

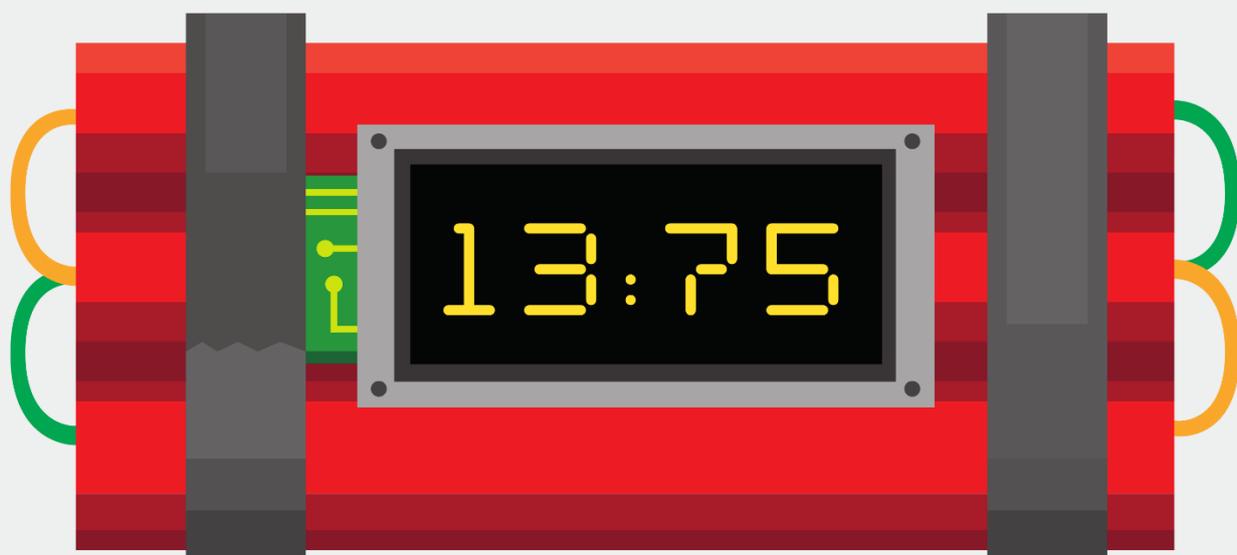
CARTA

DE CONJUNTURA DO NAPE

ISSN 2675-4886

VOLUME 30, NÚMERO 2

MAIO/AGO. 2023



CRESCIMENTO DO AGRO OFUSCA EFEITO NOCIVO DOS JUROS NO PIB

VOLUME 30, NÚMERO 2
MAIO/AGO. 2023

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)
LUCAS MESH FERREIRA DA SILVA (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 sobre imagem de Aryo Hadi | Canva



Sumário

1 ECONOMIA MUNDIAL: Estados unidos da América, Zona do Euro e China em marcha lenta <i>Sérgio Monteiro e Deivis Kappes</i>	4
2 POLÍTICAS MONETÁRIA E CAMBIAL: juros e inadimplência em alta, crédito em relação ao PIB em baixa <i>Mauricio Andrade Weiss e Rafael Caminha Pahim</i>	7
3 POLÍTICA FISCAL: o novo marco fiscal e a reforma tributária <i>Róber Iturriet Avila</i>	18
4 INFLAÇÃO: processo desinflacionário na economia brasileira <i>Clarissa Black</i>	26
5 BALANÇO DE PAGAMENTOS: o efeito agro <i>Luana Gonçalves Varela dos Santos, Lucas Mesch Ferreira da Silva</i>	31
6 NÍVEL DE ATIVIDADE: crescimento da Agropecuária surpreende e “puxa” o PIB <i>Flávio Benevett Fligenspan</i>	38
7 EMPREGO E SALÁRIOS: redução no desemprego é consequência do aumento na ocupação e da saída de pessoas do mercado de trabalho <i>Carlos Henrique Horn, Anelise Manganelli e Virginia Rolla Donoso</i>	47
8 MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS: desempenho internacional e expectativa de queda dos juros internamente impacta positivamente o mercado de ações no primeiro semestre <i>Denilson Alencastro</i>	61
9 ECONOMIA DO RIO GRANDE DO SUL: recuperação parcial da produção agrícola e crescimento dos serviços <i>Martinho Roberto Lazzari</i>	64
10 ÍNDICES DE PREÇOS AO CONSUMIDOR: queda nos preços dos alimentos impulsiona a desinflação <i>Everson Vieira dos Santos</i>	69

de alto desemprego entre os adultos jovens entre 16 e 24 anos. Em junho, o desemprego nesta faixa etária atingiu um novo recorde, de 21,3%, comparado com 20,8% em maio. A média da carga horária semanal de trabalho ficou em 48,7 horas; um leve aumento em relação a maio (48,6).

A economia chinesa apresentou deflação em todos os meses de 2023, com exceção de janeiro. Em junho, comparado ao mês imediatamente anterior, a queda foi de 0,2%. Já em comparação com junho de 2022, não houve variação significativa, contrariando as expectativas do mercado de variação positiva de 0,2%. Por um lado, estes resultados refletem um alívio nas restrições das cadeias de suprimentos globais provocadas pela guerra na Ucrânia e pelas sanções 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 E INADIMPLÊNCIA EM ALTA, CRÉDITO EM RELAÇÃO AO PIB EM BAIXA

2.1 Juros

Desde a inversão na trajetória da meta de juros básica estabelecida a partir da 237ª reunião, o COPOM promoveu treze elevações consecutivas na SELIC (até o 248º encontro), sendo três de 1,5 p.p. (variação mais alta). A partir da 249ª reunião, o Comitê alterou a condução da política monetária e, pela primeira vez desde março de 2021, manteve inalterada a taxa estabelecida na reunião, imediatamente anterior (13,75%). Depois da decisão de setembro de 2022, o COPOM realizou mais 6 reuniões, as quais mantiveram o patamar de 13,75% a.a. na meta Selic. Ao contar com a data de publicação desta carta, o Brasil chega a dez meses consecutivos de manutenção da meta da taxa básica de juros. A 252ª reunião foi analisada na última carta de conjuntura.

Desde a divulgação da última carta do NAPE, o COPOM realizou três novos encontros: n. 253, n. 254 e n. 255. Abaixo encontra-se o compilado dos últimos três encontros.

De forma resumida, o agregado das últimas três reuniões indicou uma melhora significativa no cenário de incertezas e pressões inflacionárias. Todavia, como sinalizado nos parágrafos anteriores, essa melhora conjuntural não foi traduzida em redução na meta da taxa Selic.

Em relação ao cenário externo, a incerteza sobre a instabilidade do sistema financeiro norte americano e suíço gerou preocupação e atenção da autoridade monetária, uma vez que poderia haver

contágios para a economia brasileira, mas foi sendo mitigada ao longo das reuniões, tendo em vista a gradual redução do risco de instabilidade no sistema financeiro internacional. A última reunião selou as preocupações mais imediatas com a instabilidade financeira. Em termos de crescimento econômico, o cenário de crescimento global foi identificado, em todas as reuniões, como abaixo do esperado, mesmo com a perspectiva de um inverno mais ameno nos países centrais e com a flexibilização da política de COVID na China. Na condução da política monetária pelos países centrais, o comitê avaliou a manutenção das taxas de juros em patamares contracionistas, uma vez que os núcleos de inflação dos países apresentaram persistência em níveis superiores às metas nacionais. No caso dos núcleos de inflação, a 255ª reunião averiguou uma melhora, na margem, dos indicadores de inflação internacionais, mas a prescrição de cautela foi mantida.

Para a condução da política monetária brasileira, o cenário externo apresentou riscos iniciais à conjuntura inflacionária nacional, via incertezas com a instabilidade financeira global, mas o cenário adverso foi amenizado nas últimas avaliações. A queda no preço das commodities, a estabilidade no preço do petróleo, a expectativa de crescimento global abaixo do esperado e a queda na taxa de câmbio, de 5,25 BR/USD (253ª reunião) para 4,85 BR/USD (255ª reunião) recuam a pressão sobre a inflação no país.

No âmbito doméstico, apesar da surpresa positiva com o crescimento no primeiro trimestre do ano⁵, puxado pelo agronegócio, o comitê avaliou, de forma consecutiva, uma perspectiva de crescimento moderado, ao passo que o desemprego se mostra estabilizado no patamar atual. Ao que tange o custo da energia, as avaliações do comitê apresentaram um alívio na pressão sobre os preços, tendo em vista que a última reunião indicou o uso da bandeira verde no último trimestre de 2023 e nos primeiros meses de 2024. Por sua vez, as três Atas indicaram uma desancoragem das expectativas de inflação, ainda que os últimos dados mostrem uma conversão gradual.

A política fiscal foi alvo de extensas considerações pelo comitê nas três reuniões analisadas, ao passo que o desenho e a aprovação do novo arcabouço fiscal tiveram impacto positivo nos modelos do comitê e, desta forma, foram responsáveis pela diminuição na percepção de incerteza por parte do mercado, bem como a perspectiva de reversão de uma tendência explosiva da dívida pública. O comitê reiterou que o novo cenário fiscal precisa de tempo para afetar o comportamento dos preços, sobretudo pelo cumprimento das metas estabelecidas no novo regramento orçamentário.

⁵ Avaliado na 255ª reunião.

Com base no cenário avaliado anteriormente, o comitê indicou uma melhora nas suas projeções de inflação. As Atas 253 e 254 apresentaram um cenário inflacionário de 6% para 2023 e 4,1% para 2024. Por sua vez, a Ata 255 pôs ambas as projeções dentro da meta de inflação do CMN com 5% para 2023 e 3,4% para 2024.

Apesar do cenário externo e doméstico indicarem uma redução na pressão inflacionária, evidenciado pela própria redução nas projeções do comitê, o COPOM decidiu manter a taxa Selic em 13,75% em todas as reuniões, bem como aumentar a projeção da taxa neutra de juros.

A 255ª reunião indicou a possibilidade de redução na meta Selic no próximo encontro, mas reforçou que a perspectiva não encontra unanimidade entre os membros do comitê. Por fim, o COPOM enfatizou a necessidade de paciência e cautela por parte dos agentes econômicos com a mudança na meta, o que pode indicar uma redução lenta na meta Selic, caso venha a ocorrer dentro das próximas reuniões.

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*⁶, 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 2022, quando a *overnight* mensal nominal atingiu a máxima histórica registrada nas cartas de conjuntura do NAPE⁷. 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. Até a presente carta, o ano de 2023 mantém uma taxa *overnight* mensal média, tanto em termo nominal quanto real, acima do ano de 2022, o que reflete a manutenção da taxa Selic e o recente episódio deflação em junho/23. Chama a atenção que, após experimentar uma queda acentuada a partir de outubro de 2022, a *overnight* mensal real voltou superar a barreira do 0,8% em maio e 1% em junho, o que indica um arrefecimento do processo inflacionário nos últimos meses, uma vez que a meta anual está

⁶ 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.

⁷ A série histórica da taxa Selic *overnight* presente nas Cartas de Conjuntura do NAPE inicia em janeiro de 2017 (1,09 p.p.).

inalterada e às variações nominais do *overnight* mensal são menores que a variação do dado deflacionado.

No que diz respeito a Selic *overnight* anualizada, junho manteve a taxa nominal em 13,65%, repetindo o resultado dos últimos dez 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 junho de 2023 apresenta, até o momento, a maior taxa real da *overnight* anualizada desde o início da série histórica das cartas do NAPE, a datar do ano de 2018. O resultado de junho de 2023 acompanha a trajetória de crescimento das taxas reais iniciadas em abril, quando a *overnight* anualizada deflacionada voltou a superar a barreira dos 8%. Esses resultados refletem a decisão de manter a meta em 13,75% e a queda constante dos índices de preços. O Brasil se manteve no topo da lista dos países com as maiores taxas 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, 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 13,75% 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 anteriormente, leva em conta uma média dos últimos três meses de um título público com estrutura a termo de cinco anos.

Enquanto os dados de juros de curto prazo de junho de 2023 foram os mais altos da série histórica, a TLP do mesmo mês foi, no consolidado, a menor taxa desde janeiro de 2022. Esse resultado foi produto, tanto da redução da parcela fixa, com queda pelo terceiro mês consecutivo, quanto do IPCA. No caso da parcela fixa, a redução é reflexo da queda nas taxas de juros dos papéis do tesouro com vencimento de cinco anos. É importante notar que a queda na taxa de juros dos papéis de

referência para a TLP são concomitantes a manutenção da Selic nominal e aumento da taxa de juros real.

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 em que 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*. A contar do último aumento na meta Selic, a diferença vinha 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. Porém, dado a queda da parcela fixa e do IPCA, o diferencial entre as taxas de curto e longo prazo voltaram a crescer, sendo o 3,54 p.p. no mês de junho.

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-jun./2023

Mês	Selic <i>overnight</i> % a.m.		Selic <i>overnight</i> % a.a.		Taxa Longo Prazo (TLP)		IPCA - Focus
	Nominal	Deflacionada ¹	Nominal	Real ²	Parcela Fixa	Com IPCA	Exp. 12m
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	1,17	0,46	13,65	7,57	6,15	12,15	5,65
abr-23	0,92	0,31	13,65	8,00	6,05	11,60	5,23
mai-23	1,12	0,89	13,65	8,56	5,93	10,90	4,69
jun-23	1,07	1,15	13,65	9,09	5,69	10,11	4,18

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 último relatório de Mercado Focus 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 inadimplência⁸

Conforme analisado na última carta, o último trimestre de 2022 apresentou altas contínuas nas operações direcionadas, 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. Ao que tange 2023, apesar do montante manter variações positivas, tal como os meses de anos anteriores, há um quadro de relativa estagnação na concessão de crédito direcionado, dado que corrobora com as análises do COPOM. Entre janeiro e junho de 2023, as operações direcionadas cresceram 1,8%, uma variação menor que o realizado entre os meses de novembro e dezembro de 2022. Somente entre o mês de maio e junho de 2023, a variação foi de 0,36% (praticamente nula).

No que tange às operações de recursos livres, o dado de dezembro de 2022 consolidou uma variação de 2,2% no quarto trimestre, indicando uma redução gradual na concessão de crédito, uma vez que o terceiro trimestre obteve 3,3%, o segundo 4,6% e o primeiro fechou um crescimento de 3,7%. No ano de 2023 seguiu a tendência, ao passo que, pela primeira vez na série histórica, houve uma variação negativa trimestral. O primeiro trimestre de 2023 apresentou uma redução de 0,3% no montante de crédito livre, com destaque para o resultado de fevereiro de 2023. Apesar da recuperação superior a 1 p.p. em março, o montante permanece inferior ao de dezembro de 2022, o que indica que o crédito livre ainda não se recuperou da queda iniciada em 2023.

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. Dezembro consolidou 53,8% do PIB. Por sua vez, tendo em vista a queda do crédito livre e a estagnação do crédito direcionado, a participação no PIB em 2023 vem sofrendo seguidas quedas, sendo junho a menor taxa do ano.

Em relação às taxas de juros praticadas, o crédito direcionado terminou o quinto mês de 2023 com a taxa média de 12,4%, 2 p.p. acima da média de 2022, garantindo o nono mês consecutivo de alta. Ao que tange o crédito livre, maio de 2023 atingiu a média mais alta do período histórico analisado na carta, sendo o décimo oitavo mês consecutivo de alta das taxas médias. De janeiro de 2022 a maio de 2023, a taxa média de juros subiu 10.1 p.p.

Analisando o *spread* do sistema financeiro brasileiro nas operações de crédito livres, o total registrado nos primeiros cinco meses de 2023 apresentou uma elevação de 4 p.p., de tal forma que

⁸ 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.

maio (33,3%) foi o spread total mais elevado da série. A média para os cinco meses iniciais de 2023 supera a barreira dos 31%, a mais alta dos últimos 3 anos. Separando a análise em pessoa jurídica e física, ambos os dados apresentaram uma tendência forte de alta em 2023, mas a variação do *spread* sobre a pessoa física foi superior à da pessoa jurídica, sendo maio de 2023 com 47,7% de *spread*, a taxa mais elevada da série histórica.

Tabela 2.2 - Operações de crédito do sistema financeiro brasileiro – jan./2022-mai./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	2,093.10	10.70	3,113.60	42.30	5,206.70	53.40
nov-22	2,123.10	11.40	3,135.10	43.10	5,258.30	53.50
dez-22	2,151.50	11.60	3,185.20	41.90	5,336.70	53.80
jan-23	2,163.80	11.80	3,159.10	43.70	5,322.90	53.20
fev-23	2,177.50	11.00	3,145.70	44.40	5,323.20	52.90
mar-23	2,192.90	12.10	3,176.70	44.50	5,369.60	52.90
abr-23	2,194.60	12.10	3,175.20	45.10	5,369.80	52.50
mai-23	2,202.70	12.40	3,184.30	45.40	5,387.00	52.40

Fonte: Banco Central do Brasil.

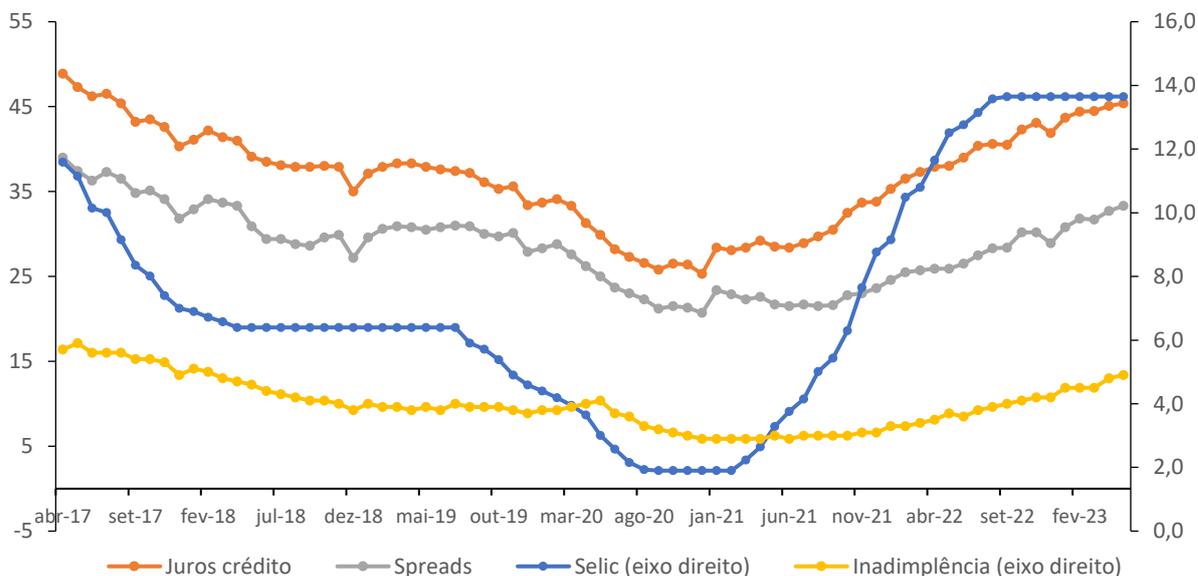
Tomando em consideração o crédito no conceito de recursos livres e dividindo a análise da taxa de juros de crédito entre pessoas jurídicas e físicas (ao ano), o mesmo comportamento indicado no *spread* é visto, isto é, tendência de aumento nas taxas no âmbito da pessoa física, ao passo que a taxa de juros da PJ ficou estabilizada em 23,8% após uma forte alta em janeiro deste ano. A taxa de juros para PF estabeleceu o décimo terceiro mês consecutivo acima dos 50% a.a., ao passo que maio de 2023 bateu 59,6%, valor mais alto da série histórica das cartas do NAPE. 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 maio de 2023, a média dos cinco meses do ano, a inadimplência atingiu 6,12%. A título de comparação, a média histórica é quase duas vezes maior que a registrada em anos anteriores, como 3,70% em 2018, 3,80% em 2019, 3,60% em 2020, 2,98% em 2021 e 3,75% em 2022. No caso da inadimplência de pessoas jurídicas, maio de 2023 superou a marca dos 3%, a mais alta na série analisada. Ainda sobre a PJ, a média dos cinco primeiros meses fechou 2,58%. Os dados das pessoas físicas compartilham a mesma tendência de alta dos PJ, uma vez que saiu de 5,90% em dezembro de 2022 para 6,3% em maio de 2023. Enquanto o último trimestre de 2022 possui 5,83% na média, o primeiro trimestre de 2023 atingiu 6,6%, o trimestre mais alto da série histórica iniciada em 2018. Com a elevação de abril e maio de 2023, a perspectiva é de um novo recorde com os dados de junho. 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-mai./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	55,70	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

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-mai./2023

Fonte: Banco Central do Brasil.

2.3 Câmbio

Como elucidado na última carta, 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 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. A contar a data de novembro, a cotação do dólar comercial e turismo permaneceu mais seis meses acima da barreira dos 5/US\$, até o mês de maio e junho de 2023, quando as cotações voltaram a casa dos 4/US\$, situação que não ocorria desde maio do ano anterior. Com 4,85/US\$, junho de 2023 só fica atrás da cotação de abril 2022 no ranking de valorização do Real.

Vale destacar que desde a cotação recorde em novembro 2022, a variação mensal foi negativa seis vezes, sendo interrompida apenas com a variação de 0,77% em março de 2023. Uma vez que a variação de março é praticamente nula, é possível concluir que a moeda brasileira passa por um processo de valorização.

Como o segundo trimestre de 2022 foi marcado por taxas de câmbio mais baixas, em comparação com os demais meses da série, a variação em 12 meses do primeiro semestre de 2023 é mais tímida que a mensal, mas junho já apresenta uma queda anual de 3,8%.

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./2022-mai./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
mar-23	5,21	0,77	4,89	5,25	5,40
abr-23	5,02	-3,68	5,50	5,03	5,21
mai-23	4,98	-0,74	0,56	4,98	5,16
jun-23	4,85	-2,63	-3,91	4,85	5,02

Fonte: Banco Central do Brasil e Ipeadata.

2.4 Considerações finais

O presente cenário da taxa básica de juros é de continuidade na agenda contracionista da política monetária, em virtude, principalmente, do cenário externo, da persistência inflacionária no país e no exterior, bem como pelo receio do COPOM em flexibilizar a meta e desancorar as expectativas de inflação de forma prematura. Diferente das últimas reuniões analisadas pelo NAPE, a autoridade monetária desconsidera a existência de um descontrole fiscal no país, uma vez que o desenho e a aprovação final do novo regramento foram considerados adequado às expectativas do comitê. O comitê apontou, ainda que de forma não unânime, a possibilidade de redução futura na taxa básica.

Além do risco inflacionário pelo lado fiscal ter sido reduzido, o comitê avaliou que o risco de eclosão e contágio de uma crise no sistema financeiro central é pouco provável. Com este cenário fiscal

e financeiro, além da valorização do real, queda no preço das commodities, estabilidade no preço do petróleo, crescimento global abaixo das expectativas iniciais, queda no custo da energia nacional e estabilidade de núcleos de preços em países centrais, a autoridade monetária colocou a previsão dos seus modelos para a inflação brasileiro dentro da meta de 2023 e 2024.

Mesmo com a conjuntura descrita anteriormente, o comitê manteve, pela sétima reunião seguida, a meta da taxa Selic em 13,75% a.a., que, com a deflação de junho, se tornou a taxa de juros real mais alta do mundo.

Essa carta reforça o cenário de contínuo encarecimento do crédito ao tomador final, 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. 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. As mensais apesar de positiva apresentam sinais de desaceleração. Essa desaceleração é ainda mais evidenciada no crescimento ao longo dos cinco primeiros meses de 2023, em que o crédito com base nos recursos livres apresentou estabilidade e o total apenas um crescimento de 0,9%. Por sua vez, o crédito como proporção do PIB apresentou queda em todas as bases de comparação, com destaque para a queda de 1,4 p.p. no ano. Esse é um resultado que gera preocupação para a dinâmica da atividade econômica.

Em termos da taxa de câmbio, a volatilidade do real continua a ser um aspecto marcante. A taxa de câmbio se manteve acima de R\$5,20/US\$ na maior parte dos meses de 2022 a despeito da taxa de juros de 13,75% a.a., mas desde novembro daquele ano apresenta uma trajetória de apreciação do real. Essa apreciação recente é uma consequência tanto do enfraquecimento do dólar frente as moedas dos países emergentes em geral, quanto uma melhor percepção do Brasil. 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