

CARTA

DE CONJUNTURA DO NAPE

ISSN 2675-4886

VOLUME 31, NÚMERO 2

MAIO/AGO. 2024



O PIB AINDA PULSA:
APESAR DOS DESAFIOS, A ECONOMIA CONTINUA MOSTRANDO FÔLEGO

VOLUME 31, NÚMERO 2
MAIO/AGO. 2024

ANELISE MANGANELLI (DIEESE - RS)
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)
LUIZA PECIS VALENTI (PPGE - UFRGS)
MARTINHO ROBERTO LAZZARI (SEPLAG - RS)
MAURICIO ANDRADE WEISS (DERI - UFRGS | COORDENADOR)
RAFAEL CAMINHA PAHIM (PPGE - UFRGS)
RAUL LUÍS ASSUMPÇÃO BASTOS (DEE/SPGG - RS)
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 StockSnap | Pixabay



Sumário

1 ECONOMIA MUNDIAL: ajuste das bolsas de valores ou prenúncio de recessão mundial?.....	4
<i>Sérgio Monteiro e Deivis Kappes</i>	
2 POLÍTICAS MONETÁRIA E CAMBIAL: interrupção na queda da SELIC ainda não reflete no mercado de crédito	8
<i>Mauricio Andrade Weiss e Rafael Caminha Pahim</i>	
3 POLÍTICA FISCAL: a previdência preocupa	17
<i>Róber Iturriet Avila</i>	
4 INFLAÇÃO: IPCA se mantém dentro da meta apesar da pressão dos alimentos.....	22
<i>Clarissa Black, Maurício Andrade Weiss e Rafael Caminha Pahim</i>	
5 BALANÇO DE PAGAMENTOS: ascensão da indústria extrativa nas exportações em meio aos desafios externos.....	29
<i>Luiza Pecis Valenti, Luana Gonçalves Varela dos Santos e Matheus Anlauf Meneghini</i>	
6 NÍVEL DE ATIVIDADE: investimento cresceu no início de 2024, mas ainda está num nível muito baixo	37
<i>Flávio Benevett Fligenspan</i>	
7 EMPREGO E SALÁRIOS: continuidade da melhora dos principais indicadores do mercado de trabalho.....	45
<i>Anelise Manganelli, Raul Luís Assumpção Bastos e Virginia Rolla Donoso</i>	
8 MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS: maior aversão ao risco derruba mercado	53
<i>Denilson Alencastro</i>	
9 ECONOMIA DO RIO GRANDE DO SUL: enchentes históricas cercam de incerteza o cenário da economia gaúcha	56
<i>Martinho Roberto Lazzari</i>	
10 ÍNDICES DE PREÇOS AO CONSUMIDOR: inflação impulsionada pelas enchentes gaúchas	62
<i>Everson Vieira dos Santos</i>	

2 POLÍTICAS MONETÁRIA E CAMBIAL: interrupção na queda da SELIC ainda não reflete no mercado de crédito

2.1 Juros

Com a realização da 264ª reunião, o Comitê de Política Monetária manteve, pela segunda vez consecutiva, a taxa básica inalterada. A manutenção da taxa básica de juros nas últimas duas reuniões contrapõe o cenário visto entre a 256ª e a 262ª reunião, quando ocorreram seguidas reduções na taxa básica. A última Carta de Conjuntura do NAPE compilou as Atas 259 e 260, quando a Selic se encontrava em 11,25%. Desde a última publicação, mais quatro reuniões ocorreram, e a taxa Selic passou de 11,25% para 10,50%. Abaixo encontra-se o resumo das reuniões de número 261 até 264.

Na análise de conjuntura do Copom, o Comitê tornou-se gradativamente mais pessimista e cauteloso em relação ao cenário externo. Entre as quatro reuniões, o Copom alterou sua avaliação acerca do cenário externo de volátil para adverso, sobretudo pela incerteza sobre o impacto e a extensão da flexibilização monetário nos Estados Unidos. As pressões no mercado de trabalho das principais regiões econômicas, e a menor sincronia na condução da política monetária entre os bancos centrais completa a adversidade externa para o Brasil e demais países emergentes. Em termos domésticos, o Comitê manteve, nas últimas três reuniões, a avaliação sobre o dinamismo do mercado de trabalho brasileiros estar acima do esperado. No que diz respeito ao cenário inflacionário, as reuniões apontaram trajetória persistente de desinflação da economia brasileira, ainda que a 264ª reunião indique um arrefecimento dessa desinflação.

Nos cenários e análises de risco, o Comitê alterou a taxa de câmbio de referência de USD/BRL 4,95 para USD/BRL 5,55 ao longo das reuniões. A trajetória de juros foi extraída das estimativas do mercado (FOCUS) e todas as Atas mantêm a hipótese de tarifária “verde” para o mês de dezembro para os anos de 2024 e 2025. Desta feita, as estimativas de inflação do Comitê passaram de 3,5% em 2024 para 4,2%, e 3,9% em 2025 para 3,6%. Já os preços administrados foram estimados em 4,4% em 2024 na 261ª reunião e 5% para o mesmo ano na 264ª reunião.

No mercado doméstico, o Comitê foi surpreendido em todos os encontros com o dinamismo do mercado de trabalho e com os elementos da demanda agregada. Este fato pode ser comprovado através da comparação direta com a última carta de Conjuntura do NAPE, onde indicava-se um cenário de gradual desaceleração do dinamismo. O mercado de trabalho é o principal ponto de surpresa para o Comitê, justamente pelo rendimento real e a formalização crescentes. Como consequência, o consumo das famílias mantém uma dinâmica maior que a prevista anteriormente. A crise climática no

Rio Grande do Sul foi monitorada pelo Comitê, mas não houve indicativos de efeitos retardantes no dinamismo avaliado. O dinamismo da Formação Bruta de Capital Fixo deixou de ser um elemento de preocupação para o Copom, inclusive com surpresas positivas para o Comitê na 263ª reunião.

Em termos de risco, o comitê, como de praxe, reforça sua preocupação com a disciplina fiscal, indicando esta, em conjunto com o aumento do crédito direcionado, têm potencial de desancorar as expectativas de inflação e elevar a taxa de juros neutra da economia. O aumento dos salários também é visto com certa preocupação pelo Comitê, uma vez que este aumento não é avaliado como recorrência dos ganhos de produtividade, mas de pressões no mercado de trabalho. O comportamento da taxa de câmbio é incorporado as avaliações de risco, especialmente nas últimas duas Atas. A crise climática no Rio Grande do Sul foi avaliada nas análises de risco, mas perdeu enfoque na última Ata.

No cenário externo, além das tensões geopolíticas, o Comitê avaliou, de forma recorrente, a maior aversão ao risco por parte dos fluxos de capitais globais, bem como uma maior incerteza e volatilidade dos fluxos internacional em decorrência da menor sincronia da política monetária entre os principais bancos centrais. A incerteza sobre a política monetária dos Estados Unidos é mencionada de forma recorrente pelo Comitê, ainda que reforce a inexistência de uma transmissão mecânica entre a taxa de juros norte americana e taxa de juros e a taxa de câmbio doméstica.

Com base nos cenários e análises de risco, o Comitê decidiu por uma redução de 0,5p.p., uma redução de 0,25 p.p. e pela manutenção da taxa básica nas últimas duas reuniões. Com isso, a meta da taxa Selic está em 10,5% ao ano. Apesar da unanimidade nas últimas duas reuniões, chamou atenção a divisão do Comitê na 262ª reunião, quando houve a divisão de 5 votos a favor da redução de 0,25p.p. e 4 votos para uma redução de 0,50p.p. Por fim, vale destacar que o Comitê entende que a meta atual 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. Não há qualquer menção a futuras reduções na próxima reunião.

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.

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.

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 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.

Ainda sobre as últimas cartas, averiguou-se que a taxa *overnight* mensal média de 2023 terminou em 1,03 p.p., uma média 4,86% superior a do ano imediatamente anterior. Vale destacar que, apesar da média elevada, o último trimestre de 2023 apresenta 0,94 p.p. de média mensal, menor valor desde abril de 2022. Em termos reais, o ano de 2023 terminou com 0,65 p.p. de média no *overnight* mensal, resultado 28% superior ao do ano de 2022.

O primeiro semestre de 2024 foi marcado por um comportamento volátil na taxa *overnight* mensal nominal. Enquanto janeiro de 2024 apresentou 0,97 p.p., fevereiro terminou em 0,80 p.p., uma queda de 18%. Já no mês de abril a taxa voltou a subir, atingindo 0,89 p.p., um aumento de 11%. Junho de 2024 terminou com 0,79 p.p., uma nova queda com 11,2%. Apesar da volatilidade, os primeiros seis meses de 2024 mostram uma tendência de queda nas taxas mensais nominais. Junho de 2024 tem a menor taxa desde fevereiro de 2022 (0,76 p.p.)

No que diz respeito a Selic *overnight* anualizada nominal, o ano de 2024 não apresentou a mesma volatilidade das taxas mensais, mas acompanhou a tendência de queda. De janeiro a julho de 2024, a taxa anualizada saiu de 11,65 p.p. para 10,40 p.p., uma queda de 19,3% em seis meses. O primeiro semestre de 2024 completa a menor média de taxas *overnight* nominais anualizadas desde o segundo semestre de 2021. Com uma taxa de 10,40 p.p., julho de 2024 possui a menor taxa desde janeiro de 2022 (9,15 p.p.). Vale destacar que entre maio e julho, a queda da taxa foi de apenas 0,06 p.p. (-0,5%), reflexo da decisão do Copom em manter a meta da taxa de juros inalterada.

Ao que tange as taxas reais, na taxa mensal real acompanhou a tendência de volatilidade da taxa nominal, mas, ao contrário da queda presenciada nas taxas nominais, a taxa real foi marcada por uma elevação. A taxa saiu de 0,55 p.p. em janeiro de 2024 para 0,58 p.p. em julho, com destaque para -0,03 p.p. em fevereiro e 0,67 p.p. em março. Ainda assim, na média, a taxa mensal real da *overnight* no primeiro semestre (0,44 p.p.) foi a menor desde o primeiro semestre de 2022 (-0,01 p.p.). Em termos anualizados reais, a tendência de queda foi a mesma da taxa nominal anualizada, inclusive com o arrefecimento da queda entre os meses de maio e junho de 2024. A taxa saiu de 7,56 p.p. em janeiro para 6,55 p.p. em julho de 2024.

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

Como destacado nas últimas cartas do NAPE, 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 de 2023. Apesar de algumas oscilações, o ano de 2023 terminou com uma parcela fixa de 5,56 p.p., abaixo da média do ano. O primeiro semestre de 2024 não acompanhou a mesma tendência de queda vista em 2023, apesar da volatilidade entre fevereiro e abril de 2024. Entre janeiro e junho do presente ano, a parcela fixa saiu de 5,60 p.p. para 5,91 p.p., sendo junho a taxa mais alta registrada desde maio de 2023.

Os dados dos últimos seis meses refletem uma alta na média praticada nas NTN-B, uma vez que a taxa de juros básica anualizada manteve uma tendência de queda durante o primeiro semestre analisado. Mesmo com a queda no IPCA, a taxa de longo prazo cheia mantém média similar ao último trimestre de 2023, evidenciando o papel da NTN-B. 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-jun./2024

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-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
mar-24	0,83	0,67	11,00	7,29	5,41	9,06	3,46
abr-24	0,89	0,51	10,65	6,85	5,48	9,24	3,56
mai-24	0,83	0,37	10,46	6,58	5,70	9,55	3,64
jun-24	0,79	0,58	10,40	6,55	5,91	9,73	3,61

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 inadimplência⁸

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 11,32%, uma variação inferior ao acumulado no mesmo período do ano passado quando o aumento foi de 14,29%.

Com os dados dos quatro primeiros meses de 2024, a taxa de crescimento do crédito direcionado continua em queda. Entre janeiro e março de 2024, o crescimento foi de apenas 2%. Em comparação, o quarto trimestre de 2023 teve crescimento de 3,5% e o terceiro trimestre teve um crescimento de 4,6%. Em termos de variação mensal, o crédito direcionado teve um crescimento médio

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.

mensal de 0,71% nos quatro primeiros meses de 2024. Em comparação, o crescimento médio do crédito direcionado no último trimestre de 2023 foi de 1,20%.

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 do ano passado. Apesar da queda inicial em janeiro, o crédito livre voltou a subir fortemente nos demais meses do ano de 2024. Entre janeiro e março de 2024, o crédito livre subiu 3,05%, muito acima da média do último trimestre de 2023 (0,97%). Maio de 2024 apresentou um total de R\$ 3461 bilhões, maior rubrica da série histórica do NAPE.

Ao se analisar o volume total de crédito em termos de percentual do produto interno bruto, os meses de março e maio de 2024 consolidaram o patamar mais alto da série histórica (com início em janeiro de 2018), com 53,7% do PIB. Na média dos primeiros quatro meses de 2024, a participação do PIB ficou em 53,4%, 1 p.p. acima da média do ano passado.

Em relação às taxas de juros praticadas, o crédito inicia o ano de 2024 com volatilidade na taxa média praticada, sem apresentar uma tendência clara. A média dos primeiros quatro meses são de 10,3%, valor 0,9 p.p. abaixo da média de 2023, mas 0,3 p.p. acima do valor de dezembro de 2023. Ao que tange o crédito livre, apesar da volatilidade, há uma propensão de queda nas taxas praticadas. Maio de 2024 manteve a média mais baixa dos últimos dois anos analisados (40%). Na média, os primeiros quatro meses apresentam uma taxa de juros de 40,3%, enquanto os últimos quatro meses de 2023 foram marcados por uma média de 42,2%.

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

Mês	Direcionado		Livres		Total		% PIB
	R\$ bi	juros	R\$ bi	juros	R\$ bi	juros	
jan-23	2163,8	11,8	3206,4	43,3	5370,2	31,2	52,8
fev-23	2177,9	10,9	3191,4	44,0	5369,3	31,1	52,4
mar-23	2196,1	11,8	3224,7	44,1	5420,8	31,5	52,4
abr-23	2201,2	11,8	3221,8	44,7	5423,0	31,9	52,1
mai-23	2210,6	12,2	3240,3	45,0	5450,9	32,2	52,0
jun-23	2223,4	11,7	3252,9	44,2	5476,3	31,4	52,0
jul-23	2244,6	11,3	3236,0	43,8	5480,6	31,0	51,9
ago-23	2296,4	10,9	3257,5	43,5	5553,9	30,4	52,3
set-23	2326,6	10,7	3288,1	43,3	5614,7	30,2	52,6

out-23	2355,4	10,6	3281,6	42,6	5637,0	29,7	52,5
nov-23	2384,1	10,5	3318,1	41,9	5702,3	29,2	52,8
dez-23	2408,3	10,1	3385,8	40,8	5794,1	28,3	53,4
jan-24	2.423,0	10,4	3.353,5	40,3	5.776,5	28,1	52,8
fev-24	2436,7	10,1	3366,1	40,3	5802,7	27,9	52,9
mar-24	2459,7	10,6	3439,9	40,5	5899,7	28,2	53,7
abr-24	2473,7	10,2	3438,8	40,3	5912,4	27,9	53,6
mai-24	2493,5	10,4	3461,0	40,0	5954,5	27,8	53,7

Fonte: Banco Central do Brasil.

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%). A partir de dezembro de 2023, a média de spread praticada foi marcada por quedas consecutivas. Maio de 2024 marcou a menor média da série histórica com 29,10% (total). A queda é visível mesmo na análise separada entre pessoa jurídica (PJ) e física (PF). Para ambos, maio de 2024 foi a menor taxa praticada na série histórica analisada com 10,2% para PJ e 41,3% para PF.

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.

Com os dados de 2024, é possível notar uma estagnação da inadimplência, ainda que em patamar levemente mais baixo que a média de 2023. Os primeiros quatros meses de 2024 registram uma taxa de 4,56%. Todavia, os valores se mantêm na média de dezembro de 2023, indicando que não há mudanças significativas na inadimplência nos últimos cinco meses analisados.

Esses dados podem ser observados na Tabela 2.3 e a evolução nos seus movimentos é apresentada no Gráfico 2.1.

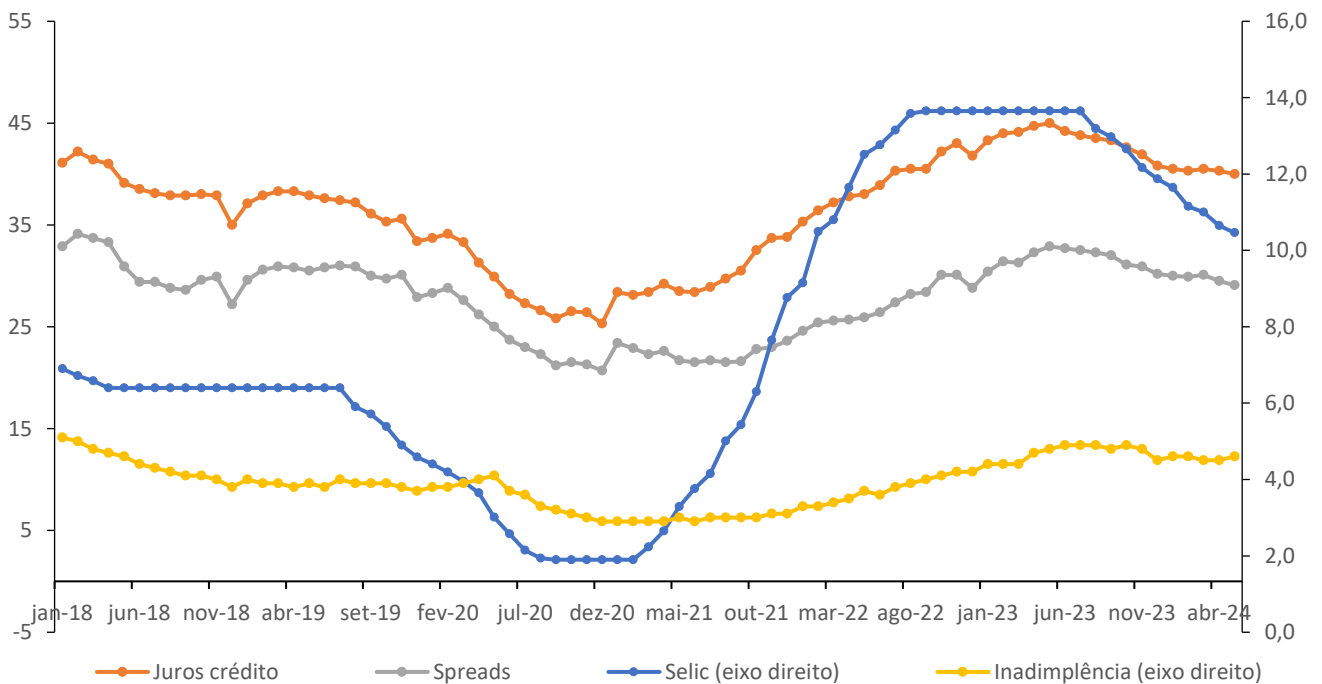
Tabela 2.3 - Taxa de juros, *spread* e inadimplência em operações de crédito do sistema financeiro brasileiro - recursos livres – jan./2022 - mai./2024

Mês	Taxas de juros % a.a.			<i>Spreads p.p.</i>			Inadimplência %		
	PJ	PF	Total	PJ	PF	Total	PJ	PF	Total
jan-23	24,90	56,90	43,30	12,20	43,80	30,40	2,20	6,10	4,40
fev-23	23,80	58,50	44,00	11,30	45,80	31,40	2,30	6,10	4,40
mar-23	23,80	58,60	44,10	11,40	45,50	31,30	2,40	6,00	4,40
abr-23	23,50	59,60	44,70	11,30	47,00	32,30	2,70	6,20	4,70
mai-23	23,50	59,90	45,00	11,50	47,70	32,90	2,90	6,30	4,80

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	3,10	5,60	4,50
jan-24	22,30	52,60	40,50	12,00	42,00	30,00	3,30	5,50	4,60
fev-24	21,40	52,70	40,30	11,20	42,10	29,90	3,30	5,50	4,60
mar-24	20,90	53,40	40,50	10,70	42,90	30,10	3,20	5,40	4,50
abr-24	21,20	52,90	40,30	10,70	42,00	29,50	3,30	5,50	4,50
mai-24	20,80	52,40	40,00	10,20	41,30	29,10	3,20	5,60	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 - mai./2024



Fonte: Banco Central do Brasil.

2.3 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. Este comportamento se manteve nas duas primeiras reuniões analisadas nesta presente carta, mas foi revertida a partir da 263ª reunião, quando o comitê votou, por

unanimidade, pela manutenção do patamar de 10,50%. Conforme divulgado pelo próprio Comitê, a política de manutenção da taxa deve ser mantida na próxima reunião. Vale destacar que a redução de apenas 0,25% na 262ª reunião foi recebida com algumas considerações negativas no mercado, visto que o *forward guidance* do Banco Central, anteriormente, havia anunciado a manutenção de uma redução de 0,50 p.p.

Apesar do presente cenário de manutenção 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.

O mercado doméstico é visto como uma surpresa e, ao mesmo tempo, ponto de cuidado pelos *policymakers* do Banco Central. O maior dinamismo do mercado de trabalho e do consumo garantem uma demanda agregada mais aquecida, mas podem apresentar riscos futuros pela redução do hiato do produto.

O cenário externo é visto com cautela e maior preocupação pelo Banco Central. As incertezas no oriente médio, a dessincronia da política monetária nos países centrais, a aversão ao risco dos fluxos de capitais estrangeiros e a política monetária norte americana determinam os pontos de cuidado do Copom.

No caso das taxas de juros de longo prazo, observou-se alta na parcela pré-fixada da TLP em todos os meses entre outubro de 2023 e janeiro de 2024, as quais foram interrompidas nos dois meses seguintes, mas que retornaram a subir em maio e junho. Isso ocorreu apesar da redução na SELIC e de posterior estabilização. Desta forma, enfatiza-se a questão de uma taxa tão relevante para o investimento ser suscetível às expectativas do mercado financeiro por meio das negociações dos títulos do governo (NTN-B).

Em termos de volume de crédito, observa-se uma alta nominal tanto no crédito com recursos livres, quanto no direcionado desde fevereiro de 2024. O mesmo foi reforçado pelo crédito em percentual do PIB. Embora neste caso haja praticamente uma estabilidade desde março. Por outro lado, ao se comparar maio de 2024 com o mesmo mês de 2023, observa-se uma elevação de 1,7 p.p. Esse aumento no crédito foi facilitado pela continuidade na queda da taxa de juros ao tomador final,

seja para pessoa física, seja para jurídica, com exceção para o mês de fevereiro, proporcionado pela combinação na queda na taxa básica de juros e do spread. A interrupção na queda da taxa de juros deve se refletir nos dados que serão trazidos na próxima carta.

Mauricio Andrade Weiss e Rafael Caminha Pahim

3 POLÍTICA FISCAL: a previdência preocupa

3.1 Receitas do Governo Central

As receitas líquidas reais do governo central cresceram 5,8% entre junho de 2024 em comparação ao mesmo mês de 2023. Já no acumulado do primeiro semestre, o crescimento foi de 8,5%. Isso se explica pelas alterações tributárias de 2023, ganhos acima do previsto com a tributação de fundos exclusivos e atualização de valores de bens e direitos no exterior, os fundos off-shore, os quais geraram receitas no Imposto de Renda de Capital. A **recomposição parcial da Cofins sobre combustíveis** gerou um acréscimo de R\$ 5,6 bilhões, já o aumento das exportações gerou um acréscimo tributário na ordem de R\$ 3,0 bilhões. O bom desempenho do mercado de trabalho também contribuiu com melhores receitas no INSS (+3,9% em comparação a junho de 2023).

3.2 Despesas do Governo Central

A despesa total do governo central cresceu 0,3% em termos reais em junho de 2024 em relação ao mesmo mês do ano passado. Já no acumulado do semestre, houve crescimento de 10,5%. As despesas com benefícios previdenciários e com benefício de prestação continuada têm crescido acima do esperado, devido ao aumento de beneficiários, o que desencadeou em uma política de pente-fino para buscar eventuais fraudes. No acumulado do semestre, o crescimento real da despesa previdenciária foi de 8,7%, já o BPC cresceu 17,3% no semestre. A calamidade pública no Rio Grande do Sul também contribuiu com o aumento de despesas.

A despesa real com pessoal teve uma variação modesta de 1,9% no acumulado do semestre, a despeito de novas contratações de servidores efetuadas pelo governo federal. A Complementação do FUNDEB continua em elevação real, em função da EC nº 108/2020 (+20,7%).