

# CARTA

## DE CONJUNTURA DO NAPE

ISSN 2675-4886

VOLUME 30, NÚMERO 1

JAN./ABR. 2023



### JUROS ALTOS E DESACELERAÇÃO NO ÚLTIMO TRIMESTRE DE 2022 ACENDEM O SINAL AMARELO PARA 2023

**CARTA**  
DE CONJUNTURA DO NAPE  
ISSN 2675-4886



VOLUME 30, NÚMERO 1  
JAN./ABR. 2023

ALESSANDRO DONADIO MIEBACH (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 (GOVERNO DO ESTADO – RS)  
DENILSON ALENCASTRO (GERAL INVESTIMENTOS)  
EVERSON VIEIRA DOS SANTOS (IEPE – UFRGS)  
LUANA GONÇALVES VARELA DOS SANTOS (PPGE – UFRGS)  
LUCAS MESH FERREIRA DA SILVA (PPGE – UFRGS)  
MARTINHO ROBERTO LAZZARI (SEPLAG – RS)  
RAFAEL CAMINHA PAHIM (PPGE – UFRGS)  
VIRGINIA ROLLA DONOSO (DMT EM DEBATE)

Capa: Vinicius da R. da Silva | Núcleo de Publicações/FCE  
Imagem: arte sobre foto de Nick Brunner | Unsplash



## Sumário

1 ECONOMIA MUNDIAL: As taxas de juros e o dilema entre inflação e risco bancário .....	3
<i>Sérgio Marley Modesto Monteiro</i>	
2 POLÍTICAS MONETÁRIA E CAMBIAL: combinação de elevação dos juros ao tomador final e aumento da inadimplência não reduzem o volume de crédito.....	6
<i>Mauricio Andrade Weiss</i>	
<i>Rafael Caminha Pahim</i>	
3 POLÍTICA FISCAL: a conta juros cresce.....	17
<i>Róber Iturriet Avila</i>	
4 INFLAÇÃO: taxa arrefece, mas permanece elevada e com alto grau de incerteza .....	23
<i>Clarissa Black</i>	
5 BALANÇO DE PAGAMENTOS: entre suspiros e incertezas.....	29
<i>Luana Varela</i>	
<i>Alessandro Donadio Miebach</i>	
6 NÍVEL DE ATIVIDADE: confirma-se a desaceleração.....	36
<i>Flávio Benevett Fligenspan</i>	
7 EMPREGO E SALÁRIOS: recuperação do mercado de trabalho desacelera no fim de 2022 .....	43
<i>Anelise Manganelli</i>	
<i>Carlos Henrique Vasconcellos Horn</i>	
<i>Virginia Rolla Donoso</i>	
8 MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS: condições financeiras pioraram no início de 2023 .....	54
<i>Denilson Alencastro</i>	
9 ECONOMIA DO RIO GRANDE DO SUL: Indústria e Serviços crescem em ano de forte retração da Agropecuária .....	58
<i>Martinho Roberto Lazzari</i>	
10 ÍNDICES DE PREÇOS AO CONSUMIDOR – PORTO ALEGRE: inflação do IPC/IEPE desacelera em fevereiro impactada por três dos seus quatro grupos .....	63
<i>Everson Vieira dos Santos</i>	

crescimento dos gastos do governo (0,7%) e das exportações (0,1%) no último trimestre de 2022. Ao longo do ano, entretanto, com exceção das importações, todos os componentes contribuíram positivamente para a variação de 3,5% do PIB.

A taxa de desemprego na Zona do Euro foi de 6,7% em janeiro de 2023, o mesmo nível do mês anterior, e levemente abaixo da taxa de janeiro de 2022, que foi de 6,9%. Este número corresponde, aproximadamente, a 13,3 milhões de desempregados. As menores taxas foram registradas na Alemanha (3,0%), em Malta (3,0%), e na Eslovênia (3,2%). As maiores taxas foram as da Espanha (13,0%), da Grécia (11,6%<sup>5</sup>), e da Itália (7,9%). No que diz respeito à inflação, a taxa anual em fevereiro de 2022, medida em preços ao consumidor (HICP<sup>6</sup>), foi de 1,1%, levemente abaixo da de janeiro (1,3%). As menores taxas foram registradas no Chipre (deflação de 0,4%), na Grécia (0,4%) e na Itália (0,5%). As maiores taxas ocorreram na Lituânia (3,2%), na Estônia (3,2%) e na Eslováquia (2,2%).

A versão europeia da crise bancária americana veio na forma do risco de colapso do banco suíço Credit Suisse, uma das principais instituições do mundo. Após um empréstimo emergencial do banco central suíço da ordem de US\$50 bilhões, a solução do problema veio com a compra do Credit Suisse pelo seu rival UBS. Embora as dificuldades enfrentadas pelo Credit Suisse não sejam de mesma natureza das enfrentadas pelo Silicon Valley Bank, o fato é que a regulação no setor bancário não está à altura dos riscos inerentes ao sistema.

*Sérgio Monteiro*

## **2 POLÍTICAS MONETÁRIA E CAMBIAL: combinação de elevação dos juros ao tomador final e aumento da inadimplência não reduzem o volume de crédito**

### **2.1 Juros**

Conforme destacado nas últimas publicações do NAPE, após um longo período de afrouxamento da política monetária, o Comitê de Política Monetária (COPOM) do Banco Central do Brasil (BCB) iniciou sucessivas elevações na taxa básica de juros (SELIC). Essa inversão na trajetória da meta de juros básica foi estabelecida a partir da 237ª reunião. Até o 248º encontro, o COPOM havia estabelecido treze elevações consecutivas na SELIC, sendo três de 1,5 p.p. (variação mais alta). A datar da 249ª reunião, o Comitê alterou a trajetória de variações positivas na meta de juros e, pela primeira

<sup>5</sup> Dado referente a dezembro de 2021.

<sup>6</sup> Sigla para Harmonised Index of Consumer Prices.

vez desde março de 2021, manteve inalterada a taxa estabelecida na reunião, imediatamente, anterior (13,75%). A 250ª e 251ª reuniões do COPOM mantiveram o mesmo patamar da SELIC do 249º encontro, concluindo, até então, quatro reuniões consecutivas com a taxa básica em 13,75% a.a.

Desde a divulgação da última carta de conjuntura (v.29 n.4), o COPOM realizou apenas uma nova reunião (252ª). Em relação ao cenário externo, a última reunião apresentou maior otimismo frente às discussões das últimas duas atas, ainda que o comitê tenha reforçado um cenário global adverso e com normalização de taxas de juros mais elevadas por parte dos bancos centrais. A continuidade do cenário adverso decorre da perspectiva de crescimento global abaixo do potencial no próximo ano (em especial pela perspectiva de crescimento chinês abaixo da média histórica), assim como persistência inflacionária global e a manutenção de um período prolongado de taxas de juros restritivas nos países avançados e emergentes. Por sua vez, o Comitê compreende que tanto o crescimento, quanto a variação generalizada de preços ao redor do mundo começam a apresentar sinais de melhora. No caso do crescimento, o COPOM sinaliza a flexibilização das políticas restritivas na China, um inverno mais ameno na Europa (reduzindo a demanda energética) e a maior estabilidade do crescimento nos Estados Unidos como elementos chave na suavização da desaceleração econômica esperada para os próximos trimestres. No cenário inflacionário global, a normalização nas cadeias de suprimento e a acomodação nos preços das principais *commodities* promoveram uma moderação na margem em diversos países, especialmente na pressão inflacionária ligada aos bens de consumo, incluindo os bens atribuídos ao *core Inflation* de determinados países. Essa moderação tende a continuar, mas ela é restrita, uma vez que o baixo grau de ociosidade em algumas economias sugere alguma persistência inflacionária, em especial no setor de serviços.

No âmbito doméstico, o COPOM manteve a perspectiva de desaceleração econômica e manutenção do nível de preços acima da meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) para 2023, ao passo que sinais de continuidade deste cenário em prazos mais longos começam a ser detectados pelo comitê. No cenário doméstico de preços, uma vez que a trajetória de preços em 2023 confirme o estouro da meta atual (estimativa do IPCA entre 5,5% e 5,7%), o Banco Central do Brasil terá o terceiro ano consecutivo de descumprimento da meta, todos sobre a presidência de Roberto Campos Neto. Segundo a avaliação do COPOM, este comportamento dos preços domésticos acima da meta no presente ano segue a hipótese de bandeira tarifária “amarela” em dezembro/23, a manutenção da inflação global acima da média histórica (ainda que em desaceleração), a projeção de reversão na cobrança de alguns impostos em 2023, o risco fiscal e, por fim, um componente inercial. Ainda no cenário de preços domésticos, o Comitê identificou a existência de sinais de desaceleração

inflacionária via queda adicional no preço das *commodities*, desaceleração global mais acentuada que o esperado e a manutenção de determinados cortes de impostos em 2023. Por fim, o comitê informa que monitora o comportamento dos salários e da recomposição do mercado de trabalho para futuras considerações ao comportamento dos preços.

No debate fiscal doméstico, o COPOM salienta que o efeito da agenda fiscal sobre a inflação depende das condições macroeconômicas e financeiras vigentes. Desta feita, ao avaliar a conjuntura de juros, as condições financeiras e o orçamento aprovado para 2023 até o momento, o comitê avaliou que não há alteração relevante por parte do atributo fiscal no comportamento dos preços. Todavia, o COPOM reforça que o impacto fiscal ainda é incerto, uma vez que o novo arcabouço fiscal brasileiro não está posto pelo novo governo. O Comitê ainda reforça que o impacto fiscal nos preços depende das condições do hiato do produto, cuja atenção é requerida, mas que, no presente momento, não apresenta um risco efetivo, uma vez que há uma tendência de desaceleração do mercado de trabalho brasileiro.

Com base no cenário avaliado anteriormente, o Comitê de Política Monetária do BCB definiu a manutenção da taxa SELIC em 13,75%, reforçando que o Comitê manterá a meta de juros em patamar elevado até que haja uma convergência do nível de preços com a meta estabelecida pelo CMN, assim como haja uma ancoragem das expectativas para prazos mais longos. Com a 252ª reunião, o Comitê finaliza a quinta reunião consecutiva de taxa básica de juros inalterada.

Por fim, o COPOM reforçou o compromisso com a meta de inflação atual. Esta reafirmação de compromisso, incomum às atas, fez sentido ao comitê, uma vez que há um descompasso entre percepção dos agentes frente o desejo do COPOM em atingir a meta de inflação, assim como o existente debate de uma possível revisão da meta pelo CMN.

Apresentado os principais pontos discutidos na última reunião do Comitê de Política Monetária e a decisão da taxa Selic anual, o restante da sessão enfoca a Selic *overnight* (mensal e anual), principal taxa, juntamente com o CDI *overnight*<sup>7</sup>, para indicar o custo do dinheiro no curto prazo, o movimento 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, e, em conjunto, a análise sobre a expectativa do IPCA pelo boletim Focus.

Em relação a Selic *overnight*, a primeira análise diz respeito ao aspecto mensal, cuja trajetória até janeiro de 2022 era de alta, passando de 0,13% em fevereiro de 2021 para 1,17% em agosto de

---

<sup>7</sup> 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 encontra em 0 a mais de 24 meses.

2022, quando a *overnight* mensal atingiu a máxima histórica registrada nas cartas de conjuntura do NAPE<sup>8</sup>, voltando para 1,12% em janeiro de 2022. Após a taxa registrada em janeiro deste ano, os dois meses subsequentes apresentaram quedas acentuadas, voltando ao patamar médio dos primeiros três meses 2022, sendo março de 2023 (ainda incompletos) com uma média de apenas 0,51%. Com base nos dados da Selic *overnight* ao ano, cuja referência é a meta estipulada pela autoridade monetária, e com os dados do IPCA, o índice geral de preços ao consumidor amplo, fica evidente que, especialmente após setembro de 2022, o comportamento da Selic *overnight* real ao mês é direcionado pelo resultado do IPCA, ao passo que fevereiro de 2023 (último dado disponível) ficou em 0,08%, o menor valor desde abril de 2022. Se a tendência de queda obtida desde setembro de 2022 for mantida, a *overnight* mensal pode voltar a patamar negativo ainda no primeiro semestre de 2023.

No que diz respeito a Selic *overnight* anualizada, março manteve a taxa nominal em 13,65%, repetindo o resultado dos últimos sete meses consecutivos. Por outro lado, a taxa anualizada real, descontada pela expectativa do IPCA em 12 meses (Focus), se mostrou mais volátil, o que é esperado dado a própria volatilidade do Boletim Focus. Em todo o caso, o mês de março apresenta, até o momento, a menor taxa real da *overnight* anualizada desde que a meta SELIC foi estipulada em 13,75%, uma vez que o IPCA esperado segue o quinto mês de alta continuada. Com esses resultados, o Brasil se manteve na lista dos países com as maiores taxas nominais e, em especial, reais de juros no mundo.

No caso da Taxa de Longo Prazo, taxa de juros praticada pelo BNDES para financiamento de investimentos de longa duração, a análise é dividida entre a parcela fixa, isto é, o montante de juros anual (fixo em todo o contrato) pago ao Banco Nacional do Desenvolvimento, e o montante total, ou seja, a parcela fixa somada a variação do IPCA – que é o compromisso total do pagador final ao ano. A parcela fixa é praticada com base em uma média dos últimos três meses das NTN-B.

Desde a adoção de uma política monetária contracionista em março de 2021, a parcela fixa acompanha a trajetória positiva da taxa básica de juros, ao passo que atinge seu ápice (6,15% a.a.) em março de 2023, junto com o sétimo mês consecutivo de Selic em 13,65% a.a. Nesse sentido, fica evidente a presença de um canal direto entre a política de juros de curto prazo e o investimento de longo prazo, uma vez que o BNDES é a principal fonte de crédito ao investimento de longo prazo brasileiro. Vale destacar que a parcela fixa possui um grau de volatilidade menor que a taxa Selic *overnight*, justamente pela natureza do cálculo de sua determinação que, como explicado

---

<sup>8</sup> A série histórica da taxa Selic *overnight* presente nas Cartas de Conjuntura do NAPE inicia em janeiro de 2017 (1,09 p.p.).

anteriormente, leva em conta uma média dos últimos três meses de um título público com estrutura a termo de cinco anos.

Ainda que a parcela fixa seja menos volátil que a Selic *overnight*, a TLP total apresenta um grau de volatilidade, relativamente, similar a Selic, uma vez que a TLP soma a variação do IPCA à parcela fixa estipulada no contrato. Como demonstrado na tabela 2.1, a TLP (com IPCA) apresenta meses com variação positiva na TLP, mas com queda na parcela fixa, como os meses de setembro e outubro de 2022, e vice-versa. Ainda assim, a TLP tende a seguir, no geral, o movimento da parcela fixa.

Um dado importante para ser elucidado é a diferença entre a TLP (referência de longo prazo) e Selic *Overnight* anualizada (referência de curto prazo). Ainda que nos anos de 2020 e 2021, tenha sido observado meses onde a TLP foi superior a Selic anualizada, comportamento oriundo, em grande medida, do afrouxamento monetário do período, desde fevereiro de 2022 não houve nenhum período onde a TLP (e sua parcela fixa) tenha superado os valores anuais da Selic *Overnight*. Todavia, a diferença vem diminuindo, a ponto de março de 2023 marcar apenas 1,5 p.p. de diferença entre a Selic e a TLP, o menor valor desde março do ano anterior.

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./2022-mar./2023

Mês	Selic <i>overnight</i> % a.m.		Selic <i>overnight</i> % a.a.		Taxa Longo Prazo (TLP)		IPCA - Focus Exp. 12m
	Nominal	Deflacionada <sup>1</sup>	Nominal	Real <sup>2</sup>	Parcela Fixa	Com IPCA	
jan-22	0,73	0,19	9,15	3,88	5,09	9,93	5,07
fev-22	0,76	-0,25	10,49	4,94	5,22	10,29	5,29
mar-22	0,93	-0,68	11,15	5,64	5,24	10,24	5,22
abr-22	0,83	-0,23	11,65	5,57	5,43	10,98	5,76
mai-22	1,03	0,56	12,51	6,63	5,44	10,73	5,51
jun-22	1,02	0,35	12,89	6,51	5,50	11,30	5,99
jul-22	1,03	1,72	13,15	7,08	5,48	10,94	5,67
ago-22	1,17	1,54	13,58	7,64	5,70	11,00	5,52
set-22	1,07	1,36	13,65	7,63	5,75	11,11	5,59
out-22	1,02	0,43	13,65	8,15	5,79	10,63	5,09
nov-22	1,02	0,61	13,65	8,10	5,68	10,57	5,13
dez-22	1,12	0,50	13,65	7,96	5,75	10,78	5,27
jan-23	1,12	0,59	13,65	7,93	5,93	11,54	5,30
fev-23	0,92	0,08	13,65	7,59	6,08	12,05	5,63
mar-23	0,51		13,65	7,57	6,15	12,15	5,65

Fonte: Banco Central do Brasil e IBGE.

1 Taxa mensal deflacionada pelo IPCA do mesmo mês de referência.

2 Juros real é calculado pela diferença entre a taxa Selic Nominal e a taxa de inflação esperada de 12 meses com base no relatório de Mercado Focus de início de cada mês e divulgado pelo Banco Central do Brasil. A mesma taxa é utilizada para estimar o valor total da TLP, sendo que até 2022 era aplicada um fator de redução. A referida taxa de inflação é apresentada na última coluna da tabela.

## 2.2 Crédito, *spread* e inadimplência<sup>9</sup>

Começando pelo exame conjuntural pelo saldo de crédito direcionado, o último trimestres de 2022 apresentam altas contínuas nas operações, seguindo a trajetória de crescimento iniciada em abril de 2022. O último trimestre consolidou um crescimento de 4,9% em relação ao anterior, resultado superior a variação de 4,5% entre o terceiro e o segundo trimestres de 2022. Apesar de não haver os números consolidados do primeiro trimestre de 2023, janeiro apresenta um quadro de relativa estagnação frente a dezembro de 2022, onde variou apenas 0,5% em relação ao último mês do ano passado, o que, de fato, mantém a tendência de alta, mas enfraquece a trajetória. Entre janeiro de 2022 e janeiro de 2023, o acréscimo no montante de crédito direcionado foi consolidado em R\$ 266,8 bilhões, isto é, um aumento de 14,2%.

No que tange às operações de recursos livres, o dado de dezembro de 2022 consolidou uma variação de 2,2% no quarto trimestre, enquanto o terceiro trimestre obteve 3,3%, o segundo 4,6% e o primeiro fechou um crescimento de 3,7%, indicando que, apesar do crescimento constante, o último trimestre veio com uma variação abaixo dos demais períodos do ano, reforçando a tendência de desaceleração do terceiro trimestre. Já a variação no mês de janeiro de 2023 foi negativa com a queda de 0,93% no montante de crédito livre, sendo a primeira queda desde abril de 2020, quando o mundo e o Brasil entraram na primeira onda de lockdown.

Ao se analisar o volume total de crédito em termos de percentual do produto interno bruto, os meses de novembro e dezembro de 2022 apresentam o patamar mais alto da série histórica (com início em janeiro de 2018), vide a revisão dos dados. Novembro consolidou 53,75% do PIB, enquanto dezembro subiu para 54,22%. Entre janeiro de 2022 e dezembro de 2022, a participação variou 1,91%. Por sua vez, com a queda no montante de crédito livre no mês de janeiro de 2023, a participação total no PIB ficou em 53,57%, a menor desde setembro de 2022.

Em relação às taxas de juros praticadas, o crédito direcionado terminou 2022 com a taxa média de 11,60%, pouco acima da média praticada durante os 10 meses de 2022 analisados (10,40%), garantindo o quarto mês consecutivo de alta. Apesar da alta, o mês de dezembro se mantém abaixo das taxas praticadas entre abril e julho - quando chegou a 12%. No caso da análise média trimestral, o quarto trimestre representou a taxa média de juros mais alta do ano e da série histórica com 11,23%, acima dos 10,87% do trimestre anterior. Para os juros praticados no mercado de recursos livres, novembro manteve a tendência de alta já observada nos 19 meses anteriores, mas dezembro reverteu

---

<sup>9</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.

o processo, fechando com os juros mais baixos desde setembro de 2022. Todavia, janeiro de 2023 apresentou uma nova alta nos juros do crédito livre, onde fechou o mês com uma média de 43,50%.

Analisando o spread do sistema financeiros brasileiro nas operações de crédito livres, o total registrado em novembro e dezembro de 2022 foram, respectivamente, 30,20% e 28,70%, de tal forma que novembro de 2022 igualou outubro como a taxa mais elevada de 2022. Por sua vez, janeiro de 2023 marcou um spread de 30,60%, o patamar mais alto desde agosto de 2019. Janeiro de 2023 retoma a trajetória de crescimento do spread bancário iniciado em setembro de 2021. Separando a análise em pessoa jurídica e física, janeiro de 2023 apresentou um spread para pessoas jurídicas em 12,70% e de pessoas físicas em 43,50% (mais alto desde maio de 2019). Os números de janeiro de 2023 acompanham a trajetória de alta dos meses anteriores, com a exceção de dezembro 2022, mês em que os dados de juros e spread apresentaram um leve solavanco. Com base nesses dados, o quarto trimestre de 2022 apresenta um cenário de altas taxas médias de juros e spreads que não é visto desde meados de 2019, ao passo que a tendência de aumento aparenta permanecer para o primeiro trimestre de 2023, conforme os dados de janeiro indicam.

Tabela 2.2 - Operações de crédito do sistema financeiro brasileiro – jan./2022-jan./2023

Mês	Direcionado		Livres		Total	
	R\$ bi	juros	R\$ bi	juros	R\$ bi	% PIB
jan-22	1.888,90	9,60	2.784,60	35,30	4.673,50	52,31
fev-22	1.898,50	9,10	2.818,10	36,50	4.716,70	52,52
mar-22	1913,80	10,10	2868,80	37,30	4782,60	52,84
abr-22	1911,30	11,10	2910,80	37,90	4822,10	52,76
mai-22	1925,10	10,80	2950,50	38,00	4875,90	52,76
jun-22	1957,10	10,70	3000,90	39,00	4958,00	52,02
jul-22	1979,50	12,20	3014,20	40,40	4993,70	52,81
ago-22	2020,10	10,40	3045,00	40,60	5065,40	53,00
set-22	2065,40	10,50	3090,40	40,50	5155,70	53,48
out-22	2093,10	10,70	3113,60	42,30	5206,70	53,58
nov-22	2123,10	11,40	3135,10	43,10	5258,20	53,75
dez-22	2151,50	11,60	3183,90	41,70	5335,30	54,22
jan-23	2163,10	11,90	3154,30	43,50	5317,40	53,57

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 (ao ano), o mesmo comportamento indicado no *spread* é visto, isto é, tendência de aumento nas taxas, com leve exceção de dezembro, onde há um solavanco na margem. O último trimestre de 2022 apresentou uma taxa média de juros para pessoa jurídica em 23,23% ao ano, enquanto para pessoa física ficou em 56,43%. Estes números reforçam um

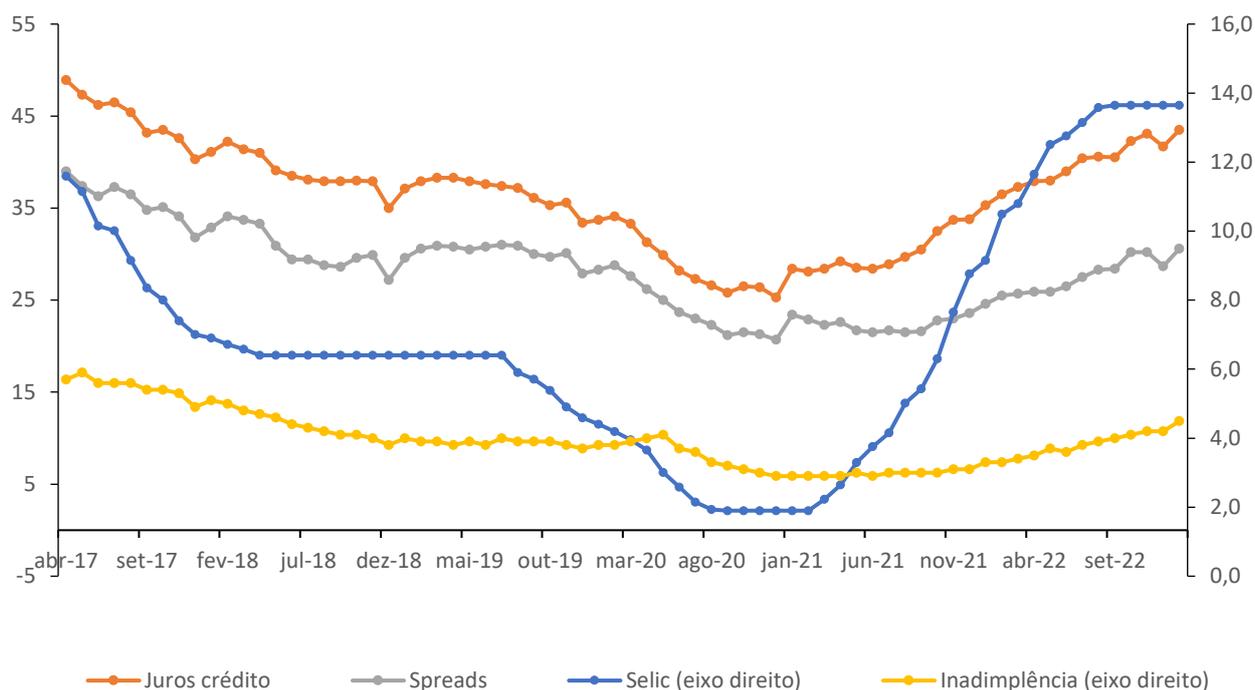
aumento frente aos trimestres anterior, ao passo que evidenciam um horizonte ainda maior de altas nas taxas, uma vez que janeiro de 2023 adentra o ano com uma taxa média de juros para pessoa jurídica em 25,30% (mais alta da série histórica) e de pessoa física em 56,60%, perdendo apenas para os 57,30% de novembro do ano de 2022. 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 de 2022.

Esses aumentos nas taxas de juros para pessoas jurídicas e físicas ocorreram concomitantes ao leve crescimento da inadimplência. Levando em conta o mês de dezembro de 2022, a média trimestral da inadimplência total passou de 3,90% para 4,17%. O quarto trimestre do ano de 2022 se apresenta acima da média histórica registrada desde 2018 (3,70%) e das médias anuais de 2019 (3,80%), 2020 (3,60%) e 2021 (2,98%). O ano de 2022 fechou com 3,75% de inadimplência total em média. No caso da inadimplência de pessoas jurídicas, os meses de outubro, novembro e dezembro apresentaram elevação na média anual, chegando a 2,10% em novembro e dezembro de 2022 – taxa mais alta desde 2020. Os dados das pessoas físicas compartilham a mesma tendência de alta dos PJ, uma vez que saiu de 5,70% em setembro de 2022 para 5,90% em dezembro de 2022. O quarto trimestre de 2022 possui a maior taxa de inadimplência (PF) da série histórica com 5,83% na média. Já 2023 começa com janeiro elevando os dados de inadimplência. No caso da inadimplência total, janeiro de 2023 fechou com 4,5%, quanto para PF ficou em 6,10% e para PJ em 2,30%. A título de comparação, janeiro tem a taxa de inadimplência total mais alta desde maio de 2018. 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./2022-jan./2023

Mês	Taxas de juros % a.a.			<i>Spreads p.p.</i>			Inadimplência %		
	PJ	PF	Total	PJ	PF	Total	PJ	PF	Total
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
jul-22	23,40	53,40	40,40	10,90	40,20	27,50	1,70	5,50	3,80
ago-22	22,80	54,00	40,60	10,70	41,50	28,30	1,80	5,60	3,90
set-22	22,90	53,80	40,50	11,00	41,50	28,40	1,90	5,70	4,00
out-22	23,30	56,60	42,30	11,50	44,40	30,20	2,00	5,80	4,10
nov-22	23,30	57,30	43,10	10,60	44,20	30,20	2,10	5,80	4,20
dez-22	23,10	55,40	41,70	10,30	42,20	28,70	2,10	5,90	4,20
jan-23	25,30	56,60	43,50	12,70	43,50	30,60	2,30	6,10	4,50

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./2023

Fonte: Banco Central do Brasil.

### 2.3 Câmbio

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/US\$ em janeiro para 4,75/US\$ 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\$, havendo uma nova queda em agosto, mas mantendo-se assim da barreira dos cinco reais. Após o fechamento de agosto, o dólar apresentou mais três altas, chegando a 5,27/US\$ em novembro, patamar mais alto desde janeiro do mesmo ano. Por sua vez, dezembro de 2022 retoma uma trajetória de queda na cotação do dólar, processo que se manteve em janeiro e fevereiro, quando o dólar comercial atingiu 5,17/US\$. Com os dados de novembro e dezembro, o quarto trimestre assume a cotação média mais alta do ano com 5,26/US\$. O mesmo valor para o dólar turismo (5,46/US\$). A contar de setembro de 2022, todos os meses tiveram queda na variação de 12 meses, ao passo que de dezembro de 22 a fevereiro de 2023, todos os meses apresentaram quedas mensais consecutivas. Dos 12 meses analisados de 2022, apenas 6 estiveram com uma variação positiva mensal e 3 anual - com destaque para os meses de março (-12%) e abril (-14,46%) no comparativo de 12 meses.

Vale destacar que os meses de outubro de 2022 a janeiro de 2023 apresentaram uma variação mensal negativa na média de 5,89%, ao passo que fevereiro de 2023 teve uma redução de apenas 0,56% em relação ao mês anterior. Ainda que seja recente para tecer qualquer diagnóstico, fevereiro de 2023 apresenta uma desaceleração brusca frente aos quatro meses imediatamente anteriores.

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./21-fev./2023

Mês	dólar comercial venda (média mensal)	variação % mensal	variação % em 12 meses	dólar deflacionado	dólar turismo (média mensal)
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
set-22	5,237	1,821	-0,809	5,268	5,433
out-22	5,250	0,255	-5,229	5,250	5,453
nov-22	5,270	0,460	-5,08	5,38	5,48
dez-22	5,240	-0,610	-7,24	5,31	5,44
jan-23	5,200	-0,800	-6,02	5,24	5,39
fev-23	5,170	-0,560	-0,48	5,17	5,38

Fonte: Banco Central do Brasil e Ipeadata.

## 2.4 Considerações finais

O presente cenário da taxa de básica de juros é de manutenção e normalização da agenda contracionista da política monetária, em virtude, principalmente, do cenário externo, da persistência inflacionária no país e das incertezas atribuídas à atuação da autoridade monetária e do novo arcabouço fiscal brasileiro, ainda que não haja indícios significativos do impacto positivo da atual agenda econômica na variação dos preços. O ritmo de reajuste da Selic foi reduzido a ponto de haver a manutenção do seu patamar entre as quatro últimas reuniões.

Faz-se mister destacar dois fatores quanto a atuação da autoridade monetária nas próximas semanas e meses: i) o fato da autoridade monetária estar atenta à busca pela ancoragem das expectativas em um cenário de conflito político em torno da manutenção da taxa de juros básica brasileira entre os patamares mais altos do mundo, onde o governo atual acena para a necessidade de uma política de juros mais flexível, seja pela discordância da eficácia dos juros na estabilização de

preços na conjuntura atual, seja pela necessidade de aumentar, via CNM, a meta de inflação em um cenário global de nível de preços mais alto; ii) o fato do sistema financeiro global entrar em alerta com a quebra do Silicon Valley Bank (SVB) no dia 10 de março de 2023, a maior falência bancária desde a crise de 2008.

Com a quarta reunião seguida de manutenção da taxa Selic em 13,75% a.a. e com a perspectiva de não cumprimento da meta de inflação pelo terceiro ano consecutivo, se torna cada vez mais importante a avaliação do impacto desta agenda monetária no crescimento econômico e, principalmente, na sua efetividade no controle inflacionário dos últimos meses na conjuntura atual.

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. Por sua vez, a inadimplência começa a apresentar um comportamento que destoa cada vez mais da média dos últimos 4 anos, impondo uma avaliação mais bem detalhada do seu impacto na determinação do *spread* bancários nos últimos meses.

O comportamento dos *spreads* no último trimestre de 2022, diferente de 2021 e mantendo a trajetória dos primeiros trimestres do ano, apresentou um crescimento contínuo, com exceção da leve oscilação no mês de dezembro. Ao que tange o primeiro mês de 2023, os *spreads* do mês fecharam em patamar não visto desde maio de 2019. 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*, incluindo o avanço da inadimplência nos últimos meses. Ao mesmo tempo, a elevação da inadimplência pode ser reflexo do aumento no custo do crédito. Ou seja, é um processo que continua se retroalimentando.

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). Por sua vez, diferente do constatado nas três cartas de conjuntura anteriores, o crédito como proporção do PIB do quarto trimestre de 2022 (53,85%) ficou acima da média registrada nos últimos 4 anos, enquanto o segundo trimestre e do primeiro trimestre se mantiveram estáveis dentro da mesma base de comparação. É importante destacar que os dados de crédito nesta carta não podem ser comparados

diretamente com os dados das cartas anteriores, uma vez que houve uma pequena, mas notável, variação e ajuste nos dados.

Em termos da taxa de câmbio, a volatilidade do real continua a ser um aspecto marcante, mas desde setembro de 2022 não houve variações superiores a 2 p.p. Cabe ainda destacar que a taxa de câmbio média desde o referido mês ficou sempre acima de R\$5,20/US\$, exceção de janeiro que ficou em R\$5,17/US\$, mesmo com taxa de juros de 13,75% a.a. Já a de dezembro de 2020 registrou a taxa média de R\$5,15/US\$, quando a taxa de juros era de apenas 2% a.a. Embora a taxa básica de juros dos EUA também tenha subido, a diferença entre ambas se elevou significativamente. 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 e será complementada nas seções 4, 5 e 8.

*Mauricio Andrade Weiss e Rafael Caminha Pahim*

### **3 POLÍTICA FISCAL: a conta juros cresce**

#### **3.1 Receitas do Governo Central**

As receitas reais aumentaram 2,7% em janeiro de 2023 na comparação com doze meses anteriores.

O Imposto de Renda cresceu 11,1% em termos reais, derivado do aumento de rendimentos de aplicações financeiras e de rendimento do trabalho assalariado. Continua em elevação a arrecadação do Imposto sobre Operações Financeiras nas concessões de crédito (+ 8,5%). A arrecadação da Cofins caiu, impactada pela redução do tributo nos combustíveis:-7,9%. Pelo mesmo motivo, a CIDE caiu 99,3%.

A arrecadação do Regime Geral de Previdência Social continua aumentando (+9,2%), tanto pela arrecadação do Simples Nacional, quanto pelo crescimento de empregos e da massa salarial.

A política de redução de tributos nos importados e de industriais impactou no IPI, queda de 21,4% e no imposto de importação, -13,2%.

Já a contribuição previdenciária dos servidores federais caiu 11,6%, em virtude da redução dos salários reais.