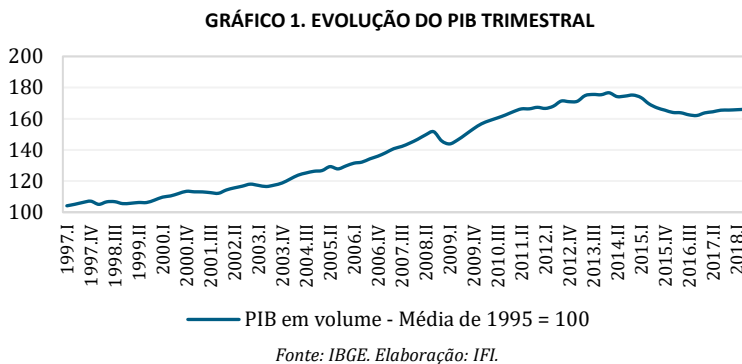


1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

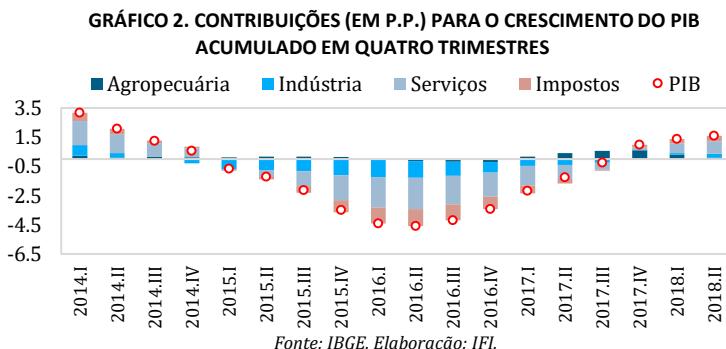
1.1 Evolução do PIB e estimativa atualizada do hiato do produto

A atividade econômica segue avançado em um ritmo lento. O crescimento do PIB acelerou apenas ligeiramente no segundo trimestre de 2018 para 0,2% (de 0,1% nos três primeiros meses do ano, considerando a série com ajuste sazonal), de acordo com o IBGE. Ao longo dos últimos seis trimestres em que o PIB registrou resultados positivos, a taxa de variação acumulada nesse período (2,5%) ainda não permitiu a recuperação ao patamar anterior à recessão que vigorou no país entre 2014 e 2016, quando houve queda acumulada do PIB de 8,3%, conforme se observa no Gráfico 1.

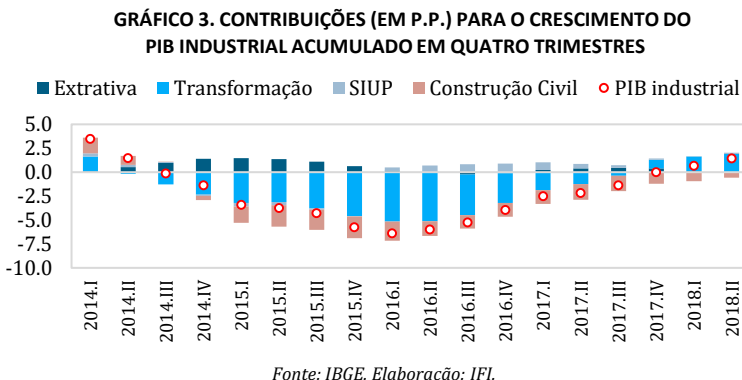


A greve dos caminhoneiros ocorrida em maio produziu impactos negativos na economia. A indústria registrou queda de 0,6% e os serviços avançaram pouco (0,3%) em relação ao período imediatamente anterior. Na indústria, os fatores negativos partiram dos subsetores da indústria de transformação e da construção civil, sendo que ambos recuaram 0,8% no trimestre. Nos serviços, as atividades de transporte, armazenagem e correio (-1,4%) e comércio (-0,3%) tiveram recuos mais pronunciados. O PIB da agropecuária ficou estável na mesma base de comparação.

Considerando-se a taxa acumulada em quatro trimestres, o PIB registrou expansão de 1,4% refletindo os desempenhos da agropecuária (2,0%), indústria (1,4%) e serviços (1,4%). Em termos de contribuição, o setor de serviços adicionou 0,9 ponto percentual (p.p.) ao resultado do PIB acumulado em quatro trimestres, seguido pela indústria (0,3 p.p.) e pela agropecuária (0,1 p.p.), como se observa no Gráfico 2.



A trajetória ainda negativa da construção civil constitui-se como fator limitante à recuperação do PIB industrial e da atividade econômica em termos agregados. O segmento da construção subtraiu 0,6 p.p. da taxa de crescimento do PIB industrial acumulada em quatro trimestres (1,4%). Essa contribuição já é negativa há 15 trimestres (Gráfico 3). O avanço da indústria total, por sua vez, é explicado, em grande medida, pela indústria de transformação (contribuição de 1,9 p.p.), ao passo que a contribuição das demais rubricas – serviços

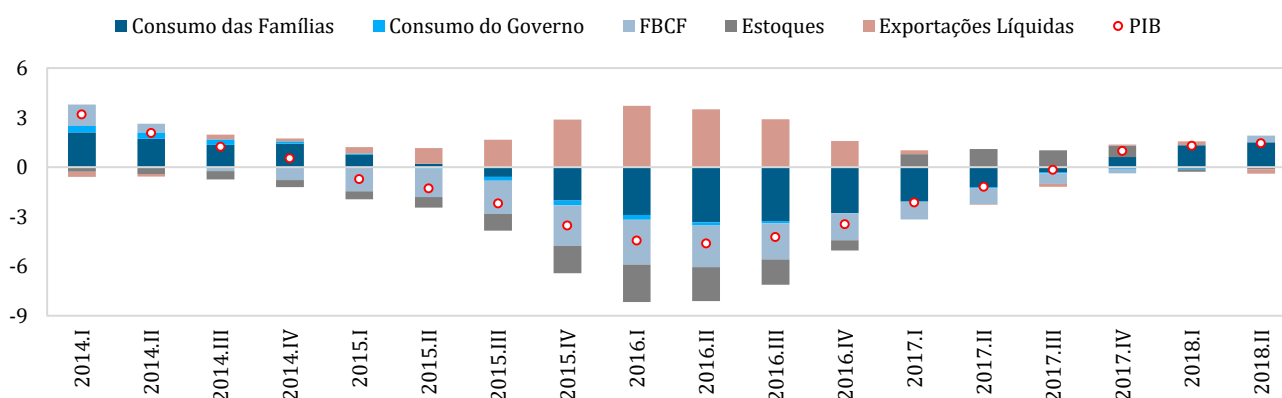


industrias de utilidade pública e indústria extrativa – situa-se próxima de zero.

Sob a ótica das despesas, destaca-se a queda da formação bruta de capital fixo, que cedeu 1,8% em relação ao trimestre imediatamente anterior. A queda pronunciada dos investimentos públicos e o baixo dinamismo dos investimentos privados – potencializado pela elevação do nível de incerteza da economia – ajudam a explicar o baixo dinamismo da FBCF. A despesa de consumo das famílias ficou praticamente inalterada (+0,1%), enquanto a despesa de consumo do governo subiu ligeiramente (0,5%).

Considerando-se a taxa acumulada em quatro trimestres, o consumo das famílias (2,3%), a formação bruta de capital fixo (2,6%), as exportações (4,7%) e as importações (7,1%) registraram variações positivas. Já as despesas de consumo do governo (-0,4%) diminuíram pelo 13º trimestre seguido.

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



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Em termos de contribuição, a absorção doméstica, composta pelas despesas de consumo das famílias (1,5 p.p.), do governo (-0,1 p.p.) e os investimentos (0,4 p.p.), contribuiu com 1,7 p.p. para o crescimento do PIB (de 1,4%). A demanda externa (exportações líquidas), ao contrário, exerceu influência negativa (de -0,3 p.p.). A Tabela 1 exhibe as contribuições de cada componente da demanda agregada na taxa acumulada em quatro trimestres do PIB desde 2017.

TABELA 1. CONTRIBUIÇÕES (EM P.P.) NA TAXA ACUMULADA EM QUATRO TRIMESTRES DO PIB

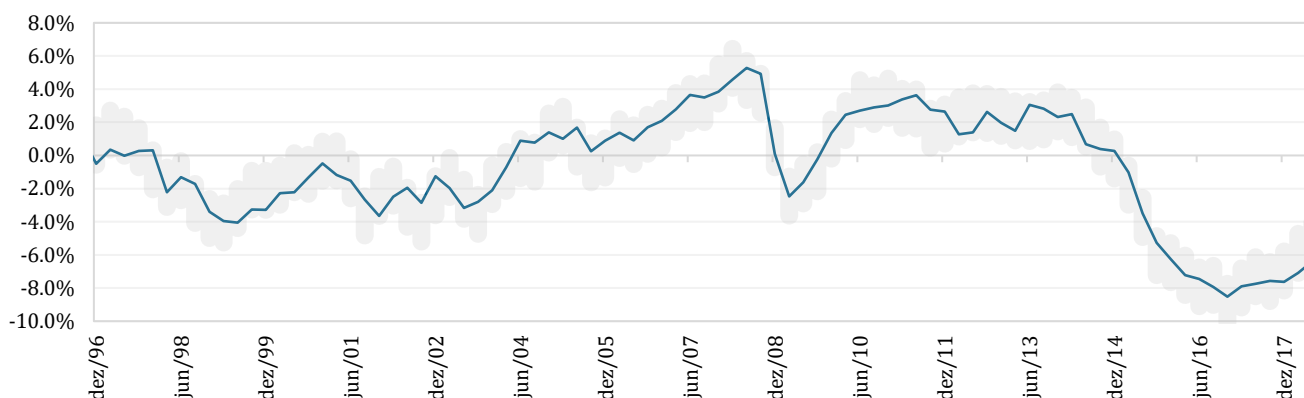
	2017.I	2017.II	2017.III	2017.IV	2018.I	2018.II
Absorção interna	-2.4	-1.2	0.0	0.9	1.1	1.7
Consumo das famílias	-2.1	-1.2	-0.3	0.6	1.3	1.5
Consumo do governo	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Formação Bruta de Capital Fixo	-1.1	-1.0	-0.6	-0.3	0.0	0.4
Variação de estoques*	0.8	1.1	1.0	0.7	-0.2	-0.1
Exportações líquidas	0.2	0.0	-0.2	0.1	0.2	-0.3

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

* 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. Entram no cômputo do PIB, pois correspondem a uma produção no período. A rubrica é usada como elemento de equilíbrio de oferta e demanda de bens e serviços.

A economia opera com elevado grau de ociosidade. O hiato do produto, calculado pela diferença (percentual) entre o produto observado e o produto tendencial (ou potencial), alcançou o valor mais baixo da série histórica¹ (-8,5%) no final de 2016, que coincide com o último trimestre da recessão que vigorou entre 2014 e 2016. Desde então, a variável vem se recuperando lentamente. A estimativa para o segundo trimestre de 2018 indica que a economia brasileira está 6,4 p.p. abaixo de seu potencial, com um intervalo de plausibilidade² entre -6,4% e -4,1% (Gráfico 5) – o que sugere uma boa margem para crescimento da economia brasileira nos próximos anos a partir do aproveitamento da ociosidade dos fatores existentes.

GRÁFICO 5. HIATO DO PRODUTO E INTERVALO DE PLAUSIBILIDADE

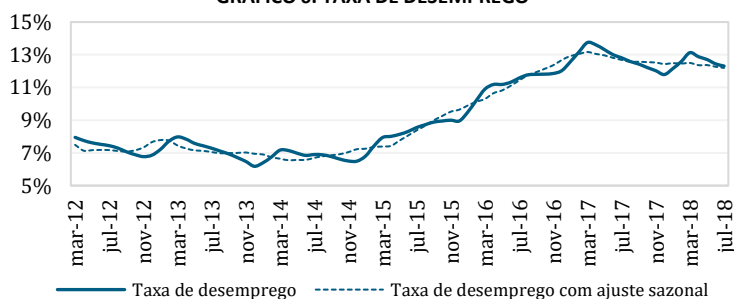


Fonte: IFI.

1.3 Mercado de trabalho

A taxa de desemprego está em 12,3% e vem caindo moderadamente desde março de 2017, período em que alcançou o pico de 13,7%. Em julho de 2018, de acordo com a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC), a taxa de desemprego atingiu 12,3% da força de trabalho (Gráfico 6), recuando 0,5 ponto percentual em relação ao mesmo período de 2017. O total de pessoas desocupadas chegou a 12,9 milhões (480 mil a menos comparativamente ao mesmo período de 2017). O ritmo bastante moderado está relacionado à lenta recuperação do nível de atividade econômica.

GRÁFICO 6. TAXA DE DESEMPREGO



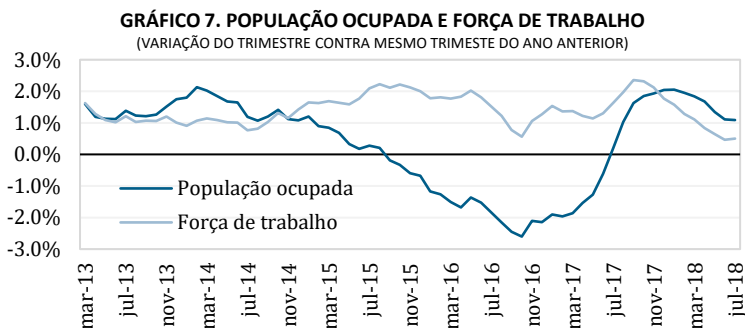
Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

¹ Em janeiro de 2018, a IFI publicou o estudo especial Hiato do Produto na Economia Brasileira: Estimativas da IFI pela metodologia de função de produção. O estudo descreve a metodologia de estimação adotada recentemente pela IFI. Disponível em: http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/536764/EE_04_2018.pdf

² Um dos aprimoramentos da metodologia da IFI foi adaptar a aplicação da Ferramenta de Plausibilidade, desenvolvida originalmente no âmbito da Comissão Europeia, para o caso brasileiro. A ferramenta é utilizada para auxiliar na identificação de resultados implausíveis (ou contra intuitivos), fornecendo uma espécie de intervalo de confiança para as estimativas e em casos específicos uma alternativa ao hiato do produto.

A diminuição do desemprego na comparação anual, em curso desde dezembro de 2017, é resultado do crescimento da população ocupada em maior magnitude que o da população economicamente ativa³ – conforme se observa no Gráfico 7.

O avanço da população ocupada em termos agregados tem sido explicado pelo setor informal. Na comparação com o trimestre encerrado em julho de 2017, a população ocupada sem carteira assinada no setor privado e por conta própria aumentaram, nessa ordem, 3,4% e 2,1%, enquanto a população ocupada com carteira assinada no setor privado recuou 1,1% (Tabela 2).



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

TABELA 2. POPULAÇÃO OCUPADA POR POSIÇÃO

Indicadores de emprego	Percentual em relação ao total de ocupados			Trimestre/ mesmo trimestre do ano anterior			Variação acumulada em 12 meses		
	mai/18	jun/18	jul/18	mai/18	jun/18	jul/18	mai/18	jun/18	jul/18
População ocupada	100.0%	100.0%	100.0%	1.3%	1.1%	1.1%	1.6%	1.7%	1.7%
Com carteira assinada no setor privado	36.1%	36.0%	36.0%	-1.5%	-1.5%	-1.1%	-2.0%	-1.8%	-1.6%
Sem carteira assinada no setor privado	12.2%	12.0%	12.1%	5.7%	3.4%	3.4%	5.7%	5.1%	5.3%
Trabalhador doméstico	6.8%	6.8%	6.8%	0.1%	2.1%	3.2%	2.0%	2.4%	2.6%
Setor público	12.6%	12.7%	12.7%	2.9%	2.7%	1.9%	2.1%	2.3%	2.3%
Empregador	4.8%	4.8%	4.8%	5.6%	4.2%	4.0%	5.9%	5.1%	4.6%
Conta Própria	25.2%	25.3%	25.2%	2.5%	2.5%	2.1%	3.7%	4.0%	3.9%
Percentual de trabalhadores que contribuem para a previdência social	63.6%	63.7%	63.7%	0.2%	0.2%	0.5%	-0.6%	-0.5%	-0.3%

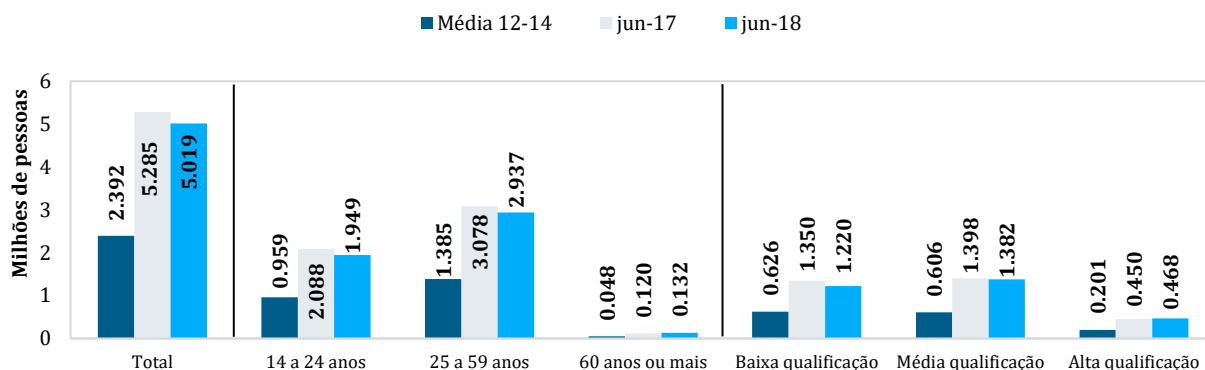
Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Os microdados da PNADC mostram que 5 milhões de pessoas buscam emprego há mais de um ano e não encontram. A recuperação lenta do crescimento econômico e a redução das contratações no mercado formal têm contribuído para elevar o tempo de permanência no desemprego. A partir dos chamados microdados da PNADC (Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílio Contínua) trimestral é possível extrair que do total 12,9 milhões desempregados no segundo trimestre de 2018, 5,0 milhões de pessoas buscam por uma colocação, sem sucesso, há pelo menos um ano. Como se pode observar no Gráfico 8, o número de pessoas nessa condição foi de 2,4 milhões, em média, entre 2012 e 2014. A elevação do número de pessoas desempregadas nessa faixa de duração ocorreu em todas os cortes de idade e nível de instrução analisados⁴.

³ A população economicamente ativa, ou força de trabalho, representa o conjunto de pessoas que trabalham ou buscam emprego.

⁴ As estatísticas referentes ao nível de instrução – baixo (sem instrução até o ensino médio incompleto), médio (ensino médio completo e superior incompleto) e alto (superior completo) - foram construídas para pessoas com mais de 25 anos.

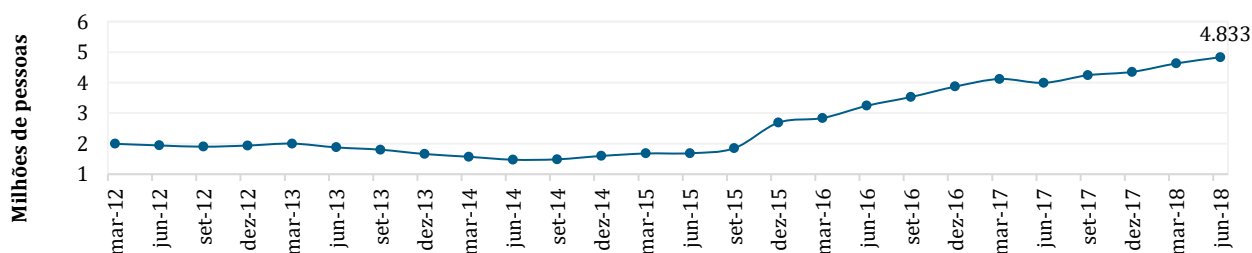
GRÁFICO 8. POPULAÇÃO DESOCUPADA HÁ PELO MENOS 1 ANO



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

É provável que a duração maior do desemprego tenha desestimulado a participação no mercado de trabalho. A expansão da força de trabalho (indicativo da oferta de mão-de-obra) encontra-se em processo de desaceleração desde o final do ano passado (Gráfico 7). O aumento da força de trabalho passou de 2,3% em outubro de 2017 para 0,5% em junho de 2018. Paralelamente, observa-se uma elevação no número de pessoas desalentadas (Gráfico 9), aquelas que estavam disponíveis para trabalhar, mas não realizaram busca efetiva no período de 30 dias, dentre outras razões, por não haver oportunidades de emprego⁵.

GRÁFICO 9. NÚMERO DE PESSOAS DESALENTADAS

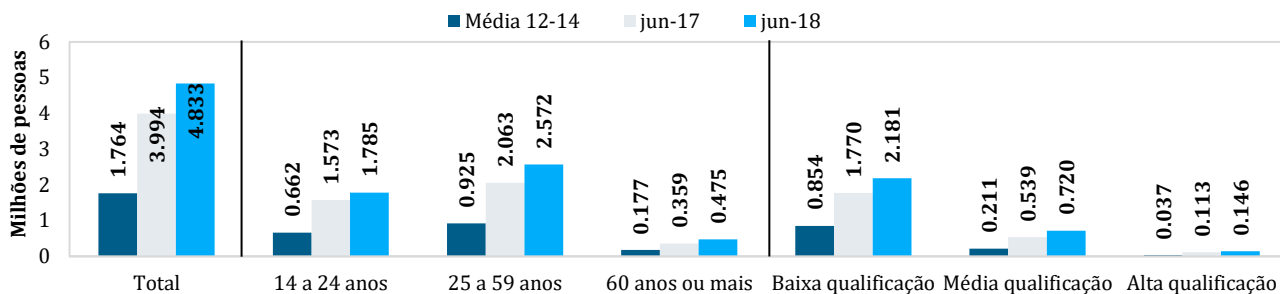


Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

No segundo trimestre de 2018, de acordo com a PNADC, o montante de pessoas desalentadas foi estimado em 4,8 milhões de pessoas ante a uma média de 1,7 milhão no período de 2012 a 2014. O Gráfico 10 exibe que a elevação do percentual de pessoas ditas desalentadas – isto é, que não estão mais procurando emprego – aumentou entre todas as faixas de renda e nível de qualificação. Apesar de grande parte de pessoas desalentadas ser pouco qualificada (a participação das pessoas com baixa qualificação foi de 71,6% do total de pessoas desalentadas em junho de 2018 contra 76,9% na média 2012-2014), aumentou a participação de pessoas com alta qualificação nas estatísticas de desalento (de 3,3% para 4,8%).

⁵ Na entrevista, a pessoa responde que não houve busca efetiva por um dos seguintes motivos: não conseguia trabalho adequado, não tinha experiência profissional ou qualificação, não conseguia trabalho por ser considerado muito jovem ou muito idoso ou não havia trabalho na localidade.

GRÁFICO 10. NÚMERO DE PESSOAS DESALENTADAS



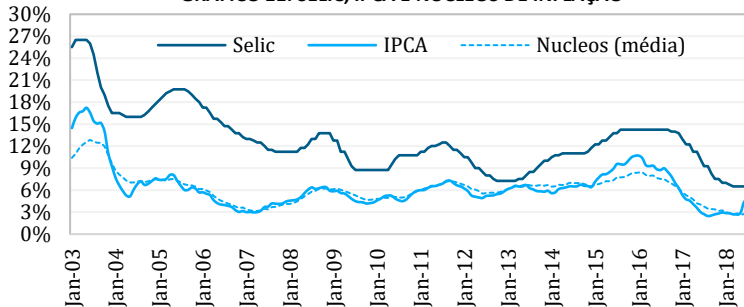
Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Em resumo, a recessão que vigorou no país entre 2014 e 2016 e a recuperação lenta do nível de atividade ainda produz grandes implicações sobre o mercado de trabalho. Os dados mais recentes da PNADC, referentes ao segundo trimestre de 2018, mostram um quadro de redução das contratações formais, de elevada permanência no desemprego e de saída de pessoas da força de trabalho, desestimuladas, em grande medida, pela falta de oportunidades.

1.4 Inflação e juros

A tendência da inflação corrente, quando minimizada a influência de choques temporários, encontra-se no limite inferior da meta. De acordo com o Banco Central, a média dos núcleos de inflação (medidas que buscam expurgar da inflação cheia a influência de itens de maior volatilidade) passou de 2,9% em julho para 3,0% em agosto. A inflação cheia observada pela variação do IPCA medida em doze meses chegou a 4,2% em agosto (ante 4,5% em julho).

GRÁFICO 11. SELIC, IPCA E NÚCLEOS DE INFLAÇÃO



Fonte: Banco Central e IBGE. Elaboração: IFI

TABELA 3. INFLAÇÃO AO CONSUMIDOR

Inflação ao consumidor	Variação acumulada em 12 meses					
	mar/18	abr/18	mai/18	jun/18	jul/18	ago/18
Índice Nacional de Preços ao Consumidor – INPC	1.6%	1.7%	1.8%	3.5%	3.6%	3.6%
Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA	2.7%	2.8%	2.9%	4.4%	4.5%	4.2%
Preços administrados	7.1%	8.3%	8.1%	11.8%	11.3%	9.6%
Preços livres	1.3%	1.0%	1.1%	2.0%	2.2%	2.4%
Alimentação no domicílio	-4.3%	-4.7%	-3.8%	0.1%	0.3%	1.5%
Industriais	1.2%	1.3%	1.3%	1.6%	1.7%	1.6%
Serviços	3.9%	3.5%	3.3%	3.2%	3.5%	3.3%
Média dos núcleos de inflação	2.8%	2.6%	2.6%	2.7%	2.9%	3.0%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

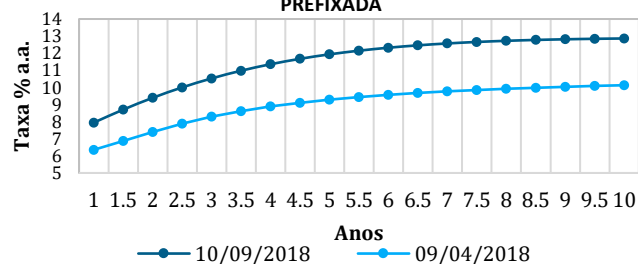
Desde a última reunião do Copom (início de setembro), a taxa de câmbio desvalorizou 9,4% (de R\$ 3,75 para R\$ 4,10). A despeito da mudança na taxa de câmbio, a expectativa de inflação para 2019 – vista pela mediana de mercado do Boletim Focus para o IPCA do próximo ano (4,1%) – ainda está ancorada, mantendo-se pouco abaixo da meta de inflação estabelecida (4,25%). Diante da tendência confortável da inflação corrente, do elevado grau de ociosidade dos fatores produtivos e das expectativas de inflação ancoradas, a projeção para a taxa Selic, também presente no Boletim Focus, é de manutenção do atual patamar (6,5% a.a.) até a reunião de março de 2019.

As previsões implícitas nos contratos DI futuros⁶, por sua vez, já embutem probabilidade de elevação da taxa básica de juros ainda em 2018, em um cenário doméstico e internacional marcado por elevado grau de incerteza.

Os gráficos 12 e 13 mostram que as taxas de juros de títulos públicos mais longas (para as diferentes maturidades) subiram de forma considerável comparativamente a abril - período anterior à crise dos combustíveis e ao processo recente de desvalorização cambial.

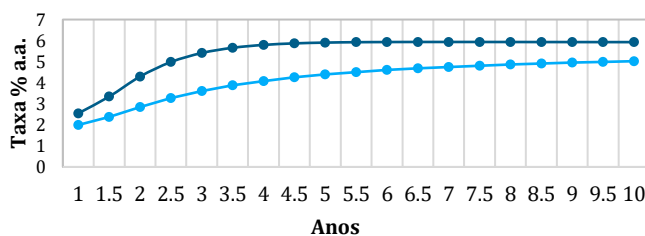
Desde o início do ciclo de flexibilização monetária, iniciado em setembro de 2016, o Banco Central reduziu a taxa básica de juros em 775 pontos (para o patamar mínimo de 6,5% a.a.). A elevação da curva de juros, por outro lado, deve sensibilizar o custo do crédito e afetar, portanto, a velocidade de recuperação do nível de atividade e do emprego.

GRÁFICO 12. ESTRUTURA A TERMO DA TAXA DE JUROS NOMINAL PREFIXADA



Fonte: Anbima. Elaboração: IFI

GRÁFICO 13. ESTRUTURA A TERMO DA TAXA DE JUROS REAL



Fonte: Anbima. Elaboração: IFI

⁶ Calculada e divulgada pela B3, "o Contrato Futuro de DI tem como ativo subjacente a taxa média diária dos Depósitos Interfinanceiros (DI) compreendida entre a data de negociação, inclusive, e a data de vencimento, exclusive, e é utilizado para proteção e gerenciamento de risco de taxa de juro de ativos/passivos referenciados em DI".

Box. Cenário macrofiscal e curva de juros

A estrutura a termo da taxa de juros (ETTJ) é um conceito bastante utilizado tanto em economia quanto em finanças, cujo objetivo central é representar um conjunto de taxas de juros associado a diferentes prazos ou maturidades. Como o dinheiro tem valor no tempo, é de certa forma esperado que quanto maior o prazo, maior seja a taxa de juros. Ou seja, é comum que a curva de juros seja positivamente inclinada, refletindo taxas maiores para prazos igualmente mais dilatados.

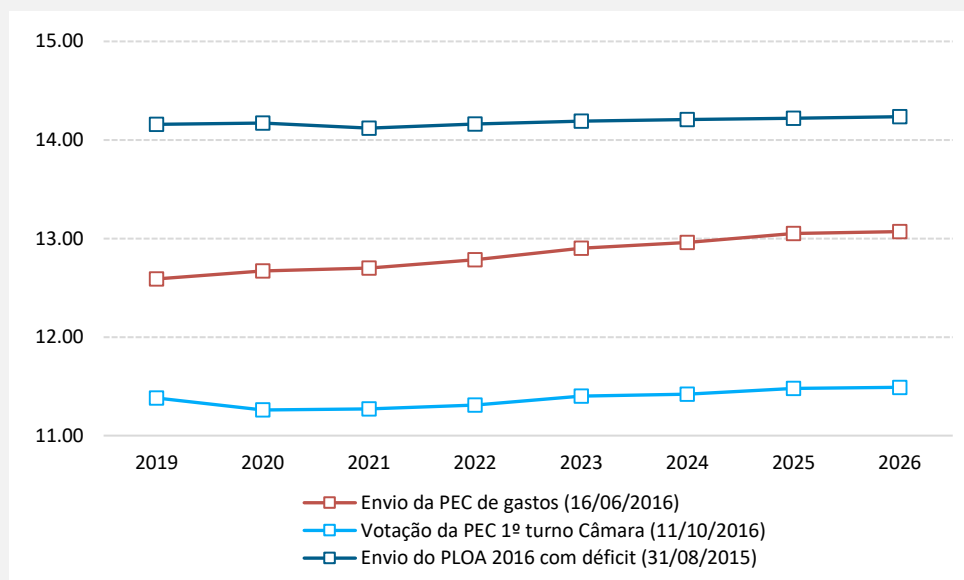
A ETTJ ou a curva de juros reflete ainda o valor esperado pelos agentes econômicos quanto à taxa livre de risco no futuro (medida pelo preço dos contratos futuros de depósitos interbancários), de maneira que sua evolução é importante para a condução tanto da política monetária quanto da estratégia de emissão e rolagem da dívida pública. De forma bastante simplificada, a relação existente entre a expectativa dos agentes econômicos refletida na curva de juros, a condução da política monetária e o canal de transmissão para gestão da dívida pública fazem da ETTJ uma variável relevante também do ponto de vista da condução da política fiscal.

A quantidade de fatores econômicos que influenciam a trajetória da curva de juros turva, em certo sentido, avaliações acerca dos fatores condicionantes de seu deslocamento, ainda que possa ser possível identificar os principais gatilhos e razões para a mudança de sua inclinação (para cima ou para baixo). Apesar de refletir uma série de condições macroeconômicas como a sustentabilidade da dívida pública, velocidade do crescimento econômico e da inflação, déficit em conta corrente e nas contas públicas, tanto doméstica quanto internacionalmente, eventuais choques e mudanças na inclinação da curva de juros em prazo curto podem estar associadas a alterações (positivas ou negativas) na percepção dos agentes econômicos.

O reconhecimento do canal de transmissão de ações de política econômica para a ETTJ é importante, pois traduz-se em um dos instrumentos utilizados pelos governos para coordenação das expectativas dos agentes econômicos. Dessa forma, é possível extrair o efeito colateral que determinadas ações podem produzir no componente de expectativas, a exemplo do cumprimento (ou não) das metas de resultado primário e de inflação, trajetória da dívida pública, dentre outras. À luz desta relação, o presente box procura identificar a resposta da curva de juros ao impulso de determinadas ações de política, como a adoção da regra para limitação do crescimento do gasto público e a surpresa positiva no resultado fiscal de 2017.

A abordagem utilizada para esse exercício é descritiva, configurando-se, portanto, como um exercício preliminar e passível de aprimoramentos. Levando-se em consideração três períodos, de envio do Projeto de Lei Orçamentária Anual (PLOA) de 2016, da proposta de emenda constitucional (PEC) para limitar o crescimento do gasto público não financeiro e de sua aprovação no primeiro turno da Câmara dos Deputados, extraímos a taxa de juros dos contratos futuros de DI. O Gráfico 14 reflete, portanto, a curva de juros extraída nos dias 31 de agosto de 2015, 16 de junho de 2016 e 11 de novembro de 2016, respectivamente.

GRÁFICO 14. EVOLUÇÃO DAS TAXAS NOS CONTRATOS FUTUROS DE DI (% A.A)



Fonte: Bloomberg. Elaboração: IFI.

A taxa de juros obtida a partir dos contratos futuros de DI quando do envio, ao final de agosto de 2015, do PLOA 2016 com déficit primário de 0,5% do PIB situou-se em torno de 14,2% para oito anos de vencimento, de 2019 a 2026. Naquela ocasião, é importante destacar que o envio do projeto de lei prevendo desequilíbrio fiscal, pela primeira vez, gerou incerteza, particularmente em razão da discrepância em relação à meta de resultado primário prevista na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) para o mesmo ano (2016), de superávit de 0,7% do PIB. Ao longo dos próximos dez meses, quando as oscilações na curva de juros passaram também a refletir incertezas decorrentes da dinâmica do processo político do país, houve o envio da chamada “PEC de gastos” em 16 de junho de 2016 que, *vis-à-vis* as taxas verificadas anteriormente, apresentaram recuo importante de 1,3 ponto de porcentagem, em média, de 2019 a 2026.

É razoável supor que o teto de gastos teve efeito não desprezível em razão do impacto na percepção de risco e expectativas dos agentes econômicos. A aprovação da proposta em primeiro turno na Câmara dos Deputados, apenas quatro meses depois, em 11 de novembro de 2016, também seguida de rebaixamento da curva de juros em todos os vértices, reforça a suspeita de que a nova regra fiscal produziu efeito positivo sobre as expectativas.

Em pouco mais de 12 meses, a redução da ETTJ foi de 2,8 pontos percentuais, em média, nos contratos com vencimento de 2019 a 2026. Ainda que naturalmente a redução não seja integralmente explicada pelo teto, parece plausível atribuir alguma parcela não desprezível a este efeito, uma vez que dentre os acontecimentos relevantes do período está a aprovação da PEC de gastos.

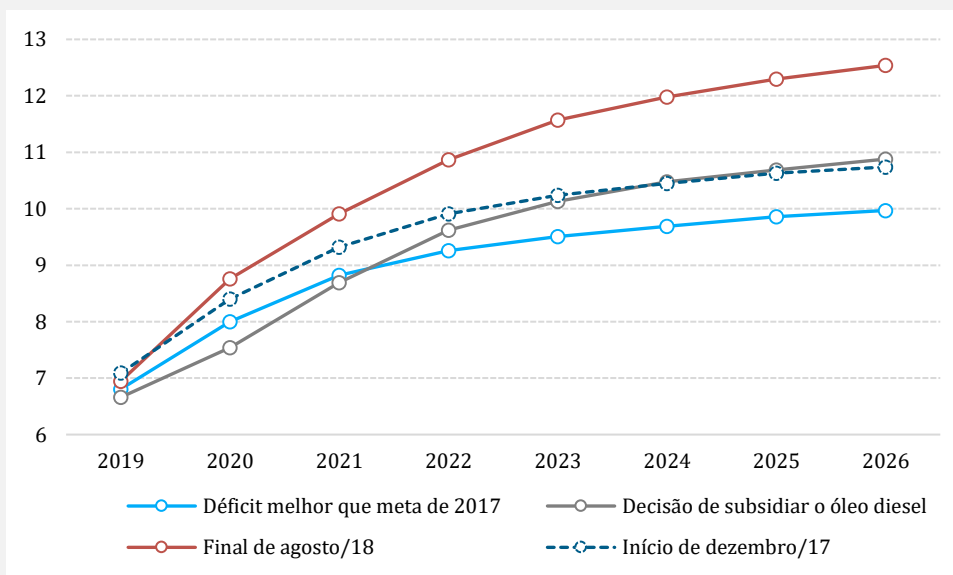
Até o término da votação em segundo turno no Senado Federal, em 13 de dezembro de 2016, houve marginal elevação da curva de juros em 2019 e avanço de 0,7 ponto percentual, em média, de 2020 a 2026. Nos meses subsequentes, não obstante mudanças no cenário internacional, propostas de caráter relevante para a condução da política fiscal como a reforma previdenciária registravam avanço gradativo. Entretanto, o país voltou a se defrontar com incertezas de natureza política, ao passo que novas informações como a profundidade da crise econômica e sua

recuperação mais lenta do que o previsto produziram reflexos em outras variáveis macroeconômicas, como o hiato do produto, indicador importante também para a condução da política monetária.

As incertezas de natureza política limitaram o avanço da reforma previdenciária. Não obstante, o resultado primário do setor público consolidado surpreendeu os agentes de mercado ao vir abaixo da meta estipulada para 2017: déficit de R\$ 110,6 bilhões (ou 1,7% do PIB) ante uma meta de R\$ 155,8 bilhões (ou 2,5% do PIB). A mudança no cenário econômico, cuja ociosidade elevada produziu nova rodada de revisão das expectativas dos agentes econômicos em torno da velocidade de recuperação do nível de atividade, emprego e inflação, na vigência da regra constitucional de limitação da taxa de expansão do gasto público, alterou a inclinação da curva de juros, que nos primeiros anos passou a precificar taxa de juros mais reduzida. A mudança do cenário macrofiscal, portanto, alterou a curvatura da ETTJ.

Nesse novo cenário macroeconômico, é possível ainda identificar o efeito de eventos fiscais relevantes sobre a curva de juros. Tomando dados do início de dezembro de 2017 e contrastando-os com as taxas de juros após a surpresa positiva com o déficit primário de 2017, é possível identificar um recuo de 0,3 ponto percentual (p.p) em 2019, 0,4 p.p em 2020, 0,5 p.p em 2021 e 0,7 p.p, em média, de 2022 a 2026. Na direção contrária, a reboque do cenário internacional cada vez menos benigno, é possível identificar uma piora da curva de juros de 0,7 p.p, em média, de 2022 a 2026 após a decisão do governo de subsidiar o preço do óleo diesel, tomada em 24 de maio deste ano (Gráfico 15).

GRÁFICO 15. EVOLUÇÃO DAS TAXAS NOS CONTRATOS FUTUROS DE DI (% A.A)



Fonte: Bloomberg. Elaboração: IFI.

Vale notar, novamente, que alterações na ETTJ não são afetadas única e exclusivamente por variáveis fiscais. Conforme destacamos, há uma série de fatores que condicionam as expectativas e a precificação de juros por parte dos agentes econômicos, inclusive a dinâmica da situação fiscal. Não obstante, uma abordagem narrativa dos eventos econômicos mais pertinentes em determinados períodos sugere que episódios fiscais relevantes exerceram alguma contribuição ativa na maior ou menor inclinação da curva de juros. À luz desta relação, é importante chamar

a atenção para o canal de transmissão das decisões de política fiscal para a curva de juros e, por sua vez, para a própria dinâmica e trajetória do endividamento público. Trata-se de um ponto essencial na elaboração dos cenários por parte dos agentes econômicos, inclusive pela Instituição Fiscal Independente (IFI).