



# BOLETIM MACRO

Julho de 2019



## Reforma da Previdência avança, mas sozinha não alavanca crescimento

Após cinco meses de tramitação, a Câmara dos Deputados aprovou em primeiro turno o texto base da reforma da Previdência (PEC 06/2019). A expectativa agora é que a votação em segundo turno ocorra no início de agosto, após o recesso parlamentar. A maior surpresa no primeiro turno foi o expressivo número de votos a favor da reforma (379), bem acima do mínimo necessário para sua aprovação (308), o que tem contribuído para gerar uma nova onda de otimismo com relação à aprovação de outras reformas.

De fato, nas semanas que precederam a aprovação da reforma, e nas seguintes, observou-se uma significativa valorização dos ativos brasileiros, com destaque para o real e os títulos de dívida. Contudo, essa alta nos preços dos ativos brasileiros nos parece ser explicada mais por fatores externos do que domésticos. Também em outros países latino-americanos se observou nesse período um recuo do risco país. O ambiente de maior liquidez internacional, e sem pressão para o fortalecimento do dólar, beneficia as economias emergentes. Ambiente que pode ficar ainda mais favorável, dado o baixo crescimento e a inflação contida observados em diversos países, desenvolvidos e em desenvolvimento, que apontam na direção de nova rodada de flexibilização monetária nestas nações.

Esse cenário externo ganhou contornos mais definidos a partir de discursos de vários diretores do FED, o banco central norte-americano, inclusive de Jerome Powell, seu presidente, indicando que o afrouxamento monetário nos EUA deve ocorrer ainda neste mês de julho. Seria, como sugerido nesses discursos, um estímulo preventivo, para contrapor-se ao impacto contracionista da desaceleração global. Com efeito, além de resultados mais fracos nos EUA, em particular quanto ao investimento corporativo, os indicadores europeus continuam a desapontar. Em especial, na indústria de transformação europeia os PMIs (índices de confiança baseados em informações de compras de insumos) permaneceram fracos em junho. Nesse contexto de lento crescimento e de baixa inflação, o Banco Central Europeu, que se reúne em 25 de julho, deve anunciar novas medidas de estímulo, ainda que um mapa mais completo deva aguardar a posse da nova diretoria do banco.

A grande dúvida atual com relação ao cenário internacional é se há, efetivamente, risco de recessão nos EUA, onde o atual ciclo de expansão já é o mais longo desde que as estatísticas passaram a ser computadas, em 1850. Algumas análises apontam o risco recessivo. Em particular, o modelo do Federal Reserve Bank de Nova York mostra uma probabilidade de recessão de 33%, o maior valor em 12 anos.

Ainda que um cenário de moderada desaceleração global possa ser favorável aos emergentes, que se beneficiam de mais liquidez internacional e de um preço mais contido do petróleo, uma recessão nos EUA, em um quadro em que a Europa e a China já estão crescendo menos, pode ser bem mais desafiador para aqueles países. Assim, diante das incertezas sobre o futuro da economia mundial, não podemos desperdiçar novamente o contexto externo mais favorável para colocar a economia brasileira em ordem.

A aprovação da reforma da Previdência é um primeiro passo para a redução dos riscos fiscais, mas não resolve todos os nossos desafios. Em primeiro lugar, a economia esperada com a reforma ficou bem aquém da proposta original, de R\$ 1,2 trilhão em 10 anos: é de

aproximadamente R\$ 750 bilhões, nas estimativas da Instituição Fiscal Independente (IFI), e de R\$ 933,5 bilhões, nas contas do Ministério da Economia. Adicionalmente, podemos destacar duas limitações na proposta que foi aprovada: a exclusão de estados e municípios e a ausência de correção automática da idade mínima, de acordo com as mudanças demográficas. E, por fim, o desafio fiscal é tão expressivo que a reforma da Previdência, sozinha, não será suficiente para resolvê-lo, sendo, portanto, necessárias medidas complementares para de fato restaurar a solidez das contas públicas.

Sem dúvida, à medida que a percepção de redução de riscos fiscais se intensifica, e se preparem outras reformas necessárias para o crescimento econômico, abre-se espaço para a melhora das expectativas. Mas ainda há um longo caminho a percorrer para que isso ocorra. De fato, a atividade econômica segue bem fragilizada, em que pese, como já discutido em boletins anteriores, a perspectiva de uma ligeira recuperação do PIB do segundo trimestre, para quando estimamos crescimento de 0,4% em relação ao primeiro trimestre e de 0,9% em relação ao mesmo trimestre do ano anterior.

É importante ressaltar que os dados confirmam uma aceleração do PIB, quando excluimos a agropecuária e a indústria extrativa, que são setores com PIBs mais voláteis. Para esse indicador mais restrito, esperamos alta no segundo trimestre de 1,3% (AsA), ante 0,6% no primeiro trimestre. Já para o PIB cheio, a aceleração é mais moderada, de 0,5% (AsA) para 0,9%. Contudo, vale lembrar que esse avanço é sobre um período muito ruim do ano passado, quando a atividade foi prejudicada por fatores como a paralisação dos caminhoneiros, a crise argentina, a turbulência eleitoral e a piora das condições financeiras resultante de um quadro externo menos favorável aos emergentes.

Para o ano fechado, reduzimos a nossa projeção de PIB de 1,2% para 1,1%, por conta do desempenho pior do que antes previsto da indústria extrativa e do setor da construção. Pelo lado da demanda, destaca-se a alta de apenas 1,0% do investimento, quando excluimos as importações de plataformas antigas de petróleo. Esse valor é inferior ao estimado para o ano passado, de 2%. Assim, em que pese anteciparmos um recuo gradual da incerteza na economia, esta deve persistir em nível elevado, inibindo o investimento, que permanece muito aquém do patamar alcançado antes da recessão de 2014-16. Em junho, o Indicador de Incerteza da Economia do FGV IBRE ficou em 119,1 pontos, mostrando apenas uma ligeira queda de 0,4 ponto na comparação com maio, mais ainda 10 pontos acima do valor observado em fevereiro.

Os desenvolvimentos recentes na economia e na política contribuem para uma redução do pessimismo com o desempenho econômico. No entanto, ainda temos um longo trajeto para restabelecer a previsibilidade quanto aos rumos da economia e, com isso, elevar o ritmo de crescimento do PIB. No mais, um resumo desta edição do Boletim Macro IBRE inclui os seguintes destaques:

1. A seção sobre atividade econômica mostra que os principais indicadores da atividade exibiram uma dinâmica mais favorável em maio, recuperando as perdas registradas em abril e dando algum fôlego para as estimativas para o segundo trimestre. Na contramão, os indicadores antecedentes da indústria sinalizam desaceleração em junho. Além disso, o último mês do trimestre teve dois dias úteis a menos que em 2018, o que também deve prejudicar as vendas no varejo. À luz dos indicadores relativos a abril e maio, e de nossas expectativas para

junho, mantivemos nossa projeção de crescimento do PIB em 0,4% TsT (0,9% AsA) no segundo trimestre. Para o ano de 2019, revimos ligeiramente nosso cenário base para uma alta do PIB de 1,1%. [\(Seção 1\)](#)

2. Nas sondagens, após quatro meses consecutivos em queda, a confiança de empresas e consumidores apresentou em junho o primeiro resultado positivo. A alta dos indicadores ainda deve ser interpretada, por ora, como uma acomodação, e não como uma reversão da tendência de queda. Enquanto o clima não esquenta, e a incerteza continua alta, não há aumento da intenção de investimentos. Existe ainda um longo caminho para a recuperação dos índices de confiança. A reforma da Previdência é um primeiro passo, mas outras ações são necessárias para que os sinais corretos sejam passados aos agentes. [\(Seção 2\)](#)

3. A seção sobre mercado de trabalho destaca que o emprego, especialmente o formal, dá sinais de recuperação, com a PNAD Contínua registrando taxa de desemprego de 12,3% no trimestre até maio, e o Caged apontando saldo de empregos formais em maio de 32.140. A aceleração do aumento da força de trabalho, junto a uma tendência de estabilização do número de desalentados, aparenta chegar ao ponto da recuperação em que a população adulta volta a pleitear vagas de emprego, tendo sido, até agora, capaz de ser absorvida pela economia. [\(Seção 3\)](#)

4. A seção sobre inflação destaca que, no segundo semestre, a inflação não deverá surpreender. Sobressaltos podem ocorrer, pela ação de preços monitorados, mas há espaço para acomodá-los, mantendo a variação em 12 meses do IPCA abaixo de 4%. Na visão de nosso analista, a inflação abaixo da meta e o avanço da reforma da Previdência tornam o cenário cada vez mais promissor para corte da taxa de juros. [\(Seção 4\)](#)

5. Na seção sobre política monetária, nosso especialista ressalta que o BC condicionou uma eventual queda adicional da Selic a “avanços concretos” nas “reformas e ajustes necessários”. Nos comunicados oficiais não há menção explícita à reforma da Previdência. Ou seja, o BC não parece interessado apenas no resultado final da votação da Previdência. Deseja ver progresso em outros campos também. Sob a ótica do BC, isso faz total sentido, uma vez que a segunda rodada de reformas objetiva promover a retomada do crescimento econômico, e tal retomada é de fundamental importância não apenas por sua contribuição para o reequilíbrio fiscal, mas também para efetivamente despertar o “espírito animal” dos empresários. Como não é factível prever o andamento dessa segunda rodada, nosso analista sugere que os participantes de mercado não devem se entusiasmar excessivamente como o tamanho do movimento de queda da taxa de juros. [\(Seção 5\)](#)

6. A seção fiscal ressalta que, com a frustração na expectativa de crescimento e também na realização de algumas receitas não diretamente relacionadas à atividade econômica, houve necessidade de realizar um contingenciamento acima de R\$ 30 bilhões, para viabilizar o cumprimento da meta de déficit primário de R\$ 139 bilhões em 2019. Hoje, o risco de falhas no funcionamento da máquina pública está mais relacionado às frustrações nas expectativas de receitas do que à necessidade de ajustes para cumprimento do Teto de Gastos (EC 95/16). O contingenciamento prevê gastos discricionários de R\$ 98 bilhões em 2019 como um todo (valores a preços de maio de 2019). No entanto, até maio esse gasto foi de R\$ 127 bilhões, no acumulado em 12 meses. A transição entre o ponto de partida (acumulado em 12 meses até

maio) e o autorizado para gastos até o final do ano implica uma redução de R\$ 29 bilhões nas despesas discricionárias. [\(Seção 6\)](#)

7. Na seção sobre o setor externo discute-se por que, incorporando as novas trajetórias esperadas para o tripé que rege a conta corrente (diferencial de crescimento entre o Brasil e o mundo, termos de troca e taxa de câmbio real multilateral), reduzimos as expectativas de déficit para US\$ 16,5bi (-0,8% do PIB) em 2019 e US\$ 32,0bi (-1,8% do PIB) em 2020. Não haver problema estrutural de financiamento é bem diferente de dizer que não podemos ter momentos conturbados adiante, ainda mais com cenários (doméstico e externo) tão voláteis. [\(Seção 7\)](#)

8. Na seção internacional, avalia-se que a economia americana dá sinais de desaceleração no segundo trimestre de 2019. O grande risco, no entanto, é menos com a atividade econômica e mais com a inflação, que teima em ficar abaixo da meta de 2% ao ano. A maior preocupação é com a queda das expectativas inflacionárias de longo prazo. Um ciclo de baixa da taxa de juros, além de ter a função de ajudar a elevar as expectativas de inflação, também ajusta a política monetária ao seu atual balanço de riscos. Nas atuais circunstâncias, o FED não tem muito instrumentos para enfrentar uma desaceleração. Ele terá que esperar a inflação subir. A política correta hoje – dado o balanço de risco – é ficar atrasado no ciclo monetário. É por isso que haverá queda da taxa básica de juros na economia. [\(Seção 8\)](#)

9. No Observatório Político, o cientista político Octavio Amorim analisa os principais momentos do governo Bolsonaro e questiona se uma nova e importante fase poderá se abrir após a aprovação da reforma da Previdência, a ser caracterizada pela busca de um ambiente político mais estável e pacífico. Os contraditórios movimentos do presidente sugerem que não. Todavia, não se deve descartar a possibilidade de a reforma da Previdência vir a fortalecer a economia e o Executivo, propiciando um módico de tranquilidade à conturbada atmosfera política nacional. Ademais, a grande novidade da política brasileira é a emergência de um Congresso com uma agenda econômica própria, sob a batuta de Rodrigo Maia. Se tal agenda se firmar e lograr tornar-se um parâmetro sólido das relações Executivo-Legislativo, coisas boas poderão daí advir. Mas é muito cedo para cantar essa vitória. [\(Seção 9\)](#)

10. E, por fim, a Seção Em Foco, de autoria de Paulo Peruchetti e Fernanda Baeta, apresenta um estudo comparativo dos indicadores regionais de produtividade do trabalho. [\(Seção 10\)](#)

**Armando Castelar Pinheiro e Sílvia Matos**

## 1. Atividade Econômica

### Atividade econômica ganha algum fôlego em maio

Os principais indicadores da atividade econômica exibiram uma dinâmica mais favorável em maio. A indústria de transformação, por exemplo, apresentou crescimento interanual de 11,2%, resultado que mais do que compensa as perdas ocorridas com a paralisação dos caminhoneiros em maio do ano passado. Por outro lado, a indústria extrativa permaneceu em trajetória descendente e registrou queda interanual de dois dígitos pelo quarto mês consecutivo, fortemente influenciada pela menor produção de minério de ferro após o desastre em Brumadinho. O comércio varejista ampliado avançou 6,4% em bases interanuais e os serviços, 4,8%. Diante disso, o índice de atividade econômica do Banco Central do Brasil avançou 4,4% ante maio do ano passado e 0,54% ante abril.

Os resultados registrados em maio deram algum fôlego para os números do segundo trimestre, recuperando as perdas registradas em abril. Na contramão, os indicadores antecedentes da indústria indicam uma desaceleração no último mês do trimestre. Além disso, o mês de junho terá dois dias úteis a menos que no ano passado, o que também deve prejudicar as vendas no varejo.

À luz dos indicadores relativos a abril e maio e de nossas expectativas para junho, mantivemos nossa projeção de crescimento do PIB em 0,4% TsT (0,9% AsA) no segundo trimestre. Para o ano de 2019, revisamos ligeiramente nosso cenário base para um crescimento de 1,1%.

Pelo lado da oferta, a fonte de nossa revisão baixista para o crescimento do PIB no ano veio do setor industrial, que deve registrar queda de -0,1% este ano – nossa projeção anterior era de crescimento de 0,1%. Essa revisão foi resultado de retrações maiores que o esperado na indústria extrativa e na construção civil. Também ajustamos ligeiramente o crescimento da agropecuária neste ano de 1,2% para 1%.

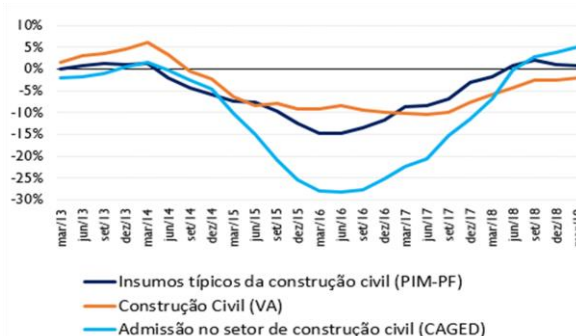
**Tabela 1: PIB: Projeções**

Atividades	2019.II (TsT)	2019.II (AsA)	2019
Consumo das Famílias	0.1%	1.4%	1.6%
Consumo do Governo	-0.2%	0.2%	0.2%
Investimento	2.0%	2.9%	1.9%
Exportação	-1.5%	2.1%	2.8%
Importação	-0.5%	2.9%	1.7%
<b>PIB</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.1%</b>
<b>Agropecuária</b>	<b>-0.6%</b>	<b>-1.7%</b>	<b>1.0%</b>
<b>Indústria</b>	<b>0.0%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>-0.1%</b>
Extrativa	-1.7%	-7.6%	-4.4%
Transformação	1.2%	0.5%	0.3%
Eletricidade e Outros	-0.7%	2.0%	2.9%
Construção Civil	0.2%	-0.9%	-0.1%
<b>Serviços</b>	<b>0.5%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.4%</b>

Fonte e Elaboração: IBRE/FGV

Em particular, a situação da construção civil chama a atenção. Como mostra o Gráfico 1, apesar de já observarmos há alguns trimestres crescimento positivo da produção de insumos típicos da construção civil e também uma evolução do número de admitidos no setor, o crescimento acumulado em quatro trimestres do VA da construção civil ainda não atingiu taxas positivas de crescimento (no primeiro trimestre, houve retração de 2% nessa base de comparação).<sup>1</sup>

**Gráfico 1: Insumos Típicos da Construção Civil e VA da Construção Civil** (Crescimento acumulado em 4 trimestres)



Fontes: IBGE; CAGED/MTE. Elaboração: IBRE/FGV.

Para a indústria de transformação, mantivemos nossa expectativa de alta de 0,5% AsA (1,2% TsT) no segundo trimestre, diante da confirmação de forte crescimento em maio. Os serviços, por sua vez, não sofreram revisão e devem registrar crescimento positivo, de 1,5% AsA (0,5% TsT) e 1,4% no ano.

É importante ressaltar que os dados confirmam uma aceleração do comportamento do PIB. Quando excluimos os setores da agropecuária e da indústria extrativa, esperamos uma taxa de crescimento no segundo trimestre de 1,3% (AsA) ante 0,6% observado no primeiro trimestre. Para o PIB cheio, a aceleração é mais moderada, de 0,5% (AsA) no primeiro trimestre para 0,9% no segundo.

No lado da demanda, projetamos crescimento do investimento de 2,9% AsA (2,0% TsT) no segundo trimestre e de 1,9% no ano de 2019, utilizando em nossos cálculos as importações de bens de capital que incluem plataformas de petróleo e sob hipótese de novas importações de plataformas ao longo do segundo semestre; ao desconsiderá-las, o investimento crescerá apenas 1,1% no ano. Para o consumo das famílias, projetamos crescimento de 1,4% AsA (0,1% TsT) no segundo trimestre e de 1,6% no ano.

No crescimento de 1,1% esperado para este ano, está implícita alguma aceleração ao longo do segundo semestre. Contudo, vale lembrar que esse avanço é sobre um período muito ruim do ano passado, após a paralisação dos caminhoneiros, crise argentina, turbulência eleitoral e consequente piora das condições financeiras. O principal risco inerente a esse cenário é a dificuldade de articulação política do governo que pode gerar dúvidas em relação à condução da agenda de reformas estruturais, e desencadear novos recuos da confiança.

**Sílvia Matos e Luana Miranda**

<sup>1</sup> Essa discrepância entre os indicadores indica que o IBGE poderá revisar para cima os dados da construção civil quando forem divulgadas as Contas Anuais definitivas. De fato, em 2016, havia também uma discrepância entre estes dados, ou seja, havia indícios de que os dados do setor seriam revistos para pelas Contas Anuais e isto ocorreu, conforme o esperado.

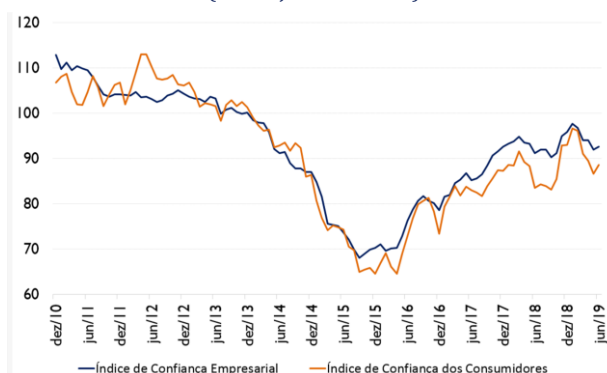


## 2. Expectativas de Empresários e Consumidores

### Momento de cautela

Após quatro meses em queda, a confiança de empresas e consumidores voltou a crescer em junho. A alta deve ser interpretada, por ora, como uma acomodação e não uma reversão da tendência de queda. O Índice de Confiança Empresarial (ICE) subiu 0,6 ponto e o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) avançou 1,9 ponto, ambos recuperando menos de 1/5 das perdas sofridas nos meses anteriores.

**Gráfico 2: Confiança de Consumidores e Empresários**  
(Com ajuste sazonal)



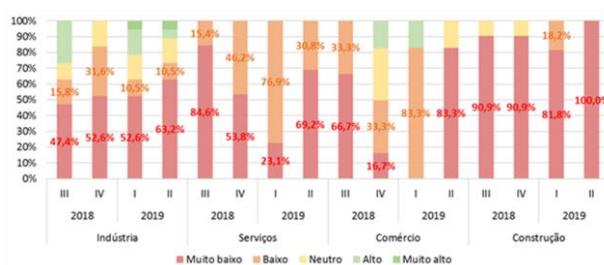
Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

A alta em junho foi puxada novamente pelas expectativas. Apesar do avanço, os indicadores retratam um posicionamento ainda neutro, próximo a 100 pontos. Entre as empresas houve melhora das previsões com relação à demanda no horizonte de curtíssimo prazo (3 meses) mas esta aceleração foi ainda insuficiente para mudar as projeções de contratações (3 meses) ou as perspectivas para a evolução do ambiente de negócios nos seis meses seguintes. Os indicadores de situação atual de empresários e consumidores continuam em níveis baixos em termos históricos, refletindo o quadro de estagnação econômica.

Entre os setores pertencentes ao ICE, a evolução recente da Indústria continua destoando dos demais, mantendo tendência negativa em junho, inclusive nas expectativas. Apesar disso, o setor apresentou o menor percentual de segmentos com nível muito baixo no 2º trimestre de 2019 (63,2%).

Enquanto o clima não esquentar e a incerteza se mantiver elevada, dificilmente os investimentos deslançarão. O Indicador de Intenção de Investimentos mostra que, desde o início do ano passado, a indústria vem enfrentando dificuldades para investir e que a recuperação deve seguir lenta. No segundo trimestre houve recuo do indicador. Os níveis atuais

**Gráfico 3: Mapa de Calor Setorial**  
(subsetores classificados por nível de confiança e apresentados como proporção do respectivo setor, média trimestral)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.



de incerteza e a ociosidade de fatores suscitam um questionamento sobre até que ponto uma onda de otimismo poderia deslanchar uma retomada consistente de investimentos. Para tentar responder essa questão, estudamos a relação entre a formação bruta de capital fixo, incerteza e confiança.

Antes de descrever o exercício é preciso saber como vem evoluindo a incerteza. Após cair um pouco depois das eleições, o Indicador de Incerteza da FGV IBRE (IIE-Br) subiu 10 pontos entre março e junho, equivalente a um (1) desvio padrão, para 119 pontos, nível extremamente elevado sob qualquer critério de avaliação. Ainda que ele ceda este mês com a aprovação da reforma da Previdência em primeiro turno, é pouco provável que convirja para níveis baixos em termos históricos. O exercício consistiu em testes de não-linearidade na relação entre o IIE-BR, a confiança da indústria (ICI) e a Formação Bruta de Capital Fixo (variação interanual mensal, fonte: Monitor do PIB da FGV). O teste mostrou a presença de dois limiares para a Incerteza, sugerindo a existência de três intervalos: até 93 pontos (incerteza baixa), entre 93 e 118,3 (neutra), e acima de 118,3 (alta). Em momentos de baixa incerteza, um choque de um desvio-padrão em IIE-BR não é suficiente para causar queda significativa tanto do ICI quanto da FBCF. Em momentos de incerteza neutra, o choque, como o ocorrido recentemente, acarreta uma queda suave das outras duas variáveis. Quando a incerteza está elevada, o impacto negativo sobre as demais variáveis é pelo menos três vezes maior do que nos demais regimes.

No momento, estaríamos ainda sob impacto do último choque de incerteza, com influência negativa (ainda que moderada) sobre os níveis já baixos de investimento produtivo. Nesse ambiente, como já vimos anteriormente neste ciclo de recessão e estagnação que vive a economia desde 2014, uma onda de otimismo teria pouca influência sobre a efetiva realização de investimentos. Resta-nos torcer para que a sinalização favorável da reforma da Previdência e outras medidas que estão sendo anunciadas promovam enfim uma redução mais consistente da incerteza.

*Aloisio Campelo e Viviane Seda Bittencourt*

### **3. Mercado de Trabalho**

#### **Apesar de lenta recuperação, possível retorno de desalentados à procura de emprego**

A taxa de desemprego da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) do trimestre findo no quinto mês do ano de 2019 registrou o nível de 12,3%, uma queda de -0.45 ponto percentual (p.p.) em relação ao mesmo trimestre móvel do ano anterior. O resultado foi

o mesmo daquele projetado pelo Ibre/FGV e também alinhado ao esperado pela mediana dos analistas.

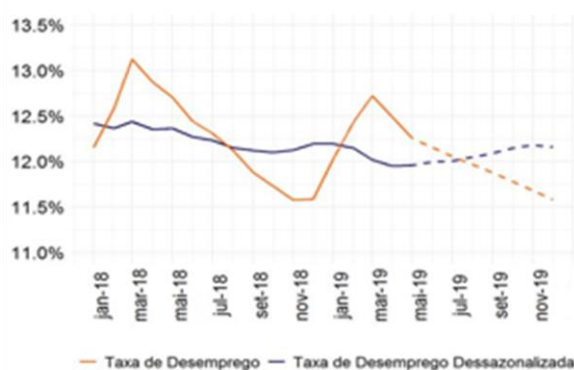
A alta da população ocupada está em tendência de aceleração, enquanto a queda da população desocupada também está acelerando. Com ajuste sazonal, houve estabilidade da taxa de desocupação em relação ao último mês, o que significa uma sutil reversão de sua tendência anterior (Gráfico 4).

O rendimento habitual do trabalho, por sua vez, teve uma desaceleração, chegando a 2289 reais, uma variação de -0.131% em termos reais com relação ao mesmo trimestre móvel do ano anterior. A renda efetiva de todos os trabalhos também desacelerou, chegando a 2288 reais, uma variação anual real de -0.478%.

O Caged, por sua vez, apontou em maio para uma expressiva queda do saldo de vagas em relação a abril, de 129.601 para 32.140, em linha com o projetado pelo Ibre/FGV. Com ajuste sazonal, o resultado do último mês representou uma desaceleração de 15.949 para 4.810. Para junho, espera-se que haja uma pequena aceleração, com um saldo de 35.000, o que representa, com ajuste sazonal, uma abertura líquida de 24.100 vagas formais.

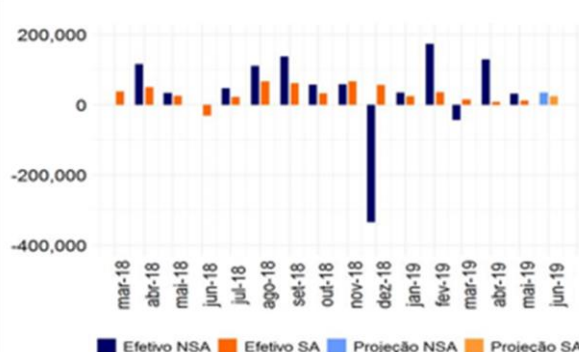
Segundo a PNADC, a Força de Trabalho tem registrado uma aceleração nos últimos trimestres móveis, puxada por um aumento da População Ocupada, sem novas grandes reduções do

**Gráfico 4: Taxa de Desemprego 2018-19**



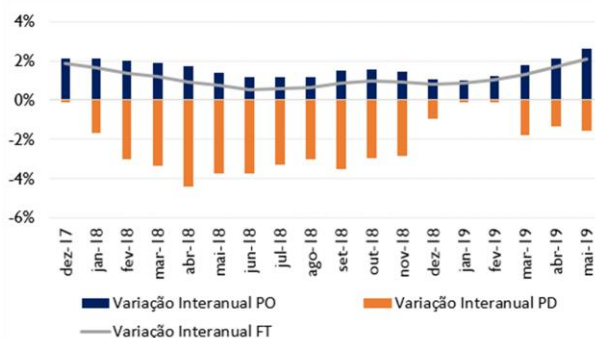
Fonte: PNADC (IBGE). Elaboração: IBRE/FGV.

**Gráfico 5: Saldo CAGED**



Fonte: CAGED (MTE). Elaboração: IBRE/FGV.

**Gráfico 6: Variação Interanual: Populações Ocupada e Desocupada**



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

número de desocupados, como no início da recuperação do mercado de trabalho, em 2017. O número de desalentados, da mesma forma, tem crescido cada vez menos, caminhando para uma estabilização nos próximos trimestres.

Esse movimento é sem precedente desde o início da crise econômica, em 2015, e indica que pode, de fato, estar começando a ocorrer um fenômeno predito já da recuperação, na qual potenciais trabalhadores percebem a melhora no mercado de trabalho e voltam a pleitear vagas. Até o momento, surpreendentemente, a economia está mostrando capacidade de absorver esses novos potenciais trabalhadores, incluindo com recentes aumentos da população ocupada no setor formal.

No entanto, por outro lado, houve também uma inédita queda da renda do trabalho, fenômeno não ocorrido desde março de 2018. Tal reversão pode estar ligada a esse aumento da Força de Trabalho, o que tende a comprimir salários devido à maior competição entre potenciais trabalhadores.

*Daniel Duque*

## 4. Inflação

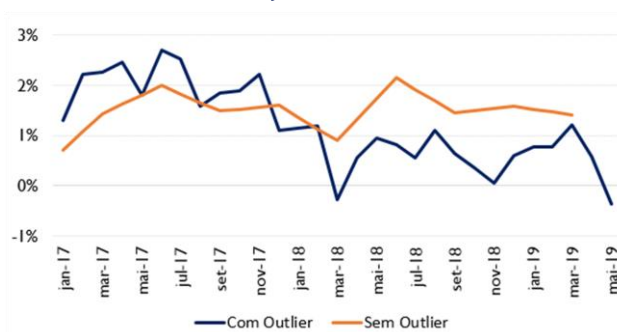
### Sinal verde para juros mais baixos

Em junho, a taxa do IPCA manteve-se estável. Parte considerável desse resultado veio por influência das taxas dos grupos Alimentação (-0,25%) e Transportes (-0,31%). Entre os alimentos, a queda foi menos expressiva que a registrada em maio, mas a variação de -0,22% registrada pelo subitem refeição contribuiu para manter a taxa em terreno negativo. Já no grupo Transportes, a contribuição veio dos combustíveis, cujos principais componentes, gasolina (-2,04%) e etanol (-5,08%), registraram queda em seus preços.

A previsão para julho, segundo o Monitor da Inflação, é de aceleração do IPCA. A estimativa colhida a partir do IPCA-ponta, que mede a variação dos preços na margem, é de que o índice oficial avance na direção de 0,3%, movimento sustentado pela aceleração dos preços dos alimentos, pelo aumento da tarifa de energia em SP e pela prática da Bandeira Amarela em todo país.

Se não fosse o bom comportamento dos preços dos combustíveis, cujos movimentos recentes sugerem o registro de novos recuos em julho, o IPCA poderia superar a taxa registrada em julho

**Gráfico 7: Renda Média Habitual do Trabalho Principal: Variação Interanual**



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

de 2018, quando subiu 0,33%, adiando uma nova desaceleração da taxa acumulada em 12 meses, que está em 3,37%.

A incerteza está no futuro dos preços dos jogos lotéricos, outro administrado que poderá afetar a inflação de julho. Entre as loterias mais populares, o reajuste pode chegar a 67%. O subitem jogos de azar responde por 0,4% do IPCA. Se o aumento médio das loterias for de 30%, o impacto no índice será de aproximadamente 0,13 ponto percentual. Como a mudança dos preços ainda não foi confirmada, esse movimento não foi contemplado pelas estatísticas do Monitor da Inflação. Porém, dado que as simulações antecipam uma inflação de 0,3%, o acréscimo provocado pelo aumento do preço das loterias, que não seria integralmente captado em julho, poderá levar a taxa do índice oficial na direção de 0,4%.

**Gráfico 8: IPCA (Var. % 12 meses)**



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

Segundo o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) da FGV, não há no radar pressões inflacionárias que possam antecipar mudanças significativas no IPCA. Os preços dos alimentos processados no IPA-10 de julho apresentaram desaceleração, sendo a mesma tendência observada nas taxas de bens de consumo duráveis e bens de consumo semiduráveis.

Sem pressões inflacionárias à vista, a aceleração da inflação em julho se deve mais ao comportamento de preços administrados. Portanto, isso não implicará mudança significativa na expectativa de inflação para 2019, a qual deve permanecer abaixo de 4%.

Se o preço dos jogos lotéricos não sofrer alteração, o IPCA poderá fechar o ano em 3,7%. Se, contudo, o reajuste for autorizado, o índice avança para 3,9%.

Inflação abaixo da meta e avanço da reforma da Previdência tornam o cenário cada vez mais promissor para corte na taxa de juros.

**André Braz**

## 5. Política Monetária

### O Banco Central e a segunda rodada de reformas

É indiscutível a relutância do Banco Central em reduzir a taxa básica de juros. De certo modo, tal relutância é justificável. Afinal, a nosso ver, faz-se preciso prever alguma vantagem significativa para que determinada autoridade monetária se disponha a correr o risco de prejudicar o processo de convergência da inflação para o ritmo desejado de crescimento dos preços a médio e longo prazo. No caso brasileiro atual, como se sabe, o objetivo oficial é chegar a uma inflação de 3,5% em 2022, sendo relevante notar que, para cumprir essa meta, é indispensável manter ancoradas as expectativas de inflação.

Atividade não depende apenas de juros. E os dirigentes do BC não desconhecem esse fato. A atividade econômica tem apresentado desempenho medíocre há muito tempo, e não será uma modesta redução adicional dos juros básicos da economia o fator que a estimulará de modo significativo e sustentável.

Movimentos recentes das taxas de juros de mercado parecem compatíveis com esse raciocínio. Afinal, os participantes de mercado já promoveram importante afrouxamento das condições financeiras, em antecipação a eventual ajuste dos juros básicos pelo Banco Central, e nem por isso surgiram demandantes de crédito eufóricos com a possibilidade de contrair crédito a juros mais reduzidos.

Contudo, nada disso significa dizer que inexista espaço para a autoridade monetária sancionar o movimento de queda dos juros de mercado, pelo menos parcialmente. Como se sabe, sob regime de metas de inflação, o grande balizador das ações de um banco central são as projeções oficiais de inflação para o horizonte relevante para a política monetária. Números recentes divulgados pelo BC revelam projeção de inflação abaixo da meta para 2020, sob as hipóteses do antigo cenário de referência (3,7% contra 4,0% a.a.).

É preciso notar, porém, que a reação dos formuladores de política monetária a uma situação desse tipo não pode ser automática. E é exatamente isso o que acontece no caso presente. O BC condicionou eventual queda adicional da Selic a “avanços concretos” nas “reformas e ajustes necessários”. Nos comunicados oficiais não há menção explícita à reforma da Previdência. Ou seja, o BC não parece interessado apenas no resultado final da votação da Previdência. Deseja ver progresso em outros campos também.

Difícil imaginar que seria diferente. Afinal, o governo promete uma série de reformas adicionais, capazes de promover a retomada do crescimento econômico. E essa retomada é do total interesse da autoridade monetária. Um primeiro motivo tem a ver com o fato de que a reforma da Previdência não eliminará o desequilíbrio do setor. No âmbito da União, o déficit da Previdência equivale a 3,9% do PIB, sendo que a economia de recursos proporcionada pela referida reforma corresponderá a um percentual relativamente baixo desse montante. Para que o quadro fiscal se torne mais confortável, algo fundamental para quem conduz a política monetária, parece indispensável que a economia se recupere, de maneira a produzir melhora do desempenho da receita tributária. Segundo, porque o entusiasmo do setor empresarial só surgirá realmente quando for possível perceber medidas concretas capazes de destravar o andamento da economia.

Em suma, sob a ótica do Banco Central, para promover eventual ajuste mais expressivo da taxa Selic, faz realmente sentido aguardar o desenrolar do que podemos chamar de a segunda rodada das reformas. Como não é factível prever o andamento dessa segunda rodada, por enquanto parece aconselhável que os participantes de mercado não se entusiassem excessivamente com o tamanho do movimento de queda da taxa de juros.

*José Júlio Senna*

## 6. Política Fiscal

### A difícil equação fiscal

Desde a promulgação da emenda constitucional nº 95 de 2016, que estabeleceu um limite máximo de gastos para o governo federal, o discurso em torno da condução da política fiscal esteve voltado para a capacidade do governo de cumprir tal teto, sem comprometer o funcionamento da administração pública.

Como a EC 95/16 (novo regime fiscal) estabeleceu como regra de teto a inflação acumulada nos últimos doze meses findos em junho do ano anterior, a despesa do governo deve se manter constante em termos reais ao longo dos primeiros dez anos de vigência desse novo regime. Isso implica dizer que deve ocorrer uma queda nas despesas discricionárias para compensar o aumento vegetativo das despesas obrigatórias e, assim, manter-se o gasto dentro do limite máximo permitido.

Contudo, a queda das despesas discricionárias tem um limite mínimo aceitável, ou seja, existe um mínimo de despesas discricionárias que deve ser executado a fim de não comprometer o funcionamento da máquina pública. Afinal, o fato de as despesas serem classificadas como discricionárias não significa que elas sejam irrelevantes para o orçamento público.

Mas o que temos observado neste exercício de 2019 difere do que se depreende do discurso acima. Hoje o risco de falhas no funcionamento da máquina pública está mais relacionado às frustrações nas expectativas de receitas do que na necessidade de ajustes para cumprimento do novo regime fiscal.

Com frustração na expectativa de crescimento econômico<sup>2</sup> e também na realização de algumas receitas, como, por exemplo, a outorga da Eletrobrás, houve necessidade da realização de um contingenciamento acima de R\$ 30 bilhões, para viabilizar o cumprimento da meta de primário de déficit de R\$ 139 bilhões.

Esse contingenciamento prevê gastos discricionários de R\$ 98 bilhões em 2019 como um todo (valores a preços de maio de 2019). No entanto, esse gasto foi de R\$ 127 bilhões no acumulado nos últimos 12 meses até o maio deste ano – valores constantes.

O quadro se torna ainda mais dramático quando separamos o gasto discricionário entre investimento e custeio. Podemos observar, no Gráfico 9, que os investimentos atingiram R\$ 54,2 bilhões no acumulado em 12 meses até maio de 2019 e o custeio discricionário chegou no mínimo histórico de R\$ 72,4 bilhões.

Dessa forma, o governo possui três alternativas para o curtíssimo prazo: (i) reduzir ainda mais o custeio, podendo comprometer o funcionamento da máquina pública; (ii) reduzir ainda mais

<sup>2</sup> Na Lei de Diretrizes Orçamentárias de 2019 o governo previa crescimento de 2,5% para o PIB deste ano. Já na reavaliação orçamentária do segundo bimestre deste ano essa previsão caiu para 1,6%. A expectativa é de que, na divulgação da próxima reavaliação, a estimativa caia ainda mais.



os investimentos públicos, o que é muito ruim para a atividade econômica; ou (iii) fazer uma redução combinada, tentando o equilíbrio para evitar possível *shut down* em algumas áreas. Lembrando que a transição entre o ponto de partida (acumulado em 12 meses até maio) e o autorizado para gastos até o final do ano implica uma redução de R\$ 29 bilhões.

Contudo, se no curto prazo o desafio está sendo a frustração das receitas frente à meta fixada na LDO, nos anos subsequentes o governo ainda terá que lidar com o teto para os gastos primários. Para isso, é importante que se avance na agenda de reformas, com objetivo de gerar algum controle no crescimento das despesas obrigatórias e permitir que o governo volte a investir e cumprir as regras fiscais hoje impostas.

**Vilma Pinto**

**Gráfico 9: Composição das Despesas Discricionárias – Custeio vs Investimento**  
(acumulado 12 meses, em R\$ bilhões constantes)



Fonte: Elaboração: IBRE/FGV.

## 7. Setor Externo

### Porto seguro, constantes mudanças de vento

Em sua mais recente decisão de política monetária, o Banco Central do Brasil descreveu o cenário internacional como menos adverso. Certamente o comentário se relaciona ao canal dos juros, com consistente e coordenado movimento de baixa nas principais economias internacionais.

Se avaliamos o cenário pelo prisma do crescimento e do desempenho do comércio global (uma análise mais, digamos, econômica do ambiente), é difícil concordar com a tipificação oficial: há notório processo de desaceleração do crescimento global e o comércio mundial tem perdido *momentum* de forma relevante desde, ao menos, o último trimestre do ano passado.

Não é um mundo menos adverso, muito pelo contrário: guerra comercial, menor crescimento chinês, importante desaceleração das pequenas economias abertas asiáticas (Taiwan, Cingapura, Coreia do Sul) e europeias (Polônia, República Tcheca e Hungria), dificuldades na zona do euro e progressiva desaceleração americana. No caso brasileiro, ainda temos a questão da Argentina para “temperar” o cenário.

Em nossa última atualização trimestral, o déficit em conta corrente estimado tanto para 2019 como para 2020 se situava na casa de 1,5% do PIB – números piores do que os observados em 2018, mas longe de representarem qualquer constrangimento em termos de financiamento.



Com o pano de fundo descrito acima, à primeira vista seria esperado que as exportações diminuíssem e, assim, que o déficit em conta corrente registrasse alguma piora adiante. Em termos do financiamento, os resultados seriam incertos: por um lado juros internacionais mais baixos, por outro um ambiente mais seletivo e avesso ao risco.

Essa análise é, no entanto, parcial. Outros fatores relevantes para o comportamento do setor externo estão em permanente mudança, tanto do lado do crescimento (interno) como dos preços (seja na taxa de câmbio, seja nos preços internacionais de nossos produtos comercializados). Temos, portanto, que voltar aos fundamentos da conta corrente: (i) o diferencial de crescimento entre o mundo e o Brasil;<sup>3</sup> (ii) os termos de troca;<sup>4</sup> e (iii) a taxa de câmbio multilateral real.<sup>5</sup>

No diferencial de crescimento, não só o comércio global desacelerou como este processo se intensificou no decorrer do segundo trimestre. O mundo cresce cada vez menos. Se o cenário de 2019 é claramente pior, a discussão de 2020 continua não sendo auspiciosa: ainda que a base de comparação seja melhor, o momentum negativo deve continuar no próximo ano.

Do lado doméstico, a discussão de crescimento também piorou. Em março, estávamos na ponta mais pessimista do mercado, com expectativa de crescimento de 2,0% em 2019 e pequena recuperação no ano que vem. Agora, nossa projeção é praticamente a metade da anterior (+1,2%) e, mesmo em 2020, temos dificuldade de enxergar intensa aceleração. Mais chocante é que agora estejamos na ponta otimista, com muitos analistas (incluindo o próprio governo) com expansão abaixo de 1,0% em 2019.

Juntando as duas informações, continuamos vendo um diferencial relativamente estável em 2019, mas, ao contrário da publicação anterior, entendemos que a situação pode piorar em 2020 com guerra comercial “longa”, dificuldade de retomada das principais economias centrais e alguma recuperação do crescimento brasileiro.

Nos termos de troca, fomos beneficiados por eventos pontuais que melhoraram nossos preços relativos no curto prazo: choques de oferta no minério de ferro (após Brumadinho), quebras de safras agrícolas nos EUA e o avanço da gripe suína na Ásia maximizaram (relativamente) nossos preços de exportação. Em 2019, tais eventos levam os termos de troca para próximo na estabilidade. Já para 2020, o fim dos choques “favoráveis” e a prostração do crescimento global se sobrepõem, implicando contração de nossos preços relativos.

Por fim, a taxa de câmbio esteve particularmente volátil desde a nossa última atualização. Com ambiente global desafiador e problemas na tramitação da agenda de reformas, o câmbio nominal chegou a R\$ 4,10/US\$ ao final de maio. Dali em diante, tudo mudou: juros internacionais mais baixos, descompressão do risco emergente, alguma estabilização dos preços de *commodities*, interrupção do processo de fortalecimento do USD no mundo e avanço

<sup>3</sup> Entendido como a relação entre o crescimento do comércio global e a nossa demanda interna privada.

<sup>4</sup> A razão entre os preços de exportação e importação brasileiros, medidos em dólares.

<sup>5</sup> Comparando o real às moedas de nossos principais parceiros comerciais, descontando o diferencial de inflação entre o Brasil e estas economias.

da agenda de reformas domésticas propiciaram relevante apreciação de nossa moeda, atingindo R\$ 3,75/US\$ em meados de julho.

Nossa projeção mais recente (com data de corte no início de julho) é de estabilidade multilateral (na média) em relação ao ano passado, o que seria consistente com taxa de câmbio nominal de R\$ 3,65/US\$ ao fim do ano. Já para 2020, o novo cenário é de apreciação multilateral (em torno de -6,0%), associada a uma cotação nominal que busca R\$ 3,55/US\$.

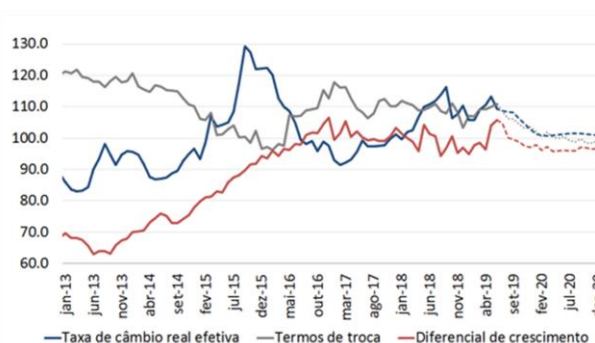
O comportamento esperado para os fundamentos até o fim de 2020 está condensado no Gráfico 10. Em relação à atualização anterior, não há grandes mudanças no cenário prospectivo dos preços (termos de troca ou taxa de câmbio). O diferencial de crescimento, no entanto, é certamente menor – especialmente no ano que vem.

Incorporando os dados do segundo trimestre e as novas trajetórias para os fundamentos, revisamos nossa projeção de déficit em conta corrente de 2019 para US\$ 16,5bi (anterior: US\$ 29,0bi), equivalente a -0,8% do PIB. A melhora ocorreu principalmente pelos efeitos do menor crescimento doméstico: importações sensivelmente mais baixas (recoo de aproximadamente US\$ 10bi, para US\$ 183bi) e menores saldos negativos nas contas de serviços (especialmente em viagens internacionais, fretes e remessas de lucros). As exportações (em termos financeiros) pouco se mexeram, ainda que os volumes deem sinais de desaceleração. Já para 2020, revisamos marginalmente nossa expectativa de déficit para US\$ 32,0bi (anterior: US\$ 34,0bi), consistente com -1,8% do PIB.

Como se pode ver no Gráfico 11, déficits bem comportados e longe de representar qualquer desafio de financiamento: a ausência de restrição pelo lado das transações correntes deverá continuar no próximo par de anos, ainda mais em um mundo com evidências de liquidez abundante e custo do capital cadente.

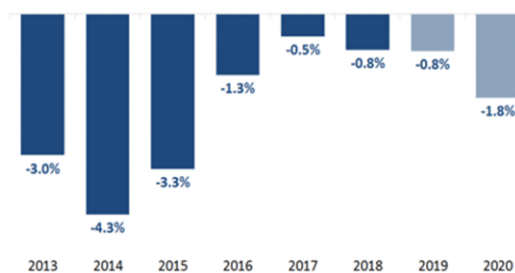
Há de se ressaltar, no entanto, que os fundamento por trás dessa bonança não são exatamente positivos. Do lado doméstico, sucessivas revisões de baixa do crescimento, mesmo com juros reduzidos e avanços na agenda reformista. Do lado internacional, queda nos

**Gráfico 10: Fundamentos do Setor Externo Brasileiro**  
(2006=100)



Fontes: Banco Central do Brasil, FUNCEX, CPB, OMC, IBGE e IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

**Gráfico 11: Conta Corrente (% PIB)**



Fontes: Banco Central do Brasil e IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

juros associada a menos crescimento, continuação das escaramuças comerciais e dificuldades na gestão macroeconômica das principais economias (especialmente a zona do euro).

É um cenário confortável, mas sujeito a incertezas e choques. Não há problema estrutural de financiamento, mas isto é bem diferente de dizer que não podemos ter momentos conturbados adiante.

*Lívio Ribeiro*

## 8. Panorama Internacional

### Fed prepara mercado para queda de juro enquanto a inflação não vem

Após os excessos fiscais da primeira metade do governo Trump e o bom crescimento de pouco menos de 3% em 2018, a economia americana dá sinais de desaceleração no segundo trimestre de 2019. Segundo o acompanhamento do FED de Atlanta, a economia roda a 1,6% ao ano no segundo trimestre.

O grande risco, no entanto, é menos com a atividade econômica e mais com a inflação. Esta teima e ficar abaixo da meta de 2% ao ano para o núcleo do deflator implícito do consumo das contas nacionais, conhecido por PCE, índice que o FED acompanha.

Segundo a pesquisa conduzida pelo FED da Filadélfia junto a operadores do mercado, o núcleo do PCE deve fechar este ano em 1,7%.

A maior preocupação é com a queda das expectativas de longo prazo. Por exemplo, a pesquisa junto aos consumidores preparada pela universidade de Michigan para os próximos 5 anos indica que a inflação esperada se encontra em 2,3% ao ano. Este valor é muito baixo, pois historicamente pesquisas junto à população sempre percebem a inflação maior do que é de fato. Por exemplo, após a crise de 2008 e até 2014, essa estatística rodava a 2,8%.

Adicionalmente, a inflação implícita na diferença de retorno entre os títulos públicos indexados à inflação e a taxa pré nominal indica que o mercado espera que a inflação em 12 meses seja de 1,2% – e, nos cinco anos após os próximos cinco, anos estava no início de julho em 1,75%. Ou seja, está muito difícil o mercado financeiro enxergar inflação subindo na economia americana.

Apesar de o desemprego estar muito baixo, a inflação não tem dado mostrar de subir. E nem os agentes econômicos esperam que ela subirá. Adicionalmente os modelos que simulam os efeitos da guerra comercial com a China sobre a economia americana sugerem que os impactos sobre a inflação serão menores e menos extensos no tempo do que os impactos, ruins, sobre a atividade econômica.

Assim, parece que o FED irá iniciar um ciclo de queda. O mercado aponta que até dezembro há 24% de probabilidade de queda de 1 ponto percentual (pp), 38% de queda de 0,75 pp, e 26% de queda de 0,25 pp. A mediana do COPOM deles, o FOMC, prevê um corte de 0,25 pp em 2020.

Parece que o presidente do Banco Central americano concorda com essa visão de juros mais baixos. Em recente fala em um encontro em Paris, que lembrou os 75 anos da conferência de Bretton Woods, Jerome Powell afirmou que as “estimativas padrão da taxa natural de desemprego diminuirão” e que “o risco de atingir o limite inferior [da política monetária] é muito maior agora do que antes da crise”.

Penso que um ciclo de baixa da taxa de juros, além de ter a função de ajudar a subir as expectativas de inflação – de fato, a inflação implícita cinco anos após os cinco anos próximos subiu de 1,75% do início de julho para o 2% de agora (19 de julho) –, também ajusta a política monetária ao seu atual balanço de riscos.

Como meu colega do Ibre, José Júlio Senna, tem apontado há tempos, o balanço de risco atual do FED é fortemente favorável a cortes da taxa de juros. O banco central se defronta com dois riscos a conduzir a política monetária: ficar atrasado ou adiantado no ciclo monetário. Se ficar adiantado – isto é, se subir mais rápido do que deveria –, terá que enfrentar uma desaceleração não esperada da atividade. Se ficar atrasado terá que enfrentar uma aceleração não esperada da inflação.

Nas atuais circunstâncias, o FED não tem muito instrumentos para enfrentar uma desaceleração. Ele terá que esperar a inflação subir. A política correta hoje – dado o balanço de risco – é ficar atrasado no ciclo monetário. É por isto que haverá queda da taxa básica de juros na economia.

De nosso ponto de vista acreditamos que a inflação virá. Será para 2021 ou 2022. Até lá juro para baixo.

*Samuel Pessoa*

## 9. Observatório Político

### Após a Reforma da Previdência

Com o apoio de uma ampla maioria, a reforma da Previdência foi aprovada em primeiro turno, no dia 10 de julho, pela Câmara dos Deputados. Tudo indica que as novas regras de aposentadoria, com eventuais alterações aqui e ali, serão definitivamente endossadas pelo Senado Federal no segundo semestre do ano corrente.

Trata-se de uma bela notícia para o governo, apesar de o Presidente Bolsonaro não ter se destacado como o principal líder da vitória. Pelo contrário, nas últimas semanas, agiu como advogado de privilégios para policiais federais, ao arripio do ministro da Economia, para quem a reforma da Previdência é, precisamente, uma luta contra privilégios.

De qualquer modo, um novo e importante momento poderá se abrir ao governo Bolsonaro. Seria o terceiro. O primeiro foi da posse em janeiro ao final de maio, quando ficou claro o caráter minoritário do novo mandatário tanto no Congresso quanto na opinião pública.

Frequentes confrontos com o Parlamento deram o tom das relações Executivo-Legislativo. Naqueles cinco primeiros meses, a nova administração se revelou também errante e eivada de conflitos internos, sobretudo entre, de um lado, as alas mais radicais do bolsonarismo e, do outro, os generais que trabalham no Palácio do Planalto. Outra característica marcante do período foi o estilo de atuação do Presidente da República, muito mais próximo de um deputado federal especializado na defesa de interesses corporativos ou setoriais do que de um Chefe de Estado de uma nação diversa e heterogênea. Não à toa, em pouco tempo, a popularidade presidencial caiu consideravelmente.

A combinação de todos aqueles elementos gerou uma grande frustração no mercado, que, em novembro e dezembro de 2018, vibrara com a eleição de um populista de extrema direita. Surpreendentemente, lá pelo meio de maio, Bolsonaro já se encontrava próximo aos quatro fatores que, somados, costumam levar ao encerramento prematuro de presidências na América Latina: ausência de maioria legislativa (como registrado acima); recessão econômica (a economia retrocedeu no primeiro trimestre de 2019); grandes manifestações de rua (houve centenas de passeatas de estudantes contra cortes na Educação nos dias 15 e 30 de maio); e escândalos de corrupção (o que atinge Flávio Bolsonaro, o filho mais velho do presidente).

Para a sorte de Bolsonaro, os três últimos fatores ou não foram intensos o suficiente ou não prosperaram. Além disso, a partir do final de maio, o presidente reagiu a quase todos os fatos e eventos descritos acima. Foi o segundo momento do governo. Ao longo dessas 6-7 semanas, o mandatário respaldou manifestações de rua a seu favor; participou de uma grande marcha evangélica em São Paulo; foi a estádios assistir a jogos de futebol em Brasília e no Rio, sempre acompanhado do agora relativamente enfraquecido ministro Sérgio Moro; emasculou a ala militar que procurava moderá-lo por meio da demissão do General Santos Cruz da Secretaria de Governo (no dia 13 de junho); e procurou confrontar um pouco menos o Congresso. Apesar de ir na contramão do discurso antiglobalista do chanceler Ernesto Araújo, Bolsonaro apoiou a aprovação do acordo Mercosul-União Europeia, negociado há 20 anos. Em contradição com seus frequentes ataques à “velha política”, aceitou desembolsar verbas orçamentárias para parlamentares às vésperas da primeira votação da reforma da Previdência no plenário da Câmara Baixa.

Será que a aprovação daquela reforma inaugurará um terceiro momento do governo, a ser caracterizado pela busca de um ambiente político mais estável e pacífico? Os contraditórios movimentos acima identificados sugerem que não, uma vez que Bolsonaro, apesar de haver ensaiado alguns passos típicos de um presidente de centro-direita “normal”, reafirmou – enfaticamente – querer ter uma relação direta com o povo, dispensando, *por suposto*, mediações institucionais, feitas seja por militares ou por partidos. Isso é a essência do populismo, e de um populismo muito estreito em seu apelo, vide a reação do Presidente à morte de João Gilberto, uma das maiores expressões da música brasileira em todos os tempos. Todavia, não se deve descartar a possibilidade de a reforma da Previdência vir a fortalecer a

economia e o Executivo, propiciando um módico de tranquilidade à conturbada atmosfera política nacional.

Por último, cumpre registrar que, na quadra atual, a grande novidade da política brasileira é a emergência de um Congresso com uma agenda econômica própria, sob a batuta de Rodrigo Maia, o presidente da Câmara dos Deputados. Se tal agenda se firmar e lograr tornar-se um parâmetro sólido das relações Executivo-Legislativo, coisas boas poderão advir. Todavia, é muito cedo para cantar essa vitória. No momento, cabe apenas cantar em homenagem a João Gilberto.

*Octavio Amorim Neto - Professor da EBAPE/FGV*

## 10. Em Foco IBRE: Produtividade do Trabalho: Uma análise Regional

Com o fim do bônus demográfico, uma das formas de se aumentar a renda *per capita* e gerar crescimento sustentável no Brasil nas próximas décadas será por meio da elevação da produtividade do trabalhador. Por isso, discussões sobre o tema de produtividade ganham cada vez mais importância.

Com base na divulgação, por parte do IBGE, das Contas Nacionais Trimestrais e dos dados da Pnad Contínua, o IBRE/FGV tem calculado regularmente o indicador trimestral de produtividade do trabalho. O cálculo desse indicador é de extrema relevância pois permite um acompanhamento de alta frequência da produtividade do trabalho no Brasil, auxiliando a análise e elaboração de diagnósticos que possam promover a retomada do crescimento econômico.

A literatura sobre o tema é extensa e vários autores já exploraram, sob diversos aspectos, as causas da baixa produtividade da economia brasileira. Veloso, Matos, Ferreira e Coelho (2014), por exemplo, atribuem o fraco desempenho da produtividade no Brasil à péssima evolução em cada um dos setores da economia (isto é, generalizada): agropecuária, indústria e serviços. A análise para o Brasil já foi amplamente debatida na literatura, e diante disto, iremos abordar, neste texto, a dinâmica da produtividade do trabalho num âmbito regional. Análises como esta tornam-se relevantes, pois entender os determinantes do crescimento da produtividade ajuda a solucionar gargalos que possam impedir o desenvolvimento econômico do país.

É nesse contexto que a discussão sobre a produtividade do trabalho na economia brasileira ganha cada vez mais importância. Este texto tem por objetivo aprofundar o debate desse tema e apresentar uma análise visando quantificar o papel da transformação estrutural, observada nas regiões ao longo dos últimos anos, nas variações de produtividade do trabalho das regiões brasileiras.<sup>6</sup>

Neste texto, apresentamos um exercício de decomposição da variação da produtividade do trabalho para cada uma das regiões brasileiras, a fim de medir quanto desta variação ocorreu por causa de mudanças na produtividade dentro de cada setor (efeito nível) e quanto ocorreu

<sup>6</sup> Ver link no Blog do Ibire: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/produtividade-do-trabalho-em-queda-no-1o-trimestre-de-2019>.

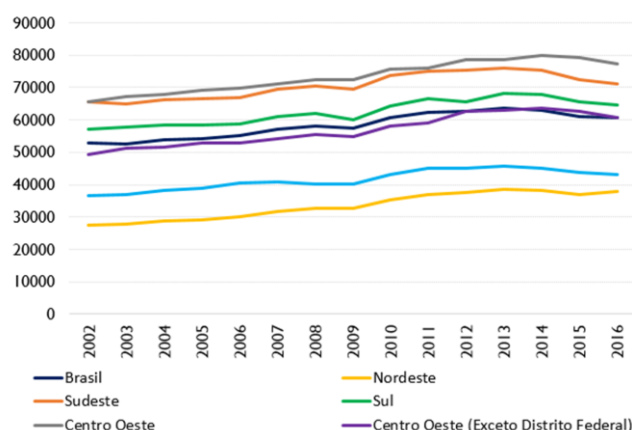


por mudanças na realocação de mão de obra entre setores da economia (efeito composição).<sup>7</sup> Essa técnica é amplamente difundida na literatura e muito utilizada para esse fim.<sup>8</sup> O Gráfico 12 mostra a trajetória desde 2002<sup>9</sup> da produtividade do trabalho das regiões do país. Ele evidencia um fato já esperado, que é a baixa produtividade das regiões menos desenvolvidas, como Norte e Nordeste (bem menores que a média nacional), e a produtividade mais elevada nas regiões Sudeste, Centro-Oeste e Sul.

Entre os anos de 2002 a 2016, a produtividade por pessoal ocupado da região Norte passou de R\$ 36,7 mil para R\$ 43,1 mil (crescimento acumulado de 17,4% ou 1,2% a.a.) e a da região Nordeste passou de R\$ 27,6 mil para R\$ 37,8 mil (crescimento acumulado de 36,7% ou 2,3% a.a.).

Embora o Brasil apresente produtividade maior que a observada nas regiões menos desenvolvidas (Norte e Nordeste), a taxa de crescimento do país, quando comparada com a destas duas regiões, é menor. Entre 2002 e 2016, a produtividade do trabalho do Brasil cresceu em média 1% ao ano (ou 14,7% acumulado no período).

**Gráfico 12: Produtividade do trabalho por pessoal ocupado (em R\$ 2016) – Brasil e Regiões**



Fontes: Contas Nacionais, Pnad e Pnad Contínua (IBGE).

Elaboração: IBRE/FGV.

**Tabela 2: Variação da Produtividade do Trabalho entre os anos de 2002 a 2016.**

Região	Variação no nível (em R\$ de 2016)	Crescimento acumulado no período	Crescimento Médio Anual
Norte	6.381	17,4%	1,2%
Nordeste	10.134	36,7%	2,3%
Sudeste	5.472	8,3%	0,6%
Sul	7.469	13,0%	0,9%
Centro Oeste	11.760	17,9%	1,2%
Centro Oeste exceto Distrito Federal	11.093	22,4%	1,5%
<b>Brasil</b>	<b>7.750</b>	<b>14,7%</b>	<b>1,0%</b>

Fonte e Elaboração: IBRE/FGV.

<sup>7</sup> Para maiores detalhes da metodologia ver Peruchetti (2018).

<sup>8</sup> O efeito composição decorre da transformação estrutural que é inerente ao processo de desenvolvimento econômico de um país ou região. Em geral, o desenvolvimento dos países vem acompanhado por mudanças na participação relativa da agropecuária, indústria e serviços no emprego e no valor adicionado. Dessa forma, nos estágios iniciais de desenvolvimento há uma redução na participação relativa da agricultura e a indústria começa a ganhar importância. Com o passar do tempo, a participação relativa da indústria diminui e o setor de serviços começa a ganhar relevância.

<sup>9</sup> As informações estão disponíveis para o período de 2002 a 2016, pois referem-se aos dados pela ótica da produção (série retropolada até 2002) e que fazem parte do Sistema de Contas Regionais - referência 2010. Além disso, os dados são comparáveis entre si e integralmente compatíveis com o Sistema de Contas Nacionais - referência 2010 e com estimativas compatíveis com o manual *System of national accounts 2008*, SNA 2008. Os dados de produtividade estão expressos a valores de 2016, pois este é o último ano cuja informação de valor adicionado regional está disponível.



De igual modo, mesmo menor em nível, a produtividade do trabalho das regiões Norte e Nordeste cresceu a taxas superiores às observadas nas regiões Sul, Sudeste e Centro-Oeste. Entre 2002 e 2016, por exemplo, a produtividade do trabalho no Sudeste cresceu 0,6% ao ano (ou 8,3% acumulado no período), passando de R\$ 65,6 mil para R\$ 71 mil, enquanto no Sul e no Centro Oeste o crescimento acumulado no período foi de 13% (0,9% a.a) e 17,9% (1,2% a.a), respectivamente.

Um ponto interessante diz respeito à produtividade da região Centro-Oeste. No Gráfico 12, podemos notar que ela possui o maior nível dentre todas as outras regiões, puxado principalmente pelo Distrito Federal, que concentra grande fatia do valor adicionado do setor de serviços, alocado principalmente na administração pública. Excluindo o Distrito Federal, a produtividade da região Centro-Oeste diminui cerca de 23%, ficando menor do que a observada nas regiões Sul e Sudeste.

Os resultados a seguir mostram a decomposição da variação da produtividade do trabalho em cada uma das regiões brasileiras e a contribuição que cada um dos três grandes setores da economia (agropecuária, indústria e serviços) tiveram para a variação acumulada no período de 2002 a 2016.<sup>10</sup>

A Tabela 3 mostra o exercício de decomposição da produtividade no Brasil. Nota-se que a produtividade aumentou cerca de R\$ 7,8 mil entre 2002 e 2016, dos quais mais de 55,4% (R\$ 4,3 mil) vieram de aumentos

**Tabela 3: Decomposição do crescimento da produtividade por pessoal ocupado entre 2002 e 2016 – Brasil**

Setor	Variação em R\$			Contribuição para o Crescimento (em %)		
	Efeito Nível	Efeito Composição	Efeito Total	Efeito Nível	Efeito Composição	Efeito Total
Agropecuária	2.795	-2.171	624	36,1%	-28,0%	8,0%
Indústria	26	-99	-73	0,3%	-1,3%	-0,9%
Serviços	1.472	5.727	7.199	19,0%	73,9%	92,9%
Total	4.293	3.457	7.750	55,4%	44,6%	100,0%

Fonte e Elaboração: IBRE/FGV.

de eficiência intrasetorial, ou seja, aumento de produtividade em cada um dos setores analisados. Isso pode ser observado nos valores positivos dos efeitos níveis da agropecuária, indústria e serviços. A indústria foi, dentre os três setores analisados, o setor que teve o menor efeito nível, indicando que o ganho de produtividade gerado pelo aumento de eficiência neste setor foi praticamente nulo.

O efeito composição, que mostra a parcela do ganho de produtividade explicada pela realocação de mão de obra, contribuiu com 44,6%. Os valores negativos do efeito composição na agropecuária e na indústria apontam uma redução de mão de obra nestes setores, que migrou para o setor de serviços. A realocação de mão de obra para o setor de serviços, por exemplo, explicou quase 73,9% da variação de produtividade no Brasil, no período analisado.

<sup>10</sup> Um valor positivo no efeito nível significa que determinado setor está produzindo de forma mais eficiente, elevando a produtividade por trabalhador. O contrário significa uma redução da produtividade por trabalhador. Um valor positivo do efeito composição em um determinado setor significa que ele está sendo um receptor líquido de trabalhadores, enquanto um efeito composição negativo em determinado setor mostra que o percentual de trabalhadores alocados nele está caindo.

Esse valor, somado a contribuição de 19% do efeito nível, fez com que o setor de serviços fosse responsável por explicar mais de 90% do aumento de produtividade entre 2002 e 2016. A indústria foi o único setor que contribuiu negativamente para a variação de produtividade (-0,9%, puxado basicamente pelo efeito composição negativo) e a agropecuária contribuiu com 8%. No caso da agropecuária, o ganho gerado pelo aumento de eficiência superou a perda gerada pela redução de mão de obra.

A Tabela 4 mostra o exercício de decomposição da produtividade na região Norte. Nota-se que a produtividade dessa região aumentou cerca de R\$ 6,4 mil entre 2002 e 2016, dos quais mais de 84% (R\$ 5,4 mil) vieram de aumentos de

eficiência intrasetorial, ou seja, aumento de produtividade em cada um dos setores analisados. Isso pode ser observado nos valores positivos dos efeitos níveis da agropecuária, indústria e serviços.

O efeito composição na região Norte (R\$ 985) foi bem menor que o efeito nível, influenciado principalmente pelas reduções de participação da mão de obra da agropecuária e da indústria. Nestes setores, o efeito composição contribuiu negativamente com 20,1% e 12,1%, respectivamente. A transferência de mão de obra para o setor de serviços contribuiu com 48% (ou R\$ 3 mil) na elevação da produtividade entre 2002 e 2016. Apenas 15,4% da variação de produtividade da Região Norte foi explicada pela realocação de mão de obra entre os setores, representada pelo efeito composição. Diante desses resultados, nota-se que a maior parte da variação de produtividade entre 2002 e 2016 na região Norte ocorreu devido ao ganho de eficiência entre os setores da economia.

A Tabela 5 mostra o exercício de decomposição do crescimento da produtividade na região Nordeste. Nota-se que a produtividade dessa região aumentou cerca de R\$ 10,1 mil entre 2002 e 2016. Os valores positivos dos efeitos níveis em cada

**Tabela 4: Decomposição do crescimento da produtividade por pessoal ocupado entre 2002 e 2016 – Região Norte**

Setor	Norte			Contribuição para o Crescimento (em %)		
	Efeito Nível	Efeito Composição	Efeito Total	Efeito Nível	Efeito Composição	Efeito Total
Agropecuária	1.628	-1.284	344	25,5%	-20,1%	5,4%
Indústria	2.261	-769	1.491	35,4%	-12,1%	23,4%
Serviços	1.507	3.038	4.545	24%	48%	71,2%
Total	5.396	985	6.381	84,6%	15,4%	100,0%

Fonte e Elaboração: IBRE/FGV.

**Tabela 5: Decomposição do crescimento da produtividade por pessoal ocupado entre 2002 e 2016 – Região Nordeste**

Setor	Nordeste			Contribuição para o Crescimento (em %)		
	Efeito Nível	Efeito Composição	Efeito Total	Efeito Nível	Efeito Composição	Efeito Total
Agropecuária	2.112	-1.870	243	20,8%	-18,4%	2,4%
Indústria	1.493	362	1.856	14,7%	3,6%	18,3%
Serviços	1.405	6.631	8.036	13,9%	65,4%	79,3%
Total	5.011	5.124	10.134	49,4%	50,6%	100,0%

Fonte e Elaboração: IBRE/FGV.

um dos setores indicam que houve um alto ganho de eficiência intrasetorial. Os ganhos de produtividade associados ao efeito nível correspondem a 49,4% (R\$ 5 mil) da variação total observada no período. Dentre os setores, observa-se que na agropecuária, por exemplo, o ganho gerado pelo efeito nível foi de mais de 20%.

Já o ganho de produtividade gerado pela realocação de mão de obra entre os setores, representado pelo efeito composição, foi ainda maior, tendo contribuído com R\$ 5,1 mil (50,6%) na elevação da produtividade entre 2002 e 2016. Apenas a agropecuária apresentou efeito composição negativo, indicando saída de mão de obra neste setor, contribuindo negativamente com mais de 18% para a variação da produtividade observada no período.

A contribuição do setor de serviços para a variação da produtividade entre 2002 e 2016 foi de 79,3%, seguido da indústria, que contribuiu com 18,3%, e da agropecuária, que contribuiu com 2,4%. Nota-se que, portanto, no período analisado, os ganhos de produtividade observados na Região Nordeste podem ser explicados pelos ganhos gerados pela realocação de mão de obra entre os três grandes setores da economia, que é fruto do processo de mudança estrutural observado nesta região.

A Tabela 6 mostra o exercício de decomposição da produtividade na Região Sudeste. Entre 2002 a 2016, a produtividade dessa região aumentou cerca de R\$ 5,5 mil, dos quais mais de 64% (R\$ 3,5 mil) vieram de

**Tabela 6: Decomposição do crescimento da produtividade por pessoal ocupado entre 2002 e 2016 – Região Sudeste**

Setor	Sudeste					
	Variação em R\$			Contribuição para o Crescimento (em %)		
	Efeito Nível	Efeito Composição	Efeito Total	Efeito Nível	Efeito Composição	Efeito Total
Agropecuária	1.248	-1.014	234	22,8%	-18,5%	4,3%
Indústria	634	-2.180	-1.546	11,6%	-39,8%	-28,2%
Serviços	1.655	5.129	6.784	30,3%	93,7%	124,0%
Total	3.538	1.934	5.472	64,6%	35,4%	100,0%

Fonte e Elaboração: IBRE/FGV.

aumentos de eficiência intrasetorial, gerados por aumentos de produtividade em cada um dos setores da economia. Isso pode ser notado na Tabela 5, por meio dos valores positivos dos efeitos níveis em cada um dos três grandes setores. A indústria foi o setor com menor contribuição do efeito nível, indicando que, neste setor, a produtividade cresceu menos que nos demais.

A transferência de mão de obra para o setor de serviços na Região Sudeste contribuiu com mais de 90% para o aumento de produtividade no período, fazendo com que todo o ganho de produtividade da região fosse atribuído ao setor. A indústria, no entanto, foi o setor que travou o avanço da produtividade agregada no Sudeste, contribuindo negativamente com 28,2% para a variação observada no período, reduzindo-a em mais de R\$ 1,5 mil. Diante do que foi apresentado, podemos concluir que a maior parte da variação da produtividade entre os anos de 2002 e 2016 na região Sudeste deve-se ao ganho de eficiência entre os setores da economia (64,6%). O efeito composição, embora não tenha sido maior que o efeito nível, também

contribuiu com uma parcela relativamente alta para o aumento de produtividade observado no período (35,4%).

A Tabela 7 apresenta o exercício de decomposição da produtividade na região Sul, que aumentou cerca de R\$ 7,5 mil entre 2002 e 2016. Com exceção da indústria, os valores positivos dos efeitos níveis indicaram ganhos altos de eficiência intrasetorial.

O ganho de produtividade gerado pela realocação de mão de obra entre os setores (efeito composição) foi de 36,6% (valor próximo ao observado na região Sudeste), tendo contribuído com R\$ 2,7 mil para a elevação da produtividade entre 2002 e 2016. No Sul, apenas a agropecuária apresentou efeito composição negativo, contribuindo negativamente com quase 50% da variação da produtividade no período, indicando uma maior redistribuição da mão de obra para a indústria e o setor de serviços.

**Tabela 7: Decomposição do crescimento da produtividade por pessoal ocupado entre 2002 e 2016 – Região Sul**

Setor	Sul					
	Variação em R\$			Contribuição para o Crescimento (em %)		
	Efeito Nível	Efeito Composição	Efeito Total	Efeito Nível	Efeito Composição	Efeito Total
Agropecuária	5.016	-3.498	1.518	67,2%	-46,8%	20,3%
Indústria	-1.599	865	-734	-21,4%	11,6%	-9,8%
Serviços	1.316	5.369	6.684	17,6%	71,9%	89,5%
Total	4.733	2.736	7.469	63,4%	36,6%	100,0%

Fonte e Elaboração: IBRE/FGV.

Somente a indústria contribuiu negativamente para a variação de produtividade entre 2002 e 2016 (-9,8%). O setor de serviços foi responsável por explicar 89,5% da variação observada no período, e a agropecuária acrescentou 20,3%. Sendo assim, entre 2002 e 2016, a maior parte da variação de produtividade da região Sul deveu-se ao ganho de eficiência intrasetorial.

Por último, a Tabela 8 apresenta o exercício de decomposição da produtividade do trabalho na Região Centro-Oeste.<sup>11</sup> A produtividade dessa região aumentou cerca de R\$ 11,8 mil, entre 2002 e 2016. Nesse período, observou-se alto ganho de eficiência nos setores, em especial na agropecuária, em que o efeito nível foi de 41,5%.

**Tabela 8: Decomposição do crescimento da produtividade por pessoal ocupado entre 2002 e 2016 – Região Centro Oeste**

Setor	Centro-Oeste					
	Variação em R\$			Contribuição para o Crescimento (em %)		
	Efeito Nível	Efeito Composição	Efeito Total	Efeito Nível	Efeito Composição	Efeito Total
Agropecuária	4.884	-2.902	1.982	41,5%	-24,7%	16,9%
Indústria	3.080	-1.052	2.027	26,2%	-8,9%	17,2%
Serviços	2.662	5.089	7.751	22,6%	43,3%	65,9%
Total	10.625	1.135	11.760	90,4%	9,6%	100,0%

Fonte e Elaboração: IBRE/FGV.

<sup>11</sup> Nesta análise consideramos a região Centro-Oeste com o Distrito Federal. A exclusão do Distrito Federal, conforme mencionado, muda o nível da produtividade da região Centro-Oeste, mas não a composição do crescimento.

O ganho de produtividade gerado pela realocação de mão de obra entre os setores, representado pelo efeito composição, foi de, apenas, 9,6%, tendo contribuído com R\$ 1,1 mil para elevação da produtividade entre 2002 e 2016. Isso ocorreu porque o ganho gerado pelo efeito composição no setor de serviços não foi tão alto como o observado nas outras regiões e, além disso, houve alta perda gerada pela contribuição negativa do efeito composição da agropecuária (-24,7%) e da indústria (-8,9%).

A agropecuária e a indústria tiveram contribuições parecidas na variação de produtividade da Região Centro-Oeste (16,9% e 17,2%, respectivamente). Já o setor de serviços contribuiu com 65,9% para a variação da produtividade, sendo este o menor percentual para o setor de serviços dentre todas as outras regiões.

Diante desses resultados, podemos concluir que entre 2002 e 2016, a variação de produtividade da região Centro-Oeste foi explicada quase em sua totalidade pelo ganho de eficiência intrasetorial, representado pelo efeito nível, que contribuiu com mais de 90%.

Os resultados apresentados nesse texto mostram que o processo de transformação estrutural, representado aqui pela realocação de mão de obra entre os setores, foi de importância essencial para explicar a variação de produtividade na Região Nordeste entre 2002 e 2016. No mesmo período, no Brasil e nas regiões Sudeste e Sul, embora não tenha sido o fator predominante para explicar a variação da produtividade, o efeito composição foi elevado, indicando que a mudança estrutural teve parcela relativamente importante para o ganho de produtividade observado no período. Já nas Regiões Norte e Centro-Oeste houve alto ganho de eficiência entre os setores, tanto que o efeito nível foi bem alto nestas duas regiões (84,6% e 90,4%, respectivamente).

## Bibliografia

**PERUCHETTI, P.** Papel da Produtividade do Trabalho no Diferencial e Renda per capita entre as Regiões Brasileiras: Uma Análise para o período entre 1995 e 2015. Dissertação de Mestrado, 2018.

**VELOSO, F.; MATOS, S.; FERREIRA, P.; COELHO, B.** O Brasil em comparações internacionais de produtividade: uma análise setorial. In: Bonelli, R; Veloso, F., Pinheiro, A. (Orgs.). Anatomia da Produtividade no Brasil. Rio de Janeiro: Elsevier, p. 63-107, 2017

*Paulo Peruchetti e Fernanda Baeta*

Revisão Editorial do Boletim Macro IBRE: Fernando Dantas

## Instituto Brasileiro de Economia

Diretor: Luiz Guilherme Schymura de Oliveira

Superintendente de Estudos Econômicos: Marcio Lago Couto

Coordenador de Economia Aplicada: Armando Castelar Pinheiro

### Pesquisadores

Bráulio Borges

Bruno Ottoni Vaz

Daniel Duque

Fernando Augusto Adeodato Veloso

José Júlio Senna

Lia Valls Pereira

Lívio Ribeiro

Luana Miranda

Manoel Carlos de Castro Pires

Marcel Balassiano

Samuel Pessoa

Silvia Matos

Vilma Pinto

## Boletim Macro IBRE

Coordenação Geral e Técnica: Silvia Matos

Apoio Editorial: Marcel Balassiano

### Equipe Permanente

Armando Castelar Pinheiro, Daniel Duque, José Júlio Senna, Luana Miranda, Lia Valls Pereira, Lívio Ribeiro, Samuel Pessoa, e Vilma Pinto

### Colaboradores Permanentes da Superintendência de Estatísticas Públicas

Aloísio Campelo Jr. e André Braz

### Advertência

As manifestações expressas por integrantes dos quadros da Fundação Getúlio Vargas, nas quais constem a sua identificação como tais, em artigos e entrevistas publicados nos meios de comunicação em geral, representam exclusivamente as opiniões dos seus autores e não, necessariamente, a posição institucional da FGV.

Este Boletim foi elaborado com base em estudos internos e utilizando dados e análises produzidos pelo IBRE e outros de conhecimento público com informações atualizadas até 22 de julho de 2019. O Boletim é direcionado para clientes e investidores profissionais, não podendo o IBRE ser responsabilizado por qualquer perda direta ou indiretamente derivada do seu uso ou do seu conteúdo. Não pode ser reproduzido, distribuído ou publicado por qualquer pessoa, para quaisquer fins.