

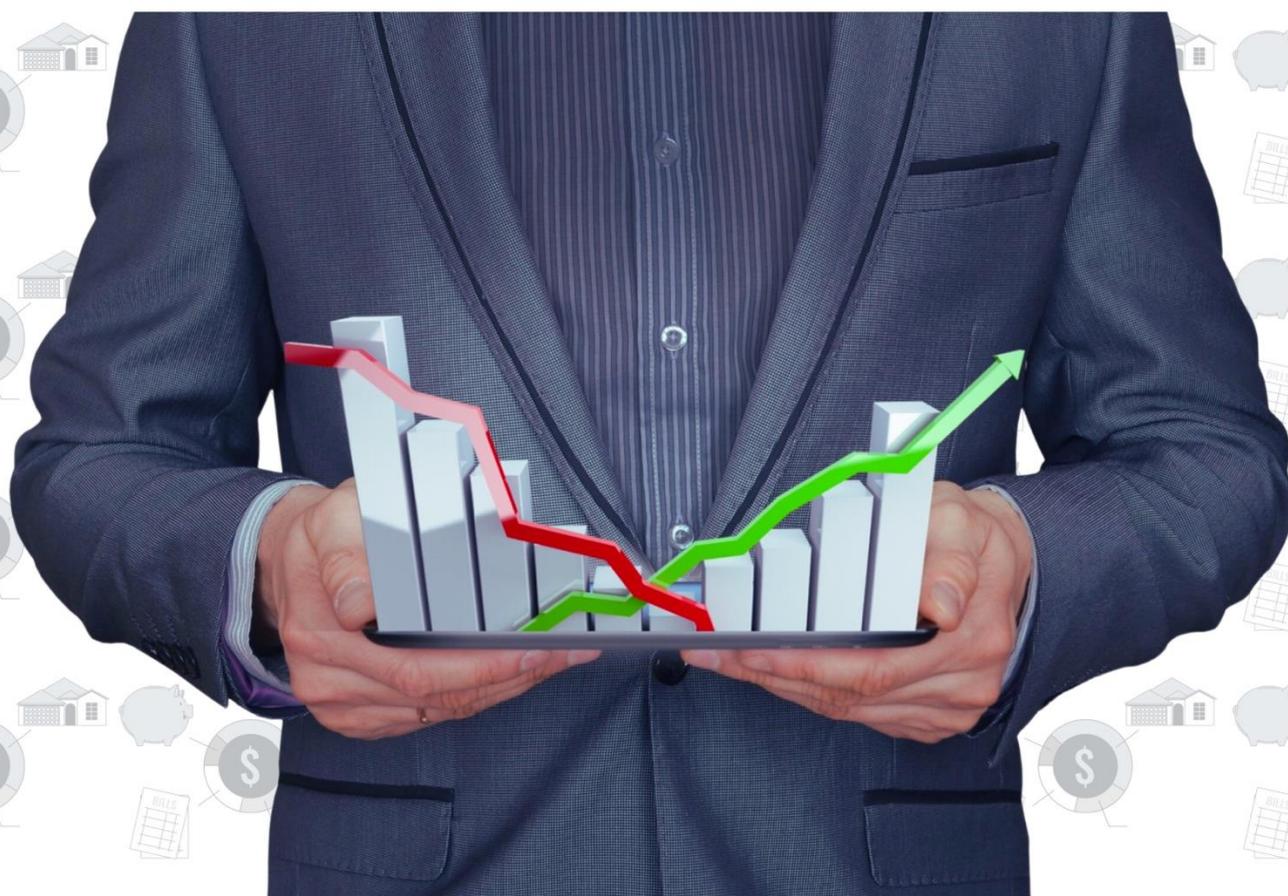
# CARTA

## DE CONJUNTURA DO NAPE

ISSN 2675-4886

VOLUME 31, NÚMERO 1

JAN./ABR. 2024



## COMEMORAÇÕES E PREOCUPAÇÕES APÓS O PRIMEIRO ANO DO GOVERNO LULA 3

VOLUME 31, NÚMERO 1  
JAN./ABR. 2024

ANELISE MANGANELLI (DIEESE - RS)  
CARLOS HENRIQUE VASCONCELLOS HORN (DERI - UFRGS)  
CLARISSA BLACK (GOVERNO DO ESTADO - RS)  
DEIVIS KAPPES (PPGE - UFRGS)  
DENILSON ALENCASTRO (GERAL INVESTIMENTOS)  
EVERSON VIEIRA DOS SANTOS (IEPE - UFRGS)  
FLÁVIO BENEVETT FLIGENSPAN (DERI - UFRGS)  
LUANA GONÇALVES VARELA DOS SANTOS (PPGE - UFRGS)  
MARTINHO ROBERTO LAZZARI (SEPLAG - RS)  
MAURICIO ANDRADE WEISS (DERI - UFRGS | COORDENADOR)  
RAFAEL CAMINHA PAHIM (PPGE - UFRGS)  
RÓBER ITURRIET AVILA (DERI - UFRGS)  
SÉRGIO MARLEY MODESTO MONTEIRO (DERI - UFRGS)  
VIRGINIA ROLLA DONOSO (DMT EM DEBATE)

Capa: Vinicius da R. da Silva | Núcleo de Publicações/FCE  
Imagem: arte sob imagem de Mohamed Hassan | Pixabay



## SUMÁRIO

<b>1 ECONOMIA MUNDIAL: em 2023, enquanto crescem as economias dos Estados Unidos da América e da China, a da Zona do Euro fica quase parada .....</b>	<b>4</b>
<i>Sérgio Monteiro e Deivis Kappes</i>	
<b>2 POLÍTICAS MONETÁRIA E CAMBIAL: juros ao tomador final .....</b>	<b>8</b>
<i>Mauricio Andrade Weiss e Rafael Caminha Pahim</i>	
<b>3 POLÍTICA FISCAL: elevação do déficit público .....</b>	<b>18</b>
<i>Róber Iturriet Avila</i>	
<b>4 INFLAÇÃO: nova alta dos Alimentos e Educação aceleram IPCA nos dois primeiros meses do ano .....</b>	<b>25</b>
<i>Clarissa Black, Maurício Andrade Weiss e Rafael Caminha Pahim</i>	
<b>5 BALANÇO DE PAGAMENTOS: entre uma balança comercial forte e um horizonte incerto .....</b>	<b>31</b>
<i>Luana Gonçalves Varela dos Santos</i>	
<b>6 NÍVEL DE ATIVIDADE: 2023 fechou com crescimento que não vai se repetir em 2024 .....</b>	<b>40</b>
<i>Flávio Benevett Fligenspan</i>	
<b>7 EMPREGO E SALÁRIOS: crescimento da ocupação e dos rendimentos e redução do desemprego .....</b>	<b>44</b>
<i>Carlos Henrique Horn, Anelise Manganelli e Virginia Rolla Donoso</i>	
<b>8 MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS: ativos financeiros x economia real .....</b>	<b>51</b>
<i>Denilson Alencastro</i>	
<b>9 ECONOMIA DO RIO GRANDE DO SUL: recuperação da produção agrícola e incertezas na indústria marcam início de 2024.....</b>	<b>55</b>
<i>Martinho Roberto Lazzari</i>	
<b>10 ÍNDICES DE PREÇOS AO CONSUMIDOR: depois de um semestre de estabilidade, alimentação retoma novo ciclo de alta .....</b>	<b>60</b>
<i>Everson Vieira dos Santos</i>	

do Ocidente contra a Rússia. Por outro lado, pode representar uma desaceleração preocupante da segunda maior economia do mundo.

*Sérgio Monteiro e Deivis Kappes*

## **2 POLÍTICAS MONETÁRIA E CAMBIAL: JUROS AO TOMADOR FINAL**

### **2.1 Juros**

Com a realização da 256ª reunião, o Comitê de Política Monetária reduziu a meta da taxa básica, pela primeira vez desde agosto de 2020. Entre aquela reunião e a publicação desta Carta de Conjuntura, o Comitê realizou mais quatro reuniões, em que todos os quatro encontros tiveram reduções iguais de 0,50 p.p. Com a publicação da 260ª Ata do Copom, a meta da taxa Selic se encontra em 11,25% a.a. A última Carta de Conjuntura do NAPE faz o compilado das 256ª, 257ª e 258ª Atas de reuniões do Comitê. Abaixo encontra-se o resumo da 259ª e 260ª reunião.

De forma distinta às duas reuniões imediatamente anteriores, ambas as reuniões analisadas indicam um cenário externo e doméstico mais otimista por parte do Comitê, especialmente pelo comportamento da curva de juros dos Estados Unidos, com arrefecimento na ponta longa, e a queda do núcleo da sua respectiva taxa de inflação. Apesar da perspectiva mais otimista, o Comitê reforça cautela por parte dos países emergentes, dado que os bancos centrais das principais economias permanecem comprometidos com a convergência das suas taxas de inflação para suas metas, tendo em vista a existência de pressões no mercado de trabalho destas economias. No âmbito doméstico, o otimismo do Comitê deriva da desaceleração das pressões do mercado de trabalho e do crescimento do produto, bem como da manutenção da trajetória esperada de desinflação.

Nos cenários e análises de risco, o Comitê manteve a estimativa cambial entre 4,90 BRL/USD e 5,00 BRL/USD nas duas reuniões, valores semelhantes as duas reuniões imediatamente anteriores. Ambas as Atas apresentam a hipótese de tarifa energética “verde” para os meses de dezembro de 2024 e 2025. Com a curva de preços do petróleo dentro do estimado pelo Comitê, a inflação esperada para 2024 é de 3,5% e para 2025 é de 3,2% em ambas as Atas. Para os preços administrados, a última reunião estima 4,2% para o ano de 2024 e 3,8% para o ano de 2025.

No mercado doméstico, as duas reuniões analisadas averiguam um cenário de gradual desaceleração da atividade econômica, com uma perspectiva de atenuação nos próximos meses em função do aumento da renda média das famílias, sendo este aumento reflexo da elevação do salário mínimo, de benefícios sociais e do mercado de trabalho mais resiliente. O menor dinamismo na formação bruta de capital fixo foi mencionado nas duas reuniões, que em conjunto com uma resiliência no nível de consumo das famílias, pode apresentar um cenário de pressão inflacionaria no médio prazo, dado o excesso de demanda frente ao produto potencial.

Em termos de risco, o comitê, mais uma vez, reforça preocupação com o esmorecimento dos esforços de reformas estruturantes e disciplina fiscal, destacando que, em conjunto com o aumento do crédito direcionado, tende a gerar um aumento na incerteza em relação a estabilização da dívida pública e, por consequência, aumentar a taxa de juros neutra da economia brasileira. O fenômeno climático *El Niño* e as expectativas desancoradas de inflação contribuem para o nível de risco do Comitê.

No cenário externo, as tensões geopolíticas, a perspectiva de maior flexibilização da política monetária nos países centrais, as reversões do choque de oferta nos Estados Unidos e na China, bem como a dinâmica de preços das *commodities*, apresentam um cenário volátil, mas com indícios de cenários benignos para a inflação de bens. No caso dos serviços, o crescimento econômico e do mercado de trabalho nas economias vão indicar o comportamento futuro. O comitê ressalta que não há transmissão mecânica entre os juros estadunidenses e o doméstico, e prevê cautela por parte dos países emergentes na condução da política monetária, em especial pelas tensões políticas e o comportamento da demanda global.

Com base nos cenários e análises de risco, o Comitê decidiu por duas reduções de 0,50 p.p., e indicou uma nova redução de mesma magnitude no próximo encontro. Vale destacar que o Comitê entende que a meta atual (11,25%) se mantém em nível contracionista, cenário que deve se manter até que o Comitê entenda que as expectativas estão ancoradas na meta e o processo desinflacionário concluído.

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>1</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

---

<sup>1</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.

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* mensal, as últimas Cartas de Conjuntura destacaram que entre fevereiro de 2021 e agosto de 2022, a *overnight* foi de 0,13% para 1,17%, quando a taxa mensal nominal atingiu a máxima histórica registrada nas cartas de conjuntura do NAPE<sup>2</sup>. Em termos reais, julho de 2022 mantém o recorde de taxa de juros mais alta, que ocorreu justamente em um período de taxas nominais altas e deflação de preços.

Com a introdução dos dados dos últimos dois meses de 2023 e dos dois primeiros de 2024, é possível verificar que taxa *overnight* mensal média de 2023 terminou em 1,03 p.p., uma média 4,86% superior à do ano imediatamente anterior. Vale destacar que, apesar da média elevada, o último trimestre de 2023 apresenta 0,94 p.p. de média mensal, valor inferior ao registrado no mesmo período de 2022. Dezembro de 2023 registrou uma *overnight* mensal de 0,89 p.p., menor valor desde abril de 2022. Já os dois primeiros meses de 2024 foram marcados por uma alta volatilidade no *overnight*, sendo janeiro com 0,97 p.p. de média e fevereiro com 0,80 p.p., o menor valor em 24 meses.

Em termos reais, o ano de 2023 terminou com 0,65 p.p. de média na *overnight* mensal, resultado 28% superior ao do ano de 2022. Em grande medida, este resultado é fruto da queda nos dados da inflação de 2023, cuja queda foi mais expressiva que a redução na meta de juros durante os últimos cinco meses do ano passado. Em 2024, o mês de fevereiro apresentou taxa *overnight* mensal negativa (-0,03 p.p.), menor resultado desde abril de 2023 (-0,23 p.p.).

No que diz respeito a Selic *overnight* anualizada, o ano de 2023 apresentou 13,20% a.a. de média, ao passo que o último trimestre demonstrou continuidade na redução da taxa média, sendo dezembro de 2023 o primeiro mês desde abril de 2022 a ter uma média inferior aos 12% a.a. Em 2024, a média anualizada da *overnight* seguiu em queda, ao passo que fevereiro de 2024 obteve 11,15% a.a., menor valor desde março de 2022. Tanto os dados do último trimestre do ano passado, quanto dos primeiros dois meses de 2024 são reflexo da redução da meta Selic pelo Comitê de Política Monetária nos últimos meses.

Já na taxa anualizada real, descontada pela expectativa do IPCA em 12 meses (Focus), a mesma dinâmica do parágrafo anterior é refletida nos dados. Neste sentido, o ano de 2023 terminou com uma taxa anualizada real média de 8,24%, ao passo que o último trimestre apresentou quedas consecutivas. Para 2024, os dados mostram uma continuidade na queda das taxas, sendo fevereiro de 2024 o menor valor (7,13% a.a.) desde junho de 2022 (6,74% a.a.).

---

<sup>2</sup> A série histórica da taxa Selic *overnight* presente nas Cartas de Conjuntura do NAPE inicia em janeiro de 2017 (1,09 p.p.).

Mesmo com a queda nas taxas anualizadas, o Brasil se manteve no topo da lista dos países com as maiores taxas reais de juros no mundo, o que corrobora com a posição da autoridade monetária brasileira de manutenção da taxa básica de juros em nível contracionista.

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, 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.

Como destacado na Carta anterior, 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 13,75% a.a. A partir de março de 2023, tanto a parcela fixa quanto a total seguiram uma trajetória de decréscimo, sobretudo após o mês de julho. Todavia, após as seguidas quedas até os meses de setembro e outubro de 2023, os dados de novembro e dezembro de 2023 trouxeram elevações nas parcelas fixas (5,33% e 5,56%) e totais (9,46% e 9,58%). Janeiro de 2024 manteve a trajetória de alta com parcelas fixas em 5,60% e totais em 9,61%, enquanto fevereiro reduziu as taxas para, respectivamente, 5,48% e 9,44%, valores ainda acima da média do segundo semestre de 2023.

Os dados dos últimos quatro meses refletem uma alta na média praticada nas NTN-B, uma vez que a taxa de juros básica manteve quedas consecutivas durante o período analisado, assim como a expectativa de inflação. Diferente da Carta de Conjuntura anterior, a presença de um canal direto entre a política de juros de curto prazo e o investimento de longo prazo ficou menos evidente no período. 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 anteriormente, leva em conta uma média dos últimos três meses de um título público com estrutura a termo de cinco anos.

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-fev./2024

Mês	Selic overnight % a.m.		Selic overnight % a.a.		Taxa Longo Prazo (TLP)		IPCA - Focus
	Nominal	Deflacionada <sup>1</sup>	Nominal	Real <sup>2</sup>	Parcela Fixa	Com IPCA	Exp. 12m
jan-22	0,73	0,19	9,15	3,56	5,09	10,76	5,40
fev-22	0,76	-0,25	10,49	4,77	5,22	10,97	5,46
mar-22	0,93	-0,68	11,15	4,59	5,24	11,84	6,27
abr-22	0,83	-0,23	11,65	5,32	5,43	11,77	6,01
mai-22	1,03	0,56	12,51	5,95	5,44	11,97	6,19
jun-22	1,02	0,35	12,89	6,74	5,50	11,58	5,76
jul-22	1,03	1,72	13,15	8,01	5,48	10,50	4,76
ago-22	1,17	1,54	13,58	7,99	5,70	11,18	5,18
set-22	1,07	1,36	13,65	8,51	5,75	10,76	4,74
out-22	1,02	0,43	13,65	8,09	5,79	11,23	5,14
nov-22	1,02	0,61	13,65	7,86	5,68	11,36	5,37
dez-22	1,12	0,50	13,65	7,97	5,75	11,31	5,26
jan-23	1,12	0,59	13,65	7,51	5,93	11,98	5,71
fev-23	0,92	0,08	13,65	7,45	6,08	12,20	5,77
mar-23	1,17	0,46	13,65	7,67	6,15	12,04	5,55
abr-23	0,92	0,31	13,65	7,95	6,05	11,65	5,28
mai-23	1,12	0,89	13,65	8,56	5,93	10,90	4,69
jun-23	1,07	1,15	13,65	9,29	5,69	9,91	3,99
jul-23	1,07	0,95	13,65	9,18	5,49	9,80	4,09
ago-23	1,14	0,91	13,19	8,61	5,31	9,75	4,22
set-23	0,97	0,71	12,97	8,51	5,15	9,47	4,11
out-23	1,00	0,76	12,65	8,40	5,14	9,26	3,92
nov-23	0,92	0,64	12,17	7,94	5,33	9,46	3,92
dez-23	0,89	0,33	11,87	7,76	5,56	9,58	3,81
jan-24	0,97	0,55	11,65	7,56	5,60	9,61	3,80
fev-24	0,80	-0,03	11,15	7,13	5,48	9,44	3,75

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 divulgada pelo BCB e sistematizada no IPEADATA. Ela é calculada diariamente para cada uma das instituições que tenham projeções para todos os doze meses do período considerado. O cálculo é feito acumulando-se as expectativas para as inflações mensais (IPEADATA). 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>3</sup>

Conforme analisado na última carta, o ano de 2023, apesar do montante manter variações positivas, apresenta uma queda na taxa de crescimento na concessão de crédito direcionado em relação aos dados de 2022, processo que corrobora com as análises do COPOM. Entre janeiro e dezembro de 2023, as operações direcionadas cresceram 11,93%, uma variação inferior ao acumulado no mesmo período do ano passado quando o aumento foi de 14,29%. Vale destacar que ao tomar os

<sup>3</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.

dados do quarto trimestre de 2023, o volume de crédito direcionado apresentou redução, na margem, do crescimento em relação ao crescimento do terceiro trimestre do mesmo ano. Com o dado de janeiro de 2024, o crescimento do crédito direcionado continua em queda, ao passo que o mês de janeiro obteve um crescimento de apenas 0,61% em relação ao mês anterior. Com os dados de dezembro de 2023, o quarto trimestre consolidou uma variação de 3,50%, ao passo que o terceiro trimestre mostrou um crescimento de 4,64%, o segundo trimestre consolidou 1,24% e o primeiro trimestre apresentou crescimento de 2,07%.

Nos dados de crédito livre, o ano de 2023 terminou com um crescimento de 5,49%, inferior aos 15,03% de 2022. Em termos de tendência, os últimos três meses do ano passado obtiveram crescimento contínuo na concessão de crédito livre, consolidando um crescimento de 2,97% no quarto trimestre. Todavia, o mês de janeiro de 2024 voltou a apresentar queda na concessão de crédito livre, mas ainda em patamar superior ao mês de novembro.

Ao se analisar o volume total de crédito em termos de percentual do produto interno bruto, o mês de dezembro de 2023 consolidou o patamar mais alto da série histórica (com início em janeiro de 2018), com 53,30% do PIB. Por sua vez, o mês de janeiro de 2024 apresentou queda na participação no PIB, voltando ao patamar de novembro de 2023 (52,80%). Apesar desse comportamento, a média de 2023 se mantém acima da média do ano anterior, com 52,43% de média.

Em relação às taxas de juros praticadas, o crédito direcionado terminou o ano de 2023 com a taxa média de 11,19%, valor 0,46 p.p. acima da média de 2022. Com a média praticada em dezembro de 2023 (10,10%), o ano de 2023 termina com oito quedas consecutivas na taxa praticada dos juros direcionado, sendo a taxa de dezembro inferior aos vinte e dois meses antecedentes. Janeiro de 2024 apresentou uma elevação, na margem, da taxa praticada com 10,40%. Ao que tange o crédito livre, maio de 2023 manteve a média mais alta do período analisado na carta. Todavia, a partir do mês de junho do mesmo ano, a taxa média de juros praticada no crédito livre percorreu oito meses consecutivos de queda, atingindo 40,30% em janeiro de 2024, menor valor desde julho de 2023. O ano passado terminou com 43,43% de média de taxa de juros praticada, 4,1 p.p. acima da média de 2022.

Analisando o spread do sistema financeiro brasileiro nas operações de crédito livres, o total registrado nos doze meses de 2023 apresentou uma elevação de 1,40 p.p. em relação ao ano anterior, sendo maio de 2023 o spread total mais elevado da série (32,9%) e dezembro no menor patamar do ano com 30,20%. A média de 2023 foi de 31,67%, a mais alta dos últimos 3 anos. Separando a análise em pessoa jurídica (PJ) e física (PF), ambos os dados apresentaram patamares elevados em 2023 com relação aos anos anteriores, ao passo que a variação do *spread* de PJ foi maior, no consolidado do ano,

ainda que o nível de *spread* seja quatro vezes superior para PF. Na média, o *spread* 2023 para pessoas físicas ficou em 45,68% e 11,48% para pessoa jurídica. Vale destacar que o *spread* para pessoas jurídicas voltou a crescer nos dados de janeiro de 2024, mas manteve a oitava queda consecutiva para pessoas físicas.

Tabela 2.2 - Operações de crédito do sistema financeiro brasileiro – jan./2022 - jan./2024

Mês	Direcionado		Livres		Total		% PIB
	R\$ bi	juros	R\$ bi	juros	R\$ bi	juros	
jan-22	1.888,90	9,60	2.784,60	35,30	4.673,50	52,31	51,7
fev-22	1.898,50	9,10	2.818,10	36,50	4.716,70	52,52	51,9
mar-22	1913,80	10,10	2868,80	37,30	4782,60	52,84	52,2
abr-22	1911,30	11,10	2910,80	37,90	4822,10	52,76	52,1
mai-22	1925,10	10,80	2950,50	38,00	4875,90	52,76	52,1
jun-22	1957,10	10,70	3000,90	39,00	4958,00	52,02	52,3
jul-22	1979,50	12,20	3014,20	40,40	4993,70	52,81	52,1
ago-22	2020,10	10,40	3045,00	40,60	5065,40	53,00	52,3
set-22	2065,40	10,50	3090,40	40,50	5155,70	53,48	52,7
out-22	2,093.10	10.70	3,113.60	42.30	5,206.70	53.40	52,7
nov-22	2,123.10	11.40	3,135.10	43.10	5,258.30	53.50	52,9
dez-22	2,151.50	11.60	3,185.20	41.90	5,336.70	53.80	53,2
jan-23	2,163.80	11.80	3,159.10	43.70	5,322.90	53.20	52,8
fev-23	2.177,90	10,90	3.191,40	44,00	5.369,30	31,10	52,4
mar-23	2.196,10	11,80	3.224,70	44,10	5.420,80	31,50	52,4
abr-23	2.201,20	11,80	3.221,80	44,70	5.423,00	31,90	52,1
mai-23	2.210,60	12,20	3.240,30	45,00	5.450,90	32,20	52,0
jun-23	2.223,40	11,70	3.252,90	44,20	5.476,30	31,40	52,0
jul-23	2.244,60	11,30	3.236,00	43,80	5.480,60	31,00	51,9
ago-23	2.296,40	10,90	3.257,50	43,50	5.553,90	30,40	52,3
set-23	2.326,60	10,70	3.288,10	43,30	5.614,70	30,20	52,6
out-23	2.355,40	10,60	3.281,60	42,60	5.637,00	29,70	52,6
nov-23	2.384,10	10,50	3.318,10	41,90	5.702,30	29,20	52,8
dez-23	2.408,10	10,10	3.385,90	40,80	5.794,00	28,30	53,3
jan-24	2.423,00	10,40	3.353,50	40,30	5.776,50	28,10	52,8

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 ano de 2023 consolidou uma taxa média de juros para pessoas físicas em 57,62% e para pessoas jurídicas em 23,04%. O mês de maio de 2023 foi o mais alto em termos de PF (59,90%) e janeiro de 2023 o mais alto para PJ (24,90%). O ano de 2024 inicia com queda na taxa de juros para PF, com 52,40% em janeiro, o valor mais baixo desde junho de 2022, e um aumento na taxa, de 1,3 p.p., para PJ (22,90%). Todavia, os dados apresentam uma inversão

de tendência no aumento dos juros sobre pessoa física. Em todo caso, maio de 2023 permanece com valor mais alto da série histórica das cartas do NAPE.

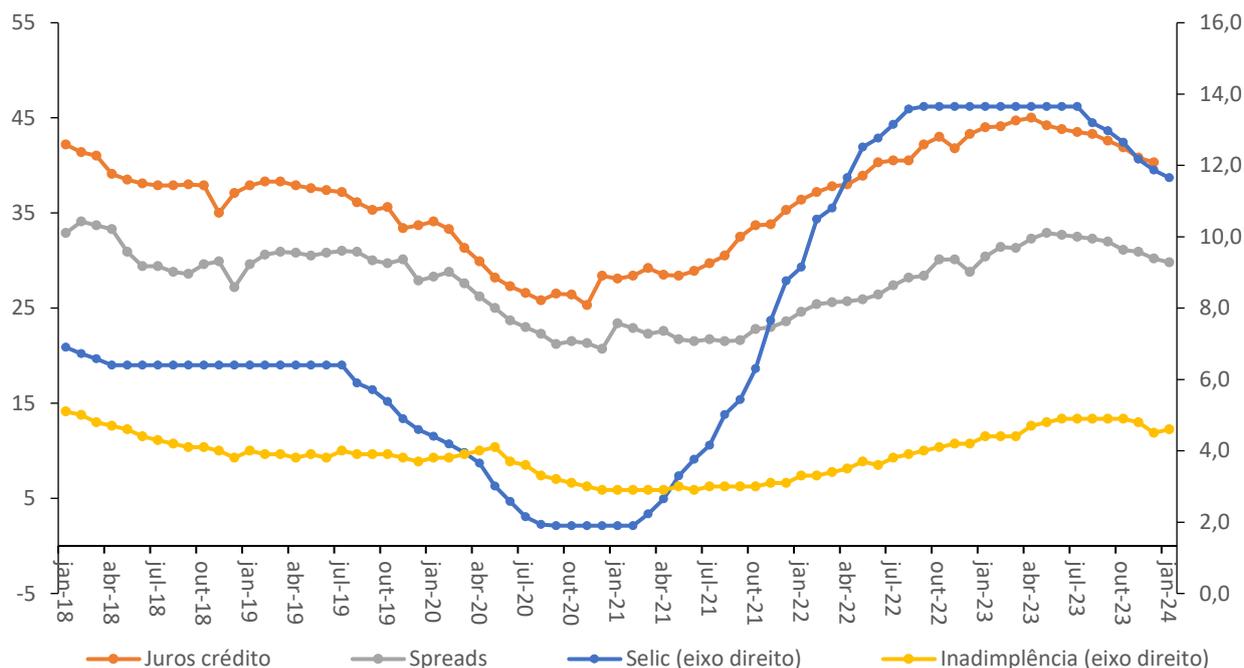
No caso da inadimplência, o ano de 2023 consolida uma média de 4,7% no total, 6,04% para PF e 2,98% para PJ. Em todos os casos, o ano passado se manteve no patamar mais elevado da série histórica dos dados do NAPE. A título de comparação, a média da inadimplência dos anos anteriores é de 3,70% em 2018, 3,80% em 2019, 3,60% em 2020, 2,98% em 2021 e 3,75% em 2022. Janeiro de 2024, por sua vez, apresenta a inadimplência total em 4,6%, a de pessoas PF em 5,50% e de PJ em 3,4%.

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./2024

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	55,70	41,90	10,30	42,50	28,90	2,10	5,90	4,20
jan-23	25,30	56,90	43,70	12,70	43,80	30,80	2,30	6,10	4,50
fev-23	24,10	58,50	44,40	11,70	45,80	31,80	2,40	6,10	4,50
mar-23	24,10	58,60	44,50	11,70	45,50	31,70	2,40	6,00	4,50
abr-23	23,80	59,60	45,10	11,70	47,00	32,70	2,80	6,20	4,80
mai-23	23,80	59,90	45,40	11,90	47,70	33,30	3,00	6,30	4,90
jun-23	22,80	59,10	44,20	11,50	47,40	32,70	3,00	6,30	4,90
jul-23	23,00	58,30	43,80	11,90	46,90	32,50	3,20	6,20	4,90
ago-23	22,50	57,80	43,50	11,50	46,50	32,30	3,30	6,10	4,90
set-23	22,80	57,30	43,30	11,70	45,80	32,00	3,40	5,90	4,80
out-23	22,80	56,10	42,60	11,60	44,40	31,10	3,50	5,90	4,90
nov-23	22,20	55,10	41,90	11,40	43,90	30,90	3,60	5,80	4,80
dez-23	20,90	54,20	40,80	10,50	43,50	30,20	3,20	5,60	4,50
jan-24	22,20	52,40	40,30	11,90	41,80	29,80	3,40	5,50	4,60

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 (%) – jan./2018 - jan./2024

Fonte: Banco Central do Brasil.

## 2.4 Considerações finais

Conforme destacado na Carta de Conjuntura anterior, depois de três anos, o comitê de política monetária reverteu a trajetória de juros brasileira, dado que o Comitê iniciou um período de reduções consecutivas na meta da taxa Selic. Conforme divulgado pelo próprio Comitê, a política de redução deve permanecer vigente, ao passo que a próxima reunião está marcada para promover uma nova redução de 0,5 p.p. na meta, seguindo a mesma métrica das últimas quatro reuniões.

Apesar do presente cenário de reduções na taxa básica de juros, há uma continuidade na agenda contracionista da política monetária, especialmente pela manutenção da taxa real de juros entre as mais alta da economia global. O próprio Comitê de Política Monetária endossa a existência de uma posição contracionista, que é atribuída, principalmente, ao cenário externo e a necessidade de ancorar as expectativas de inflação. A manutenção e o aprofundamento das reformas estruturantes também são elencados pelo Comitê como balizadores da posição dos juros no país no longo prazo, uma vez que o Comitê estabelece uma relação direta entre a agente estruturante e disciplina fiscal com a taxa de juros neutra da economia nacional.

Apesar do cenário externo cauteloso, a atividade econômica doméstica reforça a redução no processo inflacionário brasileiro, ainda que, no médio prazo, a autoridade monetária vê riscos pelo baixo dinamismo da formação bruta de capital fixo e a manutenção do crescimento da renda e do

consumo das famílias. Desta forma, a autoridade monetária colocou a previsão dos seus modelos para a inflação brasileiro dentro da meta para 2024 e 2025. A meta Selic saiu de 13,75% a.a. em julho de 2023 para 11,25% a.a. em fevereiro de 2024.

Ao longo da análise sobre as taxas de juros de longo prazo, chama a atenção o fato da elevação das taxas parciais e integrais, mesmo com a redução gradual da taxa básica de juros, que serve como base para as negociações dos títulos do governo (NTN-B). O fato desse processo perdurar em todo o último trimestre de 2023 reforça a necessidade de averiguar os motivos dessa alta nos juros negociados no mercado de títulos de dívida do governo federal.

Em termos de volume de crédito observa-se uma reversão de tendência entre o livre e o direcionado. No ano de 2023 o crédito direcionado continuou com trajetória de alta acima de dois dígitos, ao passo que o crédito com recursos livres alterou o ritmo de crescimento de em torno de 15 por cento para apenas cinco. Uma queda nominal do ritmo de crédito seria esperada pela desaceleração da inflação. Mas a queda acentuada do ritmo de crescimento dos recursos livres parece ser reflexo da manutenção dos juros reais em patamares elevados e elevando endividamento das famílias. Já a questão do direcionado foi favorecida pela estratégia do atual governo em retomar o papel mais atuante do BNDES. No crédito total, a despeito da contínua alta em termos nominais, o crédito como percentual do PIB mostra uma tendência de estabilidade. Mesmo com a média de 2023 acima da de 2022, isso se deve aos primeiros meses do ano.

Diferentemente das últimas cartas, a atual aponta para uma queda na taxa de juros ao tomador final, tanto em termos do crédito direcionado, quanto com base nos recursos livres. As quedas recentes na SELIC finalmente se refletiram no juros da ponta, mesmo que não na mesma proporção de queda. Também contribuiu a queda na taxa de inadimplência, após seu auge em agosto de 2023. A retroalimentação entre juros e inadimplência que se observava anteriormente, parece se manter, mas agora no sentido de queda. O programa de renegociação de dívidas por parte do governo federal também pode ter contribuído com a queda da inadimplência.

*Mauricio Andrade Weiss e Rafael Caminha Pahim*