

CARTA

DE CONJUNTURA DO NAPE

ISSN 2675-4886

VOLUME 28, NÚMERO 1

JAN./MAR. 2021



COVID-19

PANDEMIA
SEM FIM
ECONOMIA
SEM RECOMEÇO

Na Zona do Euro, o PIB com ajustamento sazonal caiu 0,7% no último trimestre de 2020, em comparação com o trimestre anterior. Na comparação com o último trimestre de 2019, a queda foi de 6,6%. Na comparação com o trimestre anterior, os países que apresentaram as maiores taxas de crescimento do PIB no último trimestre de 2020 foram Malta (3,8%), Grécia (2,7%) e Estônia (2,1%). Os países com pior desempenho foram Irlanda (-5,1%), Áustria (-2,7%) e Itália (-1,9%). Ainda em comparação com o terceiro trimestre de 2020, considerando-se os componentes do PIB, o desempenho negativo no quarto trimestre foi decorrente, principalmente, da redução dos gastos de consumo (-3,0%), pois houve crescimento das exportações (3,5%), do investimento (1,6%) e dos gastos do governo (0,4%). Houve contribuição negativa também das importações, que cresceram 4,1% no período.

A taxa de desemprego em janeiro de 2021 foi de 8,1%, apresentando um aumento de 0,7 ponto percentual em relação à taxa de janeiro de 2020. As taxas mais baixas foram registradas nos Países Baixos (3,6%), em Malta (4,4%) e na Alemanha (4,6%). As mais altas continuam com os mesmos países dos últimos anos, Grécia⁴ (16,2%) e Espanha (16,0%), e o terceiro lugar ficou com a Lituânia (9,6%). Como era de se esperar, levando-se em conta os números de janeiro de 2020, a taxa de desemprego aumentou em quase todos os países. A única exceção foi a França, que já vinha enfrentando um processo de desaceleração econômica antes da pandemia. A inflação anual, medida pelo índice de preços ao consumidor (HICP), registrou uma elevação de 0,9% em fevereiro. Os países que apresentaram as maiores quedas no índice de preços em fevereiro foram Grécia (-1,9%), Eslovênia (-1,1%) e Chipre (-0,9%). As taxas de inflação mais altas foram registradas nos Países Baixos (1,9%), na Alemanha (1,6%) e na Áustria (1,4%).

Sérgio Monteiro

2 POLÍTICAS MONETÁRIA E CAMBIAL: “sinal amarelo”

2.1 Juros

O ano de 2020 inicia com uma queda tímida de apenas 0,25 p.p. na taxa Selic, na reunião que ocorreu nos dias 5 e 6 de fevereiro (229^a), ficando em 4,25%. Contudo, temendo as consequências da pandemia, a reunião de 17 e 18 de março (229^a), optou por mais um corte de 0,5 p. p. Os reflexos na economia brasileira decorrentes da pandemia foram mais intensos que o esperado na reunião de

⁴ Este dado refere-se à taxa de novembro de 2020, a última que foi divulgada.

março, fazendo com que na reunião de 5 e 6 de maio, o COPOM optasse por um corte de 0,75 p.p., levando a SELIC a 3% a.a.

A 231ª reunião, ocorrida entre 16 e 17 de junho, manteve a perspectiva da anterior e repetiu o corte de 0,75 p.p. Com o patamar já bastante reduzido, a 232ª reunião reduziu apenas 0,25 p.p., fazendo com que a taxa atingisse pela oitava vez seguida seu recorde de mínimo histórico, chegando então a 2% a.a. Esse patamar foi repetido nas quatro reuniões seguintes, até que na 237ª reunião 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.

Ao se analisar a taxa Selic *overnight* em termos mensais, principal taxa juntamente com o CDI *overnight*⁵ para indicar o custo do dinheiro no curto prazo, observa-se uma tendência de queda que se iniciara ainda em 2018 e que em 2019 essa tendência é revertida nos meses abril e maio, se situando em 0,52% e 0,54%, respectivamente. Em junho, ambas as taxas retornam ao patamar de março, que era até então o menor patamar da série observada (0,47% a.m.), seguida de uma alta, indo para 0,57% em julho. A partir de agosto (0,5% a.m.), ocorrem sucessivas quedas, com exceção do mês de outubro, cujas taxas se situaram em 0,48% a.m., frente a 0,46% em setembro e 0,38% em novembro, se mantendo praticamente estável até janeiro de 2020. Em fevereiro se observou um novo recuo, indo para 0,29%, seguido de uma pequena alta de 0,02 p.p. em março. Os cinco meses seguintes apresentaram quedas sucessivas, ficando em: 0,28% (abril), 0,24% (maio), 0,21% (junho), 0,19% (julho) e 0,16% em agosto, menor patamar da série até então, o qual se repetiu em setembro e outubro. Em novembro houve uma nova pequena queda, se situando em 0,15% e em dezembro retomou para 0,16%. Em janeiro de 2021 o patamar de novembro de 2020 se repetiu e em fevereiro, se registrou a menor taxa da série histórica: 0,13%.

Com a alteração da TJLP para TLP, desde fevereiro de 2018, esta taxa se mantinha em um patamar superior à Selic *overnight*, ao se compararem as taxas anualizadas. A partir de abril de 2019 ela passou a ficar em um patamar mais baixo, 6,26% a.a. contra 6,4% a.a. da Selic *overnight*, algo que se repetiu nos meses de maio e junho. Em julho houve uma nova queda na TLP, ficando em 5,95%,

⁵ 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 está em 0 a mais de 24 meses.

ampliando a diferença entre as taxas. Todavia, em agosto a SELIC *overnight* caiu para 5,90% após a decisão de corte de juros do Copom, passando a ser 0,05 p.p. inferior à TLP. Em setembro a TLP manteve o patamar do mês anterior e nos meses de outubro, novembro e dezembro ela ficou em 5,57%, voltando a cair em janeiro de 2020, registrando 5,09%, patamar repetido em fevereiro e março. Nos meses de abril, maio e junho, observou-se uma taxa de 4,94% e nos três meses subsequentes ficou em 4,91, menor patamar histórico da TLP. Em outubro foi observada nova queda, ficando agora em 4,55%, patamar repetido em novembro e dezembro. Em janeiro houve mais uma queda, chegando a 4,39%. Em fevereiro não houve alteração.

A Selic *overnight*, por sua vez, acompanhou as quedas na taxa básica, ficando em 5,71%, 5,38%, 4,9%, 4,59 %, 4,40% e 4,19%, 3,95%, 3,65%, 3,01%, 2,58%, 2,15%, 1,94%, 1,90% nos meses de setembro, outubro, novembro e dezembro de 2019 e janeiro, fevereiro, março, abril, maio, junho, julho, agosto e setembro de 2020, respectivamente. Nos meses de outubro e novembro, dezembro de 2020 e janeiro e fevereiro de 2021 a taxa anualizada se manteve estável, seguindo a estabilidade da taxa básica. Destarte, a diferença entre esta taxa e a TLP foi crescentemente ampliada entre agosto e dezembro de 2019. Como o corte da TLP em janeiro de 2020 foi superior à queda da Selic *overnight*, a diferença se reduziu e voltou a se elevar constantemente a partir de fevereiro, sendo que em setembro a diferença observada estava em 3,01 p.p. Nos meses de outubro, novembro e dezembro, em decorrência da estabilidade na Selic *overnight* combinada com redução da TLP, a diferença caiu para 2,65 p.p. Por fim, após nova queda na TLP a diferença entre as taxas ficou em 2,49 p.p., ainda um patamar significativo.

Em termos de taxas mensais, a TLP ficou relativamente pouco abaixo nos meses de abril, maio, julho, agosto e outubro de 2019, em decorrência principalmente de elevações pontuais na Selic *overnight*. Já nos meses subsequentes, a TLP voltou a se manter em patamares mais altos, sendo que a maior diferença foi observada nos meses de agosto e setembro de 2020: 0,24 p.p. No último dado observado, fevereiro de 2021, a diferença ficou próxima da máxima: 0,23 p.p.

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 2019. Em termos da Selic *Over* e TJLP/TLP, respectivamente entre parênteses, o maior patamar para ambas as taxas foi observado em 2019, nos meses de julho (0,58% e 0,49%) e agosto (1,02% e 1,00%), único mês da série a registrar um patamar superior a 1%. Entre setembro e dezembro, as taxas voltaram ao patamar negativo. Já nos dois primeiros meses de 2020 ambas

voltaram a ter patamares positivos, ficando, respectivamente, 0,29% e 0,32% em janeiro e 0,28% e 0,40% em fevereiro. 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%. Posteriormente, com a aceleração do IGP-DI, pressionado pela depreciação do real frente ao dólar, os meses subsequentes registraram patamares cada vez mais negativos: maio (-0,82% e -0,66%), junho (-1,37% e -1,18%), julho (-2,10% e -1,90%) e agosto (-3,57% e -3,34%). Posteriormente, houve oscilação, mas com exceção de dezembro (-0,60% e -0,39%), sempre ficou em patamares mais negativos que 2%: setembro (-3,04% e -2,81%), outubro (-3,40% e -3,19%), novembro (-2,43% e -2,21%), janeiro (-2,68% e -2,48%), e fevereiro (-2,51% e -2,29%).

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. Para o ano de 2019, observaram-se patamares negativos apenas em quatro meses: março (-0,28% e -0,18%), abril (-0,05% e -0,18%), novembro (-0,13% e -0,06%) e dezembro (-0,77% e -0,69%). Interessante verificar que no ano de 2020, além de serem observados 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 os meses de junho (-0,05%), julho (-0,17%) e agosto (-0,08%) registrassem patamares negativos. A partir de setembro há uma aceleração no IPCA, fazendo com que ambas as taxas mantivessem os patamares mais negativos do ano nos meses de setembro (-0,48% e -0,24%), outubro (-0,69% e -0,49%), novembro (-0,73% e -0,52%) e dezembro (-1,17% e -0,97%). 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 (-0,72% e -0,50%).

Os dados abordados nos quatro parágrafos anteriores podem ser observados em detalhes na Tabela 2.1.

Tabela 2.1 - Taxas de juros nominais e reais efetivas no Brasil, em % - jan./2019-fev./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-19	0,54	6,40	0,57	7,03	0,22	0,25	0,47	0,50
fev-19	0,49	6,40	0,57	7,03	0,06	0,14	-0,75	-0,67
mar-19	0,47	6,40	0,57	7,03	-0,28	-0,18	-0,59	-0,50
abr-19	0,52	6,40	0,51	6,26	-0,05	-0,06	-0,38	-0,39
mai-19	0,54	6,40	0,51	6,26	0,41	0,38	0,14	0,11
jun-19	0,47	6,40	0,51	6,26	0,46	0,50	-0,16	-0,12
jul-19	0,57	6,40	0,48	5,95	0,38	0,29	0,58	0,49
ago-19	0,50	5,90	0,48	5,95	0,39	0,37	1,02	1,00
set-19	0,46	5,71	0,48	5,95	0,50	0,52	-0,04	-0,02
out-19	0,48	5,38	0,45	5,57	0,38	0,35	-0,07	-0,10
nov-19	0,38	4,90	0,45	5,57	-0,13	-0,06	-0,47	-0,40
dez-19	0,37	4,59	0,45	5,57	-0,77	-0,69	-1,35	-1,27
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	1,9	0,37	4,55	-0,69	-0,49	-3,40	-3,19
nov-20	0,15	1,9	0,37	4,55	-0,73	-0,52	-2,43	-2,21
dez-20	0,16	1,9	0,37	4,55	-1,17	-0,97	-0,60	-0,39
jan-21	0,15	1,9	0,36	4,39	-0,10	0,11	-2,68	-2,48
fev-21	0,13	1,9	0,36	4,39	-0,72	-0,50	-2,51	-2,29

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

2.2 Crédito, *spread* e inadimplência⁶

Iniciando a análise pelo saldo de crédito direcionado, houve uma alta de 0,3 p.p. em janeiro de 2021 ao se comparar com o mês anterior e de 16,2 p.p. em relação ao mesmo mês no ano anterior. No trimestre a alta é de 3,2 p.p. Em termos de operações de crédito no conceito de recursos livres, o mês de janeiro ao se comparar com o mês anterior, observa-se uma queda de 0,3 p.p. Ao se

⁶ 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.

comparar com janeiro de 2020, há uma significativa elevação de 15,8 p.p. No trimestre, a elevação chega a 4,1 p.p.

No que tange ao crédito total, o mês de janeiro de 2021 não registrou variação em relação ao mês anterior, já o desempenho acumulado no trimestre e na variação em 12 meses, em termos de pontos percentuais, é de 3,7 e 16,0, respectivamente. Ao se analisar volume total de crédito em termos de percentual do PIB, a variação mensal registrou baixa de 0,1 p.p. Em termos trimestrais o crescimento foi de 1,6 p.p. Na comparação com janeiro de 2021 a variação é de 7,5 p.p.

Em relação às taxas de juros praticadas, o crédito direcionado fechou janeiro de 2021 com a taxa média de 7,7%, o que representa uma queda de 0,5 p.p. ao se comparar com janeiro de 2021, e o crédito no conceito de recursos livres ficou em 28,4%, redução de 5,3 p.p. na mesma comparação. Ou seja, apesar da queda muito mais acentuada da SELIC em relação à TLP, as diferenças nas taxas de juros para os tomadores finais de recursos direcionados e livres se mantiveram acentuadas. No que diz respeito aos prazos médios de crédito e ainda na comparação de 12 meses, as diferenças reduziram-se, havendo uma queda de 4,8 p.p. para o direcionado e para os livres (1,3 p.p.). Sendo assim, em janeiro de 2021, o prazo médio das operações com recursos direcionados ficou em 191,4 meses e o do crédito com bases em recursos livres ficou em 42,2 meses. Apesar da queda na diferença, ela ainda se mantém acentuada. Os dados comentados sobre as operações de crédito do sistema financeiro se encontram na 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 para as bases de comparação mensal (3,5 p.p. e 2,2 p.p.) e trimestral (3,2 p.p. e 0,4 p. p.) e uma queda para a variação em 12 meses (-2,4 p.p. e -6,4 p.p.). O que se pode analisar com esse movimento é que há um indício de reversão no movimento de queda nas taxas de juros de recursos livres que chegam ao tomador final. Isto fica evidenciado pelo fato de que quanto menor o período de comparação, maior a alta.

Tabela 2.2 - Operações de crédito do sistema financeiro brasileiro – jan./2019-jan./2021

Mês	Direcionado			Livres			Total	
	R\$ mi	juros	prazo	R\$ mi	juros	prazo	R\$ mi	% PIB
jan-19	1.488,50	8,70	203,90	1.748,50	37,10	39,00	3.236,90	46,90
fev-19	1.489,70	8,50	205,20	1.757,50	37,90	38,30	3.247,20	46,80
mar-19	1.489,50	8,50	207,10	1.783,10	38,30	39,00	3.272,70	47,00
abr-19	1.482,90	8,40	199,90	1.789,50	38,30	39,20	3.272,40	46,90
mai-19	1.475,40	8,50	193,50	1.815,60	37,90	40,40	3.291,00	46,80
jun-19	1.461,80	8,20	203,90	1.839,60	37,60	40,70	3.301,40	46,80
jul-19	1.453,20	8,10	194,70	1.841,80	37,40	40,60	3.295,00	46,50
ago-19	1.460,90	8,40	197,90	1.870,80	37,20	41,30	3.331,70	46,80
set-19	1.464,10	8,00	202,90	1.903,90	36,10	40,90	3.368,00	47,10
out-19	1.466,40	7,70	204,90	1.914,00	35,30	42,40	3.380,40	47,00
nov-19	1.470,00	7,40	200,90	1.951,90	35,60	43,10	3.421,80	47,40
dez-19	1.464,60	7,70	201,50	2.012,50	33,40	42,10	3.477,10	46,90
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	2.280,80	26,40	44,10	3.957,80	53,40
dez-20	1.697,80	7,90	195,50	2.323,80	25,50	43,60	4.021,60	54,20
jan-21	1.702,60	7,70	191,40	2.317,50	28,40	42,20	4.020,10	54,10

Fonte: Banco Central do Brasil.

A redução do crédito na ponta acompanha mais de perto o comportamento do *spread* bancário, o qual, por sua vez, com exceção do primeiro semestre de 2020, seguiu a taxa de inadimplência. Os desempenhos destas variáveis apresentam uma dinâmica comum em momentos de alta e baixa, mas com tendência clara de queda ao longo de 2018 e tendência de queda mais tênue em 2019. Já o início de 2020 começou com elevação apenas para os *spreads*. Em março e abril, ocorreu a inversão desses movimentos para ambas as variáveis. Ao menos em parte, essa inversão de movimentos pode ser reflexo das medidas adotadas pelo BCB a partir de março⁷. Os *spreads* prosseguiram caindo até setembro (21,20%), havendo uma leve alta de 0,3 p.p. em outubro, ficando

⁷ A redução na CSLL de 20% para 15%, por ter sido implementada apenas ao final de abril, não poderia explicar essa redução.

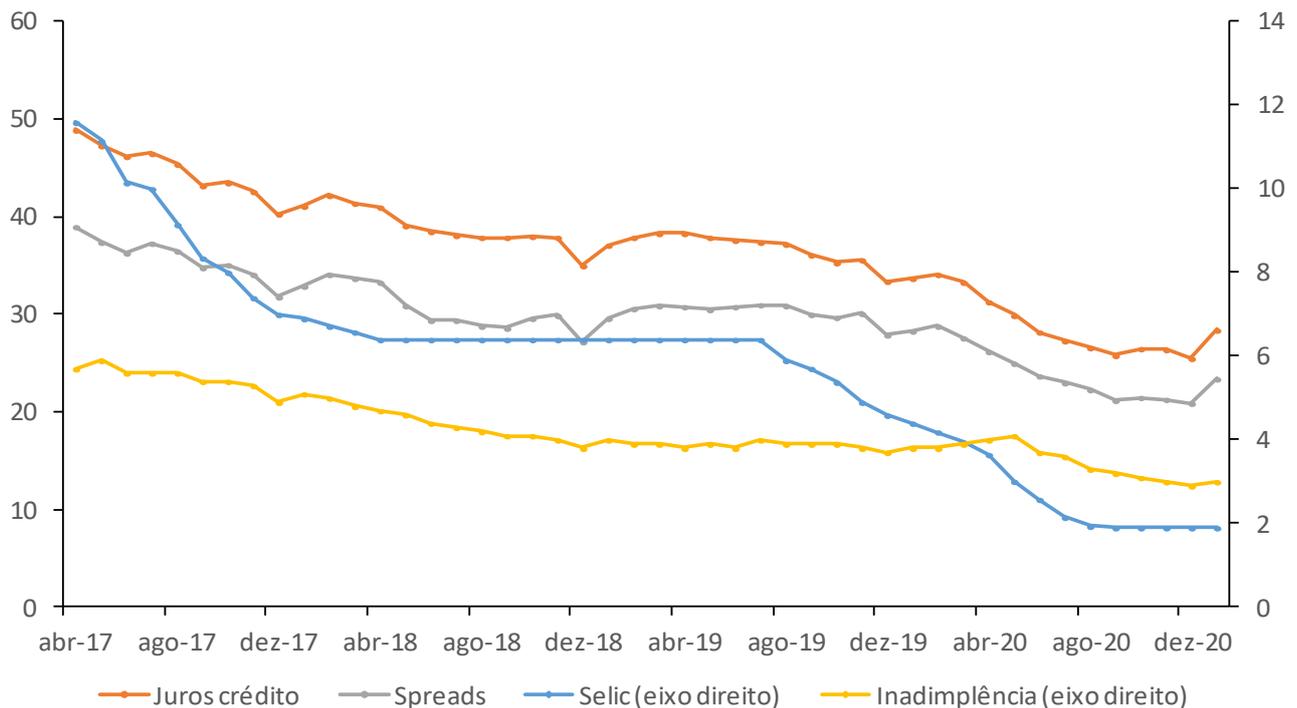
então em 21,5%. Esse movimento foi facilitado por mais uma sequência de quedas na inadimplência, cuja queda no ano até outubro era de 0,6 p.p. Contudo, a partir de novembro há uma trajetória de alta nos *spreads*, a qual se acentua em janeiro de 2021, cuja variação mensal para pessoa física e jurídica é de, respectivamente, 3,0 p.p. e 1,9 p.p. Desta vez, essa alta não pode ser explicada nem pelo movimento da taxa básica, a qual se manteve estável e nem pela elevação da inadimplência, a qual cresceu apenas 0,2 p.p. para pessoas jurídicas e caiu 0,1 p.p. para pessoas físicas.

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./2019-jan./2021

Mês	Taxas de juros % a.a.			<i>Spreads p.p.</i>			Inadimplência %		
	PJ	PF	Total	PJ	PF	Total	PJ	PF	Total
jan-19	20,40	50,10	37,10	13,40	42,20	29,60	2,90	4,80	4,00
fev-19	19,80	51,80	37,90	13,00	44,10	30,60	2,80	4,70	3,90
mar-19	19,80	52,40	38,30	12,80	44,70	30,90	2,80	4,70	3,90
abr-19	19,90	52,30	38,30	12,90	44,50	30,80	2,70	4,70	3,80
mai-19	19,60	51,70	37,90	12,60	44,00	30,50	2,70	4,80	3,90
jun-19	18,70	51,90	37,60	12,20	44,90	30,80	2,70	4,80	3,80
jul-19	19,20	51,00	37,40	13,10	44,50	31,00	2,80	4,80	4,00
ago-19	18,80	50,70	37,20	12,70	44,20	30,90	2,60	4,90	3,90
set-19	17,50	49,80	36,10	11,70	43,50	30,00	2,50	5,00	3,90
out-19	17,50	48,40	35,30	12,20	42,60	29,70	2,50	5,00	3,90
nov-19	17,30	48,90	35,60	12,10	43,10	30,10	2,40	5,00	3,80
dez-19	16,30	46,20	33,40	11,10	40,40	27,90	2,10	5,00	3,70
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	12,20	38,40	26,40	7,70	32,70	21,30	1,50	4,30	3,00
dez-20	11,70	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	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-jan./2021

Fonte: Banco Central do Brasil.

2.3 Câmbio

O real passou por um período de grande turbulência entre março e maio, 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-19⁸. Embora o momento mais agudo de instabilidade tenha passado, nos meses subsequentes até janeiro de 2021, também se observou elevada oscilação da taxa de câmbio do real. A taxa média de câmbio em janeiro de 2020 ficou em R\$ 5,42/US\$ 1,00, apresentando uma variação positiva em 12 meses na ordem de 24,78%. Esse movimento de depreciação do real em relação ao dólar teve início desde o final de 2017, com pontuais mudanças de tendência desde então.

O ano de 2019 iniciou com dois meses seguidos de apreciação do real frente ao dólar, tendência revertida nos três meses subsequentes. Quando parecia que haveria uma nova reversão da tendência de depreciação do real, com dois meses de apreciação frente ao dólar, o mês de agosto apresentou uma alta de 6,37% de 2019. Movimentos de depreciação do real frente ao dólar se

⁸ Ver: <https://www.iif.com/COVID-19>

repetiram nos meses setembro (2,52%), novembro (1,67%), e em oito meses de 2020: janeiro (0,97%), fevereiro (4,61%), março (12,5%), abril (9,05%), maio (5,97%), julho (1,61%) e agosto (3,43%). Movimentos de apreciação ocorreram apenas nos meses de junho (-7,92%), setembro (-1,13%), novembro (-3,70%) e dezembro (-5,05%). Já os dois primeiros meses de 2021 tiveram novas depreciações, com janeiro registrando alta de 4,09% e fevereiro de 1,13%. A Tabela 2.4 apresenta o comportamento das taxas de câmbio comercial, turismo e a taxa de câmbio comercial deflacionada pelo IPCA.

Tabela 2.4 - Taxa de câmbio (R\$/US\$) – jan./2019-fev./2021

Mês	dólar comercial venda (média mensal)	variação % mensal	variação % em 12 meses	dólar deflacionado	dólar turismo (média mensal)
jan-19	3,739	-3,771	16,443	3,846	3,884
fev-19	3,727	-0,323	14,961	3,811	3,868
mar-19	3,847	3,300	17,299	3,908	4,052
abr-19	3,896	1,291	14,341	3,936	4,157
mai-19	4,002	2,704	10,051	4,037	4,030
jun-19	3,859	-3,566	2,270	3,893	4,017
jul-19	3,779	-2,060	-1,291	3,805	3,929
ago-19	4,020	6,367	2,296	4,043	4,190
set-19	4,122	2,525	0,120	4,147	4,315
out-19	4,087	-0,837	8,743	4,108	4,271
nov-19	4,155	1,673	9,736	4,155	4,340
dez-19	4,110	-1,101	5,841	4,129	4,286
jan-20	4,150	0,970	10,898	4,270	4,337
fev-20	4,341	4,616	16,580	4,456	4,539
mar-20	4,884	12,505	26,969	5,010	5,098
abr-20	5,326	9,045	36,688	5,480	5,537
mai-20	5,643	5,969	41,033	5,829	5,853
jun-20	5,197	-7,918	34,668	5,354	5,414
jul-20	5,280	1,609	39,712	5,420	5,500
ago-20	5,461	3,429	35,852	5,593	5,724
set-20	5,400	-1,131	31,008	5,494	5,616
out-20	5,626	4,191	37,651	5,676	5,878
nov-20	5,418	-3,697	30,382	5,418	5,652
dez-20	5,146	-5,025	25,209	5,203	5,366
jan-21	5,356	4,094	29,083	5,402	5,600
fev-21	5,417	1,125	24,775	5,417	5,657

Fonte: Banco Central do Brasil e Ipeadata.

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 IGP-M, possibilitou que

as taxas básicas em termos reais registrassem os menores patamares históricos. Contudo, o mesmo não pode ser observado para a taxa de juros que chega ao tomador final, principalmente no que tange ao crédito com base nos recursos livres. Isto porque desde dezembro de 2020 e mais acentuadamente em janeiro de 2021, os *spreads* apresentaram uma alta significativa nessa modalidade. 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. Em contrapartida, esta alta no crédito observada ao longo do segundo semestre do ano passado foi revertida em janeiro.

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 dois primeiros meses de 2021. Chama atenção os movimentos bruscos, tanto de depreciação, quanto de apreciação, reforçando a característica de a nossa moeda estar entre as mais voláteis dos países emergentes. Também se evidencia que não há um otimismo do resto do mundo para com o Brasil.

A alta na taxa básica de juros na última reunião do Copom não teve seus efeitos captados nos indicadores analisados na presente seção. Essa medida tem como expectativa conter a trajetória de alta nos preços e um dos mecanismos para tal é por meio da tentativa de apreciação do real. Por outro lado, além de não haver garantia desse movimento, já que são diversos fatores que afetam a taxa de câmbio, pode dificultar ainda mais a recuperação da economia do país. No que tange ao escopo desta seção, vale destacar que já existem alguns sinais de desaceleração no mercado de crédito e este movimento de “normalização” da política monetária pode ser um fator de reversão da alta observada ano passado.

Mauricio Andrade Weiss

3 POLÍTICA FISCAL: fim do estado de calamidade pública em 2021? Faltou combinar com o vírus

3.1 Resultados Fiscais

Resultado Primário

O resultado primário do setor público consolidado no ano de 2020 foi deficitário em R\$ 702,9 bilhões em termos nominais, representando aproximadamente 9,4% do PIB, de acordo com os dados da Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP) do Banco Central. Esse valor é