

CARTA

DE CONJUNTURA DO NAPE

ISSN 2675-4886

VOLUME 28, NÚMERO 3

JUL./SET. 2021

INFLAÇÃO ALTA E TURBULÊNCIA POLÍTICA TRAVAM RETOMADA



de inflação foram a Estônia (5,0%), a Lituânia (5,0%) e a Bélgica (4,7%). As menores taxas de inflação foram registradas em Malta (0,4%), na Grécia (1,2%) e em Portugal (1,3%).

Sérgio Monteiro

2 POLÍTICAS MONETÁRIA E CAMBIAL: juros sobem, crédito desacelera e câmbio segue estável

2.1 Juros

Os reflexos da pandemia do coronavírus na economia mundial e brasileira levaram o Comitê de Política Monetária (COPOM) do Banco Central do Brasil (BCB) a sucessivos cortes da taxa básica de juros até chegar ao mínimo histórico de 2% a.a., algo que ocorreu após corte de 0,25 p.p. na 232ª reunião ocorrida em 5.8.2020. Esse patamar foi repetido nas quatro reuniões seguintes, até que na 237ª reunião (17.3.2021) tenha se decidido por uma elevação de 0,75 p.p., primeira alta desde julho de 2015. Houve o reconhecimento de que há pressões tanto para alta, quanto para baixa da inflação. Contudo, prevaleceu a percepção de risco do COPOM de deterioração fiscal e incertezas sobre a continuidade das reformas. Também pesou a avaliação de que a inflação está apresentando uma variância acima da normal. Diagnóstico semelhante ocorreu nas duas reuniões seguintes, em que ambas repetiram a elevação de 0,75 p.p. Com a aceleração da inflação, o COPOM optou por elevar os ritmos dos aumentos. Sendo assim, em cada uma das duas últimas reuniões houve elevação de 1 p.p., fazendo com que a meta Selic tenha chegado ao patamar de 6,25% a.a. desde o dia 23.9.2021.

Ao se analisar a taxa Selic *overnight* em termos mensais, principal taxa juntamente com o CDI *overnight*⁴ para indicar o custo do dinheiro no curto prazo, observa-se uma tendência de queda ao longo de todo 2020 e até o início de 2021, refletindo as sucessivas quedas na taxa básica. Em fevereiro deste ano se registrou a menor taxa da série histórica: 0,13%. A partir de março, ocorreram sete altas seguidas, registrando em setembro de 2021 o patamar de 0,44% a.m. Já em termos anualizados, os patamares mais baixos foram observados de setembro de 2020 a fevereiro de 2021: 1,90% a.a. Da mesma forma que nos juros mensais, posteriormente houve sete meses consecutivos de alta, registrando 5,43% a.a. em agosto.

⁴ Devido à equivalência em praticamente todos os meses no último ano, optou-se por deixar de trazer os dados do CDI *overnight*. O mesmo ocorreu em relação à TR, pois ela se encontra em 0 a mais de 24 meses.

Com a alteração da TJLP para TLP, desde fevereiro de 2018, esta taxa deixou de ser constantemente menor que a Selic. Pelo contrário, como se observou em relatórios anteriores, houve um predomínio da taxa Selic mais baixa que a TLP em 2018 e 2019. Entre novembro de 2019 e julho de 2021, tanto em termos de taxas mensais, quanto anuais, a Selic *overnight* se manteve mais baixa que a TLP. A maior diferença em termos mensais foi observada em agosto e setembro de 2020, chegando a 0,24 p.p. Desde então, a diferença foi se reduzindo e após as últimas altas mais acentuadas da taxa Selic, a TLP voltou a registrar patamar inferior nos meses de agosto (-0,03 p.p.) e setembro (-0,04 p.p.) Em termos anuais o resultado é semelhante, sendo em setembro a maior diferença: 3,01 p.p.; e nos últimos dois meses ficou inferior: 0,13 p.p. em agosto e 0,55 p.p. em setembro.

A lógica que está por trás desses movimentos é que a TLP é a média dos três meses imediatamente anteriores das Notas do Tesouro Nacional, Série B (NTN-B), que são títulos com estrutura a termo de cinco anos. Deste modo, a TLP sempre terá a tendência de responder mais lentamente que a Selic *overnight*, além de poder ser afetada por fatores de incerteza que venham a afetar a inclinação da curva de juros. Nos últimos dois meses o peso da resposta mais lenta à alta na taxa Selic foi o fator predominante.

Diferentemente das taxas nominais de juros, as taxas reais, quando se leva em conta o deflator IGP-DI, apresentaram uma trajetória de maior oscilação durante o período analisado que se inicia em janeiro de 2020. Já nos dois primeiros meses de 2020 ambas voltaram a ter patamares positivos. Após o mês de março registrar o segundo patamar mais baixo da série até então, o mês de abril voltou a registrar um patamar positivo, mesmo com a Selic *overnight* estando em 0,24%. Entre maio de 2020 e 2021, ambas as taxas registraram patamares negativos, sendo que os patamares mais intensamente negativos foram observados entre agosto e outubro de 2020 e depois novamente em maio de 2021. Em decorrência das altas na taxa Selic, os meses de junho e agosto apresentaram patamares positivos. Julho apresentou mais uma vez o patamar negativo em decorrência da aceleração do IGP-DI nesse mês.

Quando levamos em conta o IPCA como deflator, observamos que a Selic *overnight* e a TJLP/TLP, respectivamente entre parênteses, apresentaram movimentos de menor oscilação, ao se comparar com a deflação pelo IGP-DI. Interessante notar que no ano de 2020, além de serem encontrados apenas resultados positivos nos primeiros cinco meses, também se registraram os meses de maior patamar: abril (0,59% e 0,71%) e maio (0,62% e 0,78%). Isto ocorreu como consequência da deflação observada nesses meses. Para a TLP, os meses subsequentes se mantiveram em patamares

positivos até agosto. Já para a Selic *overnight*, o prosseguimento da queda na taxa básica fez com que o patamar da taxa de juros se mantivesse constantemente negativo. A partir de setembro há uma aceleração no IPCA, fazendo com que ambas as taxas mantivessem patamares cada vez mais negativos, registrando -1,17% e -0,97% em dezembro. O ano de 2021 inicia com juros reais menos negativos para essas taxas em janeiro (-0,10% e 0,11%), mas fevereiro retoma mais uma vez patamar semelhante a novembro, algo que se repetiu em março. Assim como janeiro, o mês de abril apresentou patamar negativo para Selic *overnight* e positivo para o TLP. Apesar da alta da taxa nominal, a aceleração da inflação fez com que mais uma vez ambas as taxas ficassem negativas a partir de maio (Tabela 2.1).

Tabela 2.1 - Taxas de juros nominais e reais efetivas no Brasil, em % - jan./2020-set./2021

Mês	Selic <i>overnight</i>		TJLP/TLP		Taxas IPCA % a.m.		Taxas IGP-DI % a.m.	
	% a.m.	% a.a.	% a.m.	% a.a.	Selic	TJLP	Selic	TJLP
jan-20	0,38	4,40	0,41	5,09	0,17	0,20	0,29	0,32
fev-20	0,29	4,19	0,41	5,09	0,04	0,16	0,28	0,40
mar-20	0,31	3,95	0,41	5,09	0,24	0,34	-1,31	-1,21
abr-20	0,28	3,65	0,40	4,94	0,59	0,71	0,23	0,35
mai-20	0,24	3,01	0,40	4,94	0,62	0,78	-0,82	-0,66
jun-20	0,21	2,58	0,40	4,94	-0,05	0,14	-1,37	-1,18
jul-20	0,19	2,15	0,40	4,91	-0,17	0,04	-2,10	-1,90
ago-20	0,16	1,94	0,40	4,91	-0,08	0,16	-3,57	-3,34
set-20	0,16	1,90	0,40	4,91	-0,48	-0,24	-3,04	-2,81
out-20	0,16	1,90	0,37	4,55	-0,69	-0,49	-3,40	-3,19
nov-20	0,15	1,90	0,37	4,55	-0,73	-0,52	-2,43	-2,21
dez-20	0,16	1,90	0,37	4,55	-1,17	-0,97	-0,60	-0,39
jan-21	0,15	1,90	0,36	4,39	-0,10	0,11	-2,68	-2,48
fev-21	0,13	1,90	0,36	4,39	-0,72	-0,50	-2,51	-2,29
mar-21	0,20	2,23	0,36	4,39	-0,72	-0,56	-1,93	-1,77
abr-21	0,21	2,65	0,38	4,61	-0,10	0,07	-1,97	-1,80
mai-21	0,27	3,29	0,38	4,61	-0,56	-0,45	-3,03	-2,92
jun-21	0,31	3,76	0,38	4,61	-0,22	-0,15	0,20	0,27
jul-21	0,36	4,15	0,40	4,88	-0,59	-0,55	-1,07	-1,03
ago-21	0,43	5,01	0,40	4,88	-0,44	-0,47	0,57	0,54
set-21	0,44	5,43	0,40	4,88	-	-	-	-

Fonte: Banco Central do Brasil, FGV/IBRE e IBGE.

2.2 Crédito, *spread* e inadimplência⁵

Iniciando a análise pelo saldo de crédito direcionado, houve uma alta de 1,3 p.p. em agosto de 2021 ao se comparar com o mês anterior e de 14,0 p.p. em relação ao mesmo mês no ano anterior. No trimestre a alta é de 3,6 p.p. e no ano sobe 6,0 p.p. Em termos de operações de crédito no conceito de recursos livres, o mês de agosto ao se comparar com o mês anterior, observa-se uma alta de 1,6 p.p. Ao se comparar com o mesmo mês de 2020, há uma significativa elevação de 17,3 p.p. No trimestre, a elevação chega a 4,0 p.p. e no ano a 9,2 p.p.

No que tange ao crédito total, o mês de agosto de 2021 registrou variação positiva em termos mensais (1,5 p.p.), trimestrais (3,8 p.p.), no ano (7,8 p.p.) e na variação em 12 meses (15,9). Todavia, ao se analisar volume total de crédito em termos de percentual do PIB, a dinâmica não é a mesma, pois apresentou alta na base de comparação mensal de apenas 0,1 p.p., queda na trimestral (-0,1 p.p.) e na anual (-1,7 p.p.). Mesmo na comparação de 12 meses, cuja variação dos demais indicadores foi mais intensa, apresentou crescimento modesto de 1,4 p.p.

Em relação às taxas de juros praticadas, o crédito direcionado fechou agosto de 2021 com a taxa média de 7,9%, o que representa uma alta de 0,7 p.p. ao se comparar com agosto de 2020, e o crédito no conceito de recursos livres ficou em 29,9%, elevação de 3,3 p.p. na mesma comparação. Ou seja, as diferenças nas taxas de juros para os tomadores finais de recursos direcionados e livres ficaram ainda mais acentuadas. Esse diferencial decorre do *spread*. Enquanto o *spread* do primeiro fechou agosto em 3,6%, o do segundo ficou em 21,7%. No que diz respeito aos prazos médios de crédito e ainda na comparação de 12 meses, as diferenças reduziram-se, havendo uma alta de 4,7 p.p. para o com base em recursos livres e queda de 1,8 p.p. para os direcionados. Sendo assim, em agosto de 2021, o prazo médio das operações com recursos direcionados ficou em 196,9 meses e o do crédito com bases em recursos livres ficou em 47,3 meses, ainda uma diferença muito elevada (Tabela 2.2).

Tomando em consideração o crédito no conceito de recursos livres e dividindo a análise da taxa de juros de crédito entre pessoas jurídicas e físicas, respectivamente entre parênteses, observa-se uma alta em todas as bases de comparação para agosto de 2021: mensal (0,7 p.p. e 1,1 p.p.), trimestral (1,6 p.p. e 1,0 p.p.), no acumulado do ano (4,6 p.p. e 3,7 p.p.) e na variação em 12 meses (3,9 p.p. e 1,8 p.p.). O que se pode analisar com esse movimento é que há um evidente aumento nas taxas de juros

⁵ Os dados observados nesta seção apresentam diferenças em relação aos trazidos em edições anteriores da Carta de Conjuntura do NAPE devido a revisões realizadas pelo BCB.

de recursos livres que chegam ao tomador final. Isto fica ainda mais evidenciado pelo aumento observado ao longo de 2021.

Tabela 2.2 - Operações de crédito do sistema financeiro brasileiro – jan./2020-ago./2021

Mês	Direcionado			Livres			Total	
	R\$ bi	juros	prazo	R\$ bi	juros	prazo	R\$ bi	% PIB
jan-20	1.465,10	8,20	196,20	2.001,70	33,70	40,90	3.466,80	46,60
fev-20	1.465,70	7,60	199,30	2.020,30	34,10	41,60	3.485,90	46,70
mar-20	1.475,50	7,50	199,00	2.109,50	33,30	40,10	3.585,00	47,90
abr-20	1.485,60	7,30	203,40	2.099,40	31,30	40,30	3.585,00	48,30
mai-20	1.493,40	7,50	194,90	2.103,90	29,90	41,80	3.597,30	48,80
jun-20	1.506,40	7,00	202,50	2.117,50	28,20	41,80	3.623,90	49,20
jul-20	1.533,40	7,10	196,00	2.137,60	27,30	42,60	3.671,00	49,90
ago-20	1.579,20	7,20	197,30	2.162,20	26,60	42,60	3.741,40	50,90
set-20	1.624,90	6,90	200,40	2.194,20	25,80	41,10	3.819,10	51,80
out-20	1.650,50	7,20	196,10	2.226,30	26,50	42,10	3.876,80	52,50
nov-20	1.677,00	7,20	192,30	2.279,00	26,40	44,10	3.956,00	53,40
dez-20	1.697,60	7,90	195,50	2.323,30	25,50	43,40	4.020,90	54,00
jan-21	1.702,30	7,70	191,40	2.314,70	28,40	42,20	4.017,00	53,60
fev-21	1.709,50	7,30	195,00	2.334,00	28,10	42,90	4.043,50	53,60
mar-21	1.725,10	7,20	190,90	2.380,30	28,40	42,80	4.105,50	53,70
abr-21	1.730,70	7,20	197,90	2.396,90	29,20	42,30	4.127,50	52,80
mai-21	1.737,30	7,00	198,60	2.438,60	28,50	43,70	4.175,90	52,40
jun-21	1.743,20	7,30	203,40	2.472,50	28,40	45,20	4.215,60	52,10
jul-21	1.776,20	7,60	196,40	2.494,80	28,90	43,40	4.271,00	52,20
ago-21	1.799,50	7,90	196,90	2.535,80	29,90	47,30	4.335,40	52,30

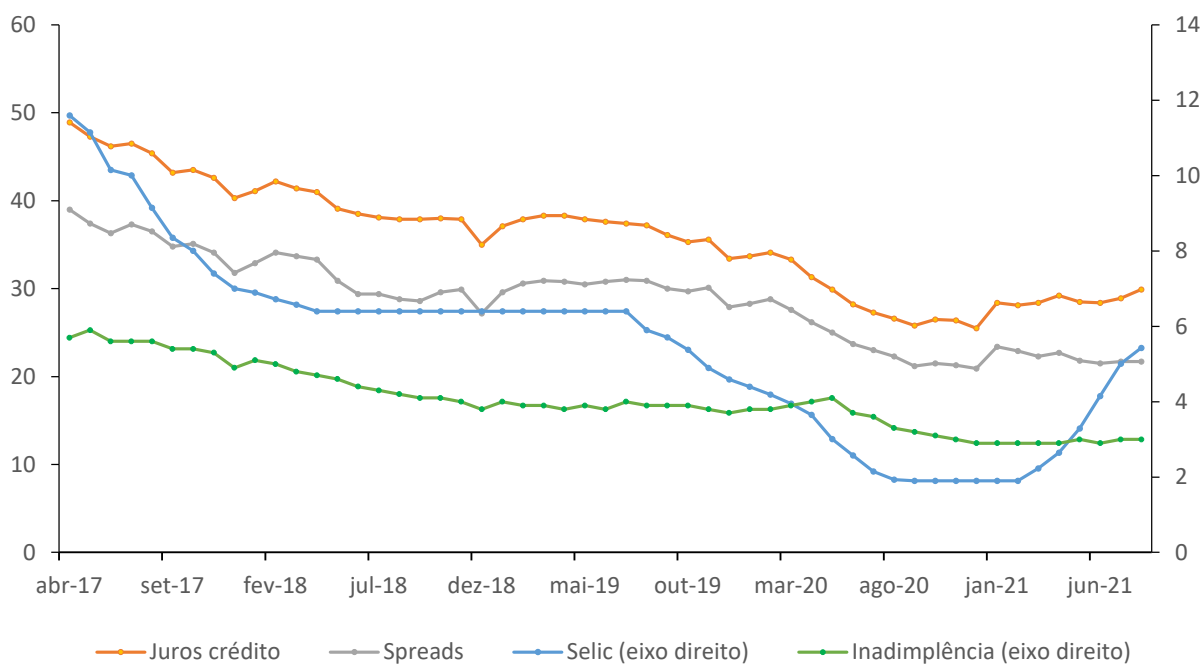
Fonte: Banco Central do Brasil.

Essa elevação da taxa de juros ao tomador final aconteceu a despeito da relativa estabilidade do *spread* bancário, o qual ainda se mantém bastante elevado, mas relativamente baixo ao se comparar à média histórica do país. Na comparação mensal não apresentou variação e no trimestre a queda é de 0,1p.p. No ano apresenta aumento de 0,8 p.p. e na comparação com agosto de 2020 registra-se uma queda de 0,6 p.p. O patamar atual do *spread* também é facilitado pela taxa de inadimplência, a qual também se manteve predominantemente estável nas quatro bases de comparação, exceção para a perspectiva de 12 meses, a qual apresenta queda tanto para PJ quanto para PF. Esses dados podem ser observados na Tabela 2.3 e a evolução nos seus movimentos é apresentada no Gráfico 2.1.

Tabela 2.3 - Taxa de juros, *spread* e inadimplência em operações de crédito do sistema financeiro brasileiro – recursos livres – jan./2020-ago./2021

Mês	Taxas de juros % a.a.			<i>Spreads</i> p.p.			Inadimplência %		
	PJ	PF	Total	PJ	PF	Total	PJ	PF	Total
jan-20	17,60	45,80	33,70	12,60	40,10	28,30	2,30	4,90	3,80
fev-20	17,00	46,90	34,10	12,00	41,50	28,80	2,30	5,10	3,80
mar-20	16,60	46,40	33,30	11,30	40,40	27,60	2,30	5,20	3,90
abr-20	15,70	44,70	31,30	11,30	38,90	26,20	2,40	5,50	4,00
mai-20	14,20	43,70	29,90	10,00	38,10	25,00	2,40	5,60	4,10
jun-20	13,00	41,40	28,20	9,20	36,30	23,70	2,00	5,30	3,70
jul-20	12,40	39,90	27,30	8,70	35,10	23,00	1,80	5,10	3,60
ago-20	12,30	39,10	26,60	8,60	34,20	22,30	1,70	4,90	3,30
set-20	11,50	38,10	25,80	7,60	32,90	21,20	1,60	4,70	3,20
out-20	12,00	39,00	26,50	7,60	33,40	21,50	1,50	4,50	3,10
nov-20	12,10	38,40	26,40	7,60	32,70	21,30	1,50	4,30	3,00
dez-20	11,60	37,20	25,50	7,70	32,10	20,90	1,40	4,20	2,90
jan-21	15,20	39,40	28,40	10,70	34,00	23,40	1,60	4,10	2,90
fev-21	13,80	40,10	28,10	9,10	34,40	22,90	1,60	4,10	2,90
mar-21	13,90	40,80	28,40	8,30	34,30	22,30	1,60	4,00	2,90
abr-21	14,70	41,40	29,20	8,70	34,40	22,70	1,70	4,00	2,90
mai-21	14,60	39,90	28,50	8,40	32,70	21,80	1,70	4,10	3,00
jun-21	14,50	39,90	28,40	8,10	32,60	21,50	1,60	4,00	2,90
jul-21	15,50	39,80	28,90	8,70	32,20	21,70	1,60	4,10	3,00
ago-21	16,20	40,90	29,90	8,40	32,40	21,70	1,60	4,20	3,00

Fonte: Banco Central do Brasil.

Gráfico 2.1 – Comportamento da taxa Selic (% a.a.), taxa de juros ao tomador final (% a.a.), *spreads* do setor bancário (p.p.) e inadimplência (%) – abr./2017-ago./2021

Fonte: Banco Central do Brasil.

2.3 Câmbio

O real passou por um período de grande turbulência entre março e maio de 2020, sendo em diversos momentos a moeda que mais se depreciou entre os países emergentes e, em curtos períodos, a moeda que mais se apreciou, como pode ser observado nos relatórios do Institute of International Finance sobre a crise da covid-19⁶. Em dezembro de 2020 aparentava que o pior já havia passado, mas as preocupações com a segunda/terceira onda levaram a novas instabilidades cambiais nos quatro primeiros meses de 2021 (Tabela 2.4).

Tabela 2.4 - Taxa de câmbio (R\$/US\$) – jan./2020-set./2021

Mês	dólar comercial venda (média mensal)	variação % mensal	variação % em 12 meses	dólar deflacionado (IPCA)	dólar turismo (média mensal)
jan-20	4,150	0,970	10,898	4,467	4,337
fev-20	4,341	4,616	16,580	4,662	4,539
mar-20	4,884	12,505	26,969	5,241	5,098
abr-20	5,326	9,045	36,688	5,733	5,537
mai-20	5,643	5,969	41,033	6,098	5,853
jun-20	5,197	-7,918	34,668	5,601	5,414
jul-20	5,280	1,609	39,712	5,670	5,500
ago-20	5,461	3,429	35,852	5,851	5,724
set-20	5,400	-1,131	31,008	5,748	5,616
out-20	5,626	4,191	37,651	5,938	5,878
nov-20	5,418	-3,697	30,382	5,668	5,652
dez-20	5,146	-5,025	25,209	5,311	5,366
jan-21	5,356	4,094	29,083	5,515	5,600
fev-21	5,417	1,125	24,775	5,529	5,657
mar-21	5,646	4,240	15,608	5,711	5,889
abr-21	5,562	-1,488	4,442	5,608	5,782
mai-21	5,290	-4,885	-6,255	5,290	5,500
jun-21	5,031	-4,898	-3,181	5,031	5,206
jul-21	5,157	2,480	-2,339	5,202	5,361
ago-21	5,252	1,843	-3,836	5,252	5,447
set-21	5,280	0,533	-2,219	-	5,494

Fonte: Banco Central do Brasil e Ipeadata.

Embora o momento mais agudo de instabilidade tenha passado, nos meses subsequentes até setembro de 2021, também se observou elevada oscilação da taxa de câmbio do real, especialmente ao final de setembro e início de outubro em decorrência do caso da Evergrande e da própria

⁶ Ver: <https://www.iif.com/COVID-19>.

turbulência da política doméstica. A taxa média de câmbio em setembro de 2021 absorveu apenas em parte esta última oscilação e ficou em R\$ 5,28/US\$ 1,00, apresentando uma variação positiva mensal de 0,53% e em 12 meses na ordem de -2,22%.

2.4 Considerações finais

A manutenção da taxa básica de juros na mínima histórica por seis meses subsequentes, combinada com elevação da inflação medida pelo IPCA e principalmente pelo IGPM, possibilitou que as taxas básicas em termos reais registrassem os menores patamares históricos a partir de junho de 2020. Contudo, ainda em janeiro de 2021, isto é, antes da elevação da taxa básica de juros, ocorreu uma alta significativa ao tomador final, decorrente da elevação dos *spreads* neste mês. Como não houve uma elevação relevante na taxa de inadimplência, é mais provável que esse movimento seja uma resposta à alta na demanda por crédito. Nos meses seguintes, os *spreads* voltaram a se reduzir, facilitados pela manutenção da inadimplência nos patamares mínimos da série observada, o que, em parte, freou o repasse para o tomador final da taxa básica. Todavia, ao se comparar com dezembro de 2020, os juros com base nos recursos livres já estão significativamente mais altos. Já no que tange aos juros do crédito direcionado, a maior diferença na comparação com os últimos 12 meses se dá em relação a maio, com um acréscimo de 0,9 p.p.

No que diz respeito ao desempenho no mercado de crédito, todos os indicadores quando se trata de forma agregada, seja com base nos recursos livres, seja para o crédito direcionado, apresentaram alta em termos nominais, mas com ritmo menor que no início do ano, especialmente no crédito direcionado para pessoa jurídica, o qual apresenta uma queda de 0,6 p.p. no ano. Todavia, ao se analisar o crédito como proporção do PIB, os resultados são mais modestos, com relativa estabilidade na comparação mensal e trimestral, mas com queda de quase 2 p.p. ao longo do ano. Ou seja, os resultados aparentemente bastante positivos são em grande parte decorrência do aumento dos preços. Por exemplo, ao se levar o IPCA como taxa de desconto, a alta no ano do crédito total sai de 7,8 p.p. para apenas 2,02 p.p. No crédito para PJ inclusive passa a ser negativo em 1,49 p.p.

No que diz respeito à taxa de câmbio, a apreciação do real frente ao dólar observada nos últimos dois meses de 2020 foi interrompida por novas depreciações nos três primeiros meses de 2021, arrefecida apenas em maio e novamente em junho. A queda na taxa de câmbio, na perspectiva mensal e de 12 meses, na realidade esconde o contexto de depreciação do real. Isto porque, ao se comparar com janeiro de 2020, percebe-se uma grande diferença. Chama atenção ainda os movimentos bruscos,

tanto de depreciação, quanto de apreciação, reforçando a característica da nossa moeda ser entre as mais voláteis dos países emergentes. Mesmo com as elevações recentes da taxa básica de juros, a taxa de câmbio ao final de setembro fechou no patamar de R\$ 5,44/US\$ 1,00, 5,44% maior que na média de dezembro, quando a taxa básica de juros era de 2% a.a. contra a atual de 6,25% a.a. Isso mostra como a determinação da taxa de câmbio é complexa e não pode ser limitada ao impacto da taxa básica de juros.

Mauricio Andrade Weiss

3 POLÍTICA FISCAL: redução do déficit público

3.1 Receitas do Governo Central

A receita total do Governo Central cresceu 27,6% em termos reais entre janeiro e agosto 2021, em relação ao mesmo período de 2020. Esse desempenho é explicado sobretudo pela retomada da produção.

Os tributos que apresentaram maior incremento, destacados na Tabela 3.1, são Impostos sobre Importações (+ 36,7%), devido ao aumento de aquisições e à variação da taxa de câmbio, Imposto sobre Produtos Industrializados (+ 35,4%), devido à variação da produção industrial e à elevação de importações, Imposto de Renda (+ 26,8%), das Pessoas Jurídicas (+ 63,7%), derivado do incremento na arrecadação das empresas, o que motivou também a variação na Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (+ 38,0%). Já para as Pessoas Físicas (+ 35,9%), houve acréscimo real nas declarações e na arrecadação relativa aos ganhos na alienação de bens. A restauração do Imposto sobre Operações Financeiras nas concessões de crédito também se destaca na variação arrecadatória (+ 60,9%). Cofins (+ 28,5%) e PIS/Pasep (+ 25,6%) foram impactados pelos acréscimos reais no volume de vendas. A geração de empregos aumentou a arrecadação líquida do Regime Geral de Previdência Social (+ 12,4%), a despeito da variação negativa dos salários reais. Também relevante foi o incremento de 426,8% de dividendos, sobretudo impactados pelo BNDES e Petrobras. As receitas de exploração de recursos naturais (+ 50,0%) foram influenciadas pelo aumento dos preços dos combustíveis.