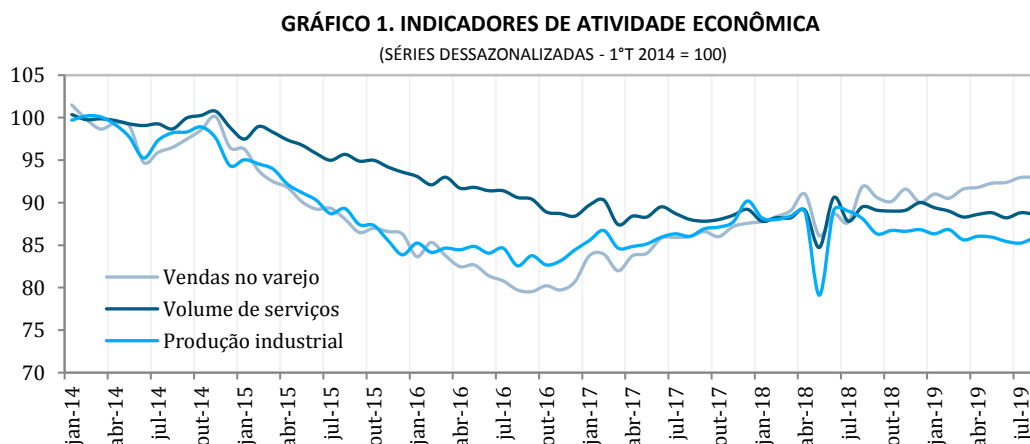


Para acessar o relatório completo clique [aqui](#).

1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

1.1 Atividade econômica

Nesta seção serão analisados alguns dos indicadores de alta frequência que permitem antecipar a tendência do PIB no curto prazo. O Gráfico 1 exibe a evolução, desde 2014, das vendas no varejo, do volume de serviços e da produção industrial.



Fonte: IBGE e Banco Central. Elaboração: IFI

Comércio apresenta acomodação no ritmo de vendas. Em agosto, o volume de vendas no comércio varejista ampliado, segundo dados da Pesquisa Mensal de Comércio (PMC) do IBGE, ficou estável frente a julho (considerando a série com ajuste sazonal), após elevações consecutivas nas últimas cinco divulgações (março a julho). No trimestre encerrado em agosto (frente aos três meses anteriores), o indicador agregado da PMC avançou 1,0%, desacelerando em relação ao resultado apresentado em abril (1,4%). A taxa de variação acumulada em 12 meses, positiva em 3,7%, indica continuidade na trajetória de recuperação do consumo das famílias.

TABELA 1. COMÉRCIO VAREJISTA: TAXAS DE CRESCIMENTO

Indicadores	Mês contra mês anterior (com ajuste sazonal)			Trimestre contra trimestre anterior (com ajuste sazonal)			Variação acumulada em 12 meses		
	jun/19	jul/19	ago/19	jun/19	jul/19	ago/19	jun/19	jul/19	ago/19
Vendas no varejo ampliado	0.1%	0.6%	0.0%	1.2%	1.4%	1.0%	3.7%	4.1%	3.7%
Combustíveis e lubrificantes	0.8%	0.6%	-3.3%	-0.3%	0.0%	-0.3%	-1.8%	-0.6%	-0.7%
Hipermercados e supermercados	0.2%	1.1%	0.6%	-1.4%	0.8%	1.7%	1.0%	1.1%	0.8%
Tecidos, vestuário e calçados	1.4%	0.8%	-2.5%	-3.8%	-1.4%	0.7%	0.0%	1.3%	0.7%
Móveis e eletrodomésticos	-1.0%	0.7%	-1.5%	1.4%	0.5%	-0.6%	-2.1%	-0.9%	-0.8%
Artigos farmacêuticos	0.2%	0.6%	-0.3%	1.0%	1.3%	0.9%	6.1%	6.4%	6.2%
Livros, jornais, revistas e papelaria	-0.6%	2.2%	0.2%	2.6%	3.2%	3.4%	-24.6%	-25.2%	-25.5%
Equipamentos e materiais para escritório	-2.4%	-0.7%	3.8%	-4.7%	-4.3%	-3.1%	0.3%	0.5%	-0.1%
Outros artigos de uso pessoal e doméstico	0.7%	2.4%	0.2%	-0.4%	-0.1%	1.4%	6.0%	6.3%	5.9%
Veículos, motocicletas, partes e peças	3.4%	-1.0%	-1.7%	4.0%	3.0%	1.9%	12.4%	12.6%	11.3%
Material de construção	-0.9%	0.7%	-0.8%	1.2%	-1.1%	-1.9%	3.1%	3.6%	2.9%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Receita do setor de serviços está praticamente estagnada. O volume de serviços, segundo dados da Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) do IBGE, registrou variação de -0,2% em agosto frente a julho, em termos dessazonalizados, destacando-se a perda nos serviços prestados às famílias (-1,7%) e em outros serviços (-2,7%). No trimestre encerrado em agosto (frente aos três meses anteriores) o indicador agregado da PMS ficou estável, acumulando alta de 0,6% nos últimos doze meses.

TABELA 2. SERVIÇOS: TAXAS DE CRESCIMENTO

Indicadores	Mês contra mês anterior (com ajuste sazonal)			Trimestre contra trimestre anterior (com ajuste sazonal)			Variação acumulada em 12 meses		
	jun/19	jul/19	ago/19	jun/19	jul/19	ago/19	jun/19	jul/19	ago/19
Receita real de serviços	-0.7%	0.7%	-0.2%	-0.4%	0.0%	0.0%	0.7%	0.9%	0.6%
Serviços prestados às famílias	-0.6%	-0.3%	-1.7%	0.9%	0.4%	-1.1%	3.5%	3.8%	3.5%
Serviços de informação e comunicação	-2.1%	1.9%	0.4%	0.3%	0.9%	0.6%	1.9%	2.2%	2.7%
Serviços profissionais, administrativos e complementares	-0.4%	-1.3%	0.5%	0.6%	0.1%	-0.6%	-1.0%	-0.7%	-0.9%
Transportes, serviços auxiliares aos transportes e correio	0.1%	0.7%	-0.9%	-1.4%	-0.1%	0.0%	-0.5%	-0.7%	-1.8%
Outros serviços	-2.2%	5.1%	-2.7%	-0.8%	2.7%	2.0%	2.3%	3.0%	3.4%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Crescimento da produção industrial foi pouco disseminado entre os setores. A produção industrial de agosto, de acordo com a Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE, aumentou 0,8% em relação ao mês anterior, na série com ajuste sazonal, após ter registrado quedas consecutivas nas últimas três divulgações (entre maio e julho). A expansão de agosto foi determinada, em grande medida, pela retomada da produção em unidades produtivas do setor extrativo, que estavam paralisadas devido aos efeitos do rompimento de uma barragem de rejeitos de mineração na região de Brumadinho (MG).

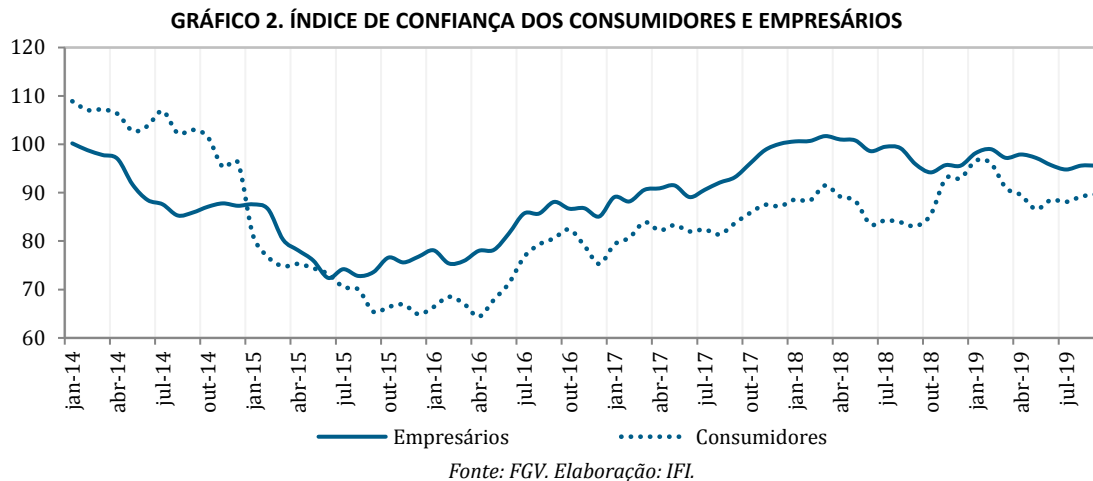
A indústria de transformação, categoria que agrega um conjunto de setores mais diversificados, subiu 0,2% em agosto frente a julho, e foi acompanhada pelo desempenho negativo dos setores de bens de capital e bens de consumo, como se observa na Tabela 3. O volume produzido pela indústria de transformação no trimestre encerrado em agosto recuou 1,2% em relação ao trimestre finalizado em maio. A taxa de variação acumulada em 12 meses, negativa em 1,0%, mostra uma tendência mais clara da perda de dinamismo da produção industrial, que tem contribuído para constranger a recuperação da atividade econômica de forma mais ampla.

TABELA 3. INDÚSTRIA: TAXAS DE CRESCIMENTO

Indicadores	Mês contra trimestre anterior (com ajuste sazonal)			Trimestre contra trimestre anterior (com ajuste sazonal)			Variação acumulada em 12 meses		
	jun/19	jul/19	ago/19	jun/19	jul/19	ago/19	jun/19	jul/19	ago/19
Produção industrial	-0.6%	-0.2%	0.8%	-0.5%	-0.7%	-0.4%	-0.7%	-1.3%	-1.7%
Indústria extrativa	3.1%	5.9%	6.6%	-10.2%	4.1%	11.3%	-5.4%	-6.3%	-6.4%
Indústria de transformação	-0.8%	-0.5%	0.2%	0.5%	-0.8%	-1.2%	-0.1%	-0.6%	-1.0%
Bens de Capital	-0.6%	-0.1%	-0.4%	5.7%	2.4%	0.5%	2.9%	2.8%	1.6%
Bens intermediários	-0.6%	0.0%	1.4%	-2.0%	-0.4%	0.4%	-1.6%	-2.4%	-2.6%
Bens de consumo duráveis	-0.7%	0.4%	-1.8%	2.1%	-0.7%	-1.5%	2.1%	0.8%	-0.6%
Bens de consumo não duráveis	-1.0%	1.3%	-0.4%	0.8%	-0.3%	-0.4%	-0.2%	-0.2%	-0.2%

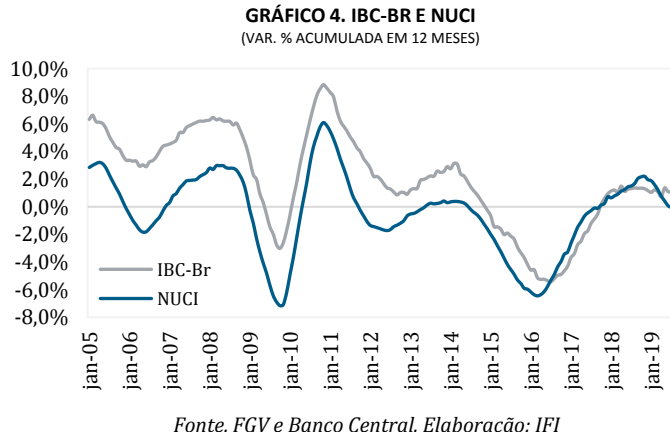
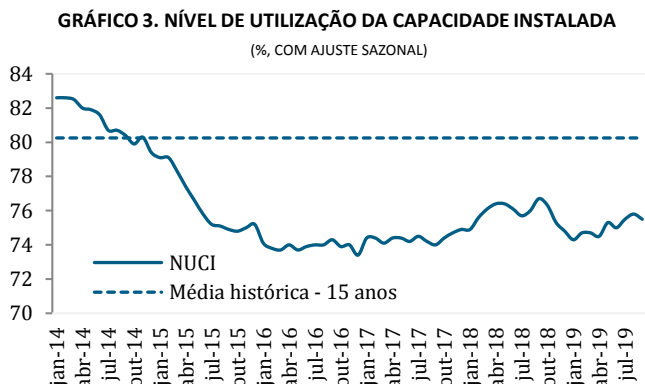
Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Confiança avança moderadamente no terceiro trimestre. De acordo com sondagens divulgadas pela FGV, o Índice de Confiança Empresarial subiu para 93,7 pontos na média do trimestre encerrado em setembro, 1,1 ponto acima do observado nos três meses anteriores, e o Índice de Confiança dos Consumidores avançou para 89 pontos, configurando aumento de 0,8 ponto na mesma comparação. Apesar da melhora no terceiro trimestre, o Gráfico 2 indica que os patamares atuais se encontram abaixo do observado no início de 2019. A desaceleração no crescimento econômico global e a lenta recuperação do mercado de trabalho são fatores que trazem incertezas ao ambiente econômico, além de atuar para conter o avanço da confiança de empresários e consumidores.



A indústria brasileira segue operando com elevado grau de ociosidade. O nível de utilização da capacidade instalada (NUCI), calculado na Sondagem da Indústria pela FGV, recuou 0,3 ponto percentual na passagem de agosto para setembro, atingindo 75,5% - patamar que se afasta da média histórica de 80,3% dos últimos 15 anos (Gráfico 3). No trimestre finalizado em setembro, de todo modo, o NUCI avançou 0,7 ponto percentual, para 75,6 pontos.

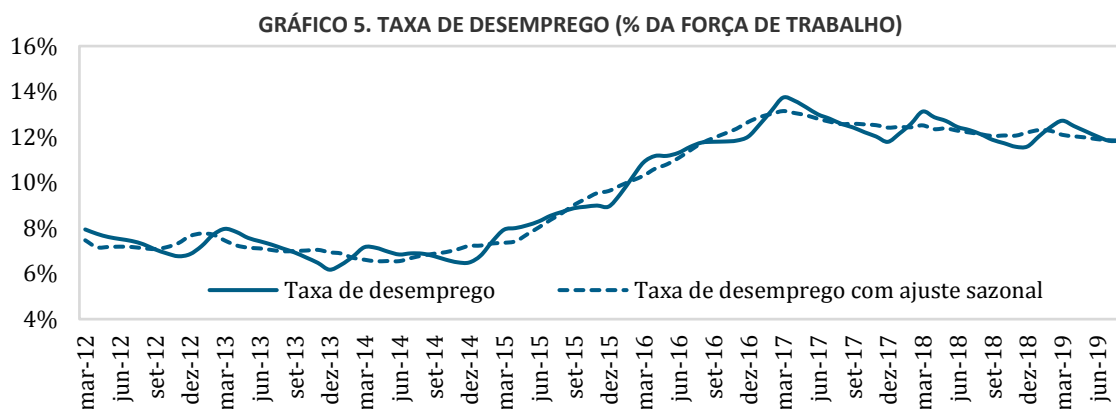
Menor dinamismo do setor industrial limita recuperação da atividade. Cabe destacar que o nível de utilização da capacidade instalada guarda uma relação estreita com o ciclo da atividade econômica. Como se observa no Gráfico 4, que compara a tendência (analisada pelo movimento da taxa de variação acumulada em 12 meses) das séries históricas do NUCI (com dados realizados até setembro) e do Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br), disponível até agosto, o baixo dinamismo do setor industrial, por ora, tem se mostrado compatível com um crescimento do PIB abaixo de 1,0% no fim de 2019.



Conjunto de indicadores sugere que PIB deve crescer ao redor de 0,2% no terceiro trimestre. O conjunto preliminar de informações disponíveis sobre o estado da atividade econômica – analisados acima - aponta que o PIB manteve um ritmo de crescimento moderado no terceiro trimestre. A projeção preliminar da IFI indica que o PIB no período deve ter crescido 0,2% em relação ao trimestre anterior (e 0,7% na comparação com o terceiro trimestre de 2018). A liberação de recursos depositados em contas do FGTS e do PIS/PASEP (R\$ 42 bilhões) deve ajudar a impulsionar o PIB a partir do quarto trimestre, caso sejam efetivamente utilizados para consumo e redução de endividamento das famílias.

1.2 Mercado de trabalho

Crescimento da população ocupada acima da força de trabalho vem possibilitando recuo gradual do desemprego. A taxa de desemprego no país segundo apuração do IBGE por meio da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua) foi de 11,8% no trimestre encerrado em agosto, situando-se 0,3 ponto percentual abaixo da observada no mesmo período do ano anterior. O contingente de desocupados na economia situa-se em 12,5 milhões de pessoas, um patamar ainda relativamente elevado. A redução da taxa de desemprego na comparação anual refletiu o crescimento da população ocupada (2,4%) acima da força de trabalho (1,9%). Considerando-se a série com ajuste sazonal calculada pela IFI, a taxa de desemprego vem recuando lentamente, variando de 13,1% em abril de 2017 para 12,3% em janeiro de 2019, 11,9% em julho e 11,8% em agosto (Gráfico 5).



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Aumento da ocupação segue concentrado nos segmentos informais. Nos 12 meses encerrados em agosto de 2019, o crescimento da população ocupada foi de 1,8%, sustentado pelo avanço mais robusto do emprego sem carteira no setor privado (4,4%) e por conta própria (4,0%), enquanto o número de trabalhadores com carteira assinada no setor privado subiu apenas 0,3% nessa base de comparação (Tabela 4).

TABELA 4. POPULAÇÃO OCUPADA POR POSIÇÃO

Indicadores de emprego	Valores absolutos (mil pessoas)			Variação acumulada em 12 meses			Percentual em relação ao total de ocupados		
	jun/19	jul/19	ago/19	jun/19	jul/19	ago/19	jun/19	jul/19	ago/19
População ocupada	93,342	93,584	93,631	1.7%	1.8%	1.8%	100.0%	100.0%	100.0%
Com carteira assinada no setor privado	33,213	33,146	33,042	-0.1%	0.0%	0.3%	35.6%	35.4%	35.3%
Sem carteira assinada no setor privado	11,500	11,658	11,795	4.7%	4.5%	4.4%	12.3%	12.5%	12.6%
Trabalhador doméstico	6,254	6,280	6,287	-0.2%	-0.2%	-0.4%	6.7%	6.7%	6.7%
Setor público	11,661	11,714	11,671	1.6%	1.4%	1.0%	12.5%	12.5%	12.5%
Empregador	4,369	4,331	4,348	2.4%	2.0%	1.6%	4.7%	4.6%	4.6%
Conta Própria	24,141	24,227	24,293	3.6%	3.8%	4.0%	25.9%	25.9%	25.9%
Percentual de trabalhadores que contribuem para a previdência social	58,587	58,547	58,411	0.9%	0.9%	1.0%	62.8%	62.6%	62.4%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Subutilização da força de trabalho indica fragilidade de condições de emprego da economia. Em agosto, o contingente de pessoas acima de 14 anos de idade desocupadas, subocupadas por insuficiência de horas trabalhadas (que trabalharam menos de 40 horas semanais e estavam dispostas a trabalhar mais) ou desalentadas (que desistiram de procurar emprego, mas que estariam em condições de assumir alguma ocupação) totalizou 24,5 milhões de indivíduos. Embora o número de pessoas nessas condições venha recuando nos últimos trimestres, o volume é ainda 2,0% superior em relação ao observado no mesmo período de 2018.

TABELA 5. INDICADORES DE SUBUTILIZAÇÃO DA FORÇA DE TRABALHO

Indicadores de emprego	Valores absolutos (mil pessoas)			Trimestre contra mesmo trimestre do ano anterior		
	jun/19	jul/19	ago/19	jun/19	jul/19	ago/19
Desocupados	12,766	12,569	12,565	-1.2%	-2.0%	-0.8%
Subocupados por insuficiência de horas trabalhadas	7,355	7,333	7,233	13.8%	12.4%	8.5%
Desalentados	4,877	4,831	4,712	1.9%	1.2%	0.0%
Total	24,998	24,733	24,510	3.4%	2.5%	2.0%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Desemprego elevado e subutilização da força de trabalho reduz pressões sobre reajustes salariais. Os indicadores de rendimento, também segundo a PNAD Contínua do IBGE, continuaram a piorar em agosto, seguindo tendência verificada nos meses anteriores. O rendimento médio real habitualmente recebido sofreu redução de 0,2% em agosto 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 cresceu 4,3% (Tabela 6). A perda de poder de barganha pelos trabalhadores constitui uma possível explicação para a estagnação na variação do rendimento real em agosto. Evidência disso é a variação observada no rendimento nominal no período, que teve aumento de 3,2% ante julho de 2018, crescimento menor que o verificado em junho e julho.

TABELA 6. INDICADORES DE RENDIMENTO POR POSIÇÃO

Indicadores de rendimento	Valores			Trimestre/ mesmo trimestre do ano anterior			Variação acumulada em 12 meses		
	jun/19	jul/19	ago/19	jun/19	jul/19	ago/19	jun/19	jul/19	ago/19
Rendimento médio nominal (em R\$)	2,290	2,286	2,298	4.1%	3.6%	3.2%	5.3%	5.0%	4.6%
Rendimento médio real (em R\$)	2,295	2,289	2,298	-0.2%	-0.1%	-0.2%	1.0%	0.8%	0.6%
Com carteira assinada no setor privado	2,171	2,171	2,184	-1.2%	-1.0%	-0.5%	-0.6%	-0.9%	-1.1%
Sem carteira assinada no setor privado	1,402	1,429	1,432	2.0%	5.2%	4.3%	5.5%	5.8%	5.7%
Trabalhador doméstico	903	903	905	-1.1%	-0.1%	0.9%	-1.0%	-0.9%	-0.8%
Setor público	3,667	3,652	3,674	1.0%	0.6%	1.8%	2.5%	2.4%	2.0%
Empregador	5,798	5,672	5,718	4.2%	2.4%	-1.0%	2.8%	2.3%	1.2%
Conta Própria	1,666	1,669	1,668	-1.1%	-0.9%	-0.7%	0.4%	0.4%	0.5%
Massa salarial (em milhões de R\$)	208,868	208,836	209,893	2.4%	2.2%	1.8%	2.9%	2.7%	2.4%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

1.3 Inflação e juros

IPCA apresentou deflação em setembro. De acordo com o IBGE, a inflação medida pelo IPCA recuou 0,04% em setembro, após ter registrado avanço de 0,11% em agosto, resultado mais baixo para o mês desde 1998. A deflação em setembro foi explicada, em grande medida, pela queda de preços no grupo Alimentação e Bebidas (variação negativa de 0,43% e impacto de -0,11 ponto percentual no índice cheio), como se observa na abertura da Tabela 7. Com esse resultado, a inflação ao consumidor acumulada em 12 meses passou de 3,43% em agosto para 2,89% em setembro.

TABELA 7. VARIAÇÃO DO IPCA E IMPACTO PARA A VARIAÇÃO MENSAL

IPCA e grupos	Variação mensal			Impacto mensal (p.p.)			Variação acumulada em 12 meses		
	jul/19	ago/19	set/19	jul/19	ago/19	set/19	jul/19	ago/19	set/19
Índice geral	0.19%	0.11%	-0.04%	0.19	0.11	-0.04	3.22%	3.43%	2.89%
Alimentação e bebidas	0.01%	-0.35%	-0.43%	0.00	-0.09	-0.11	4.12%	4.11%	3.56%
Habituação	1.20%	1.19%	0.02%	0.19	0.19	0.00	3.49%	4.26%	3.90%
Artigos de residência	0.29%	0.56%	-0.76%	0.01	0.02	-0.03	3.28%	3.28%	2.39%
Vestuário	-0.52%	0.23%	0.27%	-0.03	0.01	0.02	0.46%	0.50%	0.79%
Transportes	-0.17%	-0.39%	0.00%	-0.03	-0.07	0.00	1.73%	2.58%	0.88%
Saúde e cuidados pessoais	-0.20%	-0.03%	0.58%	-0.02	0.00	0.07	4.47%	3.89%	4.20%
Despesas pessoais	0.44%	0.31%	0.04%	0.05	0.03	0.00	3.57%	3.51%	3.16%
Educação	0.04%	0.16%	0.04%	0.00	0.01	0.00	5.04%	4.95%	4.74%
Comunicação	0.57%	0.09%	-0.01%	0.02	0.00	0.00	0.29%	0.35%	0.41%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Comportamento do coeficiente de difusão e dos núcleos reforça cenário confortável para a inflação. O coeficiente de difusão do IPCA, que mede o percentual de itens que registraram variação positiva no mês, oscilou de 54% em agosto para 47,3% em setembro. A média dos núcleos de inflação acompanhados pelo Banco Central (diversas medidas que buscam expurgar da inflação cheia a influência de itens de maior volatilidade) passou de 3,00% em agosto para 2,82% em setembro, no acumulado em 12 meses. Vale destacar que as métricas de núcleos mais sensíveis ao ciclo econômico¹

¹ Ver <https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/boxrelatoriosinf/RI201806B5P-ri201806b5p.pdf>

(IPCA-EX2 e IPCA EX-3) já se encontram abaixo (2,27% e 2,56%) do limite inferior de tolerância (2,75%) da meta de inflação fixada em 4,25% para 2019.

Expectativas de inflação estão abaixo da meta. Outro elemento que reforça o cenário comportado para o IPCA são as expectativas dos agentes com respeito à inflação acumulada para os próximos 12 meses. Segundo informações das Expectativas de Mercado do Boletim Focus do Banco Central, compiladas pela IFI, a inflação média esperada pelos agentes para os próximos 12 meses era de 3,49% em setembro (abaixo da meta de 4,0% fixada para 2020). A título de ilustração, em dezembro de 2015, essa expectativa era de 6,96%.

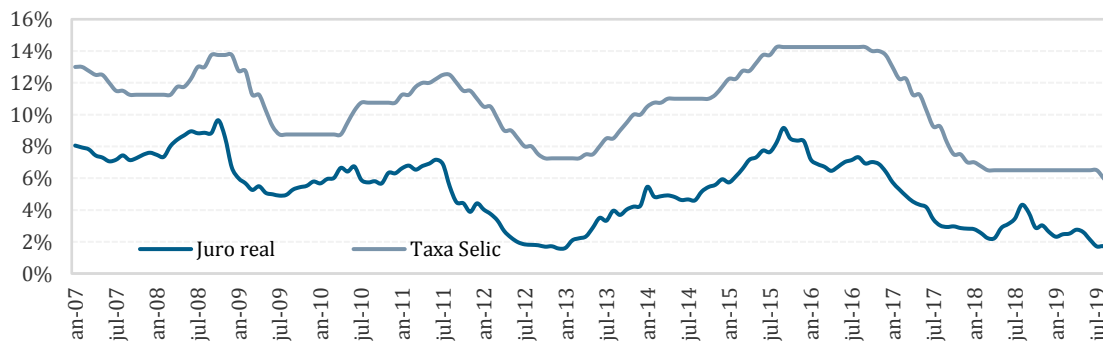
Economia segue operando com elevada ociosidade. O hiato do produto, medido pela diferença entre o produto observado e a estimativa do produto tendencial (ou potencial), pode ser utilizado para avaliar a posição cíclica da economia. Um hiato positivo ocorre quando a economia opera acima de sua tendência (ou do seu nível potencial) e é um indicativo de que está sobreaquecida e sujeita a pressões inflacionárias. O hiato negativo, por sua vez, sugere uma economia operando com ociosidade no emprego de fatores de produção. Diversas metodologias presentes na literatura podem ser aplicadas para estimar indiretamente o hiato do produto, incluindo filtros estatísticos e funções de produção, uma vez que não é possível medir diretamente o nível potencial.

As estimativas para o hiato do produto no segundo trimestre de 2019, geradas por meio da aplicação de algumas dessas abordagens, apontam um valor negativo, embora com grande divergência nos resultados: filtro *Hodrick-Prescott* (-0,7%); filtro HP multivariado (-1,1%); função de produção que faz uso do filtro HP para extrair as tendências da taxa de desemprego, do NUCI e da produtividade (-3,0%) e função de produção com algumas das recomendações metodológicas propostas pela Comissão Europeia (-5,8%)². Em termos práticos, é importante ressaltar que todo método possui suas limitações. Assim, para efeito da construção do cenário macroeconômico, avaliamos conjuntamente as alternativas geradas por cada abordagem.

O cenário confortável de inflação observado tanto pelo índice cheio quanto pelas medidas de inflação subjacentes (núcleos e coeficiente de difusão), as expectativas inflacionárias abaixo da meta e o hiato do produto ainda bastante negativo criam condições para que o ciclo de queda da taxa Selic nas próximas reuniões do Comitê de Política Monetária (Copom) tenha continuidade. O Banco Central, em seus comunicados, tem reforçado que a conjuntura econômica recente prescreve uma postura expansionista da política monetária, com taxas de juros abaixo da taxa natural.

O processo de flexibilização monetária conduziu a taxa de juros real para patamares muito baixos em termos históricos. A taxa de juros real *ex-ante* (medida pela taxa dos contratos futuros de um ano deflacionada pela expectativa de inflação dos próximos 12 meses), relevante para a tomada de decisões de investimento por considerar as expectativas dos agentes econômicos, atingiu 1,3% ao ano em setembro de 2019.

GRÁFICO 6. TAXA DE JURO NOMINAL E REAL EX-ANTE



Fonte: BM&F e Banco Central. Elaboração: IFI.

² Para maiores informações, ver o Estudo Especial nº4, de 2018, intitulado: “Hiato do Produto na Economia Brasileira: Estimativas da IFI pela Metodologia de Função de Produção”. Disponível em http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/536764/EE_04_2018.pdf.

Intensidade do estímulo da política monetária depende da avaliação sobre o nível da taxa de juros natural. Assim como o hiato do produto, a taxa de juros real natural é uma variável não observada e com grande incerteza associada à sua estimação. A variável constitui, no entanto, um ponto de referência na condução da política monetária sob o regime de metas de inflação, pois representa a taxa de juros consistente com o crescimento do PIB igual ao crescimento potencial e com a taxa de inflação na meta. A taxa de juros, estando abaixo da taxa natural, estimula a atividade econômica. Quando a taxa de juros se posiciona acima da taxa natural, seu efeito sobre o PIB é contracionista. O Banco Central, por sua vez, não divulga suas estimativas para a taxa de juros natural.

Uma forma simples de estimar a taxa de juros natural é com o uso de filtros estatísticos. A extração da tendência da taxa de juros real *ex-ante* sugere que a taxa natural vem recuando ao longo do tempo e se encontra ao redor de 2,5% ao ano em setembro de 2019. Alternativamente, estimativas baseadas na paridade de juros descoberta, em que a taxa de juros doméstica é igual a taxa de juros internacional adicionada ao prêmio de risco país e à depreciação esperada da taxa de câmbio produzem estimativas próximas de 3,5%. As taxas de juros dos títulos públicos de longo prazo (oscilando entre 3,0% e 3,5%) também são utilizadas como aproximação para a taxa de juros natural³.

No cenário base traçado pela IFI, que será detalhado e apresentado no Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF) de novembro, o hiato do produto deve fechar no fim de 2022, momento em que o crescimento do PIB convergirá para a taxa potencial (estimada em 2,2%), a inflação para a meta (3,5%) e um novo ciclo de aperto monetário conduzirá a taxa Selic para 7,0%.

No longo prazo, a taxa de juros real estimada em 3,5% (taxa Selic em 7,0% menos a taxa de inflação em 3,5%) é compatível com um nível de taxa de juros efetiva praticada pelo Federal Reserve Bank (descontada da inflação americana), conforme projeções do *Congressional Budget Office* (CBO)⁴, próximo de zero; prêmio de risco-país (medido pelo *Embi*⁵) de aproximadamente 220 pontos e depreciação esperada da taxa de câmbio ao redor de 1,3%. No cenário otimista, a aprovação de medidas de consolidação fiscal e o compromisso do governo com uma agenda de aumento da produtividade criaria condições para juros menores, favorecendo a economia.

³Ver Fernando de Holanda Barbosa e outros, 2016, disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-71402016000400399

⁴ As projeções do CBO podem ser acessadas aqui: <https://www.cbo.gov/about/products/budget-economic-data#4>

⁵ “Sigla para *Emerging Markets Bond Index* (Índice de Títulos da Dívida de Mercados Emergentes). A unidade de medida é o ponto-base. Dez pontos-base equivalem a um décimo de 1%. Os pontos mostram a diferença entre a taxa de retorno dos títulos de países emergentes e a oferecida por títulos emitidos pelo Tesouro americano. Essa diferença é o spread, ou o spread soberano”. Para mais detalhes ver: <http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=40940&module=M>