

Para acessar o relatório completo clique [aqui](#).

1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

1.1 Resultado do PIB do segundo trimestre de 2019

PIB do país cresceu 0,6% no terceiro trimestre. De acordo com o IBGE, o PIB cresceu 0,6% no terceiro trimestre frente ao segundo, quando houve alta de 0,5% ante os primeiros três meses do ano, segundo dados com ajuste sazonal. Na comparação com o terceiro trimestre de 2018, houve incremento de 1,2%. Apesar de favorável, o desempenho positivo do PIB ainda não é disseminado entre os setores de atividade econômica, se considerado o resultado pela ótica da oferta, tampouco entre os componentes da demanda agregada (Tabela 1). Além de ter surpreendido positivamente, esse resultado já produziu uma revisão para cima nas projeções do consenso de mercado em relação ao PIB de 2019, atualmente em 1,10%¹.

TABELA 1. TAXAS DE VARIAÇÃO DO PIB

	Variação contra o trimestre anterior (com ajuste sazonal)			Variação contra o mesmo trimestre do ano anterior			Variação em 4 trimestres		
	1T19	2T19	3T19	1T19	2T19	3T19	1T19	2T19	3T19
PIB	0,0%	0,5%	0,6%	0,6%	1,1%	1,2%	1,1%	1,1%	1,0%
Ótica da demanda									
Consumo das famílias	0,6%	0,2%	0,8%	1,5%	1,8%	1,9%	1,6%	1,6%	1,7%
Consumo do governo	0,6%	-0,3%	-0,4%	0,0%	-0,7%	-1,4%	0,2%	-0,1%	-0,8%
Formação bruta de capital fixo	-0,8%	3,0%	2,0%	1,1%	5,4%	2,9%	3,6%	4,3%	3,0%
Exportações	-4,7%	-2,0%	-2,8%	-1,6%	1,3%	-5,5%	2,4%	3,4%	1,3%
Importações	1,4%	0,7%	2,9%	-2,3%	4,9%	2,2%	5,7%	5,3%	2,4%
Ótica da oferta									
Agropecuária	1,8%	-0,5%	1,3%	0,9%	1,4%	2,1%	2,5%	2,7%	2,0%
Indústria	-0,4%	0,7%	0,8%	-1,0%	0,3%	1,0%	0,1%	-0,1%	0,0%
Serviços	0,3%	0,2%	0,4%	1,2%	1,2%	1,0%	1,2%	1,2%	1,1%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Sob a ótica da demanda, consumo das famílias e investimento impulsionaram o resultado. Considerando o PIB pela ótica da demanda², o consumo das famílias e os investimentos apresentaram desempenho favorável no terceiro trimestre do ano. O consumo cresceu 0,8% na comparação trimestral dessazonalizada, enquanto a formação bruta de capital fixo teve alta de 2,0%, nessa base de comparação. Na comparação anual, as variações foram positivas em 1,9% para o consumo e 2,9% para os investimentos (Tabela 1).

Condicionantes de demanda sustentaram desempenho do consumo no 3T19. Sustentaram o consumo das famílias no terceiro trimestre do ano: (i) o aumento da massa salarial (+2,5%, em termos reais, no acumulado de 2019 até

¹ Ver a última edição do Boletim Focus, do Banco Central: <https://bit.ly/2DJl9Yn>.

² Importante mencionar que, de acordo com comunicado divulgado pelo IBGE, haverá uma revisão nos dados de exportações referentes ao terceiro trimestre, a ser feita na ocasião da divulgação do resultado do PIB do quarto trimestre, prevista para 04/03/2020. Para maiores esclarecimentos, acessar: <https://bit.ly/33SDE8o>.

setembro); (ii) o crescimento das concessões de crédito à pessoa física (+10,8%, em termos reais, nos primeiros nove meses do ano); (iii) a recuperação observada na confiança do consumidor; e (iv) alguma contribuição dos saques das contas do FGTS e do PIS-PASEP, tendo em vista que a liberação dos recursos teve início em setembro.

Apesar da ociosidade de fatores, investimentos exibiram segundo resultado robusto consecutivo. Os investimentos, por sua vez, tiveram no terceiro trimestre segundo incremento significativo, indicando a possibilidade de manutenção da trajetória nos próximos trimestres, apesar de a economia ainda operar com relativa elevada ociosidade de fatores de produção.

Comportamento das exportações reflete queda nos preços de commodities e crise na Argentina. As exportações registraram desempenho ruim no terceiro trimestre de 2019, com redução de 2,8% na comparação trimestral da série com ajuste sazonal, e queda de 5,5% frente ao mesmo trimestre de 2018. Considerando a variação acumulada em quatro trimestres, as exportações cresceram 1,3% no período de julho a setembro, menor do que a expansão registrada nos dois trimestres anteriores (Tabela 1). De todo modo, conforme mencionado anteriormente, as informações referentes às exportações brasileiras no terceiro trimestre serão revisadas pelo IBGE em março de 2020.

Conforme explorado em edições passadas deste Relatório, as exportações brasileiras vêm perdendo fôlego em 2019 em razão de: (i) reduções nos preços de algumas commodities agrícolas (soja) e metálicas (minério de ferro); (ii) crise da economia argentina, que afeta as vendas brasileiras de manufaturados àquele país; e (iii) desaceleração econômica em países centrais.

Maiores contribuições para o resultado do PIB no 3T19 vieram do consumo doméstico e dos investimentos. O consumo das famílias e a formação bruta de capital fixo (investimentos) exerceram as maiores contribuições para o PIB do terceiro trimestre de 2019. No cálculo da absorção doméstica³ feito pela IFI, o consumo contribuiu com 1,1 ponto percentual, enquanto a formação bruta, com 0,5 ponto percentual no período. O consumo do governo e as exportações líquidas, por sua vez, subtraíram 0,2 ponto percentual e 0,5 ponto percentual do PIB no terceiro trimestre, respectivamente (Tabela 2).

TABELA 2. CONTRIBUIÇÕES (EM P.P.) PARA A TAXA ACUMULADA EM QUATRO TRIMESTRES DO PIB (P.P.)

	2017.IV	2018.I	2018.II	2018.III	2018.IV	2019.I	2019.II	2019.III
Absorção interna	2,2	2,3	2,7	3,0	2,7	2,1	2,1	1,5
Consumo das famílias	1,3	1,9	1,9	1,7	1,3	1,0	1,0	1,1
Consumo do governo	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2
Formação Bruta de Capital Fixo	-0,4	-0,1	0,3	0,6	0,6	0,6	0,7	0,5
Variação de estoques*	-1,4	-0,6	-0,4	-0,5	-0,7	-0,5	-0,4	-0,1
Exportações líquidas	-0,9	-0,8	-1,0	-1,4	-1,3	-1,0	-1,0	-0,5

* A variação de estoques (ou o investimento em estoques) corresponde à variação líquida nos estoques de bens finais e matérias-primas utilizadas no processo de produção. A rubrica é usada como elemento de equilíbrio de oferta e demanda de bens e serviços.

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

O Gráfico 1 contém a trajetória dos componentes do PIB pela ótica da demanda, considerando as séries com ajuste sazonal a partir de 2014. Os principais pontos a destacar são:

³ De acordo com a Contabilidade Social das Contas Nacionais, o PIB pela ótica da demanda pode ser separado em duas partes: a absorção doméstica e as exportações líquidas (exportações menos importações), também chamadas de absorção externa. A absorção doméstica representa a soma do consumo das famílias, do consumo do governo e da formação bruta de capital fixo. Se a absorção doméstica supera o que é produzido no país e esse país absorve mais do que produz, as exportações líquidas são negativas. Caso a absorção desse país seja inferior à sua produção, o país é exportador líquido. O Brasil é um exemplo de país cuja absorção doméstica é maior do que a produção doméstica.

- (i) a formação bruta de capital fixo, componente que sofreu a maior queda no biênio 2015-2016, ainda se encontra em patamar bastante deprimido. A relação investimento/PIB alcançou 16,3% no terceiro trimestre deste ano, 1 ponto percentual maior que a relação registrada no trimestre anterior. Essa proporção havia caído a 14,3% no segundo trimestre de 2017. No terceiro trimestre de 2019, o indicador estava 4,5 pontos percentuais abaixo do nível dos primeiros três meses de 2014. A melhora na margem ocorrida nos dois últimos trimestres representa um fato positivo;
- (ii) as importações têm mostrado crescimento desde 2016, após a forte contração observada no ano anterior. Dado que o Brasil absorve mais do que produz, o aumento das importações é sinal de reação da demanda doméstica, ainda que de forma tímida;
- (iii) o consumo das famílias também mostra recuperação desde 2016, embora bastante lenta. Isso ocorre em razão das condições desfavoráveis dos principais condicionantes de demanda: mercado de trabalho, crédito e confiança do consumidor. A geração de postos formais de trabalho ocorre em ritmo inferior ao da expansão da informalidade, caracterizada por aumento dos trabalhadores sem carteira assinada ou que trabalham por conta própria. Recuperação mais robusta do consumo das famílias ocorrerá com a geração de postos formais de trabalho, com conseqüente aumento da confiança do consumidor; e
- (iv) as exportações beneficiaram-se de um câmbio mais depreciado a partir de 2016, assim como da manutenção dos preços de *commodities* em patamares relativamente elevados entre aquele ano e meados de 2018. O acirramento das tensões entre Estados Unidos e China, ao influenciar as cotações das *commodities*, pode piorar mais a relação de termos de troca do Brasil, que começou a cair nos últimos 12 meses, gerando depreciação sobre a taxa de câmbio e limitando a reação do consumo das famílias.

No 4T19 e no 1T20, saques das contas do FGTS deverão impulsionar o consumo das famílias. Para os próximos meses, a IFI entende que a liberação de recursos das contas do FGTS e do PIS-PASEP deverá continuar a sustentar o consumo das famílias, contribuindo para que a atividade econômica adquira alguma tração. Ao mesmo tempo, a melhora, ainda que gradual, das condições de emprego e renda no mercado de trabalho, a dissipação de incertezas, a melhora dos indicadores de confiança de consumidores e empresários, e condições mais favoráveis de crédito (taxas de juros mais baixas e prazos mais longos) devem favorecer a demanda doméstica, sobretudo por meio do consumo das famílias e dos investimentos.

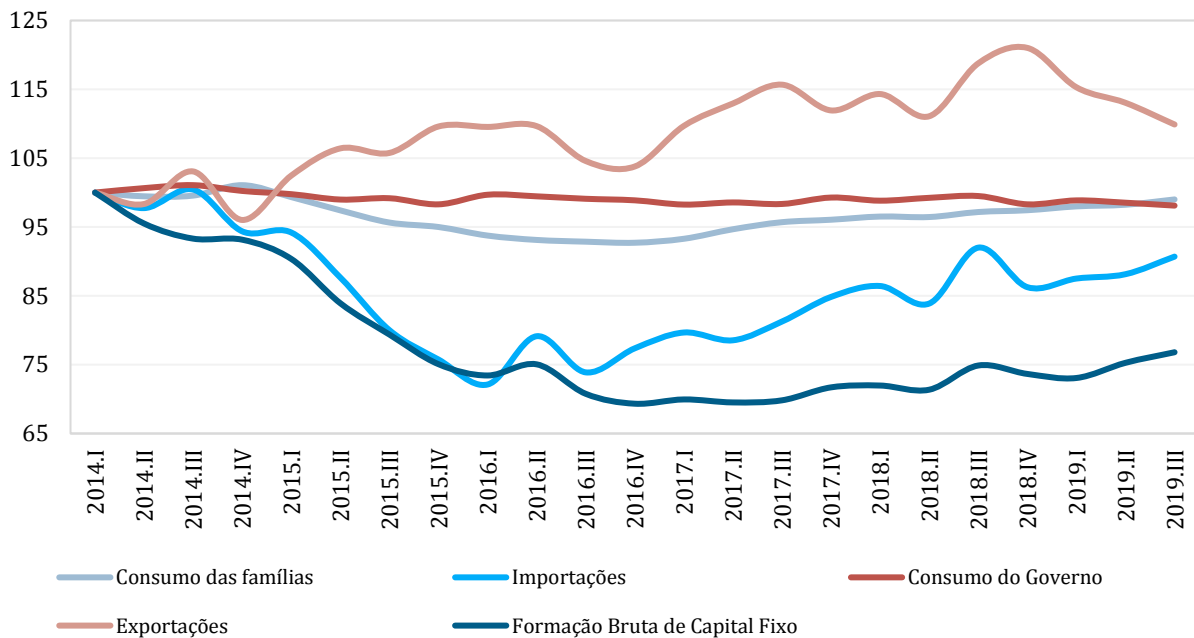
Expectativa é de retomada da economia nos próximos anos. Na recente revisão de cenários feita pela IFI em novembro, a projeção de crescimento do PIB para 2019 foi revista de alta de 1,8% para outra de 1,0%. Em 2020, a expectativa é de expansão da economia em 2,2%. A aceleração da atividade continuaria no biênio seguinte, com altas do PIB de 2,5%, em 2021 e 2022.

Pela ótica da oferta, serviços influenciam mais o resultado no 3T19. Considerando o PIB pela ótica da oferta, o setor de serviços continuou a exercer impacto importante para o desempenho da economia no terceiro trimestre, com alta de 0,4% na comparação trimestral dessazonalizada e crescimentos de 1,0% frente ao terceiro trimestre de 2018 e de 1,1% no acumulado de quatro trimestres. A agropecuária também registrou incrementos nessas bases de comparação (Tabela 1).

Serviços e agropecuária exercem contribuições positivas; influência da indústria é negativa. O Gráfico 2 apresenta a evolução das contribuições dos componentes do PIB pela ótica da oferta a partir de 2014. Como observado nos trimestres anteriores, as maiores contribuições para a alta do PIB vieram dos setores de Serviços (0,68 ponto percentual) e da Agropecuária (0,14 ponto percentual). Há três trimestres que a contribuição do setor industrial é praticamente nula, refletindo o contexto de crise na economia argentina, principalmente.

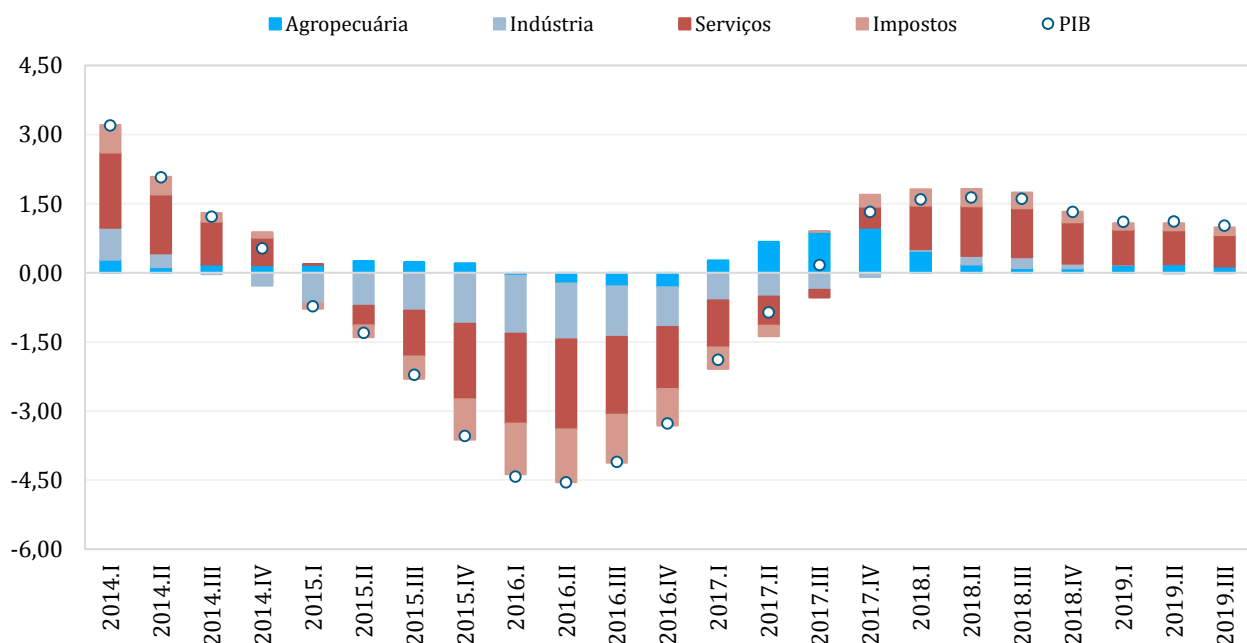
GRÁFICO 1. COMPONENTES DO PIB PELA ÓTICA DA DEMANDA

1ºT 2014 = 100 - séries dessazonalizadas



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

GRÁFICO 2. CONTRIBUIÇÕES (EM P.P.) PARA O CRESCIMENTO DO PIB ACUMULADO EM QUATRO TRIMESTRES

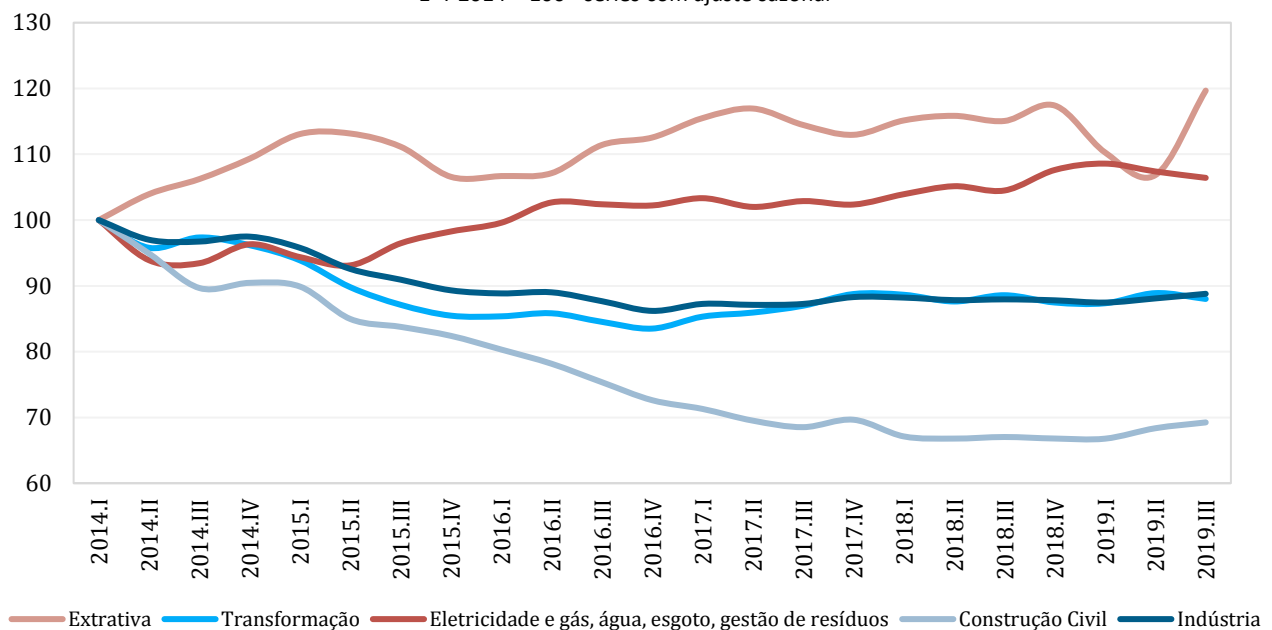


Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Indústria extrativa e a construção destoam do comportamento da indústria de transformação. Apesar do resultado relativamente fraco do PIB industrial no terceiro trimestre, dois fatores merecem destaque: a forte expansão da indústria extrativa, mais do que compensando as quedas nos dois trimestres anteriores, e a continuidade de melhora do setor de construção civil, que tem efeito multiplicador elevado. O valor adicionado da indústria extrativa subiu 12,0% no terceiro trimestre comparativamente ao segundo, quando houve redução de 3,1% frente ao primeiro trimestre, na comparação dos dados livres da influência sazonal. A construção civil, por sua vez, cresceu 1,3% entre julho e setembro nessa base de comparação, após ter apresentado incremento de 2,4% no segundo trimestre (Gráfico 3).

PIB da indústria de transformação caiu 1,0% na comparação 3T19/2T19 com ajuste. Se, por um lado, a indústria extrativa e a construção registraram variações positivas no terceiro trimestre de 2019, a indústria de transformação caiu 1,0% no período frente ao trimestre anterior, evidenciando os efeitos de uma recuperação gradual da demanda interna e a forte contração nas vendas externas de produtos manufaturados para a Argentina (Gráfico 3).

GRÁFICO 3. EVOLUÇÃO DO PIB INDUSTRIAL
1ºT 2014 = 100 - séries com ajuste sazonal

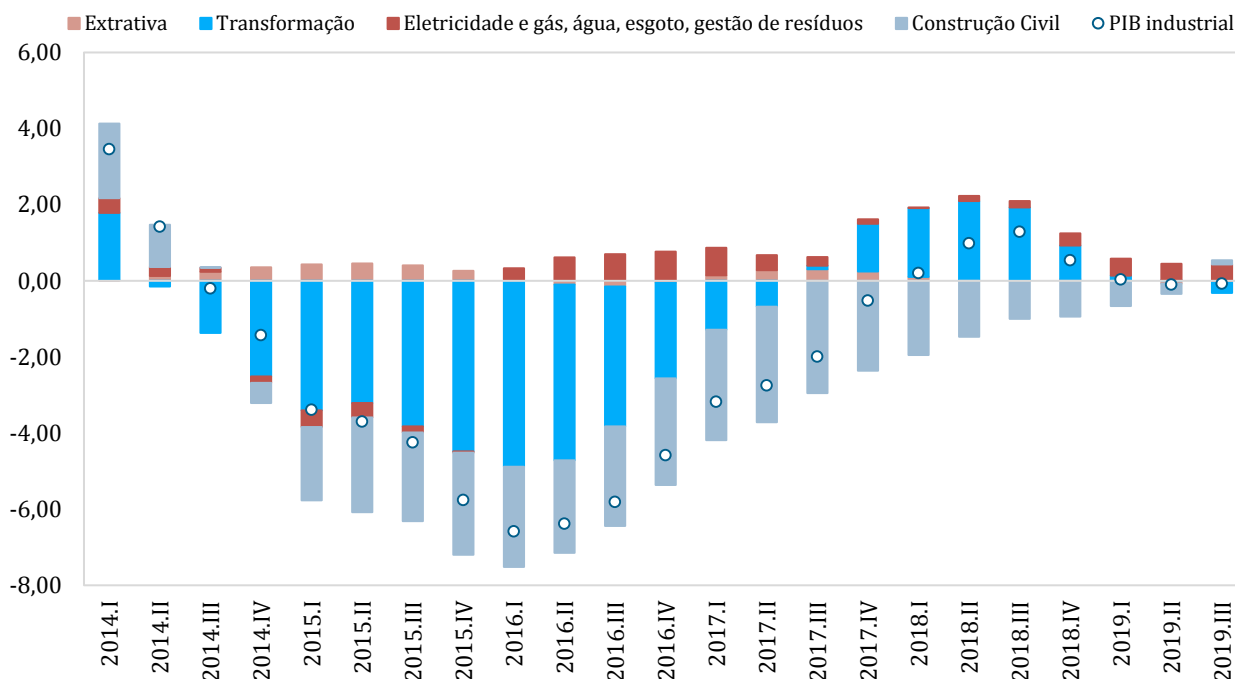


Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Construção civil e transformação derrubaram desempenho da indústria no período recente. O Gráfico 4 ilustra a evolução das contribuições dos componentes da indústria para o desempenho do PIB industrial entre 2014 e 2019. A análise do gráfico permite as seguintes conclusões: (i) os segmentos de transformação e construção civil exerceram as maiores contribuições para a forte queda da indústria durante a crise econômica recente; (ii) nos três primeiros trimestres de 2019, a baixa contribuição da indústria de transformação para o PIB industrial pode ter elevada correlação com o desempenho das exportações brasileiras para a Argentina; (iii) a contribuição de 0,11 ponto percentual exercida pela construção civil para o resultado do PIB industrial no terceiro trimestre de 2019 configurou o primeiro valor positivo desde o terceiro trimestre de 2014; e (iv) a relativa elevada contribuição do segmento de eletricidade e gás, água, esgoto, e gestão de resíduos para o desempenho do PIB industrial nos três primeiros trimestres deste ano revela fraqueza da

demanda doméstica e da demanda externa, pelos fatores já explicados. Assim, depreende-se que uma retomada mais vigorosa da indústria nacional passa pela recuperação dos segmentos de transformação e construção civil.

GRÁFICO 4. CONTRIBUIÇÕES (EM P.P.) PARA O CRESCIMENTO DO PIB INDUSTRIAL ACUMULADO EM QUATRO TRIMESTRES



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

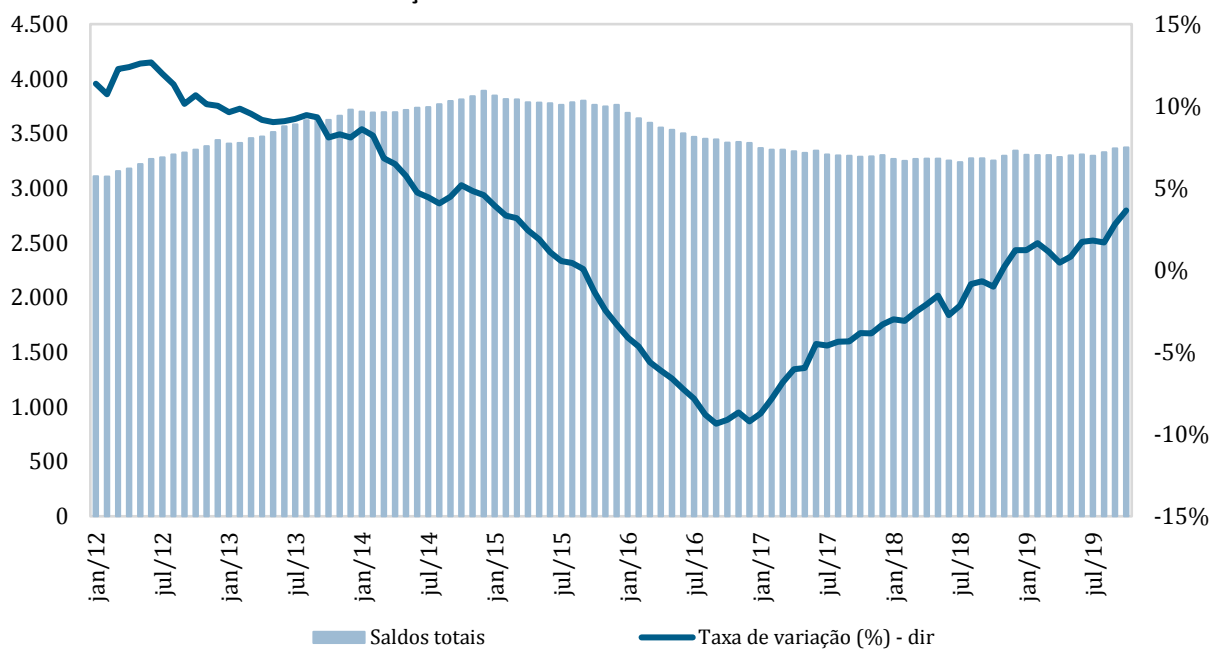
1.2 Evolução recente do mercado de crédito da economia

Crescimento do crédito no segmento de pessoas físicas ocorre em cenário de inadimplência elevada. Esta seção apresenta os números mais recentes sobre o mercado de crédito na economia brasileira, que tem mostrado recuperação nos últimos meses, especialmente nas linhas voltadas a pessoas físicas. Apesar dessa recuperação, a inadimplência segue em patamares relativamente elevados, assim como as taxas finais de juros cobradas dos tomadores têm espaço para cair mais, à medida que a recuperação da economia vá se consolidando. O comprometimento de renda das famílias com o serviço de dívidas bancárias voltou a crescer, indicando certa limitação para a retomada do crédito nos próximos meses.

Saldos de crédito cresceram 3,6% em termos reais em outubro frente a 2018. De acordo com o Banco Central, o estoque de crédito da economia, incluindo operações com recursos livres e direcionados, atingiu R\$ 3.372,5 bilhões em outubro passado, montante 0,2% maior que o apurado em setembro e 3,6% superior ao registrado no mesmo mês de 2018, ambas variações em termos reais (Gráfico 5).

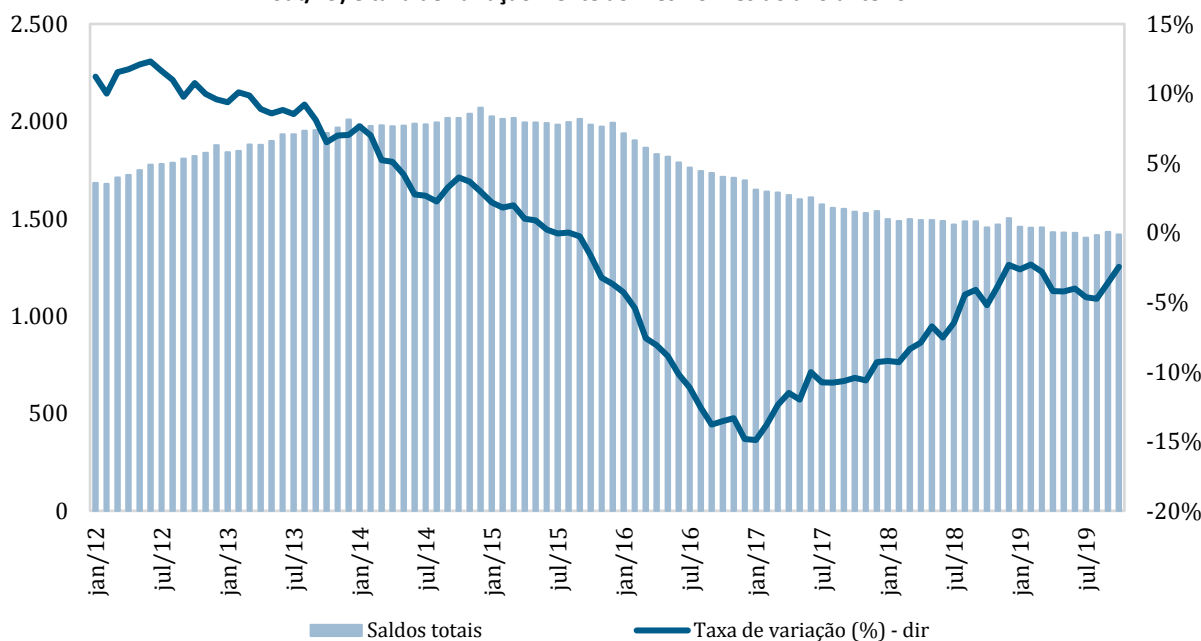
No segmento de pessoa jurídica, estoque de crédito sofreu redução de 2,5% em outubro. Os saldos de crédito da carteira de pessoa jurídica totalizaram R\$ 1.419,9 bilhões em outubro de 2019, queda de 2,5%, em termos reais, frente ao mesmo mês do ano anterior (Gráfico 6). Desse montante, R\$ 578,3 bilhões corresponderam a recursos direcionados, isto é, empréstimos originados de operações em que as taxas de juros sofrem alguma regra de direcionamento, não sendo negociadas em condições de mercado. O estoque de crédito na carteira de pessoas jurídicas com recursos livres totalizou, portanto, R\$ 841,6 bilhões em outubro passado.

Gráfico 5. Saldos de crédito na carteira dos bancos (R\$ milhões a preços de out/19) e taxa de variação frente ao mesmo mês do ano anterior



Fonte: Banco Central e IBGE. Elaboração: IFI.

Gráfico 6. Saldos de crédito na carteira de pessoa jurídica dos bancos (R\$ bilhões a preços de out/19) e taxa de variação frente ao mesmo mês do ano anterior



Fonte: Banco Central e IBGE. Elaboração: IFI.

Crédito direcionado é responsável pelo desempenho menos favorável dos empréstimos destinados a empresas.

Análise mais detida sobre o comportamento do estoque de empréstimos bancários destinados às empresas revela que as operações com recursos direcionados, especialmente as do BNDES, têm constrangido a evolução dessas carteiras. A título de exemplo, em outubro de 2018, o montante das operações do BNDES correspondeu a R\$ 443 bilhões, tendo sofrido redução a R\$ 396 bilhões um ano depois. Em menor magnitude, verifica-se redução importante no crédito rural, de R\$ 72 bilhões a R\$ 56 bilhões no estoque entre outubro de 2018 e outubro passado.

Mudanças na atuação do BNDES no mercado de crédito explicam a queda nos desembolsos do banco. Essa redução significativa dos saldos de recursos aplicados pelo BNDES decorre de mudanças na atuação do banco, que tem reduzido o montante de desembolsos em linha com a orientação de devolução mais acelerada dos aportes recebidos pelo Tesouro Nacional entre 2008 e 2014.

Crédito livre nas carteiras de pessoas jurídicas exhibe maior vigor frente ao direcionado. No que tange ao estoque de crédito com recursos livres nas operações destinadas às empresas, houve aumento de R\$ 76 bilhões entre outubro de 2018 e outubro de 2019, a um montante de R\$ 841,6 bilhões. A destacar o volume de operações em algumas modalidades, como desconto de duplicatas (alta nominal de 33,1% na comparação anual), capital de giro (+4%) e aquisição de bens (+76%). Ainda em relação a capital de giro, o maior vigor de crescimento ocorre em capital de giro rotativo (alta nominal de 41%), enquanto as linhas com capital de giro com prazo acima de 365 dias registram alta menos vigorosa (+2,8%, em termos nominais).

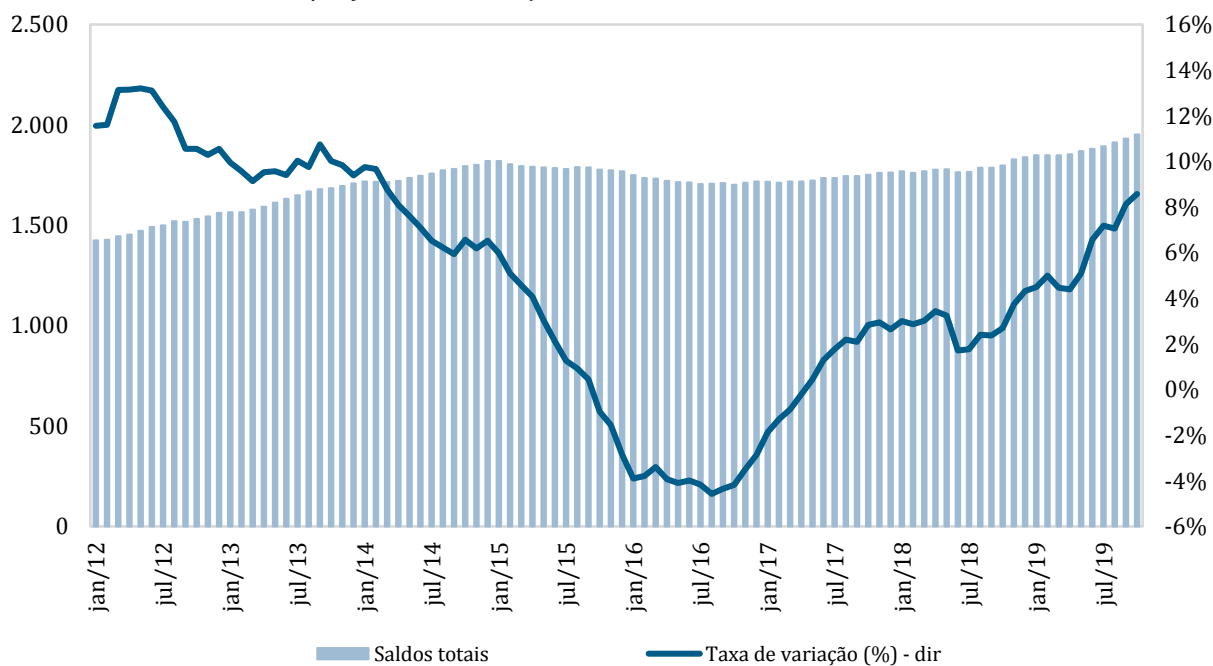
No segmento de pessoa física, saldos avançaram 8,6% em outubro frente a 2018. O estoque de crédito destinado a pessoas físicas, por sua vez, registrou aumento real de 8,6% em outubro na comparação com igual mês do ano anterior, alcançando R\$ 1.952,58 bilhões (Gráfico 7). O crescimento desse estoque está mais concentrado em linhas com melhor perfil de tomador e que possuem melhores garantias associadas, como o crédito consignado, aquisição de veículos e financiamentos imobiliários.

Melhora nos condicionantes de demanda, ainda que lenta, sustentará evolução do crédito à pessoa física.

Sustentam esse crescimento dos saldos destinados à pessoa física o incremento da massa salarial da economia e alguma melhora nas condições de crédito, como juros em queda e prazos mais dilatados em algumas operações de financiamento. A perspectiva para 2020 é de continuidade desse cenário mais favorável para o crédito destinado às famílias, ainda que esse aumento não seja disseminado entre todos os estratos de renda da sociedade em razão do elevado desemprego e da lenta melhora nas condições do mercado de trabalho.

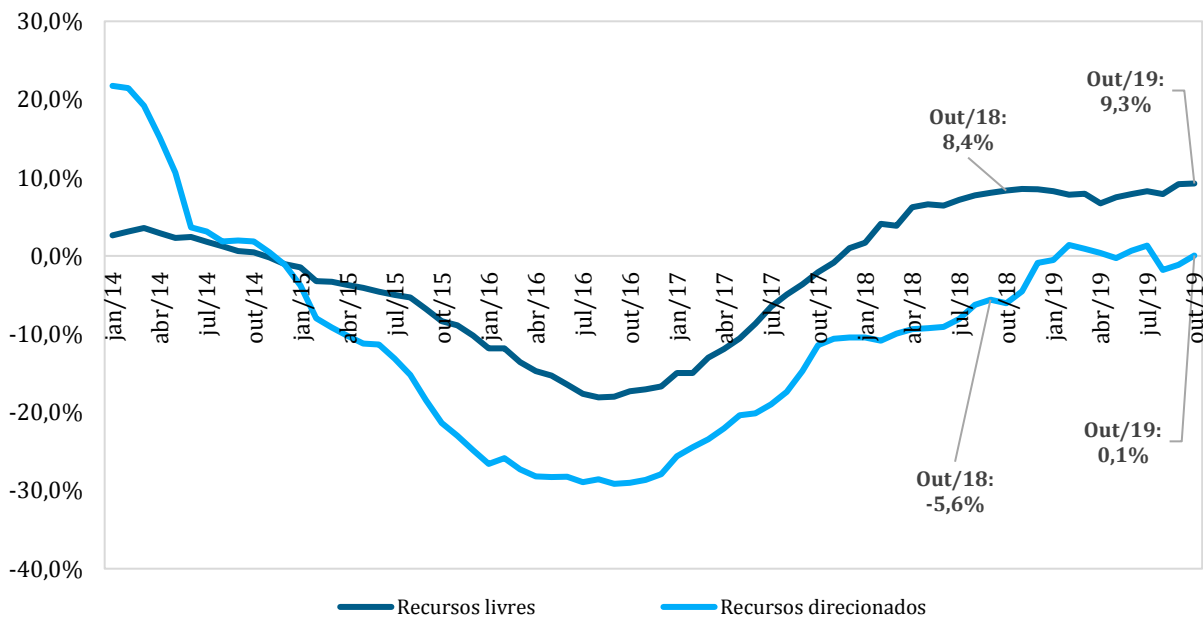
Nas concessões de crédito, liberações com recursos livres crescem acima dos recursos direcionados. O Gráfico 8 contém a evolução recente da taxa de variação em 12 meses das concessões de crédito da economia, segmentadas entre recursos livres e direcionados. A IFI isolou a influência da inflação sobre as séries. Fica nítido o maior vigor de crescimento das concessões provenientes de recursos livres, isto é, em que as taxas de juros são pactuadas livremente entre ofertantes e tomadores. A explicação para o menor crescimento das concessões com recursos direcionados é a mesma para os saldos de crédito: a queda dos investimentos na economia e do volume de desembolsos do BNDES a partir de 2015.

Gráfico 7. Saldos de crédito na carteira de pessoa física dos bancos (R\$ bilhões a preços de out/19) e taxa de variação frente ao mesmo mês do ano anterior



Fonte: Banco Central e IBGE. Elaboração: IFI.

GRÁFICO 8. TAXA DE VARIAÇÃO EM 12 MESES DAS CONCESSÕES DE CRÉDITO - RECURSOS LIVRES E DIRECIONADOS



Fonte: Banco Central e IBGE. Elaboração: IFI.

Inadimplência no crédito à pessoa física cresceu no segundo semestre de 2019. A inadimplência das carteiras de crédito, medida como a parcela dos saldos em atraso superiores a 90 dias, apresentou ligeiro crescimento no segundo semestre de 2019 nas linhas de pessoa física com recursos livres. Em outubro passado, a inadimplência dessas carteiras foi de 4,99%, praticamente estável em relação a outubro de 2018, mas 0,26 ponto percentual maior do que o valor apurado em março de 2019. Nas linhas com recursos direcionados, a inadimplência tem permanecido em patamar relativamente confortável, abaixo de 2% (Gráfico 9).

Crescimento da inadimplência na crise não se deu na mesma proporção da piora do mercado de trabalho. Importante mencionar que, no biênio 2015/16, apesar de a inadimplência média nas operações realizadas com pessoas físicas ter subido cerca de 1,5 ponto percentual, esse aumento foi relativamente modesto frente à deterioração observada nas condições do mercado de trabalho no período. Parte da explicação pode ser atribuída a um esforço realizado pelos bancos em concentrar os contratos de financiamento em linhas com melhor perfil de risco do tomador, além de oferecer condições melhores para a migração dos indivíduos de linhas mais arriscadas para outras com melhores garantias associadas.

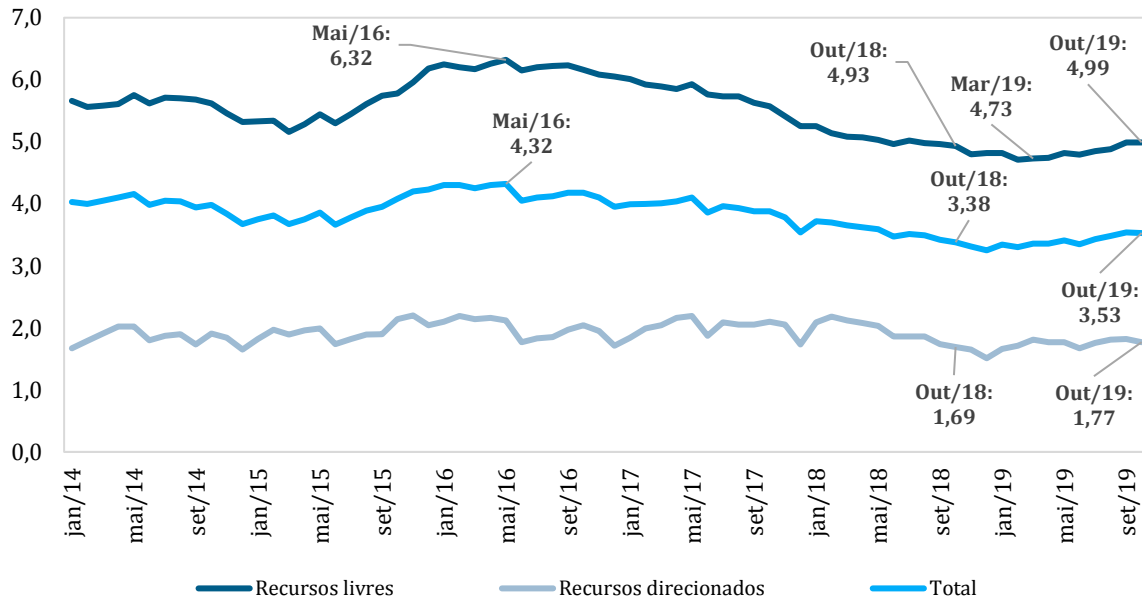
No segmento de pessoa jurídica, inadimplência exhibe recuo desde meados de 2017. Nas linhas de empréstimos destinadas às empresas, por sua vez, a inadimplência tem mostrado redução desde meados de 2017, sobretudo nas operações com recursos livres. De forma análoga ao que ocorreu no segmento de pessoa física, as instituições financeiras têm procurado ampliar a oferta de crédito nas linhas com melhor perfil de risco, como capital de giro, desconto de duplicatas e financiamento a contratos de exportação. Em outubro de 2019, a inadimplência nas operações com pessoas jurídicas foi de 2,34%, 0,3 ponto percentual inferior aos atrasos apurados um ano antes. Nos empréstimos com recursos livres, a queda no período foi ainda maior, de 0,58 ponto percentual, a 2,49% (Gráfico 10).

Recuperação da economia ajuda a manter inadimplência relativamente controlada. A expectativa de continuidade de recuperação da economia em 2020, em maior intensidade do que a registrada em 2018 e 2019, deverá favorecer a inadimplência bancária. Além disso, deverá favorecer a trajetória do indicador a renegociação de dívidas realizada pelos principais bancos comerciais do país com os indivíduos em dezembro de 2019, em razão de um acordo de cooperação feito com o Banco Central.

Taxas de juros cobradas nos empréstimos têm recuado desde 2017. Outra variável importante a ser analisada na dinâmica recente do mercado de crédito no Brasil são as taxas de juros cobradas nos financiamentos. Em linhas gerais, as taxas subiram de forma vigorosa após o agravamento da crise econômica, dependendo do segmento (se pessoa física ou jurídica) e da origem dos recursos (livres ou direcionados). Desde 2017, os juros médios cobrados nos financiamentos bancários têm recuado, alcançando, em 2019, os níveis verificados no início de 2015.

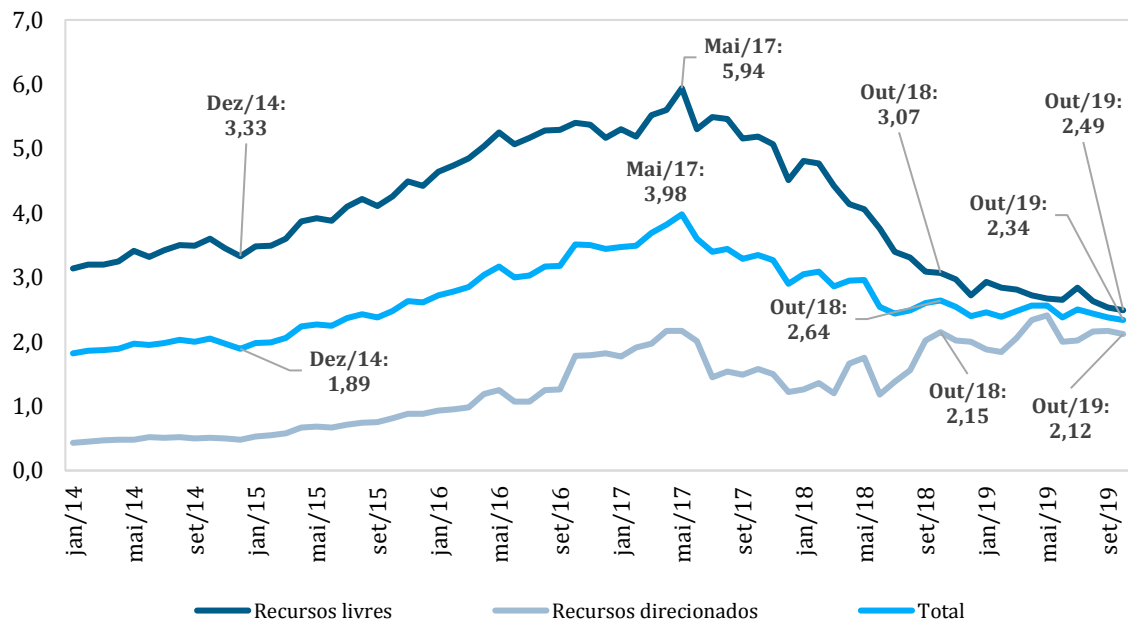
Reduções nos juros bancários seguiram, em alguma medida, queda da taxa Selic. Neste Relatório, será considerada a evolução recente dos *spreads* bancários, medidos como a diferença entre as taxas finais dos financiamentos e o custo de captação dos bancos. Este reflete, basicamente, o comportamento da taxa básica de juros da economia. Assim, em boa medida, as reduções nos juros praticadas a partir de 2017 guardam relação com o ciclo de afrouxamento monetário promovido pelo Banco Central, em que a Selic foi reduzida de 14,25% ao ano, em outubro de 2016, para 6,5% ao ano em março de 2018. Um novo ciclo de redução dos juros básicos teve início em julho de 2019.

GRÁFICO 9. INADIMPLÊNCIA NAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO DE PESSOAS FÍSICAS - %



Fonte: Banco Central

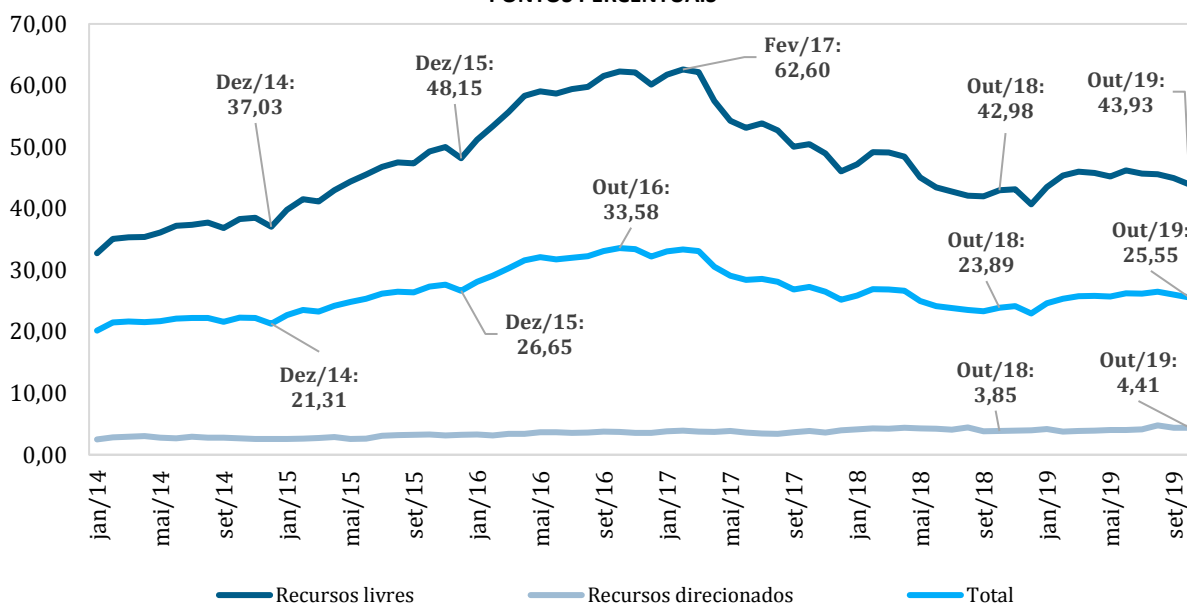
GRÁFICO 10. INADIMPLÊNCIA NAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO DE PESSOAS JURÍDICAS - %



Fonte: Banco Central

Spreads bancários nas linhas de pessoa física cresceram ligeiramente em 2019. O Gráfico 11 contém a evolução do *spread* nas carteiras de empréstimos de pessoas físicas dos bancos. Em outubro de 2019, de acordo com o Banco Central, o *spread* médio foi de 25,55 pontos percentuais, 1,66 ponto percentual acima do apurado no mesmo mês de 2018. Nas linhas com recursos livres, o *spread* médio de 43,93 pontos percentuais configurou incremento de 0,95 ponto percentual frente a outubro de 2018. Por sua vez, o *spread* nas linhas com recursos direcionados foi de 4,41 pontos percentuais em outubro passado, 0,56 ponto percentual acima do verificado um ano antes.

GRÁFICO 11. SPREADS MÉDIOS COBRADOS NAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO DE PESSOAS FÍSICAS - PONTOS PERCENTUAIS



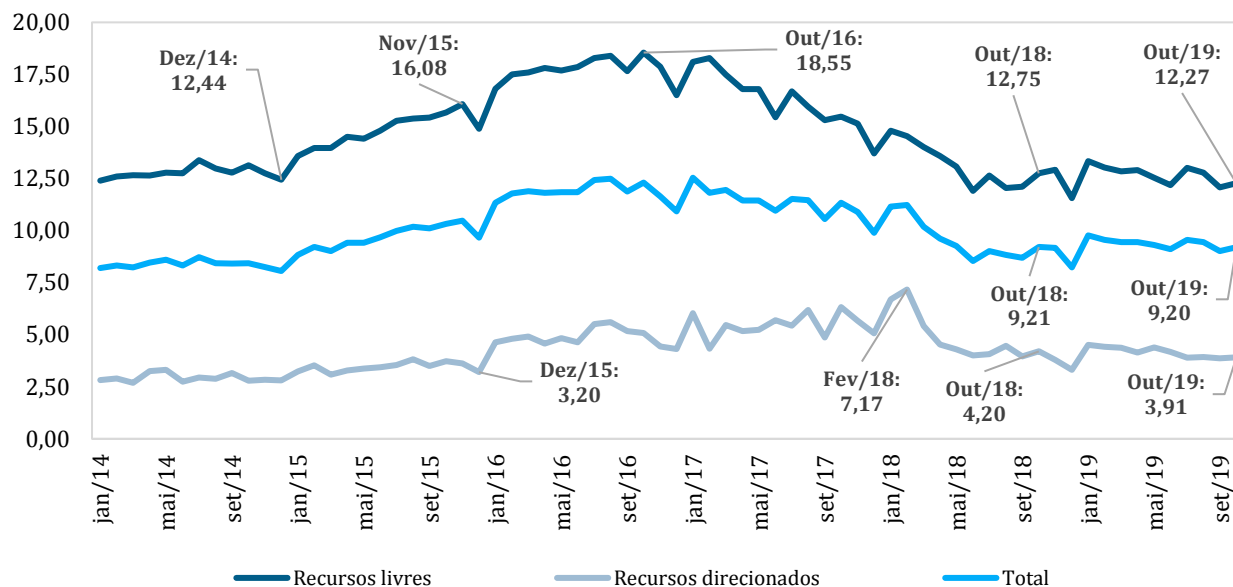
Fonte: Banco Central

No crédito à pessoa jurídica, *spreads* estão estáveis em 2019 em relação ao ano passado. Nas carteiras de empréstimos de pessoas jurídicas dos bancos, o *spread* médio foi de 9,20 pontos percentuais em outubro, estável frente ao mesmo mês do ano passado. Redução maior no período ocorreu nas linhas com recursos direcionados (de 4,20 pontos percentuais em outubro de 2018 para 3,91 pontos percentuais em outubro de 2019). Nos empréstimos com recursos livres, houve redução de 0,48 ponto percentual em outubro na comparação anual, com o *spread* médio atingindo 12,27 pontos percentuais (Gráfico 12).

Segundo o Banco Central, inadimplência constitui o principal determinante do *spread* bancário no Brasil. De acordo com o Relatório de Economia Bancária do Banco Central, referente a 2017⁴, em estudo conduzido entre 2015 e 2017, cerca de 85% do *spread* bancário no Brasil corresponde a custos de operações de crédito. A inadimplência explica em torno de 37% do *spread*, segundo o estudo. Por “inadimplência”, deve-se entender tanto o risco para a instituição financeira de não receber em dia as prestações dos financiamentos, como também o tempo e os custos associados à execução de garantias, entre outros.

⁴ Link para acesso do Relatório: <https://bit.ly/2RfbqLL>.

GRÁFICO 12. SPREADS MÉDIOS COBRADOS NAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO DE PESSOAS JURÍDICAS - PONTOS PERCENTUAIS



Fonte: Banco Central

Em 2019, dados indicam aumento concomitante da inadimplência e do *spread*. A partir das informações acima disponibilizadas, é possível perceber um ligeiro aumento da inadimplência em 2019, com concomitante aumento do *spread* bancário médio das linhas de crédito. Esse movimento fica um pouco mais nítido no crédito à pessoa física. Deduz-se, portanto, que reduções mais significativas nas taxas de juros dos empréstimos bancários poderiam ocorrer com a queda dos níveis de inadimplência. Isto, por sua vez, passa por uma melhora nas condições de emprego e renda no mercado de trabalho, com aumento dos índices de formalização na contratação de mão de obra.

Comprometimento de renda das famílias com serviço de dívidas bancárias subiu em 2019. Por fim, a análise do comprometimento de renda das famílias com o serviço da dívida tem apresentado piora em 2019. Essa variável, construída pelo Banco Central e cuja metodologia foi detalhada em edições passadas do Relatório Trimestral de Inflação⁵, tem por objetivo mensurar a parcela da renda das famílias comprometida com o pagamento de prestações de empréstimos bancários. Trata-se de uma variável importante para aferir o espaço para expansão do crédito na economia.

O comprometimento é influenciado pelo nível da massa salarial ampliada da economia e de algumas condições dos financiamentos em um dado instante do tempo, como as taxas médias de juros cobradas e o prazo das operações. O Banco Central separa o comprometimento de renda com o serviço da dívida em dois componentes: (i) comprometimento de renda com a amortização da dívida, e (ii) comprometimento com o pagamento de juros bancários.

Comprometimento de renda atingiu 20,63% em setembro de 2019, contra 19,85% apurados um ano antes. Em setembro, último mês com informação disponível, o comprometimento de renda das famílias brasileiras foi calculado em 20,63% pelo Banco Central, o qual pode ser decomposto em 10,79% com o pagamento de amortizações e 9,84% com o

⁵ Para maiores explicações, acessar, por exemplo: <https://bit.ly/2ON18HX>.

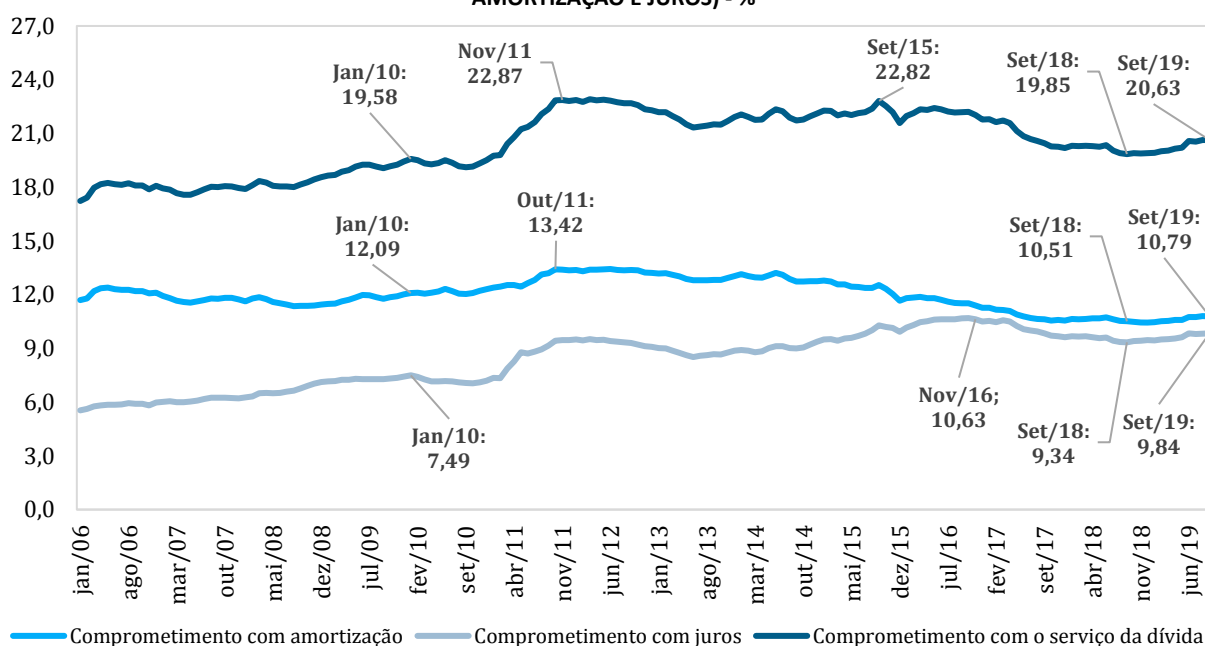
pagamento de juros dos empréstimos. Em setembro de 2018, o comprometimento total apurado foi de 19,85%, sendo 10,51% decorrentes de amortizações e 9,34% em razão de juros (Gráfico 13).

Alta dos juros influenciou o aumento do comprometimento de renda das famílias. Nesse período, as variações registradas no comprometimento de renda das famílias foram as seguintes: +0,78 ponto percentual do comprometimento com o serviço da dívida, +0,50 ponto percentual com o comprometimento de juros, e +0,28 ponto percentual no comprometimento com amortização. Ou seja, o ligeiro aumento dos *spreads* bancários (e, conseqüentemente, das taxas finais cobradas dos tomadores) aumentou o peso dessa despesa no comprometimento de renda das famílias no último ano.

Aumento do comprometimento de renda pode limitar crescimento do crédito nos próximos meses. O nível mais recente do comprometimento de renda das famílias com o serviço das dívidas, apesar de estar bem abaixo de patamares registrados, por exemplo, em novembro de 2011 e setembro de 2015, mostra que a trajetória ascendente do indicador pode representar fator limitador à expansão do crédito nos próximos meses. Essa percepção é confirmada pelas condições relativamente frágeis do mercado de trabalho, em que o crescimento dos níveis de ocupação ocorre em segmentos de trabalho sem carteira assinada e conta própria.

Dados sugerem que expansão do crédito não ocorre de forma disseminada entre os estratos de renda. Apesar de o estoque de crédito e as concessões estarem exibindo desempenho relativamente favorável, especialmente nas operações realizadas com pessoas físicas, a percepção é de que essa expansão não ocorre de forma disseminada entre os diferentes estratos de renda da sociedade. Uma recuperação mais sólida do crédito na economia passa, sem dúvida, pela melhora nas condições de emprego da economia, com aumento da formalização na geração de postos de trabalho.

GRÁFICO 13. COMPROMETIMENTO DE RENDA DAS FAMÍLIAS (TOTAL - SERVIÇO DA DÍVIDA, AMORTIZAÇÃO E JUROS) - %



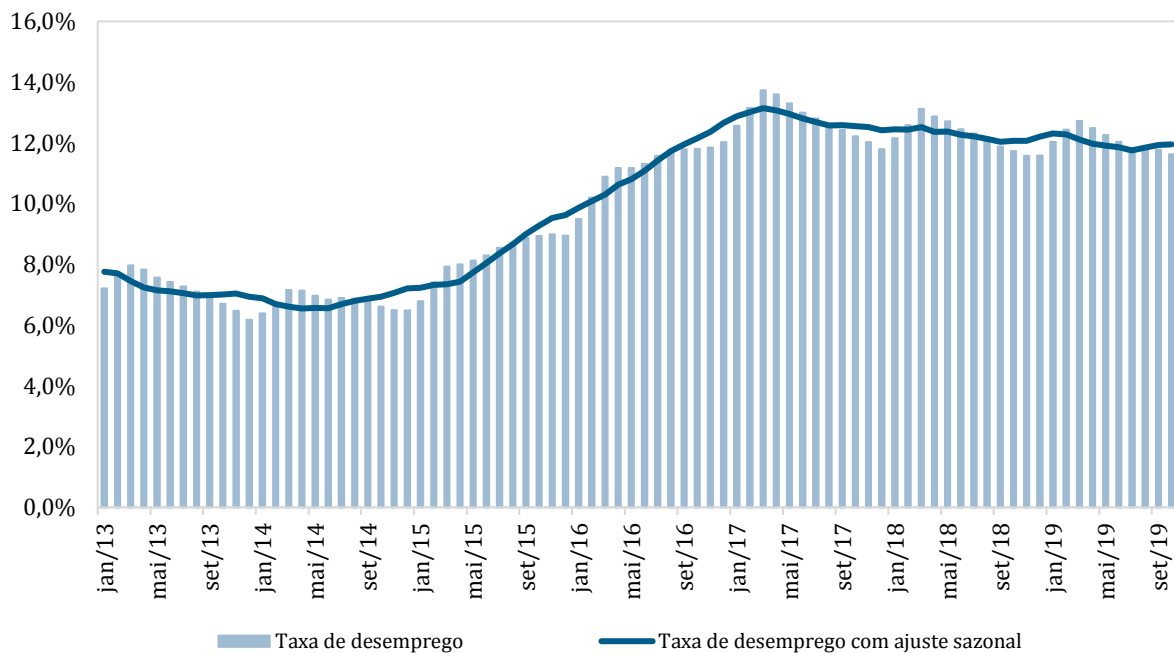
Fonte: Banco Central

1.3 Mercado de trabalho

Desemprego atingiu 11,6% em outubro, mantendo tendência de queda gradual. Em outubro, a taxa de desemprego no Brasil foi de 11,6%, segundo apuração do IBGE por meio da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua). Esse resultado configura retração de 0,1 ponto percentual em relação a outubro de 2018. O contingente de desocupados na economia situa-se em 12,3 milhões de pessoas, um patamar ainda relativamente elevado.

Desemprego continua em níveis relativamente elevados de acordo com ajuste sazonal feito pela IFI. O Gráfico 14 traz a evolução da taxa de desemprego da população economicamente ativa, tanto na série original, da PNAD Contínua do IBGE, quanto na série calculada pela IFI para isolar a influência da sazonalidade sobre as informações. O agravamento da crise econômica em 2014 fez o número de pessoas sem emprego – e que procurou trabalho no mês anterior ao da pesquisa – subir rapidamente até atingir o patamar de 14 milhões de desempregados no início de 2017. O fim da recessão e a ligeira retomada da atividade fez o montante de desempregados cair marginalmente desde então, tendo permanecido praticamente estacionado a partir de 2018. Ou seja, o desemprego continua relativamente elevado, constringendo retomada mais robusta do consumo das famílias.

GRÁFICO 14. TAXA DE DESEMPREGO - ORIGINAL E COM AJUSTE SAZONAL



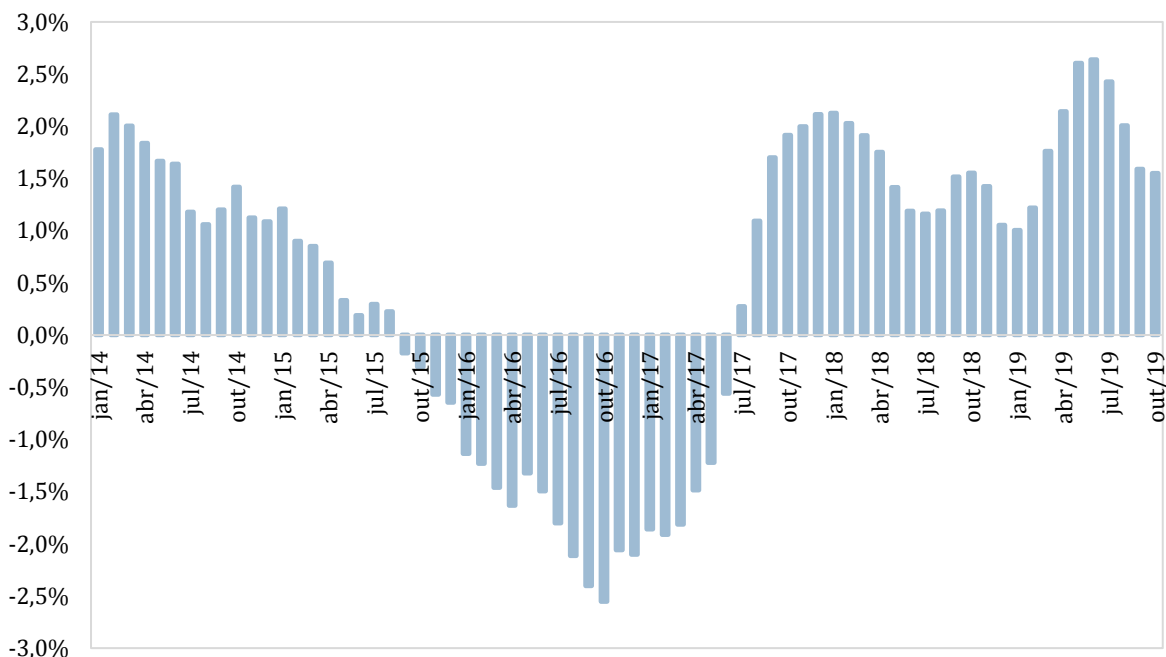
Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Entre agosto e outubro, ritmo de redução do desemprego caiu. O ritmo de redução do desemprego diminuiu nos três últimos meses. Se, no período entre março e julho a média no ritmo de redução da variável na comparação com igual mês do ano anterior foi de 0,4 ponto percentual, em agosto esse valor caiu a 0,3 ponto percentual e, em setembro e outubro, a redução ficou na casa de 0,1 ponto percentual.

Níveis de ocupação exibem crescimento na comparação anual. O desemprego tem permanecido em níveis relativamente elevados, a despeito de a ocupação estar crescendo desde meados de 2017. Ainda segundo a PNAD Contínua do IBGE, o número de trabalhadores ocupados subiu 1,6% em outubro frente ao mesmo mês de 2018, mesma

taxa apurada em setembro. Entre março e agosto, a taxa média dessa expansão na comparação anual foi de 2,3% (Gráfico 15).

GRÁFICO 15. TAXA DE VARIAÇÃO DA OCUPAÇÃO CONTRA O MESMO MÊS DO ANO ANTERIOR

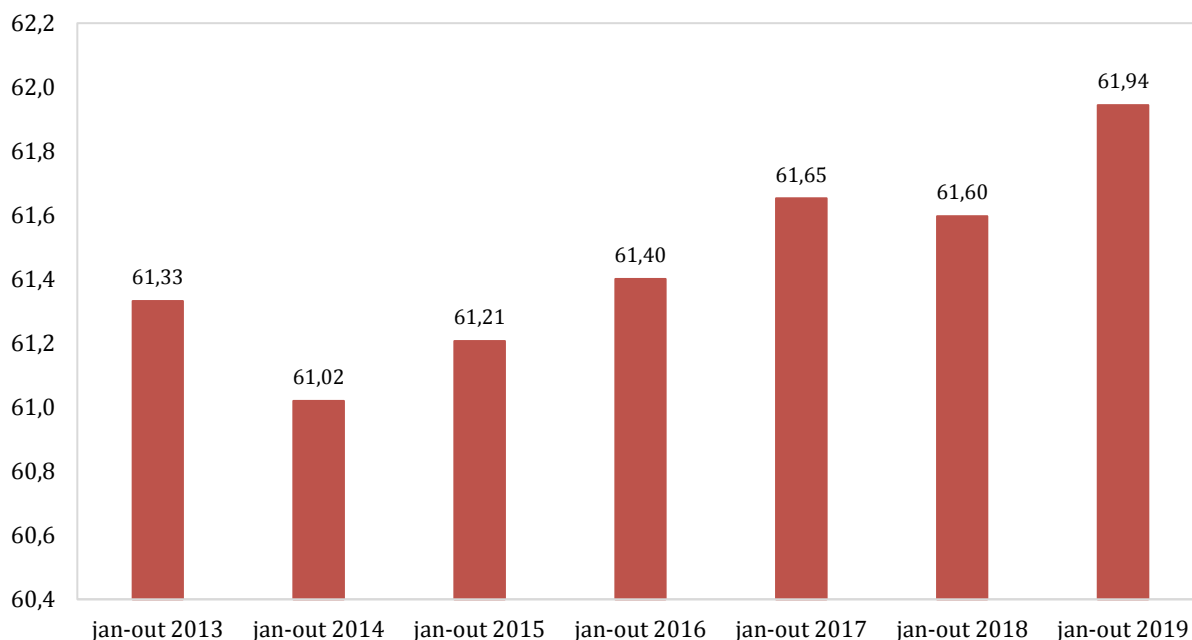


Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Relação PEA/PIA pode ajudar a explicar desemprego relativamente elevado. Uma possível explicação para a persistência da taxa de desemprego em patamar elevado pode estar no comportamento da taxa de participação da força de trabalho na economia, medida como a razão entre a população economicamente ativa (PEA) e a população em idade ativa (PIA). A PEA consiste na população que está inserida no mercado de trabalho ou que está procurando se inserir por meio de algum tipo de atividade remunerada. A PIA, por sua vez, é constituída por todas as pessoas em condições de exercer alguma atividade econômica acima de 14 anos de idade.

Nos últimos tempos, taxa de participação subiu e pode estar pressionando o desemprego. A partir das informações da PNAD Contínua do IBGE, a IFI calculou uma média para a taxa de participação da força de trabalho entre os meses de janeiro a outubro de 2013 a 2019. Os resultados são apresentados no Gráfico 16. Apesar de a série da PNAD Contínua ser relativamente curta (foi iniciada em março de 2012), a taxa de participação média em 2017, 2018 e 2019 são as maiores da série. Isso reflete ingresso de pessoas na força de trabalho, provavelmente indicando que acreditam na possibilidade de encontrar emprego com menos dificuldade do que no passado, ou ainda em razão da necessidade de encontrar trabalho.

GRÁFICO 16. EVOLUÇÃO DA TAXA DE PARTICIPAÇÃO NO MERCADO DE TRABALHO - %



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Trabalhos mais precários continuam a impulsionar a ocupação na economia. A Tabela 3 também contém informações referentes à população ocupada da economia, extraídas da PNAD Contínua. Ressalva-se que, a despeito da melhora mencionada no ritmo de crescimento da ocupação, persiste maior crescimento relativo em segmentos informais, como o trabalho sem carteira assinada e por conta própria. Nos 12 meses encerrados em outubro de 2019, os ocupados sem carteira no setor privado cresceram 3,6%, enquanto os indivíduos que trabalham por conta própria, 4,1%. A título de comparação, o número de trabalhadores com carteira assinada no setor privado aumentou 0,5%, em outubro, nessa base de comparação. Trata-se, em suma, de uma evidência inequívoca da fraqueza da economia, que continua incapaz de absorver trabalhadores nos setores formais de atividade.

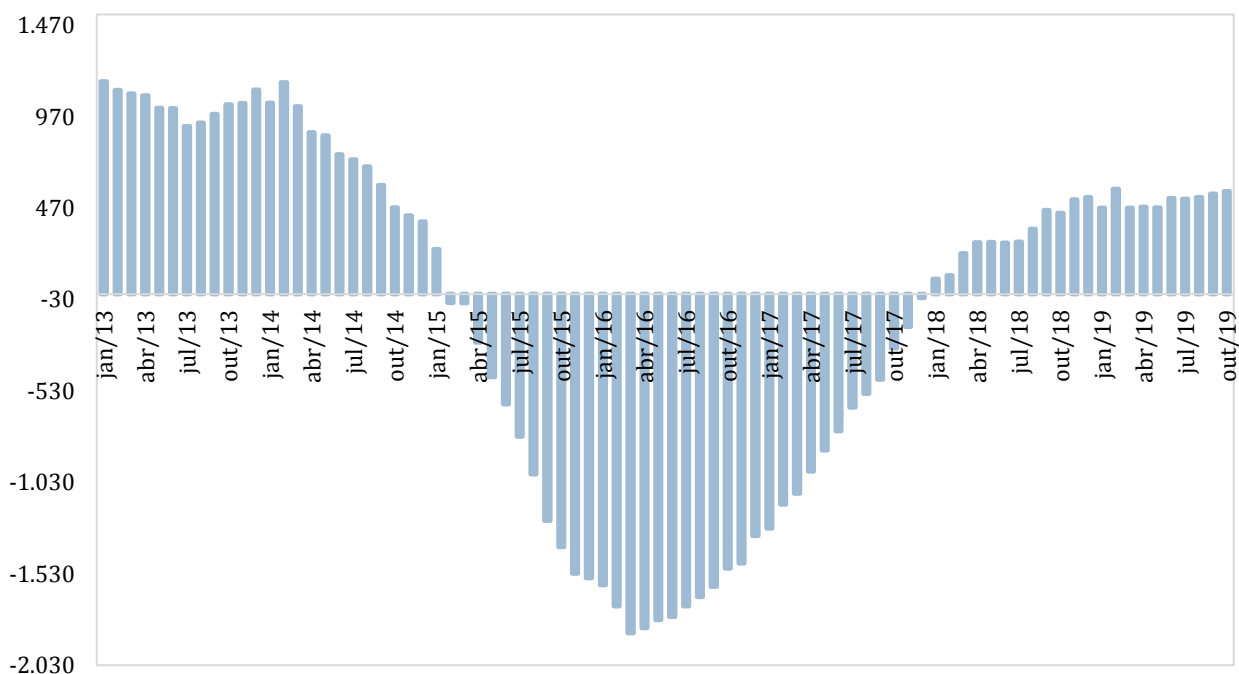
Dados do Caged mostram recuperação tímida do emprego formal. Segundo as informações do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged), da Secretaria de Trabalho do Ministério da Economia, o saldo de trabalhadores, com carteira assinada, admitidos e desligados na economia foi de 70,8 mil em outubro. Em setembro, o saldo apurado havia sido de 157,2 mil. No acumulado em 12 meses, o saldo de admissões e desligamentos subiu de 548,3 mil em setembro para 562,2 mil em outubro. A evolução do saldo acumulado em 12 meses do emprego formal reforça a percepção de que a melhora das condições de emprego no mercado de trabalho ocorre de forma gradual, aquém do necessário para reduzir com mais força o desemprego na economia (Gráfico 17).

TABELA 3. POPULAÇÃO OCUPADA POR POSIÇÃO

	Valores absolutos (mil pessoas)			Variação acumulada em 12 meses			Percentual em relação ao total de ocupados		
	ago/19	set/19	out/19	ago/19	set/19	out/19	ago/19	set/19	out/19
População ocupada	93.631	93.801	94.055	1,8%	1,8%	1,8%	100,0%	100,0%	100,0%
Com carteira assinada no setor privado	33.042	33.075	33.206	0,3%	0,3%	0,5%	35,3%	35,3%	35,3%
Sem carteira assinada no setor privado	11.795	11.838	11.852	4,4%	4,2%	3,6%	12,6%	12,6%	12,6%
Trabalhador doméstico	6.287	6.276	6.314	-0,4%	-0,4%	0,0%	6,7%	6,7%	6,7%
Setor público	11.671	11.683	11.675	1,0%	1,0%	1,0%	12,5%	12,5%	12,4%
Empregador	4.348	4.368	4.452	1,6%	1,1%	0,5%	4,6%	4,7%	4,7%
Conta Própria	24.293	24.434	24.446	4,0%	4,0%	4,1%	25,9%	26,0%	26,0%
Percentual de trabalhadores que contribuem para a previdência social	58.411	58.475	58.608	1,0%	0,9%	0,9%	62,4%	62,3%	62,3%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

GRÁFICO 17. ACUMULADO EM 12 MESES DO SALDO DE ADMISSÕES E DESLIGAMENTOS NO SETOR FORMAL DA ECONOMIA



Fonte: Secretaria de Trabalho - Ministério da Economia. Elaboração: IFI.

Número de trabalhadores desalentados tem diminuído nos últimos meses. A subutilização da força de trabalho, conceito construído para complementar o monitoramento dessas condições, apesar do desempenho ainda desfavorável em outubro, vem registrando menores taxas de variação, indicando que essa subutilização da força de trabalho da

economia está diminuindo. O conceito indica a capacidade da economia, em dado instante do tempo, em absorver o contingente de trabalhadores que poderiam ingressar na população economicamente ativa⁶.

Trabalhadores desocupados ou subocupados alcançam 27,1 milhões em outubro de 2019. Em outubro, o contingente de pessoas acima de 14 anos de idade desocupadas ou subocupadas por insuficiência de horas trabalhadas, ou na força de trabalho potencial, totalizou 27,1 milhões de indivíduos, configurando alta de 2,4% na comparação dos 12 meses encerrados em outubro, e aumento de 2,5% no acumulado de 2019 até outubro (Tabela 4). Nesse grupo, incluem-se trabalhadores que trabalhavam menos de 40 horas na semana e que gostariam de trabalhar mais horas que as habitualmente trabalhadas.

Número de desalentados cresce menos, mas ainda é elevado. O número de trabalhadores desalentados, por sua vez, que compreende pessoas que desistiram de procurar emprego, mas que estariam em condições de assumir alguma ocupação, atingiu 4,61 milhões de indivíduos em outubro passado, configurando expansão de 3,6% na variação em 12 meses e outra de 2,7% no acumulado de dez meses em 2019. Apesar de o ritmo de crescimento dos desalentados estar diminuindo, o contingente continua relativamente elevado (Tabela 4).

TABELA 4. INDICADORES DE SUBUTILIZAÇÃO DA FORÇA DE TRABALHO

	Valores absolutos (mil pessoas)			Variação acumulada em 12 meses			Variação acumulada no ano		
	ago/19	set/19	out/19	ago/19	set/19	out/19	ago/19	set/19	out/19
Medidas de subutilização de trabalhadores									
Desocupados ou subocupados por insuficiência de horas trabalhadas ou na força de trabalho potencial	27.755	27.453	27.134	2,7%	2,6%	2,4%	2,9%	2,7%	2,5%
Desalentados	4.712	4.703	4.615	5,7%	4,6%	3,6%	3,6%	3,1%	2,7%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Surpresa inflacionária baixista pode explicar aumento dos salários reais nos últimos meses. Por fim, os indicadores de rendimento, também segundo a PNAD Contínua do IBGE, registraram melhora em outubro, mantendo padrão observado em setembro e agosto, provavelmente em razão da surpresa inflacionária baixista. O rendimento médio real habitualmente recebido cresceu 0,8% no trimestre móvel encerrado em outubro frente ao mesmo período de 2018. O rendimento dos trabalhadores com carteira assinada caiu 0,5% nessa base de comparação, ao passo que o rendimento dos sem carteira e dos conta-própria cresceu 0,6% e 2,3%, nesta ordem (Tabela 5).

Rendimento nominal cresceu acima da inflação nos últimos três meses. A variação do rendimento nominal acima da inflação nos três últimos meses pode indicar algum aumento do poder de barganha dos trabalhadores frente aos empresários nas negociações salariais. De todo modo, a fraqueza do mercado de trabalho sugere que esse poder de barganha segue relativamente limitado.

⁶ Para maiores informações, ver: <https://bit.ly/2YiXqsg>.

TABELA 5. INDICADORES DE RENDIMENTO POR POSIÇÃO

Indicadores de rendimento	Valores			Trimestre/ mesmo trimestre do ano anterior			Variação acumulada em 12 meses		
	ago/19	set/19	out/19	ago/19	set/19	out/19	ago/19	set/19	out/19
Rendimento médio nominal (em R\$)	2.298	2.298	2.317	3,2%	3,3%	3,8%	4,6%	4,6%	4,5%
Rendimento médio real (em R\$)	2.301	2.299	2.317	-0,2%	0,1%	0,8%	0,5%	0,7%	0,7%
Com carteira assinada no setor privado	2.187	2.185	2.185	-0,5%	-0,9%	-0,5%	-1,0%	-0,9%	-0,9%
Sem carteira assinada no setor privado	1.434	1.407	1.391	4,3%	2,5%	0,6%	5,8%	5,2%	4,7%
Trabalhador doméstico	906	897	898	0,9%	0,0%	0,0%	-0,7%	-0,8%	-0,6%
Setor público	3.677	3.660	3.693	1,8%	0,9%	1,7%	2,0%	2,0%	2,0%
Empregador	5.727	5.856	5.997	-1,0%	1,1%	3,7%	1,2%	2,1%	2,5%
Conta Própria	1.671	1.677	1.693	-0,7%	1,3%	2,3%	0,5%	0,8%	1,0%
Massa salarial (em milhões de R\$)	210.193	210.543	212.808	1,8%	1,8%	2,6%	2,4%	2,5%	2,6%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

1.4 Inflação e juros

IPCA tem alta de 0,51% em novembro e de 3,27% em 12 meses. De acordo com o IBGE, o IPCA teve alta de 0,51% em novembro, após ter registrado aumento de 0,10% em outubro. No acumulado de janeiro a novembro de 2019, o indicador subiu 3,12% e, no acumulado em 12 meses, a inflação ao consumidor foi de 3,27% (Tabela 6).

Item Carnes exerceu o maior impacto para a inflação de novembro. A principal influência para a taxa de novembro do IPCA veio do grupo Alimentação e bebidas, que exerceu impacto de 0,18 ponto percentual (Tabela 6). Dentro deste grupo, o impacto principal foi de carnes, que teve alta de 8,09% nos preços em novembro (impacto individual de 0,22 ponto percentual no IPCA de novembro), como consequência de um problema na produção de carnes na China, o que elevou os preços no mercado internacional e fez com que os produtores brasileiros destinassem maior parcela da produção àquele mercado. Menciona-se que esse fenômeno deve persistir nos próximos meses, o que continuaria a manter pressionado o grupo Alimentação e bebidas do IPCA.

Jogos de azar, dentro do grupo Despesas pessoais, também pressionaram o IPCA de novembro. A segunda maior influência para o resultado de novembro do IPCA veio do grupo Despesas pessoais, com variação de mensal de 1,24% e impacto de 0,13 ponto percentual. A razão para a essa forte variação mensal foi o reajuste praticado pelo governo nas apostas de loterias a partir de 10 de novembro. O item jogos de azar teve alta de 24,35% no mês.

Tarifas de água e esgoto, além de botijão de gás, também tiveram altas relevantes em novembro. O grupo Habitação variou 0,71% em novembro e exerceu a terceira maior influência (+0,11 ponto percentual) para o resultado do IPCA no mês. Contribuíram para esse resultado: (i) aumento no preço do item taxa de água e esgoto (0,24%) em razão de reajustes de 3,43% em Curitiba, vigente desde 11 de novembro, e de 4,87% no Rio de Janeiro, em vigor desde 1º de outubro; e (ii) reajuste no preço do gás em botijão de 13kg, de 4%, aplicado pela Petrobras a partir de 27 de novembro. Esse reajuste deverá aparecer com mais força na divulgação do IPCA de dezembro.

TABELA 6. VARIAÇÃO DO IPCA E IMPACTO PARA A VARIAÇÃO MENSAL

IPCA e grupos	Variação mensal			Impacto mensal (p.p.)			Variação acumulada em 12 meses		
	set/19	out/19	nov/19	set/19	out/19	nov/19	set/19	out/19	nov/19
Índice geral	-0,04%	0,10%	0,51%	-0,04	0,10	0,51	2,89%	2,54%	3,27%
Alimentação e bebidas	-0,43%	0,05%	0,72%	-0,11	0,01	0,18	3,56%	3,00%	3,34%
Habituação	0,02%	-0,61%	0,71%	0,00	-0,10	0,11	3,90%	3,12%	4,60%
Artigos de residência	-0,76%	-0,09%	-0,36%	-0,03	0,00	-0,01	2,39%	1,52%	0,67%
Vestuário	0,27%	0,63%	0,35%	0,02	0,04	0,02	0,79%	1,10%	1,89%
Transportes	0,00%	0,45%	0,30%	0,00	0,08	0,05	0,88%	0,41%	1,46%
Saúde e cuidados pessoais	0,58%	0,40%	0,21%	0,07	0,05	0,03	4,20%	4,34%	5,31%
Despesas pessoais	0,04%	0,20%	1,24%	0,00	0,02	0,13	3,16%	3,11%	4,02%
Educação	0,04%	0,03%	0,08%	0,00	0,00	0,00	4,74%	4,73%	4,77%
Comunicação	-0,01%	-0,01%	-0,02%	0,00	0,00	0,00	0,41%	0,38%	0,43%

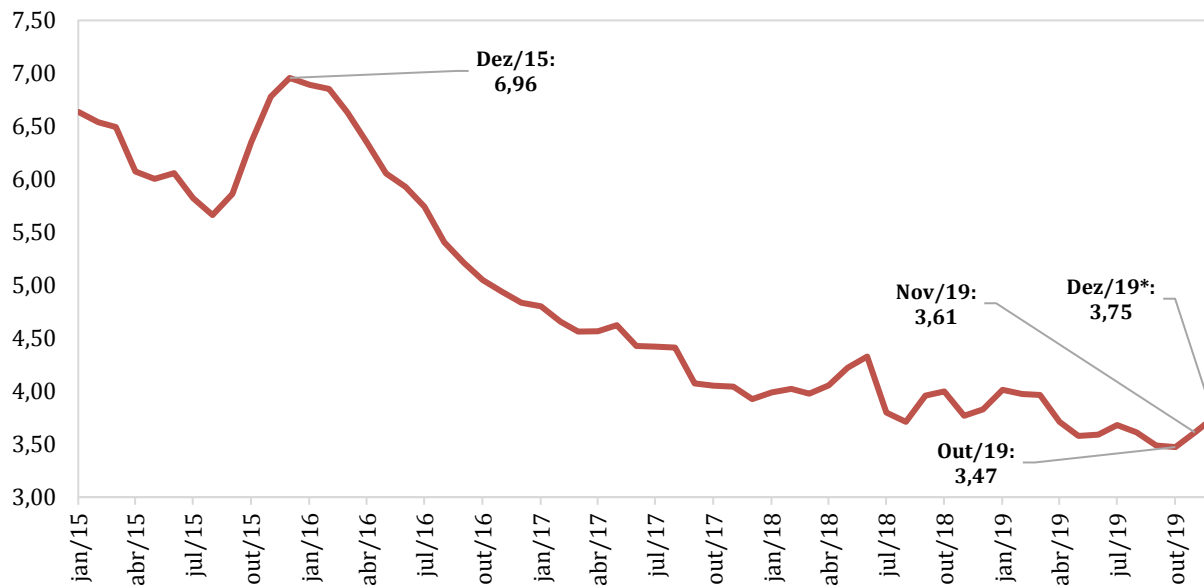
Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Apesar da queda no coeficiente de difusão, inflação deve ficar mais pressionada no curto prazo. O coeficiente de difusão do IPCA, que mede o percentual de itens que registraram variação positiva no mês, passou de 59,8% em outubro para 55,9% em novembro. Apesar da redução do coeficiente e de o cenário para a inflação continuar benigno nos próximos meses, algumas pressões pontuais, como os preços das carnes, devem exercer alguma pressão sobre o IPCA no curto prazo, fazendo subir as expectativas para o comportamento da inflação no horizonte dos próximos 12 meses.

Expectativas de inflação já estão subindo nas últimas leituras do Boletim Focus. Com efeito, de acordo com o Boletim Focus do Banco Central, com informações atualizadas até 6 de dezembro de 2019, as expectativas para o resultado do IPCA em 2019 subiram na última semana para 3,84%, contra consenso de 3,52% dos analistas de mercado na semana anterior. Há quatro semanas, a mediana das expectativas de mercado previa alta de 3,31% para o IPCA neste ano.

Aumento das expectativas inflacionárias limita espaço para cortes adicionais de juros pelo Banco Central. Para os próximos 12 meses, o consenso de mercado em relação ao comportamento do IPCA está se deslocando para cima, limitando o espaço para que o Comitê de Política Monetária (Copom) reduza a taxa básica de juros da economia para aquém de 4,5% ao ano, como deverá ocorrer na reunião do Comitê de 10 e 11 de dezembro. A título de ilustração, entre outubro e os primeiros dias de dezembro, a expectativa para o IPCA nos próximos 12 meses subiu de +3,47% para +3,75% (Gráfico 18).

GRÁFICO 18. INFLAÇÃO ACUMULADA PARA OS PRÓXIMOS 12 MESES (%) - EXPECTATIVAS DE MERCADO



Fonte: Focus-Banco Central. Elaboração: IFI.
* Dez/19: considera informações até o dia 6.