

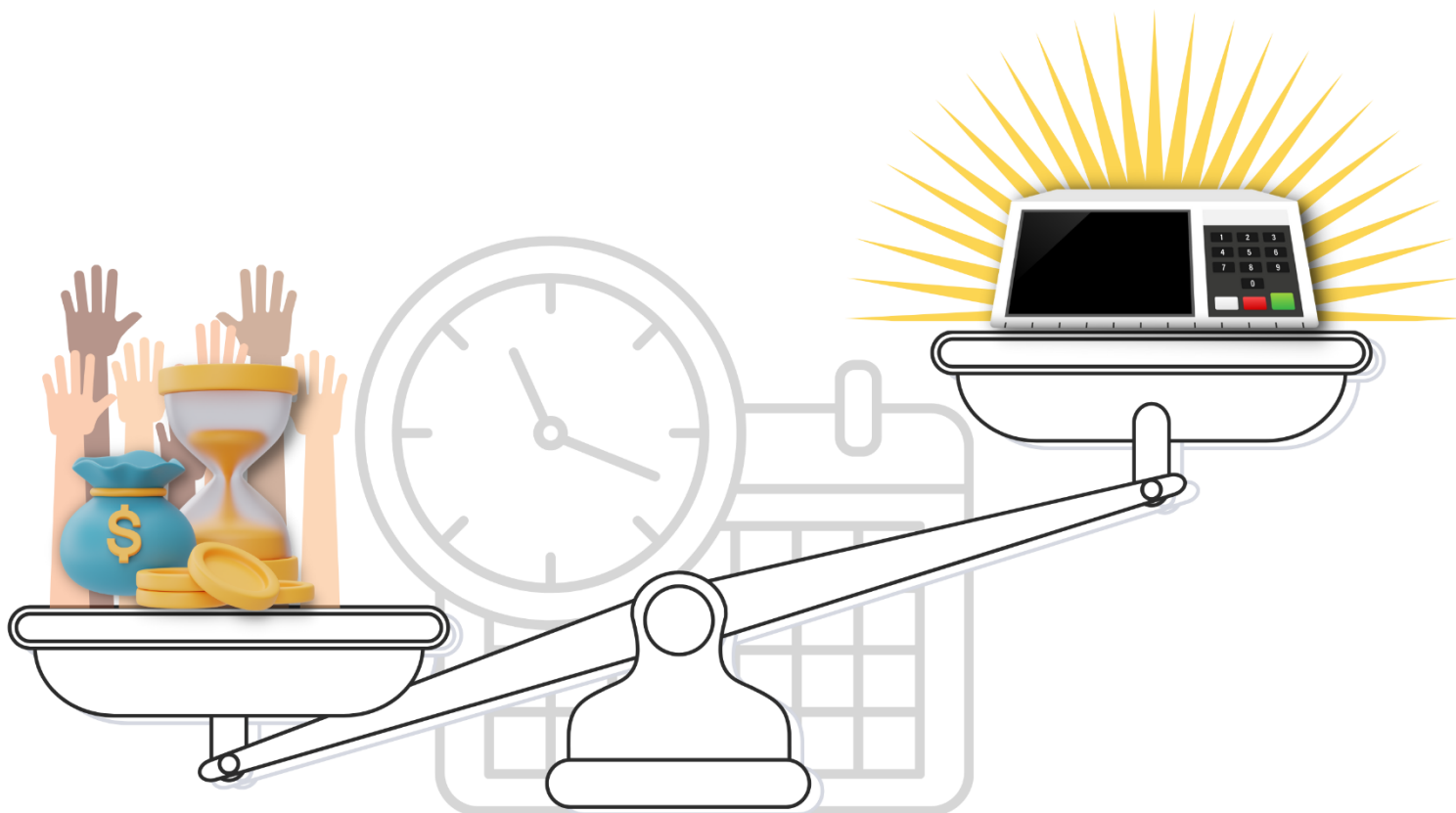
CARTA

DE CONJUNTURA DO NAPE

ISSN 2675-4886

VOLUME 29, NÚMERO 3

JUL./SET. 2022



ECONOMIA BRASILEIRA

REAGE AOS ESTÍMULOS DE DEMANDA NAS VÉSPERAS DA

ELEIÇÃO

VOLUME 29, NÚMERO 3
JUL./SET. 2022

ALESSANDRO DONADIO MIEBACH (DERI – UFRGS)
ANDRÉS FERRARI HAINES (DERI – UFRGS)
CARLOS HENRIQUE VASCONCELLOS HORN (DERI – UFRGS)
FLÁVIO BENEVETT FLIGENSPAN (DERI – UFRGS)
MAURICIO ANDRADE WEISS (DERI – UFRGS | *COORDENADOR*)
RÓBER ITURRIET AVILA (DERI – UFRGS)
SÉRGIO MARLEY MODESTO MONTEIRO (DERI – UFRGS)
ANELISE MANGANELLI (DIEESE – RS)
CLARISSA BLACK (SEFAZ – RS)
DENILSON ALENCASTRO (GERAL INVESTIMENTOS)
EVERSON VIEIRA DOS SANTOS (IEPE – UFRGS)
MARTINHO ROBERTO LAZZARI (SEPLAG – RS)
MATHEUS IBELLI BIANCO
RAFAEL CAMINHA PAHIM (PPGE – UFRGS)
VIRGINIA ROLLA DONOSO (DMT EM DEBATE)

Capa: Vinicius da R. da Silva | Núcleo de Publicações/FCE

Imagens: Canva | Storyset



nos Estados Unidos. Na comparação com julho de 2021, houve redução do desemprego em todos os países da Zona do Euro, com exceção do Chipre. As menores taxas foram registradas na Alemanha (2,9%), em Malta (2,9%) e nos Países Baixos (3,6%). As taxas mais altas foram registradas na Espanha (12,6%), na Grécia (11,4%) e no Chipre (8,0%). A inflação, medida pelo índice de preços ao consumidor (HICP), foi de 0,6% em agosto. No período de doze meses até esse mês, a taxa foi de 9,1%. Em termos de inflação anual, as maiores taxas foram registradas na Estônia (25,2%), na Letônia (21,4%) e na Lituânia (21,1%). Os países com as menores taxas foram França (-0,8%), Malta (7,0%) e Luxemburgo (8,6%).

Andrés Ferrari Haines e Sérgio Marley Modesto Monteiro

2 POLÍTICAS MONETÁRIA E CAMBIAL: crédito anda de lado ao passo que o custo ao tomador final continua se elevando

2.1 Juros

Conforme detalhado ao longo das últimas publicações do NAPE, o afrouxamento da política monetária estabelecida pelo Comitê de Política Monetária (COPOM) do Banco Central do Brasil (BCB) durante as três primeiras ondas da pandemia do coronavírus levou a taxa básica de juros brasileira à sua mínima histórica de 2% a.a. Este patamar histórico foi mantido até a 237ª reunião, quando a autoridade monetária inicia sucessivas elevações na taxa básica de juros (SELIC). Até a publicação da última carta de conjuntura, o COPOM havia estabelecido, respectivamente, três elevações de 0,75 p.p., duas de 1 p.p., três de 1,5 p.p., duas novas alta de 1 p.p. e, por fim, uma alta de 0,5 p.p., quando a autoridade monetária iniciou o processo de desaceleração dos ajustes.

Desde a divulgação da 29ª carta de conjuntura, o COPOM realizou duas novas reuniões (248ª e 249ª). Em relação ao cenário externo, ambas as reuniões apontaram uma continuidade na deterioração conjuntural, tendo em vista a persistência do aperto monetário dos países desenvolvidos com a permanência inflacionária, a revisão para baixo do crescimento global puxado pela economia chinesa e pela retirada de estímulos da Covid-19, e o prolongamento do conflito na Ucrânia, cujo impacto recaí no fornecimento energético da Europa. No que diz respeito ao cenário de preços

doméstico, o comitê avaliou, em ambas as reuniões, que a trajetória inflacionária brasileira segue elevada e com estouro da meta em 2022 (6% na FOCUS). Ainda no cenário de preços, o COPOM avaliou a existência de sinais de desaceleração inflacionária, especialmente via preços administrados (energia) e uma possível desaceleração econômica global, e apresenta a possibilidade de uma nova rodada inflacionária em virtude da possível piora nas condições internacionais de preço e na deterioração na situação fiscal brasileira. No debate fiscal, o comitê destacou o aquecimento da demanda via políticas temporárias de apoio a renda, salientando que a continuidade destas políticas pode gerar incertezas fiscais e aumento no prêmio de risco do país. Com base no cenário avaliado anteriormente, o Comitê de Política Monetária do BCB definiu uma elevação de 0,5 p.p. na 248ª reunião, colocando a SELIC em 13,75% e manteve a taxa no mesmo patamar na 249ª reunião.

Apesar da manutenção da taxa Selic na 249ª reunião, o COPOM enfatiza que vai manter a política contracionista a fim de gerar convergência inflacionária e ancoragem das expectativas para o centro da meta. Desta forma, o comitê informa que não hesitará na promoção de novos reajustes contracionistas, caso o processo deflacionário não transcorra como o esperado. Cenários de incertezas em relação a situação cambial e eleitoral não foram mencionados nas duas reuniões.

Apresentado os principais pontos discutidos nas últimas reuniões do Comitê de Política Monetária e a análise da taxa Selic anual, o restante da sessão enfoca a Selic *overnight* em termos mensais, principal taxa, juntamente com o CDI *overnight*¹⁵, para indicar o custo do dinheiro no curto prazo, e o movimento da TJLP/TLP, que é a taxa de juros de longo prazo praticada pelo BNDES, cujo patamar é formado pela média dos três meses anteriores das Notas do Tesouro Nacional Série B (NTN-B), títulos com estrutura a termo de cinco anos.

Em relação a Selic *overnight* mensal, a variável mantém o padrão, iniciado em fevereiro de 2021, de sucessivas altas, passando de 0,13% em fevereiro de 2021 para 1,17% em agosto de 2022, quando a *overnight* mensal atingiu a máxima histórica registrada nas cartas de conjuntura do NAPE¹⁶. A elevação na taxa mensal em agosto de 2022, último dado disponível, quebra com a relativa estabilidade entre os meses de maio, junho e julho, período em que a variável oscilou entre 1,02 e 1,03%. Em termos anualizados, o mês de agosto e setembro (tendência) deste ano mantém o crescimento ininterrupto da *overnight*, atingindo, respectivamente, os valores de 13,58% e 13,65%, levando a duas quebras consecutivas na máxima histórica registrada nas cartas do NAPE.

¹⁵ Devido a 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 entra em 0 a mais de 24 meses.

¹⁶ A série histórica da taxa Selic *overnight* presente nas Cartas de Conjuntura do NAPE inicia em janeiro de 2017 (1,09 p.p.).

Após a reversão em agosto de 2021, quando, em termos de mensais e em valores anualizados, a taxa Selic *overnight* superou mais a TJLP/TLP, isto é, a taxa monetária referência de curto prazo ficou acima do referencial de longo prazo, a diferença entre as duas taxas manteve um comportamento crescente. Em termos mensais, a diferença passou de 0,03 p.p. em agosto de 2021 para 0,60 p.p. no mesmo mês do ano seguinte. Já na comparação anualizada, setembro de 2022 apresentou a maior diferença com 6,57 p.p.

Como discutido em outras cartas de conjunturas, parte da discrepância encontrada entre a taxa de longo prazo do BNDES (TJLP/TLP) é fruto da natureza do cálculo da sua determinação. Todavia, este componente parece ter pouco impacto explicativo na conjuntura analisada, uma vez que a diferença entre o limite superior e inferior das duas taxas é expressivo. Em termos anualizados, o período de janeiro de 2021 e setembro de 2022 (tendência) apresentou uma diferença entre os limites de 11,75 p.p. na taxa Selic *overnight* e 2,62 p.p. para a TJLP/TLP, tendo em vista que a *overnight* apresentou 11,17% de variação média (mês), ao passo que a TJLP/TLP apresentou 8,19% de variação média (a cada três meses).

Para a análise em termos reais, são utilizados como deflator o IGP-DI e o IPCA. Começando pelos dados deflacionados pelo IGP-DI, a Selic *overnight* atingiu o quinto mês consecutivo em patamar positivo, saindo de 0,42% em abril de 2022 para, respectivamente, 0,34% (maio), 0,40% (junho), 1,42% (julho) e 1,73% (agosto). Os meses de junho e agosto de 2022 voltaram a superar a barreira do 1% de taxa real após sete meses. No caso da TJLP/TLP mensal, os meses de maio e junho voltaram a apresentar taxas reais negativas (-0,14% e -0,07%) depois do resultado positivo de abril de 2022, enquanto os meses de julho e agosto reverteram a tendência com, respectivamente, 0,95% e 1,13% de taxa real. No caso da TJLP/TLP, a reversão dos últimos dois meses analisados é explicado pelo resultado do IGP-DI, uma vez que a variação da taxa de longo prazo do BNDES se manteve, praticamente, nula. Para a Selic *overnight*, ainda que o IGP-DI ajude a explicar o resultado, a variação da *overnight* foi mais expressiva que a taxa de longo prazo.

Ao analisar os dados utilizando o IPCA como deflator, observa-se que a Selic *overnight* e a TJLP/TLP (mensais) nos meses de junho e julho apresentaram uma variação positiva expressiva, migrando de 0,35% para 1,72% na Selic e de -0,12% para 1,26% na TJLP/TLP, apesar da relativa estabilidade nos valores nominais, o que indica um processo deflacionário no período. Por sua vez, o mês de agosto de 2022 registra uma variação negativa nos valores reais em relação a julho, mas ainda mantém patamar superior aos nominais, o que indica uma nova deflação no IPCA. Agosto de 2022

registrou Selic *overnight* real de 1,54% e a TJLP/TLP real de 0,93%. Os meses de julho e agosto de 2022 presenciaram as taxas reais mais altas da série história das cartas de conjuntura do NAPE. Os dados abordados nos 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./2021-set./2022

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-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	-0,71	-0,75	1,00	0,96
out-21	0,49	6,30	0,43	5,32	-0,75	-0,81	-1,09	-1,15
nov-21	0,59	7,65	0,43	5,32	-0,36	-0,52	1,18	1,02
dez-21	0,77	8,76	0,43	5,32	0,04	-0,30	-0,47	-0,81
jan-22	0,73	9,15	0,49	6,08	0,19	-0,05	-1,25	-1,49
fev-22	0,76	10,49	0,49	6,08	-0,25	-0,51	-0,73	-1,00
mar-22	0,53	10,80	0,49	6,08	-0,68	-1,11	-1,41	-1,84
abr-22	0,83	11,65	0,55	6,82	-0,23	-0,50	0,42	0,14
mai-22	1,03	12,51	0,55	6,82	0,56	0,08	0,34	-0,14
jun-22	1,02	12,76	0,55	6,82	0,35	-0,12	0,40	-0,07
jul-22	1,03	13,15	0,57	7,01	1,72	1,26	1,42	0,95
ago-22	1,17	13,58	0,57	7,01	1,54	0,93	1,73	1,13
set-22		13,65	0,57	7,01				

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

2.2 Crédito, *spread* e inadimplência¹⁷

Na última carta de conjuntura do NAPE, os dados divulgados em relação a crédito, *spread* e a inadimplência foram paralisados em relação a edição predecessora em virtude da greve dos servidores do BCB. Superada está situação, a presente carta conta com a revisão dos dados de dezembro de 2021 a fevereiro de 2022, além da divulgação dos dados de abril de 2022 a junho de 2022.

Iniciando o exame conjuntural pelo saldo de crédito direcionado, houve uma alta de 3,3% no primeiro semestre de 2022, tendo em vista o crescimento de R\$ 62 bilhões no volume direcionado entre dezembro de 2021 e junho de 2022. A título de comparação, o segundo semestre de 2021

¹⁷ 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.

apresentou um crescimento de 7,97%, enquanto o primeiro semestre do mesmo ano teve 2,67% de alta.

No que tange às operações de recursos livres, o dado de junho de 2022 consolidou uma variação de 4,98% no segundo trimestre, enquanto o primeiro trimestre obteve 2,78% de crescimento frente aos dados de março de 2022 e a revisão de janeiro e fevereiro pós-paralização. Nos últimos 12 meses, o acumulado é de 22,17% entre junho de 2022 e junho de 2021.

Ao se analisar o volume total de crédito em termos de percentual do produto interno bruto, a dinâmica apresenta um cenário distinto. Enquanto o primeiro trimestre de 2022 exibiu um crescimento de 0,10 p.p. (53,9% para 54% do PIB), o segundo trimestre voltou ao patamar de 53,8% com os dados de junho de 2022. Ao mesmo tempo, quando analisada a relação entre junho de 2022 e junho de 2021, a participação do crédito total em termos de PIB cresceu, partindo de 52,9% para 53,9%. Ao destrinchar a participação das duas formas de operações de crédito listados, o crédito direcionado representa 21,15% do produto, enquanto o crédito livre soma 32,75% em relação ao PIB brasileiro, dados que mantêm a relativa estabilidade de participação das variáveis na série histórica.

Em relação às taxas de juros praticadas, o crédito direcionado terminou junho de 2022 com a taxa média de 10,70%, fechando a segunda queda consecutiva, mas mantendo um patamar mais elevado que a média praticada nos últimos 12 meses (9,31%). No caso da análise média trimestral, a média do primeiro trimestre fechou 9,6%, enquanto o segundo trimestre terminou com 10,87%, a média mais alta da série histórica analisada. Para os juros praticados no mercado de recursos livres, em junho de 2022 se observou a maior taxa média de juros desde maio de 2018, quando a média do crédito livre estava em 39,10%. Analisando o *spread* do sistema financeiros brasileiro nas operações de crédito livres, o total registrado em junho de 2022 foi de 26,5%, valor mais elevado desde março de 2020, sendo o *spread* para pessoas jurídicas em 10,5% e pessoas físicas de 38,7%. Com base nesses dados, o segundo trimestre de 2022 apresenta um cenário de altas taxas médias de juros e *spreads* que não é visto desde meados de 2020, revertendo a tendência de queda presenciada em 2021.

Tabela 2.2 - Operações de crédito do sistema financeiro brasileiro – jan./2021-jun./2022

Mês	Direcionado		Livres		Total	
	R\$ bi	juros	R\$ bi	juros	R\$ bi	% PIB
jan-21	1.702,30	7,70	2.311,80	28,40	4.014,10	53,40
fev-21	1.709,50	7,30	2.331,50	28,10	4.041,00	53,30
mar-21	1.725,10	7,20	2.377,50	28,40	4.102,60	53,40
abr-21	1.730,70	7,20	2.392,90	29,20	4.123,50	52,60
mai-21	1.737,30	7,00	2.433,60	28,50	4.170,80	52,20
jun-21	1.743,20	7,30	2.465,00	28,40	4.208,20	51,90
jul-21	1.776,00	7,60	2.486,40	28,90	4.262,50	51,90
ago-21	1.802,70	8,00	2.536,20	29,70	4.338,90	52,00
set-21	1.831,80	8,00	2.601,10	30,50	4.433,00	52,60
out-21	1.850,60	8,50	2.652,60	32,50	4.503,20	52,90
nov-21	1.864,30	8,90	2.723,90	33,70	4.588,20	53,30
dez-21	1.882,20	9,30	2.791,30	33,80	4.673,50	53,80
jan-22	1.888,90	9,60	2.784,60	35,30	4.673,50	53,50
fev-22	1.898,50	9,10	2.818,10	36,50	4.716,70	53,70
mar-22	1913,80	10,10	2868,80	37,30	4782,60	54,00
abr-22	1911,30	11,10	2910,80	37,90	4822,10	53,80
mai-22	1918,70	10,80	2957,80	38,00	4876,60	53,70
jun-22	1944,40	10,70	3011,60	39,00	4956,00	53,90

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 alta em todas as bases de comparação para junho de 2022: mensal (0,70 p.p. e 1,1 p.p.), trimestral (1,2 p.p. e 1,9 p.p.) e na variação em 12 meses (8,1 p.p. e 11,7 p.p.). O que se pode analisar com esse movimento é que há uma evidente continuidade no aumento nas taxas de juros de recursos livres que chegam ao tomador final, mantendo a trajetória do ano de 2021 e do primeiro semestre de 2022.

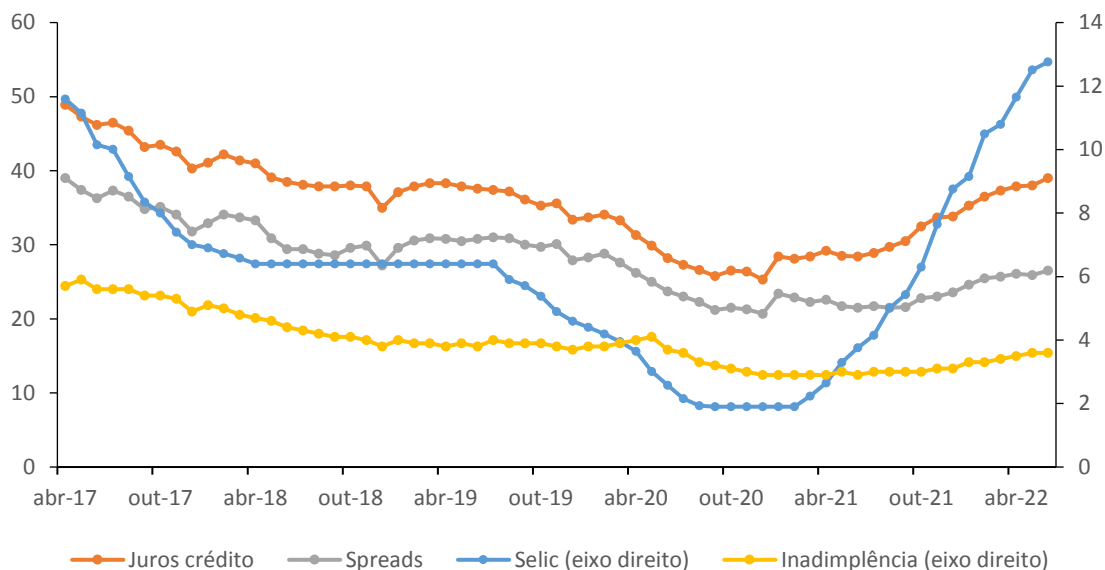
Esses aumentos nas taxas de juros para pessoas jurídicas e físicas ocorreram concomitantes ao leve crescimento da inadimplência. Na média trimestral, a inadimplência total passou de 3,33% para 3,57% entre o primeiro e segundo trimestre do ano. Ainda que em alta com relação aos dados dos trimestres imediatamente anteriores, ambas as médias se encontram abaixo da média histórica registrada desde 2018 (3,7%) e das médias anuais de 2019 (3,8%) e 2020 (3,6%). No caso da inadimplência de pessoas jurídicas, junho de 2022 manteve os valores dos três meses anteriores (1,7%), igualando o resultado de maio e abril de 2021. Com esses valores, a inadimplência das PJ

mantém a estabilidade apresentada nos últimos relatórios. Por sua vez, os dados das pessoas físicas apresentam uma elevação na média com os trimestres anteriores, apesar da estabilidade entre os meses de maio de 2022 e junho de 2022. O segundo trimestre de 2022 atingiu 5,13% de inadimplência de PF, com 5,2% em maio e junho. Em comparação, o primeiro trimestre do ano teve 4,73% de média, enquanto todo o ano de 2021 atingiu 4,13%, sendo 4,3% no seu último trimestre. Dentro da dinâmica apresentada, o papel da inadimplência na determinação do *spread* das operações de créditos livres no Brasil ainda permanece como quadro de menor relevância no comportamento de longo prazo. 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./2021-jun./2022

Mês	Taxas de juros % a.a.			<i>Spreads p.p.</i>			Inadimplência %		
	PJ	PF	Total	PJ	PF	Total	PJ	PF	Total
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	13,80	40,70	28,40	8,20	34,20	22,30	1,60	4,00	2,90
abr-21	14,70	41,30	29,20	8,70	34,30	22,60	1,70	4,00	2,90
mai-21	14,60	39,80	28,50	8,40	32,60	21,70	1,70	4,10	3,00
jun-21	14,50	39,80	28,40	8,10	32,50	21,50	1,60	4,00	2,90
jul-21	15,50	39,70	28,90	8,70	32,10	21,70	1,60	4,10	3,00
ago-21	16,20	40,50	29,70	8,40	32,00	21,50	1,60	4,10	3,00
set-21	17,10	41,20	30,50	8,60	32,00	21,60	1,60	4,20	3,00
out-21	18,90	43,20	32,50	9,50	33,20	22,80	1,60	4,20	3,00
nov-21	20,10	44,40	33,70	9,70	33,50	23,00	1,70	4,30	3,10
dez-21	19,70	45,00	33,80	9,70	34,70	23,60	1,50	4,40	3,10
jan-22	21,30	46,30	35,30	10,80	35,40	24,60	1,60	4,60	3,30
fev-22	21,50	48,10	36,50	10,70	36,90	25,50	1,50	4,70	3,30
mar-22	21,40	49,60	37,30	10,20	37,80	25,70	1,70	4,90	3,40
abr-22	22,40	49,90	37,90	10,70	38,00	26,10	1,70	5,00	3,50
mai-22	21,90	50,40	38,00	10,20	38,00	25,90	1,70	5,20	3,60
jun-22	22,60	51,50	39,00	10,50	38,70	26,50	1,70	5,20	3,60

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-jun./2022

Fonte: Banco Central do Brasil.

2.3 Câmbio

Conforme destacado no relatório anterior, o real sofreu um período de grande turbulência durante a primeira onda da Covid-19, 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-19¹⁸. Dezembro de 2021 continua como o período de maior taxa média de câmbio comercial em todo o período analisado, cotado a R\$ 5,65/US\$ 1,00, enquanto o dólar turismo de março de 2021 (R\$ 5,89/ US\$ 1,00) continua no topo da série histórica.

Os primeiros meses de 2022 foram marcados por quatro meses consecutivos de queda na média mensal da taxa de câmbio, saindo de R\$ 5,53 em janeiro para R\$ 4,75/US\$ 1,00 em abril, mês com a menor taxa de câmbio comercial e turismo mais baixa desde fevereiro de 2020, antes do início da pandemia. Todavia, de maio de 2022 a julho de 2022 o dólar comercial e turismo voltou a crescer e ultrapassar a barreira dos R\$ 5,00/US\$ 1,00, havendo uma nova queda em agosto, mas mantendo-se assim da barreira dos cinco reais. No segundo trimestre de 2022, julho foi o mês com a maior cotação, terminando com R\$ 5,37/US\$ 1,00 comercial e R\$ 5,54/US\$ 1,00 turismo, valores mais altos registrados desde janeiro de 2022. Em 12 meses, agosto de 2022 manteve uma média 2,07% menor, enquanto junho e julho permaneceram acima da média dos mesmos meses de 2021, sendo, respectivamente,

¹⁸ Ver: <https://www.iif.com/COVID-19>

0,34% e 4,1% superior. Dos 8 meses analisados de 2022, 3 estiveram uma variação positiva em 12 meses, enquanto o restante permaneceu abaixo, com destaque para os meses de março (-12%) e abril (-14,46%).

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./20-ago./2022

Mês	dólar comercial venda (média mensal)	variação % mensal	variação % em 12 meses	dólar deflacionado	dólar turismo (média mensal)
jan-21	5,356	4,094	29,083	5,972	5,600
fev-21	5,417	1,125	24,775	5,988	5,657
mar-21	5,646	4,240	15,608	6,184	5,889
abr-21	5,562	-1,488	4,442	6,073	5,782
mai-21	5,290	-4,885	-6,255	5,730	5,500
jun-21	5,031	-4,898	-3,181	5,420	5,206
jul-21	5,157	2,480	-2,339	5,502	5,361
ago-21	5,252	1,843	-3,836	5,555	5,447
set-21	5,280	0,533	-2,219	5,520	5,494
out-21	5,540	4,930	-1,525	5,721	5,752
nov-21	5,557	0,305	2,566	5,685	5,775
dez-21	5,651	1,701	9,830	5,739	5,875
jan-22	5,534	-2,075	3,321	5,590	5,745
fev-22	5,196	-6,099	-4,060	5,197	5,385
mar-22	4,968	-4,391	-12,004	5,045	5,144
abr-22	4,758	-4,234	-14,457	4,780	4,922
mai-22	4,955	4,141	-6,351	4,955	5,122
jun-22	5,049	1,900	0,344	4,997	5,221
jul-22	5,368	6,315	4,099	5,349	5,536
ago-22	5,143	-4,187	-2,065	5,143	5,336

Fonte: Banco Central do Brasil e Ipeadata.

2.4 Considerações finais

O presente cenário da taxa de básica de juros é de manutenção da agenda contracionista da política monetária, em virtude, principalmente, do cenário externo e da persistência inflacionária no país. O ritmo de reajuste da Selic foi reduzido a ponto de haver a manutenção do seu patamar entre duas reuniões, mas, apesar disso, a autoridade monetária continua vigilante com a possibilidade de uma deterioração das condições fiscais e externas, além da procura pela ancoragem das expectativas dos agentes dentro do centro da meta no futuro, o que pode implicar em uma nova rodada contracionista. Apesar do comitê indicar que a decisão de manter a Selic em 13,75% possa, ao mesmo

tempo que assegura a estabilidade de preços, suavizar a flutuação da atividade econômica e fomentar o pleno emprego, o impacto desta agenda monetária no crescimento econômico e sua efetividade no controle inflacionário dos últimos meses merece uma análise mais aprofundada, uma vez que não discute a adoção de políticas de controle de preços mais direcionadas e mantém o juro real do país entre os mais altos do mundo.

Como destacado na carta de conjuntura antecedente, antes da elevação da taxa básica de juros no início de 2021, ocorreu uma alta significativa ao tomador final, decorrente da elevação dos *spreads* naquele mês, um movimento em resposta à alta na demanda por crédito no período, uma vez que a taxa de inadimplência pouco se alterou. Desde então, o cenário de encarecimento do crédito ao tomador final continua, tanto pelo *spread* quanto pela manutenção da política monetária contracionista por parte do COPOM, ao passo que a inadimplência mantém um comportamento dentro da média histórica, salvo os dados do último trimestre de 2022 para as pessoas físicas.

O comportamento dos *spreads* no primeiro semestre de 2022, diferente de 2021, apresentou um crescimento contínuo, com exceção da leve oscilação no mês de maio. Nesse cenário, os *spreads* do mês de junho de 2022 fecharam em patamar não visto desde maio de 2020, início da pandemia, mesmo com a inadimplência se mantendo abaixo do registrado nos primeiros três trimestres de 2020. Desta feita, compreender o encarecimento do crédito para o tomador final requer, além da averiguação da política monetária do COPOM, reconhecer os determinantes do aumento do *spread*, o qual parece pouco relacionado com o aumento da inadimplência.

No que diz respeito ao desempenho do mercado de crédito, todos os indicadores, seja com base nos recursos livres, seja para o crédito direcionado, apresentaram altas significativas em termos nominais na base de comparação em 12 meses, mantendo a tendência vista nas últimas cartas. A análise trimestral vai no mesmo sentido de aumento dos recursos (livres e direcionados), ainda que em variações menos expressivas que na base dos 12 meses. Por sua vez, convergindo ao encontrado nas três cartas de conjuntura anteriores, o crédito como proporção do PIB do segundo trimestre e do primeiro semestre de 2022 se manteve estável dentro da média dos últimos dois anos, ainda que marginalmente acima do registrado em 2021. Ou seja, os resultados aparentemente positivos são em parte decorrência do aumento dos preços, ainda que o último trimestre analisado tenha apresentado indicadores de deflação. Há também que salientar que as comparações mensais e trimestrais apresentaram pioras significativas entre o presente relatório e os de 2021. Sinal de que as sucessivas altas nas taxas de juros estão fazendo efeito para o enfraquecimento no mercado de crédito.

Provavelmente a queda não é mais acentuada pelo fato das famílias continuarem precisando se endividar para compensar a perda do poder de compra.

Em termos da taxa de câmbio, a volatilidade do real continua a ser um aspecto marcante. Entre junho e dezembro de 2021, predominou o sentido de depreciação da moeda doméstica, a despeito da elevação na taxa de juros. A partir de janeiro de 2022 parecia haver uma tendência de apreciação, mas que durou apenas até abril. Julho apresentou a maior depreciação desde abril de 2020, no auge das incertezas do mercado financeiro por conta da pandemia. Cabe ainda destacar que a taxa de câmbio média de setembro até o dia 23 era de 5,20, com taxa de juros de 13,75% a.a. Já de dezembro de 2020 registrou a taxa média de 5,15, quando a taxa de juros era de apenas 2% a.a. A trajetória recente da taxa de câmbio do real demonstra como sua determinação é complexa. Contudo, uma análise mais aprofundada foge do escopo da presente seção.

Mauricio Andrade Weiss e Rafael Caminha Pahim

3 POLÍTICA FISCAL: as receitas de concessões, privatizações e dividendos

3.1 Receitas do Governo Central

Os últimos meses foram marcados pela expressiva entrada de recursos no Tesouro Nacional da venda de ações da Eletrobras (R\$ 26,6 bilhões) e do bônus de assinatura licitações de excedentes de blocos de petróleo (R\$ 11,5 bilhões) ambos em junho. Além disso, houve o recebimento de dividendos, com destaque para o BNDES (R\$ 18,9 bilhões), em junho, e da Petrobras (R\$ 24,9 bilhões), entre maio e julho.

Entre janeiro e julho de 2022, as receitas totais do governo central cresceram 15,1% em termos reais em relação ao mesmo período de 2021. As variações abaixo fazem referência do marco de tais meses.

O Imposto de Renda cresceu 19,7% em termos reais, incremento também da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (+38,8%). Destaca-se o crescimento dos lucros, em especial nos setores vinculados a *commodities*, os quais tiveram recolhimentos atípicos de mais de R\$ 30 bilhões. No âmbito das pessoas físicas, chama atenção a elevação de rendimentos de aplicações financeiras e mesmo do rendimento do trabalho.