

# CARTA

## DE CONJUNTURA DO NAPE

ISSN 2675-4886

VOLUME 27, NÚMERO 4

OUT./DEZ. 2020

RECUPERAÇÃO PARCIAL DO  
FINAL DE 2020 NÃO AFASTA  
GRANDE INCERTEZA PARA 2021

trimestre foram do consumo das famílias e do investimento, seguidas das exportações líquidas e dos gastos do governo. Os países com maior crescimento no terceiro trimestre foram França (18,7%), Espanha (16,7%) e Itália (15,9%). Cabe registrar que todos os países da Zona do Euro registraram crescimento nesse trimestre. As menores taxas foram as da Grécia (2,3%), da Estônia (3,3%) e da Lituânia (3,8%).

A taxa de desemprego em outubro foi de 8,4%, ligeiramente abaixo da registrada no mês anterior, e um ponto percentual acima da taxa de outubro de 2019. As menores taxas foram registradas em Malta (3,9%), nos Países Baixos (4,3%) e na Alemanha (4,5%). As maiores taxas foram as da Grécia<sup>5</sup> (16,8%), da Espanha (16,2%) e do Chipre (10,5%). A taxa de inflação anual em novembro, medida pelo índice de preços ao consumidor apresentou variação negativa de 0,3%, a mesma do mês anterior.

O estímulo econômico na Zona do Euro em resposta à pandemia do coronavírus tem se mostrado mais efetivo do que o adotado após a crise financeira de 2008. Até a Alemanha assumiu uma atitude menos restritiva com relação aos estímulos fiscais. A Comissão Europeia obteve um acordo entre os países para a adoção de um pacote de medidas da ordem de 1,8 trilhão de euros, incluindo 1,074 trilhão alocado no orçamento no período de 2021 a 2027 e 750 bilhões em um fundo temporário de recuperação. Como não há até agora sinais de elevação da inflação, o Banco Central Europeu deve manter no futuro as compras de títulos públicos e privados, as quais devem chegar a 1,6 trilhão de euros em 2020 (aproximadamente 14% do PIB de 2019).

*Sérgio Monteiro*

## **2 POLÍTICAS MONETÁRIA E CAMBIAL: o problema não está aqui**

### **2.1 Juros**

As metas das taxas básicas de juros definidas pelo Comitê de Política Monetária (COPOM) do Banco Central do Brasil (BCB), após dez reuniões em sequência sem alterações, sofreram quatro cortes seguidos de 0,5 p.p., nas reuniões que aconteceram entre os dias 30 e 31 de julho (224<sup>a</sup>), 17 e 18 de setembro (225<sup>a</sup>), 29 e 30 outubro (226<sup>a</sup>), 10 e 11 de dezembro (227<sup>a</sup>) de 2019. Já na reunião

---

<sup>5</sup> Este dado refere-se à taxa de agosto de 2020, a última que foi divulgada.

que ocorreu no dia 5 e 6 de fevereiro (229ª) houve uma queda mais tímida, de apenas 0,25 p.p., ficando em 4,25%. Contudo, temendo as consequências da pandemia, a reunião de 17 e 18 de março (229ª), optou por mais um corte de 0,5 p.p.

Os reflexos na economia brasileira decorrente da pandemia foram mais intensos que o esperado na reunião de 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, que é a meta vigente de 2,00%, pois nas últimas três reuniões não houve alteração da taxa. Na última delas, a 235ª, realizada entre os dias 8 e 9 de dezembro, embora haja o reconhecimento de que a inflação veio acima do esperado, pesou para manutenção da taxa o cenário de elevada incerteza em relação à economia doméstica no futuro próximo, bem como a manutenção de estímulos monetários nos principais países desenvolvidos.

Ao se analisar a taxa Selic *overnight* em termos mensais, principal taxa juntamente com o CDI *overnight*<sup>6</sup> 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%.

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%,

---

<sup>6</sup> 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 zero 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. Já a Selic *overnight* 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 (2019), outubro (2019), novembro (2019), dezembro (2019), janeiro (2020), fevereiro (2020), março (2020), abril (2020), maio (2020), junho (2020), julho (2020), agosto (2020) e setembro (2020), respectivamente. Nos meses de outubro e novembro a taxa anualizada se manteve estável, seguindo a estabilidade da taxa básica. Destarte, a diferença entre esta taxa e a TLP foi 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 e novembro, em decorrência da estabilidade na Selic *overnight* combinada com redução da TLP, a diferença caiu para 2,65 p.p., ainda um patamar significativo.

Em termos de taxas mensais, a TLP ficou relativamente um 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.

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%). No mês de setembro ocorre uma branda arrefecida (-3,04% e -2,81%), seguida de nova alta em outubro (-3,40% e 3,19%) e nova queda em novembro (-3,04% e -2,81%), mas ainda com taxas mais negativas que nos meses anteriores a agosto.

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 observar que no ano de 2020, além de serem observados apenas resultados positivos nos primeiros cinco meses, também registrou 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%) e novembro (-0,73% e -0,52%).

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-nov./2020

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

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

## 2.2 Crédito, *spread* e inadimplência<sup>7</sup>

Iniciando a análise pelo saldo de crédito direcionado, houve uma alta de 1,3 p.p. em outubro de 2020 ao se comparar com o mês anterior e de 12,3 p.p. em relação ao mesmo mês no ano anterior. No trimestre e no ano corrente a alta é de, respectivamente, de 7,5 p.p. e 12,4 p.p., revertendo uma tendência de redução na modalidade de crédito que se observava de forma consistente desde 2018. Em termos de operações de crédito no conceito de recursos livres, o mês de outubro, ao se comparar com o mês anterior, exibe uma alta de 1,9 p.p. Ao se comparar com outubro de 2019, há uma significativa elevação de 16,3 p.p. No trimestre, a elevação chega a 4,1 p.p. e no ano está com crescimento acumulado de 10,5%.

<sup>7</sup> 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.

No que tange ao crédito total, o mês de outubro de 2020 registrou variação em relação ao mês anterior de 1,4 p.p., já o resultado para o desempenho acumulado no trimestre, no ano e na variação em 12 meses registraram variações em termos de pontos percentuais de 5,5; 11,3 e 14,5, respectivamente. Ao se analisar volume total de crédito em termos de percentual do PIB, a variação mensal registrou alta de 0,5 p.p. Em termos trimestrais e no ano o crescimento foi de 2,4 p.p e 5,5 p.p., respectivamente. Na comparação com outubro de 2019 a variação é de 6,4 p.p. Confrontando com um período um pouco maior, tem-se que no mês de outubro de 2020 foi a primeira vez que o crédito total em relação ao PIB ultrapassou o patamar observado em janeiro de 2016: 53,4% contra 53,2%.

Em relação às taxas de juros praticadas, o crédito direcionado fechou outubro de 2020 com a taxa média de 7,2%, o que representa uma queda de 0,5 p.p. ao se comparar com outubro de 2019, e o crédito no conceito de recursos livres ficou em 26,5%, redução de 8,8 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, as diferenças reduziram-se, havendo uma queda de 8,2 p.p. para o direcionado e leve queda para os livres (0.1 p.p.), quando se comparam os meses de outubro de 2020 e 2019. Sendo assim, em outubro de 2020, o prazo médio das operações com recursos direcionados ficou em 196,7 meses e o do crédito com bases em recursos livres ficou em 42,3 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.

Tabela 2.2 - Operações de crédito do sistema financeiro brasileiro – jan./2019-out./2020

Mês	Direcionado			Livres			Total	
	R\$ mi	juros	prazo	R\$ mi	juros	prazo	R\$ mi	% PIB
jan/19	1.488,50	8,7	203,9	1.748,50	37,1	39,0	3.236,90	46,9
fev/19	1.489,70	8,5	205,2	1.757,50	37,9	38,3	3.247,20	46,8
mar/19	1.489,50	8,5	207,1	1.783,10	38,3	39,0	3.272,70	47,0
abr/19	1.482,90	8,4	199,9	1.789,50	38,3	39,2	3.272,40	46,9
mai/19	1.475,40	8,5	193,5	1.815,60	37,9	40,4	3.291,00	46,8
jun/19	1.461,80	8,2	203,9	1.839,60	37,6	40,7	3.301,40	46,8
jul/19	1.453,20	8,1	194,7	1.841,80	37,4	40,6	3.295,00	46,5
ago/19	1.460,90	8,4	197,9	1.870,80	37,2	41,3	3.331,70	46,8
set/19	1.464,10	8,0	202,9	1.903,90	36,1	40,9	3.368,00	47,1
out/19	1.466,40	7,7	204,9	1.914,00	35,3	42,4	3.380,40	47,0
nov/19	1.470,00	7,4	200,9	1.951,90	35,6	43,1	3.421,80	47,4
dez/19	1.464,60	7,7	201,5	2.013,80	33,4	42,1	3.478,30	47,9
jan/20	1.465,10	8,2	196,2	2.003,40	33,7	40,9	3.468,50	47,6
fev/20	1.465,70	7,6	199,3	2.021,80	34,2	41,5	3.487,50	47,7
mar/20	1.475,50	7,5	199,0	2.110,10	33,4	40,1	3.585,70	48,9
abr/20	1.485,60	7,3	203,4	2.099,40	31,3	40,3	3.585,00	49,3
mai/20	1.493,50	7,5	194,9	2.103,10	29,7	41,8	3.596,60	49,9
jun/20	1.506,50	7,0	202,4	2.116,60	27,3	41,8	3.623,00	50,4
jul/20	1.532,40	7,1	196,0	2.136,70	27,4	42,6	3.669,10	51,0
ago/20	1.579,40	7,2	197,8	2.162,00	26,6	42,8	3.741,40	52,0
set/20	1.625,00	6,9	200,7	2.194,00	25,8	41,2	3.819,10	52,9
out/20	1.646,50	7,2	196,7	2.225,30	26,5	42,3	3.871,80	53,4

Fonte: Banco Central do Brasil.

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 queda para ambas em todas as bases de comparação, exceto para a variação mensal (0,5 p.p. e 0,9 p.p.): em termos trimestrais (-0,4 p.p. e -0,9 p.p.), no ano (-4,3 p.p. e 7,1 p.p.) e em 12 meses (-5,5 p.p. e -9,5 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 maior o período de comparação, maior a queda, sendo que na variação mensal o resultado é de alta.

O problema maior é que desde meados de 2017 a redução do crédito na ponta acompanhou mais de perto o comportamento do *spread* bancário, o qual, por sua vez, com exceção 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

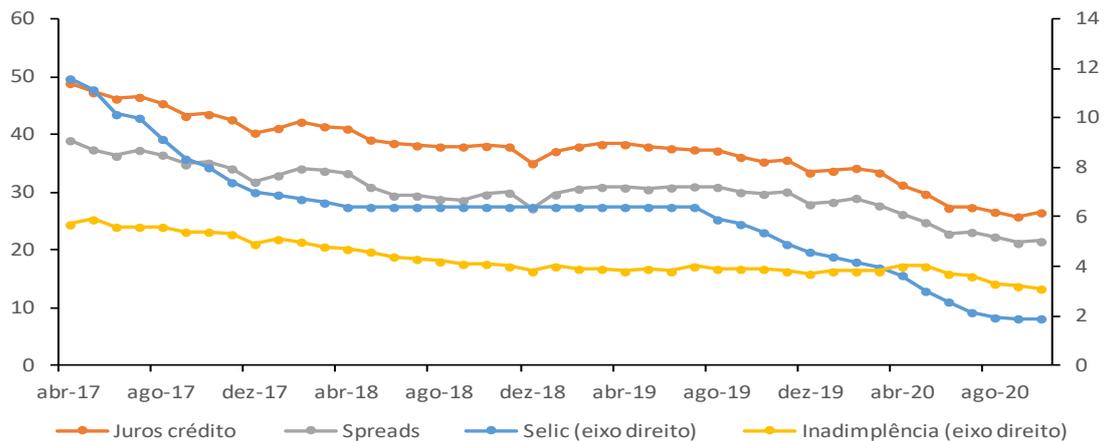
março e abril, ocorreu a inversão desses movimentos para ambas as variáveis. Ao menos em parte, essa inversão de movimentos pode ser reflexo das medidas adotadas pelo BCB a partir de março<sup>8</sup>. Os *spreads* prosseguiram caindo até setembro (21,20%), havendo uma leve alta de 0,3 p.p. em outubro, ficando então em 21,5%. Esse movimento foi facilitado por mais uma sequência de quedas na inadimplência, cuja queda no ano até outubro é de 0,6 p.p. 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-out./2020

Mês	Taxas de juros % a.a.			<i>Spreads p.p.</i>			Inadimplência %		
	PJ	PF	Total	PJ	PF	Total	PJ	PF	Total
jan/19	20,4	50,1	37,1	13,4	42,2	29,6	2,9	4,8	4,0
fev/19	19,8	51,8	37,9	13,0	44,1	30,6	2,8	4,7	3,9
mar/19	19,8	52,4	38,3	12,8	44,7	30,9	2,8	4,7	3,9
abr/19	19,9	52,3	38,3	12,9	44,5	30,8	2,7	4,7	3,8
mai/19	19,6	51,7	37,9	12,6	44,0	30,5	2,7	4,8	3,9
jun/19	18,7	51,9	37,6	12,2	44,9	30,8	2,7	4,8	3,8
jul/19	19,2	51,0	37,4	13,1	44,5	31,0	2,8	4,8	4,0
ago/19	18,8	50,7	37,2	12,7	44,2	30,9	2,6	4,9	3,9
set/19	17,5	49,8	36,1	11,7	43,5	30,0	2,5	5,0	3,9
out/19	17,5	48,4	35,3	12,2	42,6	29,7	2,5	5,0	3,9
nov/19	17,3	48,9	35,6	12,1	43,1	30,1	2,4	5,0	3,8
dez/19	16,3	46,0	33,4	11,1	40,2	27,9	2,1	5,0	3,7
jan/20	17,6	45,7	33,7	12,6	40,1	28,3	2,3	4,9	3,8
fev/20	17,0	46,8	34,2	12,0	41,4	29,0	2,3	5,0	3,8
mar/20	16,6	46,4	33,4	11,3	40,4	27,7	2,3	5,2	3,8
abr/20	15,7	44,7	31,3	11,3	38,9	26,2	2,4	5,5	4,0
mai/20	14,2	43,2	29,7	10,0	37,7	24,8	2,4	5,6	4,0
jun/20	13,0	39,7	27,3	9,2	34,7	22,8	2,0	5,2	3,7
jul/20	12,4	39,8	27,4	8,7	35,1	23,1	1,8	5,1	3,6
ago/20	12,2	39,0	26,6	8,4	34,2	22,3	1,7	4,9	3,3
set/20	11,5	38,0	25,8	7,6	32,8	21,2	1,6	4,6	3,2
out/20	12,0	38,9	26,5	7,6	33,4	21,5	1,5	4,5	3,1

Fonte: Banco Central do Brasil.

<sup>8</sup> A redução na CSLL de 20% para 15%, por ter sido implementada apenas ao final de abril, não poderia explicar essa redução.

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-out./2020

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-19<sup>9</sup>. Embora o momento mais agudo de instabilidade tenha passado, nos meses subsequentes até novembro, também se observou elevada oscilação da taxa de câmbio do real. A taxa média de câmbio em novembro de 2020 ficou em R\$ 5,42/US\$ 1,00, apresentando uma variação positiva em 12 meses na ordem de 30,38%. 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 repetiram nos meses de 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%) e novembro (-3,70%). A Tabela 2.4 apresenta o comportamento das taxas de câmbio comercial, turismo e a taxa de câmbio comercial deflacionada pelo IPCA.

<sup>9</sup> Ver: <https://www.iif.com/COVID-19>

Tabela 2.4 - Taxa de câmbio (R\$/US\$) – jan./2019-nov./2020

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

Fonte: Banco Central do Brasil e Ipeadata.

## 2.4 Considerações finais

O quadro traçado ao longo da presente seção mostra que em termos de crédito e de diferentes taxas de juros, as sucessivas e bem-vindas quedas nas taxas Selic demoraram a apresentar seus efeitos de forma mais clara, algo que passou a ocorrer a partir de meados do segundo semestre de 2019. Cabe frisar também que essa reação no mercado crédito não pode ser atribuída apenas à política monetária estrita, pois houve ainda em 2019 uma política creditícia direta na atuação da CEF, com destaque ao financiamento imobiliário e reduções na taxa de juros do cheque-especial e liberação do FGTS, que permitiu às famílias a quitação de dívidas antigas e eventualmente atrasadas e, conseqüentemente, tomar novos créditos a taxas de juros menores.

Todavia, os dois primeiros meses de 2020 apontavam para um sentido de piora no crédito, possível reflexo da desaceleração da economia e esgotamento das políticas creditícias descritas acima. Já com os primeiros sinais da crise evidenciados, ainda em março, o BCB anunciou uma série

de medidas que, embora tenham levado um período superior para serem implementadas e posteriormente adequadas à demanda, fazendo com que a retomada do crédito fosse mais lenta do que o necessário, parece ter possibilitado uma certa melhora nas taxas de juros e evitado uma queda mais acentuada nas operações de crédito com recursos livres no momento mais agudo da crise, ao mesmo tempo em que teria facilitado a retomada posterior<sup>10</sup>.

Evidentemente, as novas quedas mais acentuadas na taxa básica de juros, combinada com a queda na inadimplência, exceção para os meses de abril e maio, também facilitaram a ampliação do crédito. Como houve deflação no IPCA nos meses de abril e maio, essa queda se refletiu em menor nível de taxas reais apenas a partir de junho, no mesmo mês em que pode ser observada recuperação no crédito com base em recursos livres. Na base mais recente disponível, esse tipo de crédito apresentou elevação em todas as bases temporais utilizadas na comparação, tendo outubro como referência.

O crédito direcionado, por sua vez, teve um papel essencial na fase mais aguda da crise, pois ao contrário do que ocorrera com o crédito baseado em recursos livres, teve seu patamar elevado. Posteriormente, manteve uma trajetória de alta, com elevação em todas as bases de comparação no mês de outubro. Um aspecto a ser mencionado se refere ao fato que a taxa de juros dessa fonte de operação não teve um mesmo ritmo de queda do que ocorrera com os créditos com base nos recursos livres. A principal explicação para tal decorre tanto de uma redução dos *spreads* deste último tipo de recurso, quanto da queda menos acentuada da TLP em comparação com a taxa Selic. Este é um aspecto que vale reflexão, pois a TLP se baseia na média da taxa de juros do título público NTN-B de 5 anos, o qual não necessariamente acompanha de perto o ritmo de queda da Selic. Pode até mesmo se elevar, caso haja uma “empinada” na curva de juros do país.

Em termos da taxa de câmbio, no segundo semestre de 2019 já era nítida uma tendência de depreciação do real frente ao dólar. Isso ocorreu a despeito da reforma da previdência. No contexto da pandemia, essa situação se agravou substancialmente. Nos onze meses observados em 2020,

---

<sup>10</sup> Paula e Ferreira (2020) destacam sete medidas principais adotadas pelo BCB: “1) a redução do nível de depósitos compulsórios sobre recursos a prazo de 25% para 17%; 2) diminuição dos requerimentos de liquidez de curto prazo (LCR) e do Adicional de Conservação de Capital Principal dos bancos; 3) uso de empréstimos com lastro com letras financeiras garantidas por operação de crédito (potencial de liberar R\$ 670 bilhões de liquidez); 4) recompra de letras financeiras que podem ser deduzidas do depósito compulsório sobre recursos a prazo; 5) dispensa de provisionamento para renegociação de operações de crédito; 6) reclassificação dos níveis de risco das operações de crédito entre 1 de março de 2020 aos níveis de fevereiro de 2020, antes do início da crise; 7) Criação do Depósito a Prazo com Garantias Especiais (DPGE), permitindo que instituições financeiras capturem depósitos garantidos pelo FGC (Fundo Garantidor de Crédito), ampliando de \$20 milhões para R\$40 milhões de reais por titular”. Disponível em: <https://aterceiramargem.org/2020/05/13/a-crise-do-coronavirus-e-a-atuacao-do-banco-central/>.