda por trabalho e o do consumo das famílias, especialmente em economias avançadas. Embora alguns países possam se beneficiar do desvio de comércio no curto prazo, o acúmulo de restrições poderia causar rupturas nas cadeias globais de valor, levando a preços mais altos em alguns setores. Se o protecionismo se consolidar, deverá prejudicar a produtividade e o produto potencial globais.

**GRÁFICO 2**  
**Projeções do Banco Mundial para inflação ao consumidor**  
(Em %)



Fonte: Oxford Economics e World Bank.  
Obs.: Projeções de inflação ao consumidor ponderadas pelo produto interno bruto (PIB) baseadas em modelos usando o Modelo Econômico Global da Oxford Economics. A amostra inclui 69 países, dos quais 35 são mercados emergentes e economias em desenvolvimento, e exclui Argentina e Venezuela.

**GRÁFICO 3**  
**PMIs da indústria: novas encomendas de exportações – médias móveis de três meses**  
(50 = neutro)



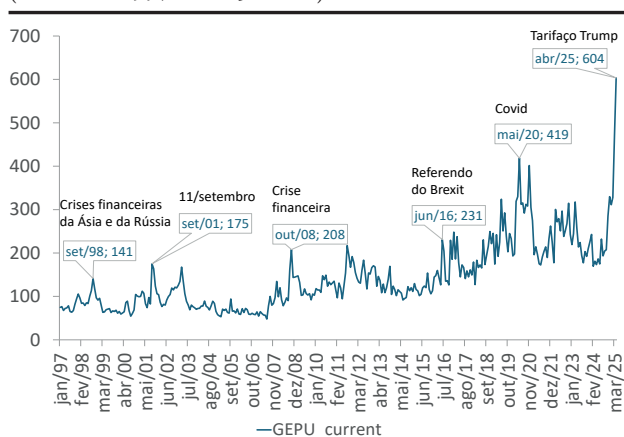
Fonte: Haver Analytics e World Bank.  
Obs.: A área sombreada mostra o intervalo interquartil das dezesseis economias consideradas. Os mercados expostos ao comércio são Malásia, México, Romênia e Vietnã. Última observação: abril de 2025.

No seu *World economic outlook* (WEO) de abril, o Fundo Monetário Internacional (FMI) observou que sinais de estabilização na economia global apareceram em 2024, depois de um período longo de choques (como a covid-19 e a invasão da Ucrânia). A inflação estava caindo rumo às metas dos bancos centrais, os mercados de trabalho haviam se normalizado, com as taxas de desemprego e de vagas voltando a níveis de antes da pandemia; o crescimento global esteve em torno de 3% nos últimos anos, e o produto global se aproximou do seu potencial. Porém, as elevações de tarifas comerciais pelos EUA e as retaliações trouxeram novos testes para a resiliência da economia mundial, pois aconteceram numa economia global que já experimentava desaquecimento. O documento registra que o dólar se valorizou acentuadamente com a aproximação das eleições nos EUA em novembro de 2024, os mercados esperando crescimento econômico maior e política monetária mais apertada. No entanto, desde fevereiro de 2025, o dólar perdeu os ganhos que obteve no último trimestre de 2024, devido às perspectivas de crescimento mais fraco nos EUA e a incertezas (conferir o box sobre o valor do dólar). As pressões iniciais de desvalorização foram particularmente pronunciadas para as moedas dos mercados emergentes e economias em desenvolvimento, mas dissiparam-se em 2025. Desde 2 de abril, entretanto, o apetite por risco global caiu substancialmente, com o ambiente de aversão ao risco se contrapondo à valorização das moedas dos mercados emergentes. O crescimento do comércio global deve desacelerar em 2025 para 1,7%, de 3,8% em 2024, configurando revisão para baixo de 1,5 ponto percentual (p.p.) em relação à previsão de janeiro de 2025. Essa previsão refletiu o aumento das restrições tarifárias que afetam os fluxos comerciais. Para 2026, o crescimento do comércio mundial subiria para 2,5%.

A incerteza, muito citada nos relatórios do Banco Mundial e do FMI, bem como nas análises em geral do período atual, é quantificada no índice de incerteza de política econômica global (gráfico 4), que atinge, atualmente, nível bem superior aos dos tempos da covid-19 (2020) e da crise financeira global (2008). Em resumo, esse índice reflete a frequência relativa de artigos de jornais que contêm um conjunto de três termos relacionados a economia, políticas e incerteza. O índice global é uma média ponderada pelo PIB dos índices de 21 países.<sup>2</sup>

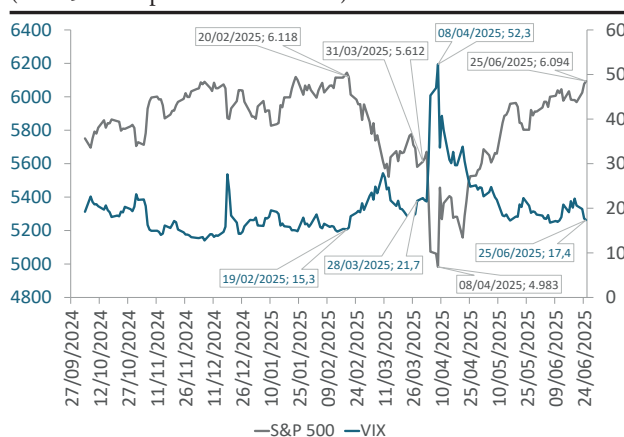
Não obstante, índices de sentimento do mercado, como o VIX e o S&P 500, já voltaram aos níveis anteriores ao estresse provocado pelo Liberation Day, em 2 de abril, quando Donald Trump anunciou as tarifas da nova política comercial americana (gráfico 5).

GRÁFICO 4  
Índice de incerteza de política econômica global  
(Média de 1997 a 2015 = 100)



Fonte: Economic Policy Uncertainty. Disponível em: <https://policyuncertainty.com/>. Davis, Steven J. An index of global economic policy uncertainty. *Macroeconomic Review*, Oct. 2016.

GRÁFICO 5  
Índice de ações S&P 500 e Índice de volatilidade da bolsa VIX  
(S&P 500 em pontos e VIX em %)

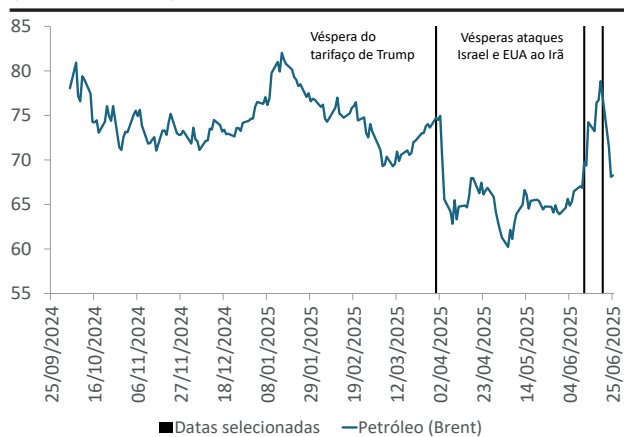


Fonte: Bloomberg.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

2. Austrália, Brasil, Canadá, Chile, China, Colômbia, França, Alemanha, Grécia, Índia, Irlanda, Itália, Japão, México, Holanda, Rússia, Coreia do Sul, Espanha, Suécia, Reino Unido e EUA.

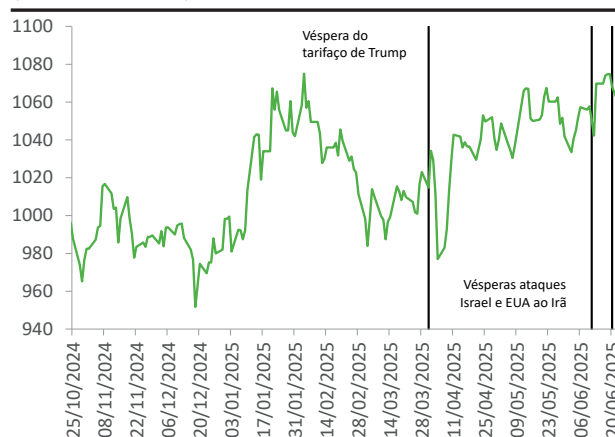
Com relação às *commodities*, os gráficos 6, 7 e 8 apresentam a evolução diária dos preços de petróleo, soja e minério de ferro, as três mais importantes para a balança comercial brasileira. O petróleo tem oscilado de acordo com os grandes acontecimentos mundiais, enquanto soja e ferro não parecem estar reagindo significativamente a eles. No período posterior ao tarifaço de Trump, o valor máximo do petróleo foi 30% maior do que o valor mínimo; para soja e ferro, essa diferença foi de 10%.

**GRÁFICO 6**  
**Preço do petróleo *brent***  
(Em US\$/barril)



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

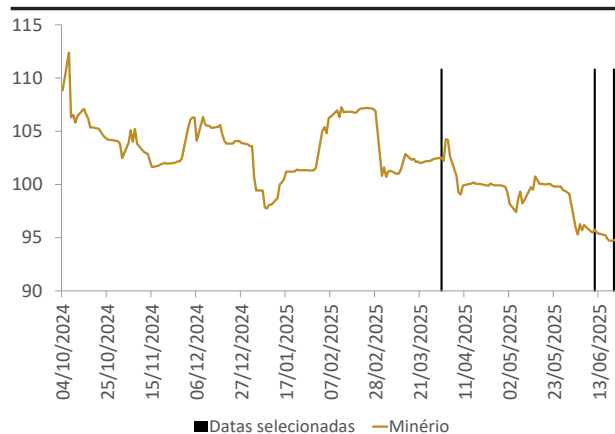
**GRÁFICO 7**  
**Preço da soja em grão**  
(Em US\$/bushel)



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

Segundo o boletim mensal do PMI,<sup>3</sup> a expansão econômica global acelerou em maio com a melhora do crescimento da demanda, embora limitada ao setor de serviços. Enquanto isso, as condições comerciais adversas continuaram prejudicando o desempenho das exportações, mas a confiança geral melhorou em relação ao nível baixo de abril. O Índice Composto de Produção Global PMI do J.P.Morgan – produzido pela S&P Global – registrou 51,2 em maio, acima dos 50,8 de abril. A leitura mais recente sinaliza continuidade da expansão econômica global iniciada em fevereiro de 2023. Embora o ritmo de crescimento tenha aumentado em relação à mínima de dezessete meses observada em abril, ele permanece modesto. No nível atual, o índice é compatível com a taxa de expansão anualizada de 2,0% da economia global em maio. Os dados do PMI de maio revelaram que a expansão econômica global ficou restrita ao setor de serviços, que apresentou crescimento em ritmo acelerado. Em contraste, a produção industrial caiu no ritmo mais acentuado dos últimos oito meses. As políticas dos EUA atuaram como principal fator de enfraquecimento do desempenho industrial, afetando especialmente os mercados emergentes. No entanto, o crescimento em muitas economias, principalmente nos países desenvolvidos, foi parcialmente impulsionado por remessas visando se antecipar à elevação de tarifas, o que resultou em um acúmulo de estoques sem precedentes nos EUA. De forma geral, o desempenho dos mercados emergentes ficou abaixo do observado nas economias desenvolvidas pela primeira vez neste ano. A boa notícia é que a confiança melhorou em maio, após ter atingido em abril níveis comparáveis aos mais baixos da pandemia. Contudo, as

**GRÁFICO 8**  
**Preço do minério de ferro**  
(Em US\$/t)



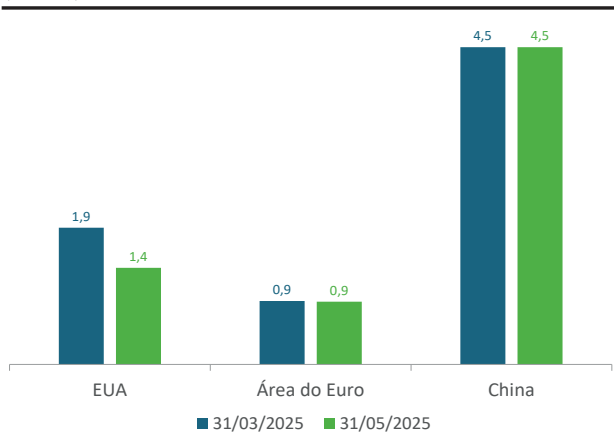
Fonte: Bloomberg.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

3. Disponível em: <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/mi/research-analysis/monthly-pmi-bulletin-june-2025.html>.

pressões inflacionárias também aumentaram, ainda que com variações entre os países – com maiores custos nos EUA e Canadá, em contraste com uma inflação mais branda em outras regiões –, o que pode influenciar as decisões de política monetária dos bancos centrais ao redor do mundo.

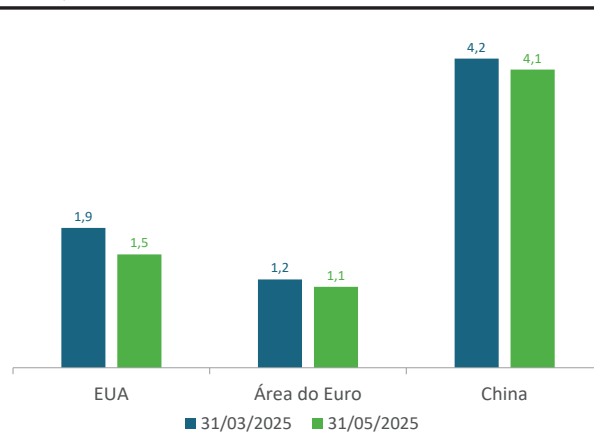
Por fim, apresentamos as projeções medianas de coletas feitas pela Bloomberg no fim de março, isto é, logo antes do tarifaço dos EUA, e no fim de maio. A maior mudança entre essas duas datas ocorreu na projeção de crescimento do PIB americano, que passou de 1,9% para 1,4% em 2025 e de 1,9% para 1,5% em 2026, acarretando perda de 0,9 p.p. no crescimento acumulado esperado para os dois anos, que caiu de 3,9% para 2,9%. Na área do euro, só o crescimento do PIB do ano que vem foi revisto, de 1,4% para 1,1%, com o de 2025 mantido em 0,9%. A inflação esperada para os EUA não se alterou para 2025 e se elevou um pouco para 2026. Com a economia menos aquecida e inflação um pouco mais alta no ano que vem, a expectativa de juros básicos no fim do ano nos EUA não mudou muito para 2025 e reduziu-se de 3,7% para 3,5% em 2026.

**GRÁFICO 9**  
**Projeções para crescimento do PIB em 2025: mediana – coleta Bloomberg**  
 (Em %)



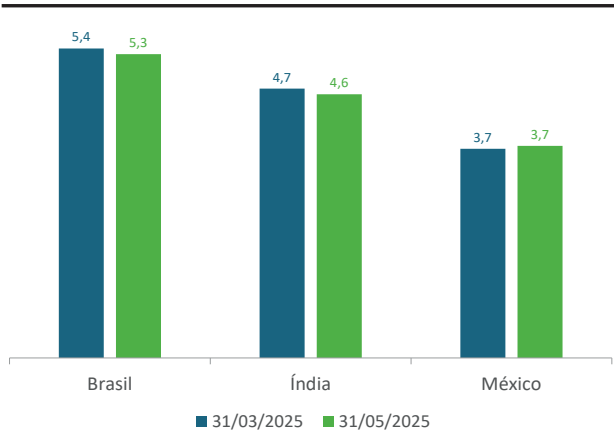
Fonte: Bloomberg.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 10**  
**Projeções para crescimento do PIB em 2026: mediana – coleta Bloomberg**  
 (Em %)



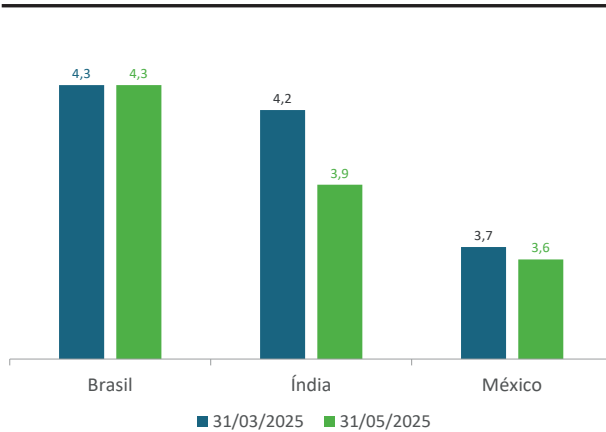
Fonte: Bloomberg.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 11**  
**Projeções para inflação ao consumidor em 2025: mediana – coleta Bloomberg**  
 (Em %)



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

**GRÁFICO 12**  
**Projeções para inflação ao consumidor em 2026: mediana – coleta Bloomberg**  
 (Em %)

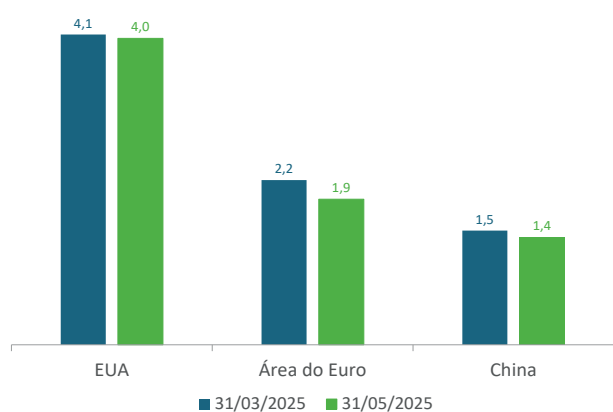


Fonte: Bloomberg.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 13

Projeções para taxa de juros básica no fim de 2025:  
mediana – coleta Bloomberg

(Em %)



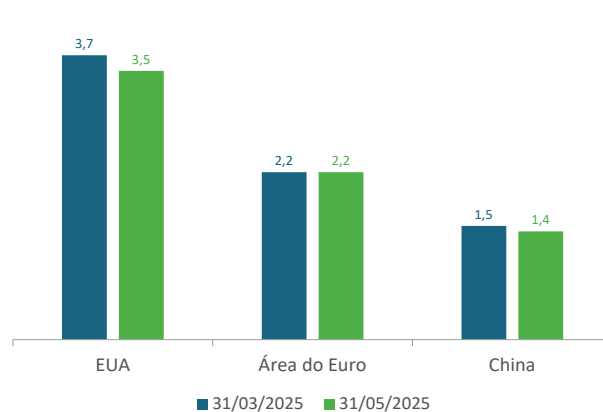
Fonte: Bloomberg.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 14

Projeções para taxa de juros básica no fim de 2026:  
mediana – coleta Bloomberg

(Em %)



Fonte: Bloomberg.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

## Box 1

### O dilema de Triffin

Na última seção *Setor externo*,<sup>4</sup> ao procurarmos organizar as ideias a respeito do tarifação de Trump, recorremos ao texto *Guia do usuário para a reestruturação do sistema global de comércio*, de Stephen Miran, atual presidente do Conselho de Assessores Econômicos do presidente dos EUA. Ele argumenta que o dólar está persistentemente sobrevalorizado em grande parte porque é a moeda de reserva mundial – e que essa sobrevalorização prejudicou substancialmente a indústria do país. Nesse ponto, surge outro tema crucial na visão de Miran e no discurso de campanha de Trump: a segurança. A valorização do dólar e a consequente perda de elos críticos das cadeias produtivas para outros países causam um problema de defesa nacional.

Miran remete-se às ideias do economista belgo-americano Robert Triffin (1911-1993). A seguir, abordaremos o dilema de Triffin, com base em artigo publicado pelo Bank for International Settlements em 2017.<sup>5</sup> Os autores Michael Bordo e Robert McCauley citam extensa bibliografia, incluindo economistas renomados, evidenciando que o assunto é estudado de longa data.

Em outubro de 1959, Triffin falou ao comitê econômico misto do Congresso americano e apresentou assim o dilema:

- se os EUA eliminassem seus déficits do balanço de pagamentos – isto é, o acúmulo de passivos de curto prazo com o resto do mundo –, a economia mundial ficaria privada da liquidez internacional necessária para a expansão do comércio global; e
- se os EUA continuassem a fornecer liquidez internacional, a política monetária americana acabaria sendo incapaz de reduzir as taxas de juros sem que ocorresse uma corrida às suas reservas de ouro.

Em qualquer das duas opções, a deflação e a depressão assombavam. Triffin argumentou que a escassez de ouro

4. Disponível em: <https://www.ipea.gov.br/carradeconjuntura/index.php/2025/05/o-tarifaco-de-trump-organizando-fatos-e-ideias/>.

5. McCauley, R. N.; Bordo, M D. *Triffin: dilemma or myth?*. [s.l.]: BIS, Dec. 2017. (Working Papers, n. 684). Nesta resenha do artigo, vários trechos estão reproduzidos tal qual no original, traduzidos; optamos por não fazer citações explícitas para facilitar a fluidez da leitura e porque, em muitos casos, juntamos trechos de diferentes partes do texto, intercalamos comentários e fizemos outras adaptações.

e o uso crescente do dólar nas reservas internacionais oficiais levariam inevitavelmente a uma corrida às reservas de ouro dos EUA. Isso ocorreria quando os passivos em dólar para com o resto do mundo excedessem o estoque monetário de ouro dos EUA. O fim do sistema de Bretton Woods em 1971-1973 foi interpretado como a realização da sua previsão. No entanto, enquanto ele previa deflação, o mundo enfrentou inflação.

Os temas-chave de um quadro caracterizado como de Triffin incluem: insustentabilidade; interesse nacional *versus* interesse global; e liquidez *versus* confiança. O dilema original de Triffin versava sobre a acumulação de fluxos da conta financeira do balanço de pagamentos em estoques de obrigações que iriam, em algum momento, ultrapassar em valor o estoque de ouro monetário norte-americano.

### **A versão conta corrente**

A versão atual mais comum desloca a tese para a conta corrente do balanço de pagamentos: i) o acúmulo global de reservas em dólar exige que os EUA incorram em déficit em conta corrente; ii) como as reservas desejadas aumentam com o PIB nominal mundial, que cresce mais rápido do que o PIB nominal dos EUA, o crescimento das reservas em dólar aumentará o endividamento externo dos EUA de forma insustentável, o que leva ao dilema: iii.a) ou os EUA não incorrerão em déficits em conta corrente, levando a uma insuficiência de reservas globais; ou iii.b) o endividamento dos EUA aumentará sem limites, minando o valor do dólar e das reservas nele denominadas.

A ligação do dólar americano ao ouro definia o sistema de Bretton Woods, e Triffin chamou a atenção para o claro ponto de cruzamento entre os direitos globais sobre os EUA e o valor do estoque monetário de ouro dos EUA. Em contraste, a política econômica dos EUA não atribui qualquer papel especial à sua dívida externa líquida. Não fica claro, na versão conta corrente, a partir de que ponto a sua dívida externa poderia ser vista como um problema.

A outra vertente do dilema na versão conta corrente – o risco de deflação global caso os EUA não fornecessem liquidez – também tem seus problemas. Para Triffin, na ausência de passivos externos dos EUA crescendo em velocidade suficiente, o mundo mergulharia em deflação e depressão. Mas os bancos centrais não dependem do crescimento de suas reservas cambiais para manter a oferta interna de moeda em crescimento. Ainda assim, prosseguem os autores, a aceitação generalizada da ideia de que o papel de reserva do dólar forçou os EUA a manter déficits em conta corrente torna-a uma hipótese que deve ser considerada.

O padrão-dólar sob taxas de câmbio flutuantes não tem necessariamente um problema do tipo Triffin. Se o déficit em conta corrente dos EUA tem sido maior do que seria de se esperar pelas características do país, não é tão claro que isso é explicado pelo papel internacional do dólar, em vez do tamanho da economia norte-americana ou da liquidez de seus mercados financeiros. E não há, como havia no esquema inicial de Triffin, um claro ponto crítico a partir do qual o sistema entra em colapso.

### **A versão fiscal ou “ativo seguro”**

Nessa versão, assim como na anterior, explicam os autores, a falta de sustentabilidade tem a ver com o estoque de uma dívida não poder crescer indefinidamente em relação ao fluxo usado para pagar o seu serviço. A exemplo da versão conta corrente e diferentemente do dilema original de Triffin – com seu ponto de interseção claro entre estoques de ativos e passivos –, a versão fiscal de Triffin não tem um ponto claro de instabilidade e não é clara sobre o que acontece quando a dívida fiscal atinge um nível muito alto.

A versão fiscal seria assim resumida: como as reservas internacionais dos demais países são principalmente compostas de títulos da dívida pública americana e a participação dos EUA na economia mundial está diminuindo, o país perde progressivamente sua capacidade fiscal de satisfazer a demanda do resto do mundo por liquidez internacional. Então, surge o dilema entre i) satisfazer a demanda global por liquidez internacional, que requer aumento permanente da razão dívida pública/PIB dos EUA; e ii) manter os títulos de dívida pública americana como ativo seguro, o que requer estabilizar a razão dívida/PIB.

Pelo lado da oferta, os autores argumentam que a hipótese de que somente déficits fiscais podem gerar ativos seguros é limitada. Sua definição de ativo seguro é qualquer obrigação de renda fixa que um banco central mantém em suas reservas internacionais, e as reservas dos diversos países não são compostas exclusivamente de títulos do Tesouro norte-americano, mesmo as denominadas em dólares. O país emissor da moeda de reserva não detém o monopólio da produção de ativos seguros mesmo na sua própria moeda. O ponto-chave é que nenhum desses outros ativos seguros – títulos de agências dos EUA, títulos supranacionais e de agências não americanas denominados em dólar, ou depósitos bancários – depende estritamente do financiamento de déficits governamentais. Certamente, todos geram passivos contingentes para os EUA ou outros governos, de modo que um elemento fiscal permanece presente. Mesmo assim, em oposição a essa versão fiscal do dilema de Triffin, defendem Bordo e McCauley, pode-se argumentar que a produção de ativos seguros não depende dos déficits fiscais dos EUA. Em resumo, a versão ativos seguros do dilema se basearia numa implausível rigidez tanto da demanda quanto da oferta de ativos seguros.

## Conclusões

Não obstante seus questionamentos da validade das versões conta corrente e fiscal, os autores dizem que as questões que surgem do fato de um país ofertar a maior parte dos ativos de reserva globais continuam presentes. Consideram que o dilema de Triffin é correto – e talvez um truísmo: “há uma contradição irremediável entre as exigências internas do país emissor e as exigências externas do mundo que o utiliza”.<sup>6</sup> O apelo dos argumentos ao estilo de Triffin resistiu a muitas mudanças: de taxas de câmbio fixas para flutuantes, de controles de capital para fluxos de capital livres, da predominância de fluxos oficiais para a de privados, e à alternância entre o receio da deflação e o da inflação. Mas se as contas externas dos EUA estiverem em trajetória insustentável, não é claro qual seria a causa: se o papel do dólar como moeda de reserva, se o tamanho da economia americana ou se a amplitude, profundidade e liquidez de seus mercados financeiros. O que se sabe com certeza, afirmam, é que o déficit em conta corrente dos EUA é maior do que regressões em painel indicam.

De maneira análoga, se a dívida do Tesouro está numa trajetória insustentável, é difícil culpar a demanda por ativos seguros pelos administradores estrangeiros de reservas internacionais. Os autores consideram que a hipótese de que os mercados emergentes precisam de ativos seguros estrangeiros para lastrear o crescimento de sua moeda e crédito é anacrônica. E, de qualquer forma, do lado da oferta, o Tesouro dos EUA enfrenta concorrência entre várias entidades respaldadas pelo governo na oferta de ativos seguros.

Como dito, apesar dos vários senões que levantam, os autores reconhecem que, embora haja muito o que discutir com os que invocam o dilema de Triffin, não há como negar os dilemas impostos por uma moeda nacional usada globalmente como reserva de valor, unidade de conta e meio de pagamento.

Elaboração: Estêvão Kopschitz Xavier Bastos.

6. Conforme descrito por Padoa-Schioppa (2011 apud McCauley e Bordo, 2017). Padoa-Schioppa, T. The ghost of Bancor: the economic crisis and global monetary disorder. In: Boorman, J.; Icard, A. (Ed.). *Reform of the international monetary system: the Palais Royal initiative*. New Delhi: Sage Publications, 2011. p. 51-73.

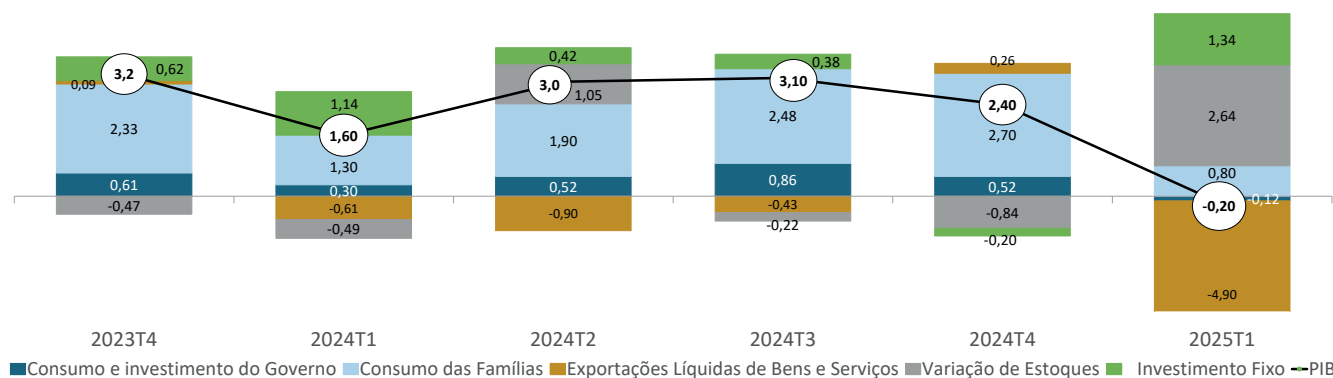
## 2 Estados Unidos

Conforme destacado na seção *Setor externo*,<sup>7</sup> o PIB do primeiro trimestre indicou que as empresas podem ter antecipado importações para reforçar seus estoques diante da perspectiva de aumento tarifário, já sinalizada durante a campanha de Trump. A segunda estimativa do PIB do período registrou queda de 0,2% – taxa anualizada e dessazonalizada em relação ao trimestre anterior, revisada para cima (-0,3%). A interpretação dessa queda é dificultada pelo expressivo avanço de 42,6% nas importações, que contribuíram com -5,2 p.p. para a variação negativa do PIB, levando as exportações líquidas a contribuir com -4,9 p.p. (gráfico 15), enquanto, em contrapartida, a variação de estoques contribuiu positivamente com 2,6 p.p. e o investimento fixo, com 1,3 p.p., valores atipicamente elevados. Entre os investimentos, destacaram-se os equipamentos para processamento de informação e *software*.

GRÁFICO 15

### Estados Unidos: PIB e contribuição para a variação percentual

(Em %)



Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA).

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Dados mais recentes, referentes a abril, indicaram queda de 16,3% nas importações, que recuaram para US\$ 351 bilhões – o menor nível em seis meses – após terem alcançado o recorde histórico de US\$ 419,4 bilhões em março, impulsionadas pela antecipação de novos anúncios tarifários. As exportações, por sua vez, cresceram 3%, atingindo o valor recorde de US\$ 289,4 bilhões. Como resultado, o déficit comercial recuou significativamente para US\$ 61,6 bilhões, o menor desde setembro de 2023, ante o déficit de US\$ 138,3 bilhões registrado em março (gráfico 16).

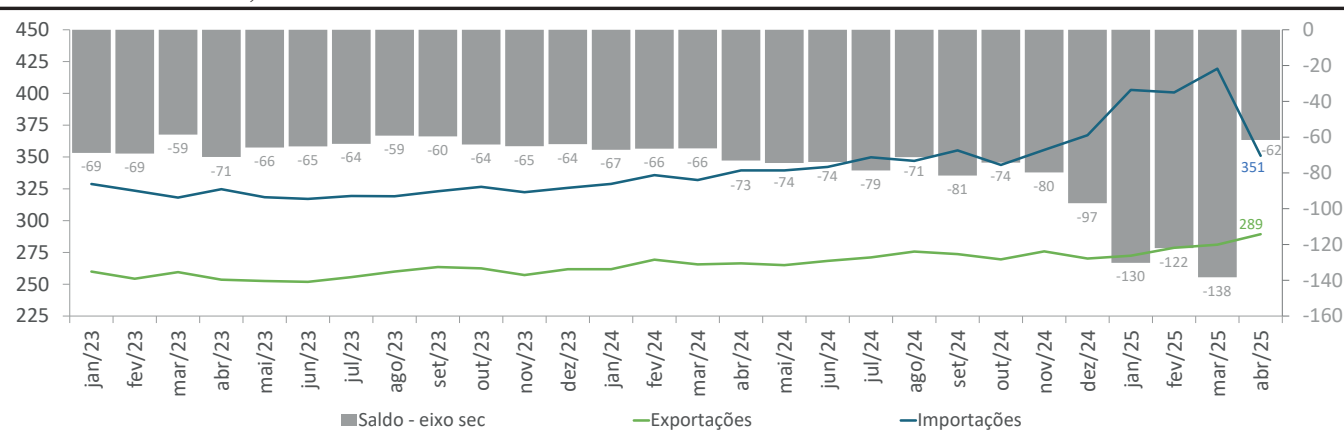
Quanto à atividade econômica, dados do PMI indicam expansão mais acelerada em maio tanto para o setor de serviços quanto para a indústria (gráfico 17). Dada a volatilidade dos últimos meses, o gráfico inclui as médias móveis de três meses: no caso dos serviços, há reversão da tendência de queda observada desde o início do ano; no da indústria, ao contrário, a alta de maio ainda não foi suficiente para fazer a média de três meses subir. Já o Índice Econômico Semanal (Weekly Economic Index – WEI) elaborado pelo Federal Reserve Bank of Dallas<sup>8</sup> indicou tendência de desaceleração a partir do início de abril, atingindo 1,8% na semana encerrada em 31 de maio, mas voltou a subir, alcançando 2,0% na semana do dia 14 de junho. A média móvel de treze semanas (o equivalente a um trimestre) está em 2,25% e vem apresentando tendência de queda nas últimas seis semanas, mas ainda está próxima do crescimento anual de 2,1% registrado no primeiro trimestre de 2025 (gráfico 18).

7. Disponível em: <https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2025/05/o-tarifaco-de-trump-organizando-fatos-e-ideias/>.

8. O WEI fornece uma estimativa do estado da economia dos EUA com base em dados disponíveis com frequência diária ou semanal. Ele representa o componente comum de dez séries diárias e semanais diferentes que abrangem o comportamento do consumidor, o mercado de trabalho e a produção. É calculado de modo a representar a taxa interanual do PIB trimestral. Por exemplo, se ele mostrar +2% e seu nível atual persistir por um trimestre, seria esperado, em média, que o PIB naquele trimestre seria 2% maior que no mesmo trimestre do ano anterior.

GRÁFICO 16

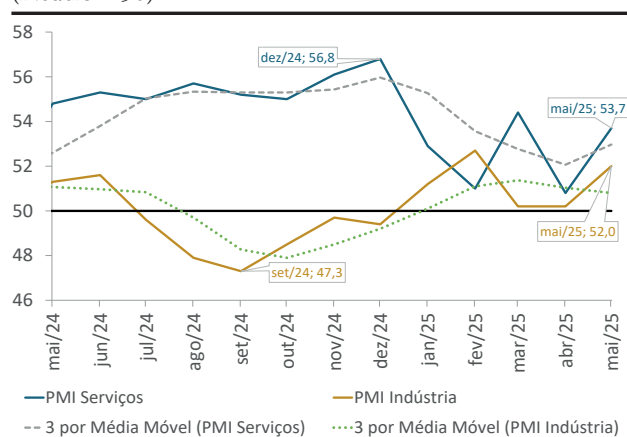
**Estados Unidos: comércio internacional de bens e serviços**  
(Em US\$ bilhões, com ajuste sazonal)



Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA).  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 17

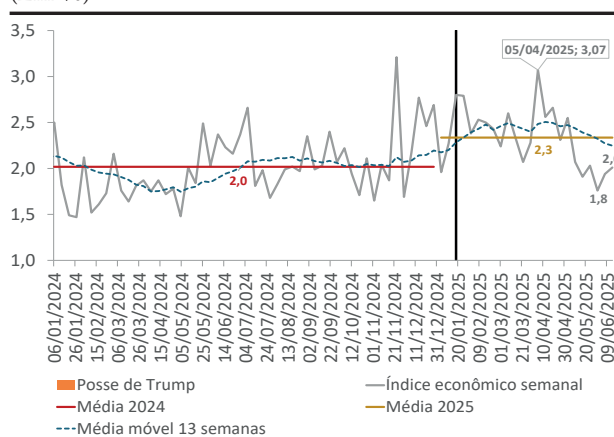
**Estados Unidos: PMI indústria e serviços**  
(Neutro = 50)



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

GRÁFICO 18

**Estados Unidos: índice econômico semanal**  
(Em %)



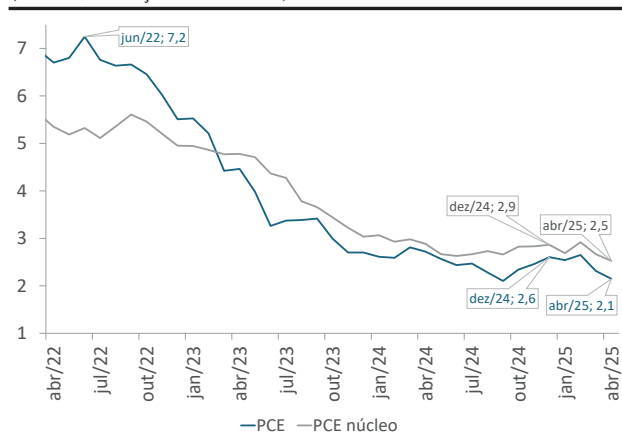
Fonte: Federal Reserve Bank of Dallas.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Em 18 de junho, o Federal Reserve (Fed) manteve a taxa básica de juros inalterada entre 4,25% e 4,50% pela quarta reunião consecutiva, em linha com as expectativas. Segundo seu comunicado, “embora as oscilações nas exportações líquidas tenham afetado os dados, indicadores recentes sugerem que a atividade econômica continuou a se expandir em ritmo sólido. A taxa de desemprego permanece baixa e as condições do mercado de trabalho permanecem sólidas. A inflação permanece relativamente elevada”. O Fed tem como meta promover emprego máximo, preços estáveis (inflação de longo prazo em 2%) e taxas de juros de longo prazo moderadas.

Em abril, o Índice de Preços de Despesas de Consumo Pessoal (PCE) subiu 2,1% nos doze meses encerrados nesse mês, e o seu núcleo (excluindo alimentos e energia) subiu 2,5% (gráfico 19), ambos registrando queda na taxa de inflação pelo segundo mês consecutivo. Embora as expectativas de inflação de curto prazo tenham aumentado acentuadamente (refletindo preocupações com tarifas), a maioria das medidas de expectativas de inflação de longo prazo continua consistente com a meta de 2%. O Fed revisou suas projeções para a inflação medida pelo índice PCE, estimando que a taxa fique em 3,0% em 2025, acima dos 2,7% previstos anteriormente. Para 2026, a projeção subiu de 2,2% para 2,4%, enquanto para 2027 passou de 2,0% para 2,1%.

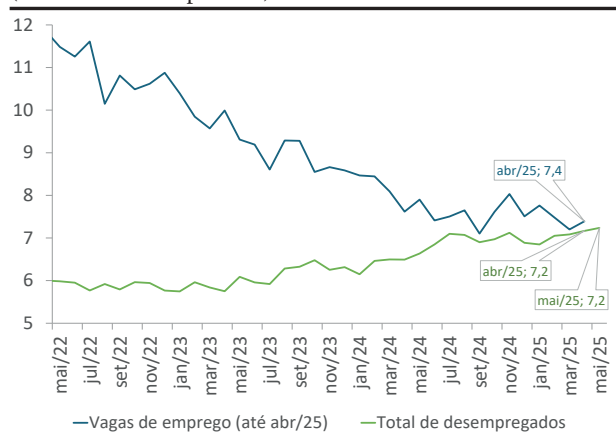
O mercado de trabalho está com cerca de uma vaga disponível para cada pessoa desempregada. Como pode-se observar no gráfico 20, em abril, havia aproximadamente 7,4 milhões de vagas abertas e 7,2 milhões de desempregados, sinalizando uma transição de um mercado anteriormente superaquecido para um cenário mais sustentável. A taxa de desemprego está em 4,2%, e o Fed projeta que atinja 4,5% em 2025 e 2026, acima das estimativas anteriores de 4,4% e 4,3%, respectivamente.

**GRÁFICO 19**  
**Estados Unidos: Índice de Preços de Despesas de Consumo Pessoal (PCE)**  
 (Em %, variação interanual)



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

**GRÁFICO 20**  
**Estados Unidos: vagas de empregos e total de desempregados**  
 (Em milhões de pessoas)



Fonte: Bureau of Labor and Statistics (BLS).  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
 Obs.: Séries dessazonalizadas.

## BOX 2

### Conjuntura do dólar em 2025

Em 2025, o dólar americano (USD) tem experimentado flutuações em seu valor em relação a outras moedas importantes. Mesmo sendo a principal moeda de reserva global, com fundamentos sólidos que sustentam sua posição dominante nos mercados internacionais, fatores como incertezas fiscais e políticas protecionistas nos EUA têm gerado questionamentos sobre sua resiliência. A moeda apresenta uma recente depreciação, com o índice do dólar (DXY) acumulando queda de aproximadamente 8,5% em 2025. A seguir apresentamos alguns dos vetores que vêm contribuindo para o cenário.

#### Fatores macroeconômicos

O desempenho do PIB norte-americano indica desaceleração, com a variação real diminuindo à taxa anual de 0,2% no primeiro trimestre de 2025 (*versus* 2,4% no anterior).<sup>9</sup> A interpretação dessa queda fica prejudicada, de um lado, pelo forte aumento das importações e, por outro, pelo crescimento também significativo de componentes do investimento, como equipamentos, e, principalmente, da variação de estoques, provável reflexo de antecipações às elevações de tarifas. Não obstante, a redução na taxa de crescimento do consumo das famílias de 4% no quarto trimestre de 2024 para 1,2% no primeiro trimestre de 2025 pode ser tomado como sinal de desaceleração. Enquanto a inflação medida pelo PCE apresentou em abril alta de 0,1% no mês, com variações de 2,1% no índice cheio e 2,5% no núcleo em doze meses – ambos ainda acima da meta de 2% do Fed. Apesar da

9. Vale lembrar que essas taxas de crescimento do PIB correspondem à variação sobre o trimestre imediatamente anterior da série dessazonalizada, em percentual anualizado, como habitual nos EUA.

leve desaceleração, os dados indicam persistência da inflação subjacente. Esse cenário corrobora a possibilidade de o Fed realizar cortes de juros cautelosos, de acordo com as sinalizações que vem dando.

Outro fator importante é a percepção de risco fiscal americano, dado o cenário de renovação do teto de endividamento e elevado déficit público. A nota soberana do país foi recentemente rebaixada pela Moody's para AA1. Esse cenário anda provocando aumento nos rendimentos dos títulos de longo prazo emitidos pelo governo. Vem chamando também atenção o efeito sobre os valores do Credit Default Swaps (CDS) dos EUA de 5 e 10 anos ao longo de 2024 e 2025. A inclinação recente na curva de risco soberano americano sinaliza as preocupações citadas, podendo contribuir também para perda de confiança na moeda americana. Como demonstra o gráfico 1, os *spreads* de 5 e 10 anos que no início do ano se encontravam nos níveis de 35 e 40 pontos, respectivamente, ultrapassaram os 55 e 60 pontos no fim de abril. Recentemente, os valores recuaram, porém ainda se apresentam em patamares mais elevados se comparados ao início do ano. Vale lembrar que os contratos de CDS americanos são pouco negociados, comparados a países com maior percepção de risco. Aumentos na demanda pelos títulos acontecem em momentos de incerteza elevada como o atual.

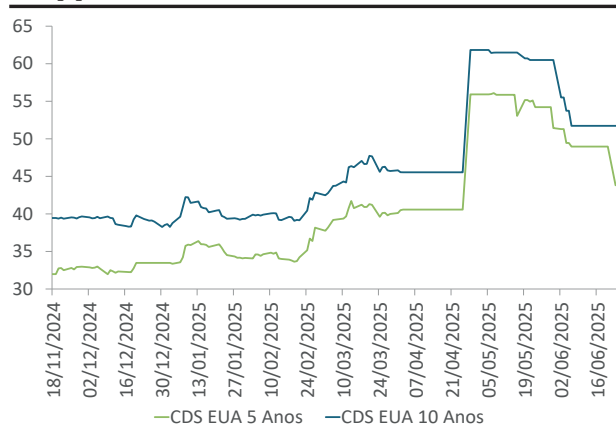
### Relação com demais moedas

Segundo análise do Goldman Sachs, divulgada em nota da Bloomberg<sup>10</sup> First Word, a demanda global por financiamento em dólar está em queda, em contraste com o euro. Essa mudança reflete menor apetite ao risco e condições de crédito mais apertadas. A atratividade de ativos em euro cresce com a melhora macroeconômica na Europa, mais uma condição que pode enfraquecer estruturalmente o dólar nos próximos trimestres. Em adição o Morgan Stanley<sup>11</sup> espera que o índice DXY atinja a marca de 91 até o segundo semestre de 2026, refletindo uma combinação de cortes nas taxas de juros, menor diferencial de juros frente a outros países desenvolvidos e a mudança nos fluxos de capitais globais. O cenário sugere maior exposição a moedas de países desenvolvidos e emergentes com fundamentos fiscais sólidos e perspectivas de crescimento positivo. Apesar do cenário turbulento, as dinâmicas globais e locais criam oportunidades para alocações em mercados cambiais mais líquidos na Ásia e na América Latina. No Brasil, especialmente, o diferencial entre juros brasileiros e americanos continua atraente para operações de *carry trade*.

10. Johnson, C. Goldman Warns of waning demand for dollar funding versus euro. *Bloomberg*, 24 jun. 2025. Disponível em: <https://www.bloomberg.com>. Acesso em: jun. 2025.

11. Redmond, N. Morgan Stanley thinks the dollar has further to fall. *Business Insider*, 3 jun. 2025. Disponível em: <https://www.businessinsider.com/morgan-stanley-dollar-index-decline-rate-cuts-treasury-trump-2025-6>. Acesso em: jun. 2025.

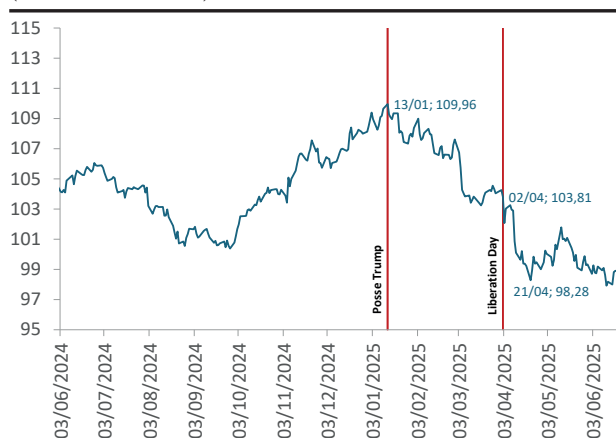
GRÁFICO B1  
Estados Unidos: CDS de 5 e 10 anos  
(Em p.p.)



Fonte: Bloomberg, 2025

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO B2  
Índice do dólar norte-americano (cesta de moedas/dólar)  
(Mar./1973 = 100)



Fonte: Bloomberg, 2025.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Obs.: O índice do dólar americano representa a média das taxas de câmbio entre o dólar e as principais moedas mundiais, com as taxas fornecidas por cerca de quinhentos bancos. As moedas são o euro, o iene, a libra esterlina, o dólar canadense, a coroa sueca e o franco suíço. Elevação do índice significa valorização do dólar americano.

De forma a consolidar esse panorama, observamos o movimento do índice DXY conforme o gráfico 2. Relacionando eventos relevantes recentes, uma semana antes da posse de Trump, em 13 de janeiro de 2025, o índice chegou a um valor de pico em 109,95. Porém, ao longo dos meses de 2025, houve reversão acentuada, destacando-se o Dia da Libertação (Liberation Day), em 2 de abril de 2025, quando o índice já apresentava recuo até 103,81 e sinalizava o início de uma fase mais intensa de desvalorização da moeda americana. Esse processo culmina em 21 de abril de 2025, com o nível de 98,28. Após um repique até o valor de 101,8, em 12 de maio de 2025, o índice volta a recuar e atinge 97,9 em 24/06/2025 – o menor valor observado no período e também desde abril de 2022.

### **Tarifas**

As incertezas tarifárias recentes também têm contribuído para o enfraquecimento perante outras moedas. A cada nova rodada de tarifas americanas com escopo mais amplo e unilateral, mais incerteza é levada à dinâmica cambial. Nesse contexto, em 2 de abril de 2025, o Dia da Libertação, declarado por Trump, trouxe muita volatilidade e incerteza ao cenário global. O anúncio das novas tarifas comerciais pelo presidente buscou em primeiro lugar fortalecer a indústria americana, reduzir déficits comerciais e pressionar parceiros a negociar condições mais favoráveis para os EUA. Com o anúncio do pacote foram anunciadas tarifas recíprocas para mais de 180 países, incluindo uma tarifa mínima de 10% sobre todos os produtos importados, com alíquotas variando de acordo com cada parceiro comercial. O Brasil, por exemplo, foi enquadrado na alíquota mínima, de 10%, ao passo que regiões como a União Europeia, Japão, Índia e especialmente a China enfrentaram tarifas mais elevadas, atingindo até 54% em certos produtos chineses. Em vez de impactarem exclusivamente os exportadores estrangeiros, essas tarifas podem acabar sendo repassadas aos consumidores e empresas nos EUA, sobretudo quando incidem sobre bens essenciais e de difícil substituição. O contexto realça a possibilidade de que os EUA experimentem um ajuste nos seus termos de troca que se reflita em desvalorização cambial.

Elaboração: Marcelo Guedes Pecky, pesquisador bolsista do Subprograma de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) na Dimac/Ipea.

## **3 Área do euro**

A economia da área do euro cresceu 0,6% no primeiro trimestre de 2025, na comparação trimestral. O resultado ficou acima da previsão da Bloomberg, de alta de 0,2%. O resultado do último trimestre de 2024 também foi revisto para cima, 0,3% ante 0,2% na última divulgação. Como pode-se observar no gráfico 21, as duas maiores economias apresentaram crescimento, com o PIB da Alemanha apresentando expansão de 0,4% e o da França de 0,1%, revertendo a contração de 0,2% e 0,1% no último trimestre de 2024. A economia da Itália cresceu 0,3% (ante 0,2% no trimestre anterior) e a Espanha cresceu 0,6% (ante 0,7%).

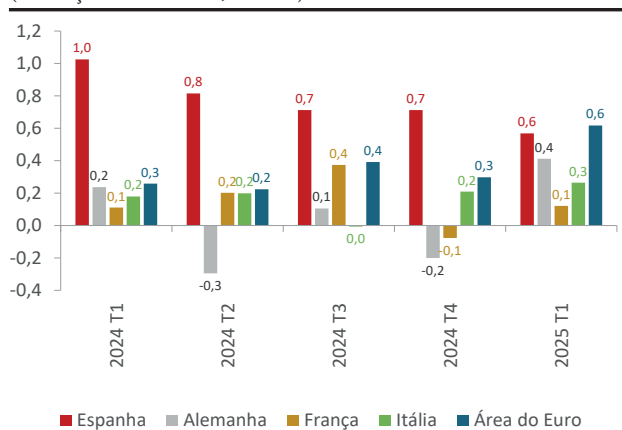
A indústria vem mostrando recuperação após dois anos de recessão. A produção industrial cresceu 1,0% em fevereiro e 3,6% em março, na comparação interanual, após 21 meses consecutivos de queda (gráfico 22). No gráfico 23, é possível observar que a produção está quase no nível de junho de 2023, antes do início dessa recessão, embora ainda seja cedo para verificar tendência de estabilidade, principalmente devido às incertezas da demanda global gerada pela guerra comercial e as tarifas externas.

Dados mais recentes corroboram essa análise, indicando que o setor segue em retração, como pode-se observar nos dados do PMI da indústria que apresentou expressiva melhora nos últimos cinco meses, saindo de 45,1

(dez./2024) para 49,4 (jun./2025), mas se mantém no patamar de contração (abaixo de 50). Já o PMI de serviço, que vinha se mantendo no patamar de expansão desde dezembro de 2024, caiu para 49,7 em maio e voltou para 50 em junho de 2025 (gráfico 24).

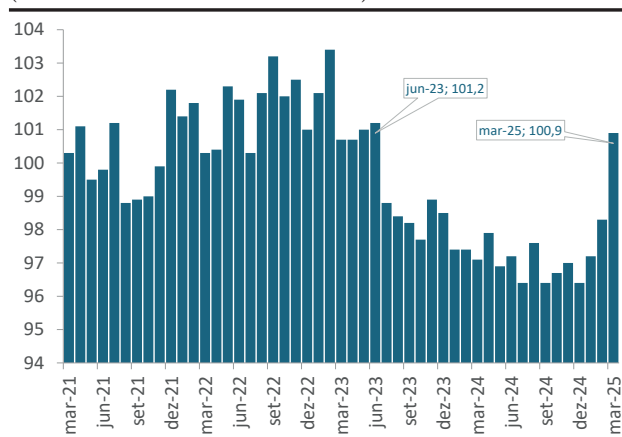
Quanto a política monetária, o Banco Central Europeu (BCE) reduziu a taxa de juros pela sétima reunião consecutiva. Na decisão mais recente, em 5 de junho deste ano, o corte foi de 25 pontos-base, levando a taxa de referência de 2,40% para 2,15% ao ano (gráfico 25). Segundo comunicado oficial, a inflação atual está alinhada com a meta de médio prazo de 2%, e as projeções atualizadas do BCE indicam inflação média de 2,0% em 2025 (ante 2,3% anteriormente), 1,6% em 2026 (ante 1,9%) e 2,0% em 2027. A análise de cenários realizada pelo banco sugere que uma intensificação das tensões comerciais nos próximos meses poderia pressionar o crescimento e a inflação para níveis abaixo das projeções de referência. Em contrapartida, uma resolução positiva desses conflitos tenderia a impulsionar o crescimento – e, em menor grau, a inflação – acima do cenário-base. Em maio, a inflação recuou para 1,9% ante 2,2% em abril, e o núcleo da inflação, que exclui itens mais voláteis como energia e alimentos, também desacelerou, passando de 2,7% para 2,3% (gráfico 26).

**GRÁFICO 21**  
**Área do euro e países selecionados: PIB**  
(Variação trimestral, em %)



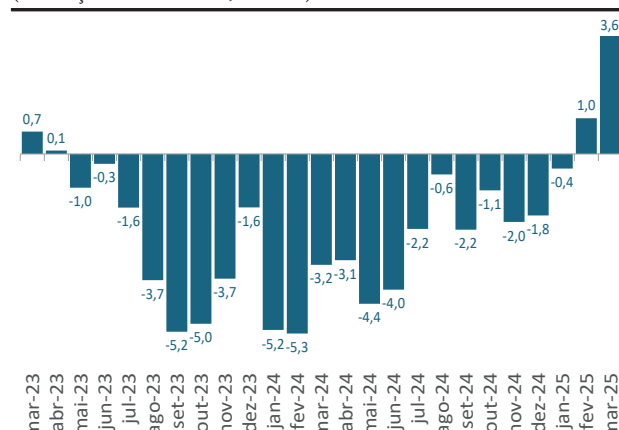
Fonte: Eurostat.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 23**  
**Área do euro: produção industrial**  
(Série dessazonalizada 2021=100)



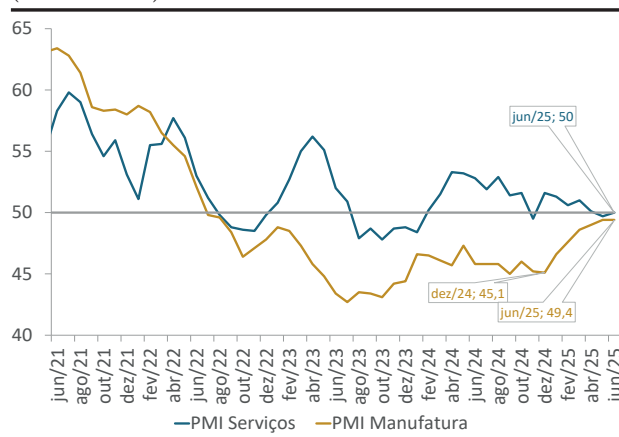
Fonte: Eurostat.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 22**  
**Área do euro: produção industrial**  
(Variação interanual, em %)



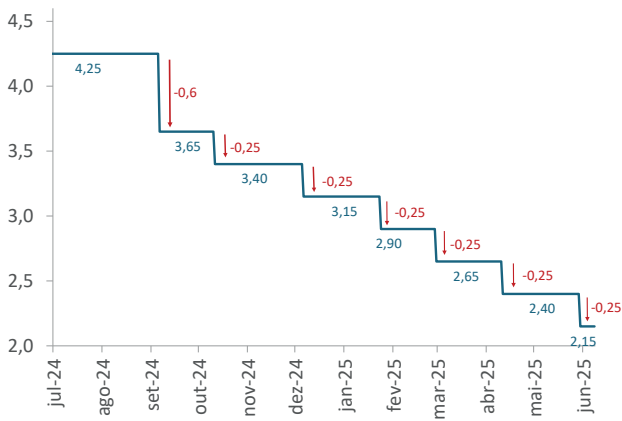
Fonte: Eurostat.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 24**  
**Área do euro: PMI indústria e serviços**  
(Neutro = 50)



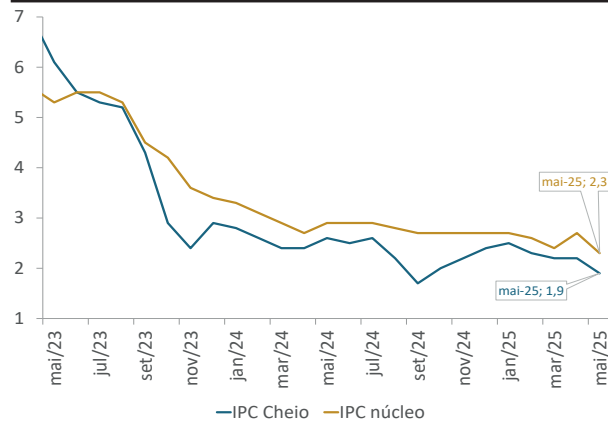
Fonte: Bloomberg.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 25**  
**Área do euro: taxa de juros**  
(Em %)



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

**GRÁFICO 26**  
**Área do euro: taxa de inflação medida pelo índice de preços ao consumidor (IPC) – índice cheio e núcleo**  
(Em %)



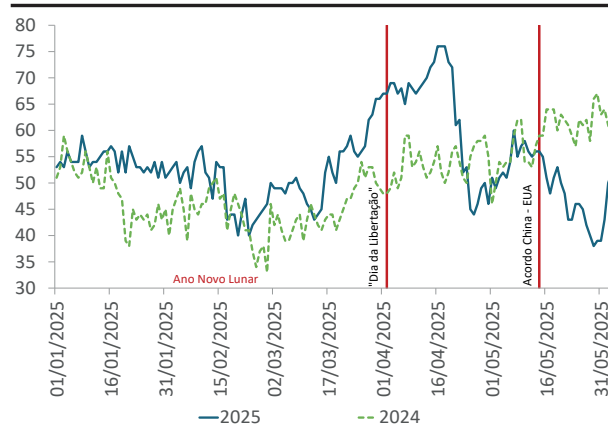
Fonte: Eurostat.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

## 4 China

As últimas edições deste *Panorama da Economia Mundial*<sup>12</sup> e da seção *Setor Externo*<sup>13</sup> abordaram com profundidade as tarifas impostas pelos EUA a todos os países e seus impactos no comércio mundial.

A China foi o país mais tarifado, com taxas chegando a 145%, mas, depois de um acordo, em 11 de maio, os dois países concordaram em reduzir as tarifas por noventa dias. O cenário atual é a redução das tarifas impostas à China de 145% para 30% e das cobradas pelo país asiático de 125% para 10%. Essas altas tarifas impactaram o comércio entre esses dois países. Como pode-se observar no gráfico 27, o número de navios (em média móvel de quinze dias) que saíram da China para os Estados Unidos aumentou significativamente após o Dia da Libertação (dia que Donald Trump anunciou as tarifas) indicando uma antecipação das importações para mitigar os efeitos (as tarifas recíprocas, aplicadas a países que impõem tarifas aos EUA, entrariam em vigor uma semana depois, em 9 de abril). Depois desse aumento, as embarcações com destino para os EUA apresentaram tendência de queda, atingindo, em maio, o mínimo para o período, quando voltou a subir, beneficiando-se do acordo entre os dois países para reduzir as tarifas.

**GRÁFICO 27**  
**China: contagem de navios porta-contêineres – partidas da China para os EUA**  
(Em média móvel de quinze dias)



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

Indicadores de atividade (PMI) recentes, divulgado pelo National Bureau of Statistics (NBS) revelam que a economia chinesa parece ter sofrido de imediato com a guerra comercial. A atividade manufatureira teve queda acentuada após a imposição de tarifas dos EUA, com a cadeia de suprimentos sendo atingida. O índice caiu já

12. Disponível em: <https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2025/02/panorama-da-economia-mundial1-3/>.

13. Disponível em: <https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2025/05/o-tarifaco-de-trump-organizando-fatos-e-ideias/>.

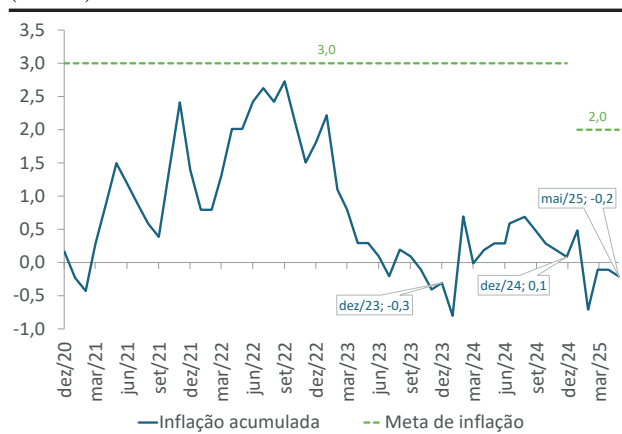
em abril e ainda mais em maio, passando para a região que indica contração. Já a atividade não manufatureira resistiu melhor, performando no patamar acima dos 50 pontos nos primeiros cinco meses do ano (gráfico 28).

Nos últimos anos, a inflação na China tem se mantido em níveis historicamente baixos. Em 2023 e 2024, o país registrou episódios de inflação próxima de zero, e até deflação em alguns meses, refletindo a fraqueza da demanda interna. Diante desse cenário, o Banco Popular da China (PBOC) e as autoridades econômicas ajustaram a meta de inflação para 2025 à realidade atual, reduzindo-a de 3% para cerca de 2%.

Em 2024, a inflação acumulada foi de apenas 0,1%, ficando 2,9 p.p. abaixo da meta. Dados de maio apontam deflação de -0,2%, indicando que as pressões deflacionárias permanecem intensas (gráfico 29), e a inflação ao produtor (gráfico 30) reforça esse diagnóstico, evidenciando a continuidade de um ambiente de demanda fraca com preços em queda.

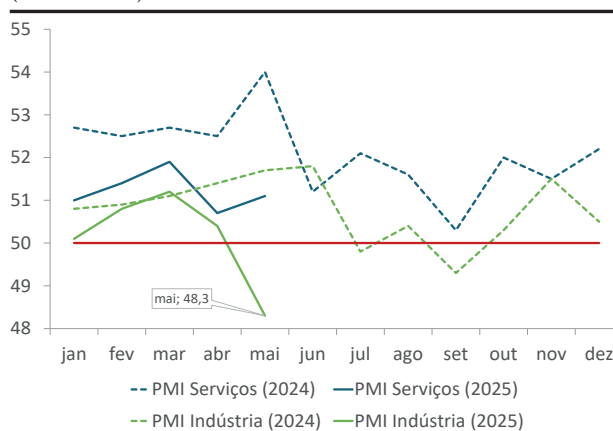
O setor imobiliário, foco das atenções nos últimos anos, permanece em crise, embora tenha apresentado sinais incipientes de estabilização no início de 2025, com desaceleração nas quedas de vendas (gráfico 31) e nos preços. Apesar desses indicativos positivos, a fragilidade estrutural do setor persiste. Representando cerca de 20% do PIB chinês, a crise no segmento reduziu significativamente a geração de empregos, contribuindo para a elevação do desemprego, especialmente entre os jovens. Em abril, a taxa desemprego geral foi de 5,1%, enquanto entre os jovens de 16 a 24 anos alcançou 15,8%, evidenciando a disparidade no mercado de trabalho por faixa etária (gráfico 32).

**GRÁFICO 29**  
**China: inflação acumulada e meta de inflação**  
(Em %)



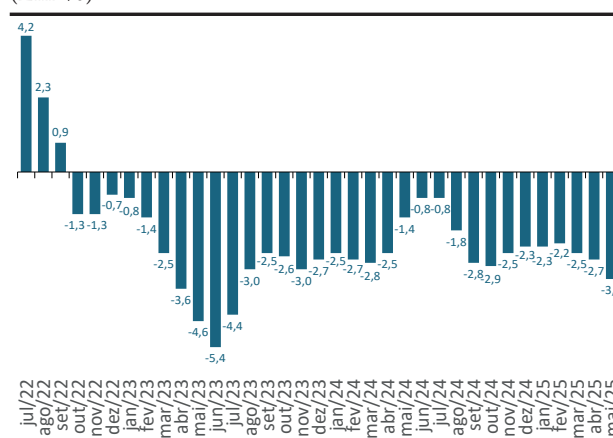
Fonte: Bloomberg.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 28**  
**China: PMI indústria e serviços**  
(Neutro=50)



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

**GRÁFICO 30**  
**China: índice de preço ao produtor – variação interanual**  
(Em %)

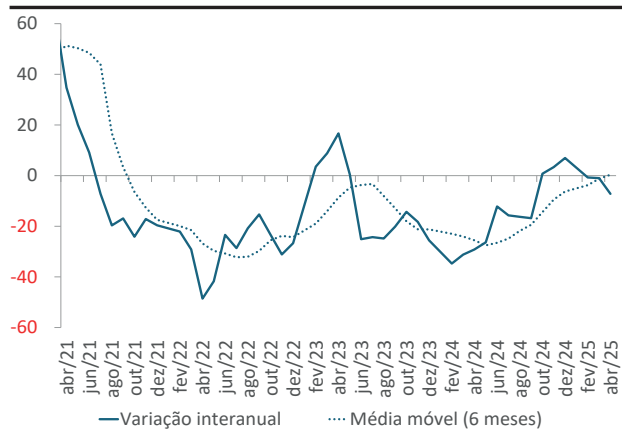


Fonte: Bloomberg.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 31

**China: vendas de moradias mensais – variação interanual**

(Em %)



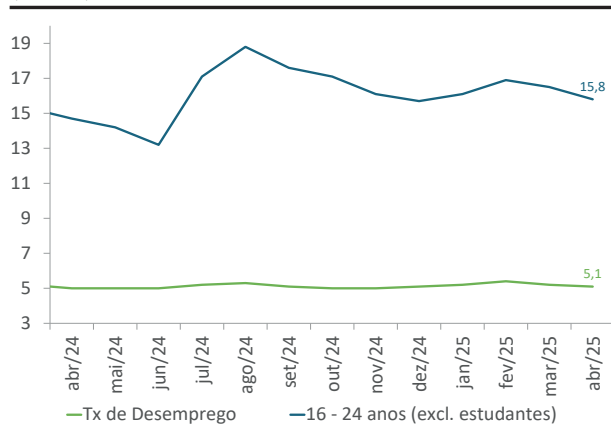
Fonte: NBS.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 32

**China: taxa de desemprego**

(Em %)



Fonte: NBS.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac):**

Claudio Roberto Amitrano (Diretor)  
Mônica Mora y Araujo (Coordenadora-Geral de Estudos e Políticas Macroeconômicas)

**Corpo Editorial da Carta de Conjuntura:**

Claudio Hamilton Matos dos Santos (Editor)  
Estêvão Kopschitz Xavier Bastos  
Leonardo Mello de Carvalho  
Marco Antônio Freitas de Hollanda Cavalcanti  
Maria Andréia Parente Lameiras  
Mônica Mora y Araujo  
Sandro Sacchet de Carvalho  
Sergio Fonseca Ferreira

**Equipe de Assistentes:**

Marcelo Guedes Peclý  
Tarsylla da Silva de Godoy Oliveira

**Equipe Administrativa:**

Aline Conceição Santos  
Carla Nunes Menezes  
Rosanne Rodrigues Barbosa

**Design/Diagramação:**

Augusto Lopes dos Santos Borges  
Leonardo Simão Lago Alvite

---

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 do Planejamento.

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

---