

CARTA

DE CONJUNTURA DO NAPE

ISSN 2675-4886

VOLUME 29, NÚMERO 4

OUT./DEZ. 2022



PIB DESACELERA A DESPEITO DOS ESTÍMULOS FISCAIS

CARTA
DE CONJUNTURA DO NAPE
ISSN 2675-4886



VOLUME 29, NÚMERO 4
OUT./DEZ. 2022

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

Capa: Vinicius da R. da Silva | Núcleo de Publicações/FCE
Imagem: arte sobre Storyset | Canva



Neste contexto, não é de estranhar que tenham aumentado os receios de uma forte recessão global. Aqui a política anti-inflacionária do Federal Reserve é particularmente preocupante. Um aumento nas taxas de juros pode fazer com que o dólar americano se valorize e, em parte, aumente os preços das commodities que o utilizam como referência de preço, como o petróleo, espalhando efeitos inflacionários e recessivos sobre outras economias.

Nesse ponto, Maurice Obstfeld, ex-economista-chefe do FMI, alertou a CBS News que a política excessivamente agressiva do Federal Reserve poderia "levar a economia mundial a uma contração desnecessariamente acentuada".

Andrés Ferrari Haines e Sérgio Marley Modesto Monteiro

2 POLÍTICAS MONETÁRIA E CAMBIAL: aumento do endividamento a juros mais altos

2.1 Juros

Conforme as análises das últimas publicações do NAPE, o afrouxamento da política monetária estabelecida pelo Comitê de Política Monetária (COPOM) do Banco Central do Brasil (BCB) durante as três primeiras ondas da pandemia do coronavírus foi mantido até a 237ª reunião, quando a autoridade monetária inicia sucessivas elevações na taxa básica de juros (SELIC). Até a 248ª reunião, o COPOM havia estabelecido, respectivamente, três elevações de 0,75 p.p., duas de 1 p.p., três de 1,5 p.p., duas novas alta de 1 p.p. e, por fim, duas altas de 0,5 p.p., quando a SELIC atingiu 13,75%. A 249ª reunião do COPOM manteve, pela primeira vez desde a 237ª, inalterada a taxa estabelecida na reunião anterior.

Desde a divulgação da 29ª carta de conjuntura, o COPOM realizou duas novas reuniões (250ª e 251ª). Em relação ao cenário externo, ambas as reuniões apontaram a continuidade do cenário adverso com sinais de volatilidade, tendo em vista a expectativa de baixo crescimento global no próximo ano, a persistência de taxas de juros restritiva nos países desenvolvidos e a crise energética na Europa. O Comitê compreende que o conflito na Ucrânia, a política chinesa de combate a COVID e a maior sensibilidade do mercado a fundamentos fiscais como os vetores do cenário adverso e volátil. O cenário inflacionário global apresenta um quadro de melhora com normalização nas cadeias de suprimento e a acomodação nos preços das principais *commodities*, mas ainda demanda cautela por parte do Comitê em virtude do baixo grau de ociosidade em algumas economias, o que sugere alguma persistência inflacionária, em especial no setor de serviços. No que diz respeito ao cenário de preços

doméstico, o COPOM avaliou, em ambas as reuniões, que a trajetória inflacionária brasileira segue elevada e com estouro da meta em 2022 (estimada em 6% a.a. na 251ª reunião) – pelo segundo ano consecutivo. Ainda no cenário de preços domésticos, o Comitê identificou a existência de sinais de desaceleração inflacionária via preços administrados (energia elétrica), queda no preço das *commodities*, desaceleração global e a manutenção do corte de impostos em 2023. Por outro lado, a incerteza na situação fiscal brasileira, a persistência inflacionária no setor global de serviço e um baixo hiato no mercado de trabalho pressionam os preços para cima. No debate fiscal, o Comitê destacou o risco fiscal presente nas economias globais, especialmente avançadas, onde a combinação de altas taxas de juros e elevado endividamento geram incerteza no mercado. No caso brasileiro, o COPOM salienta que a agenda fiscal de estímulos à demanda agregada pode gerar incertezas no mercado. O Comitê avalia que os próximos passos da política fiscal brasileira merecem atenção. Com base no cenário avaliado anteriormente, o Comitê de Política Monetária do BCB definiu em ambas as reuniões a manutenção da taxa SELIC em 13,75%, pois o Comitê compreende que essa taxa básica de juros está em patamar suficientemente contracionista. Por fim, o COPOM sinalizou a continuidade desse patamar até que a inflação convirja para a meta, ao passo que não hesita em promover novos ajustes contracionistas, caso não consiga ancorar as expectativas inflacionárias como deseja.

Apresentado os principais pontos discutidos nas últimas reuniões do Comitê de Política Monetária e a análise da taxa Selic anual, o restante da sessão enfoca a Selic *overnight* em termos mensais, principal taxa, juntamente com o CDI *overnight*², para indicar o custo do dinheiro no curto prazo, e o movimento da TJLP/TLP, que é a taxa de juros de longo prazo praticada pelo BNDES, cujo patamar é formado pela média dos três meses anteriores das Notas do Tesouro Nacional Série B (NTN-B), títulos com estrutura a termo de cinco anos.

Em relação a Selic *overnight* mensal, a variável mantém o padrão, iniciado em fevereiro de 2021, de sucessivas altas, passando de 0,13% em fevereiro de 2021 para 1,17% em agosto de 2022, quando a *overnight* mensal atingiu a máxima histórica registrada nas cartas de conjuntura do NAPE³. Após a taxa recorde em agosto, os três meses subsequentes apresentaram uma queda, voltando ao patamar médio dos meses de maio a julho de 2022, ao passo mantém entre os patamares mais elevados da série histórica. Setembro apresentou 1,07%, enquanto outubro e novembro estabilizaram em 1,02%. Em termos anualizados, os meses de setembro a dezembro deste ano estabilizaram o

² Devido a equivalência em praticamente todos os meses no último ano, optou-se por deixar de trazer os dados do CDI *overnight*. O mesmo ocorreu em relação à TR, pois ela se entra em 0 a mais de 24 meses.

³ A série histórica da taxa Selic *overnight* presente nas Cartas de Conjuntura do NAPE inicia em janeiro de 2017 (1,09 p.p.).

crescimento ininterrupto da *overnight* (desde fevereiro de 2021) com a taxa de 13,65%, o que compreende máxima histórica registrada nas cartas do NAPE.

Após a reversão em agosto de 2021, quando, em termos de mensais e em valores anualizados, a taxa Selic *overnight* superou mais a TJLP/TLP, isto é, a taxa monetária referência de curto prazo ficou acima do referencial de longo prazo, a diferença entre as duas taxas manteve um comportamento crescente até agosto de 2022 (mensal) e setembro de 2022 (anual). Em termos mensais, agosto de 2022 atingiu o recorde de 0,60 p.p., enquanto setembro de 2022 apresentou 0,50 p.p., seguido por uma nova queda na diferença, o que estabilizou o diferencial em 0,44 p.p. nos dois meses seguintes. Já na comparação anualizada, setembro de 2022 apresentou a maior diferença com 6,64 p.p., enquanto nos meses de outubro a dezembro de 2022 se manteve em 6,45 p.p.

Como discutido em outras cartas de conjunturas, parte da discrepância encontrada entre a taxa de longo prazo do BNDES (TJLP/TLP) é fruto da natureza do cálculo da sua determinação. Todavia, este componente parece ter pouco impacto explicativo na conjuntura analisada, uma vez que a diferença entre o limite superior e inferior das duas taxas é expressivo. Em termos anualizados, o período de janeiro de 2021 e dezembro de 2022 (tendência) apresentou uma diferença entre os limites de 11,75 p.p. na taxa Selic *overnight* e 2,81 p.p. para a TJLP/TLP, tendo em vista que a *overnight* apresentou 10,19% de variação média (mês), ao passo que a TJLP/TLP apresentou 7,13% de variação média (a cada três meses).

Para a análise em termos reais, são utilizados como deflator o IGP-DI e o IPCA. Começando pelos dados deflacionados pelo IGP-DI, a Selic *overnight* atingiu o sétimo mês consecutivo em patamar positivo, saindo de 0,42% em abril de 2022 para, respectivamente, 0,34% (maio), 0,40% (junho), 1,42% (julho), 1,73% (agosto), 2,32% (setembro) e 1,65% em outubro. O mês de setembro é o primeiro a ultrapassar os 2%, estabelecendo a máxima da série histórica. No caso da TJLP/TLP mensal, apesar dos meses de maio e junho voltarem a apresentar taxas reais negativas (-0,14% e -0,07%) depois do resultado positivo de abril de 2022, os meses de julho a outubro reverteram a tendência com, respectivamente, 0,95%, 1,13%, 1,81% e 1,21% de taxa real. Setembro estabeleceu a máxima na TJLP/TLP deflacionada pelo IGP-DI, tal como ocorreu no *overnight*. No caso da TJLP/TLP, a reversão pós-junho de 2022 é explicado pelo resultado do IGP-DI, uma vez que a variação da taxa de longo prazo do BNDES se manteve, praticamente, nula até setembro. Outubro apresenta uma queda na taxa real, pois a TJLP/TLP voltou a subir. Para a Selic *overnight*, ainda que o IGP-DI ajude a explicar o resultado, a variação da *overnight* foi mais expressiva que a taxa de longo prazo.

Ao analisar os dados utilizando o IPCA como deflator, observa-se que a Selic *overnight* e a TJLP/TLP (mensais) nos meses de junho e julho apresentaram uma variação positiva expressiva, migrando de 0,35% para 1,72% na Selic e de -0,12% para 1,26% na TJLP/TLP, apesar da relativa estabilidade nos valores nominais, o que indica um processo deflacionário no período. Por sua vez, o mês de outubro de 2022 registra uma variação negativa expressiva nos valores reais em relação aos meses anteriores, saindo de 1,36% no *overnight* mensal em setembro para 0,43% em outubro, enquanto a TJLP/TLP foi de 0,86% para -0,01%, o que indica uma forte elevação no IPCA. Os dados abordados nos parágrafos anteriores podem ser observados em detalhes na Tabela 2.1.

Tabela 2.1 - Taxas de juros nominais e reais efetivas no Brasil, em % - jan./2021-dez./2022

Mês	Selic <i>overnight</i>		TJLP/TLP		Taxas IPCA % a.m.		Taxas IGP-DI % a.m.	
	% a.m.	% a.a.	% a.m.	% a.a.	Selic	TJLP	Selic	TJLP
jan-21	0,15	1,90	0,36	4,39	-0,10	0,11	-2,68	-2,48
fev-21	0,13	1,90	0,36	4,39	-0,72	-0,50	-2,51	-2,29
mar-21	0,20	2,23	0,36	4,39	-0,72	-0,56	-1,93	-1,77
abr-21	0,21	2,65	0,38	4,61	-0,10	0,07	-1,97	-1,80
mai-21	0,27	3,29	0,38	4,61	-0,56	-0,45	-3,03	-2,92
jun-21	0,31	3,76	0,38	4,61	-0,22	-0,15	0,20	0,27
jul-21	0,36	4,15	0,40	4,88	-0,59	-0,55	-1,07	-1,03
ago-21	0,43	5,01	0,40	4,88	-0,44	-0,47	0,57	0,54
set-21	0,44	5,43	0,40	4,88	-0,71	-0,75	1,00	0,96
out-21	0,49	6,30	0,43	5,32	-0,75	-0,81	-1,09	-1,15
nov-21	0,59	7,65	0,43	5,32	-0,36	-0,52	1,18	1,02
dez-21	0,77	8,76	0,43	5,32	0,04	-0,30	-0,47	-0,81
jan-22	0,73	9,15	0,49	6,08	0,19	-0,05	-1,25	-1,49
fev-22	0,76	10,49	0,49	6,08	-0,25	-0,51	-0,73	-1,00
mar-22	0,53	10,80	0,49	6,08	-0,68	-1,11	-1,41	-1,84
abr-22	0,83	11,65	0,55	6,82	-0,23	-0,50	0,42	0,14
mai-22	1,03	12,51	0,55	6,82	0,56	0,08	0,34	-0,14
jun-22	1,02	12,76	0,55	6,82	0,35	-0,12	0,40	-0,07
jul-22	1,03	13,15	0,57	7,01	1,72	1,26	1,42	0,95
ago-22	1,17	13,58	0,57	7,01	1,54	0,93	1,73	1,13
set-22	1,07	13,65	0,57	7,01	1,36	0,86	2,32	1,81
out-22	1,02	13,65	0,58	7,20	0,43	-0,01	1,65	1,21
nov-22	1,02	13,65	0,58	7,20				
dez-22		13,65	0,58	7,20				

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

2.2 Crédito, *spread* e inadimplência⁴

Iniciando o exame conjuntural pelo saldo de crédito direcionado, os primeiros três trimestres de 2022 apresentam altas contínuas nas operações. O primeiro trimestre consolidou um crescimento de 1,9% em relação ao anterior, enquanto o segundo cresceu 1,6% e o terceiro saltou para um crescimento de 4,8%. Apesar de não haver os números do quarto trimestre, outubro apresenta um crescimento de 1,3% em relação a setembro, o que mantém a tendência de alta. Entre janeiro de 2022 e outubro do mesmo ano, o acréscimo no montante de crédito direcionado foi consolidado em R\$ 206,6 bilhões. Entre setembro de 2022 e outubro 2022 o consolidado fechou em R\$ 27,3 bilhões.

No que tange às operações de recursos livres, o dado de setembro de 2022 consolidou uma variação de 3,3% no terceiro trimestre, enquanto o segundo trimestre obteve 4,6% e o primeiro fechou um crescimento de 3,7%, o que indica que, apesar do crescimento constante, o terceiro trimestre veio com uma variação abaixo dos demais períodos do ano. Já a variação no mês de out./22 foi de apenas 0,8%, a menor variação desde julho de 2022 (0,44%). Entre janeiro e outubro deste ano, o crescimento consolidado foi de R\$ 334,8 bilhões, enquanto setembro a outubro apresentou uma variação de R\$ 15,7 bilhões.

Ao se analisar o volume total de crédito em termos de percentual do produto interno bruto, os meses de setembro e outubro de 2022 apresentam o patamar mais alto da série histórica (com início em janeiro de 2018). Setembro consolidou 54,8% do PIB, enquanto outubro subiu para 54,9%. Entre janeiro de 22 e outubro de 2022, a participação variou 2,62%. Ao destrinchar a participação das duas formas de operações de crédito listados, o crédito direcionado representa, a dados de outubro, 22,1% do produto, enquanto o crédito livre soma 32,8% em relação ao PIB brasileiro, dados que mantém a relativa estabilidade de participação das variáveis na série histórica.

Em relação às taxas de juros praticadas, o crédito direcionado terminou outubro de 2022 com a taxa média de 10,60%, pouco acima da média praticada durante os dez meses de 2022 analisados (10,40%), garantindo o segundo mês consecutivo de alta. Apesar da alta, o mês de outubro se mantém abaixo das taxas praticadas entre abril e julho - quando chegou a 12%. No caso da análise média trimestral, o terceiro trimestre representou a taxa média de juros mais alta do ano e da série histórica com 10,87%. Para os juros praticados no mercado de recursos livres, setembro e outubro mantiveram a tendência de alta que já é observada a 18 meses. Com esse dado, outubro assume a taxa média mais

⁴ 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.

alta da série histórica (42,40%), superando os 40,70% de setembro. Analisando o *spread* do sistema financeiro brasileiro nas operações de crédito livres, o total registrado em setembro de 2022 foi de 28,60% e em outubro de 30,30% - a taxa mais elevada desde agosto de 2019. Ainda em outubro de 2022, o *spread* para pessoas jurídicas ficou em 11,70% e de pessoas físicas em 44,40% (mais alto desde julho de 2019). Com base nesses dados, o terceiro 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 nos próximos meses.

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

Mês	Direcionado		Livres		Total	
	R\$ bi	juros	R\$ bi	juros	R\$ bi	% PIB
jan-21	1.702,30	7,70	2.311,80	28,40	4.014,10	53,40
fev-21	1.709,50	7,30	2.331,50	28,10	4.041,00	53,30
mar-21	1.725,10	7,20	2.377,50	28,40	4.102,60	53,40
abr-21	1.730,70	7,20	2.392,90	29,20	4.123,50	52,60
mai-21	1.737,30	7,00	2.433,60	28,50	4.170,80	52,20
jun-21	1.743,20	7,30	2.465,00	28,40	4.208,20	51,90
jul-21	1.776,00	7,60	2.486,40	28,90	4.262,50	51,90
ago-21	1.802,70	8,00	2.536,20	29,70	4.338,90	52,00
set-21	1.831,80	8,00	2.601,10	30,50	4.433,00	52,60
out-21	1.850,60	8,50	2.652,60	32,50	4.503,20	52,90
nov-21	1.864,30	8,90	2.723,90	33,70	4.588,20	53,30
dez-21	1.882,20	9,30	2.791,30	33,80	4.673,50	53,80
jan-22	1.888,90	9,60	2.784,60	35,30	4.673,50	53,50
fev-22	1.898,50	9,10	2.818,10	36,50	4.716,70	53,70
mar-22	1913,80	10,10	2868,80	37,30	4782,60	54,00
abr-22	1911,30	11,10	2910,80	37,90	4822,10	53,80
mai-22	1925,10	10,80	2950,50	38,00	4875,90	54,00
jun-22	1955,70	10,60	3000,90	39,00	4956,50	54,30
jul-22	1.979,50	12,00	3.014,20	40,40	4.993,70	54,10
ago-22	2.023,90	10,20	3.045,00	40,60	5.068,90	54,30
set-22	2.067,80	10,40	3.093,70	40,70	5.161,40	54,80
out-22	2.095,50	10,60	3.119,40	42,40	5.214,80	54,90

Fonte: Banco Central do Brasil.

Tomando em consideração o crédito no conceito de recursos livres e dividindo a análise da taxa de juros de crédito entre pessoas jurídicas e físicas (ao ano), respectivamente entre parênteses, observa-se uma alta em todas as bases de comparação para outubro de 2022: mensal (2,17 p.p. e 4,8 p.p.), trimestral (0,43 p.p. e 6,0 p.p.) e na variação em 12 meses (24,3 p.p. e 31,02 p.p.). O que se pode analisar com esse movimento é que há uma evidente continuidade no aumento nas taxas de juros de

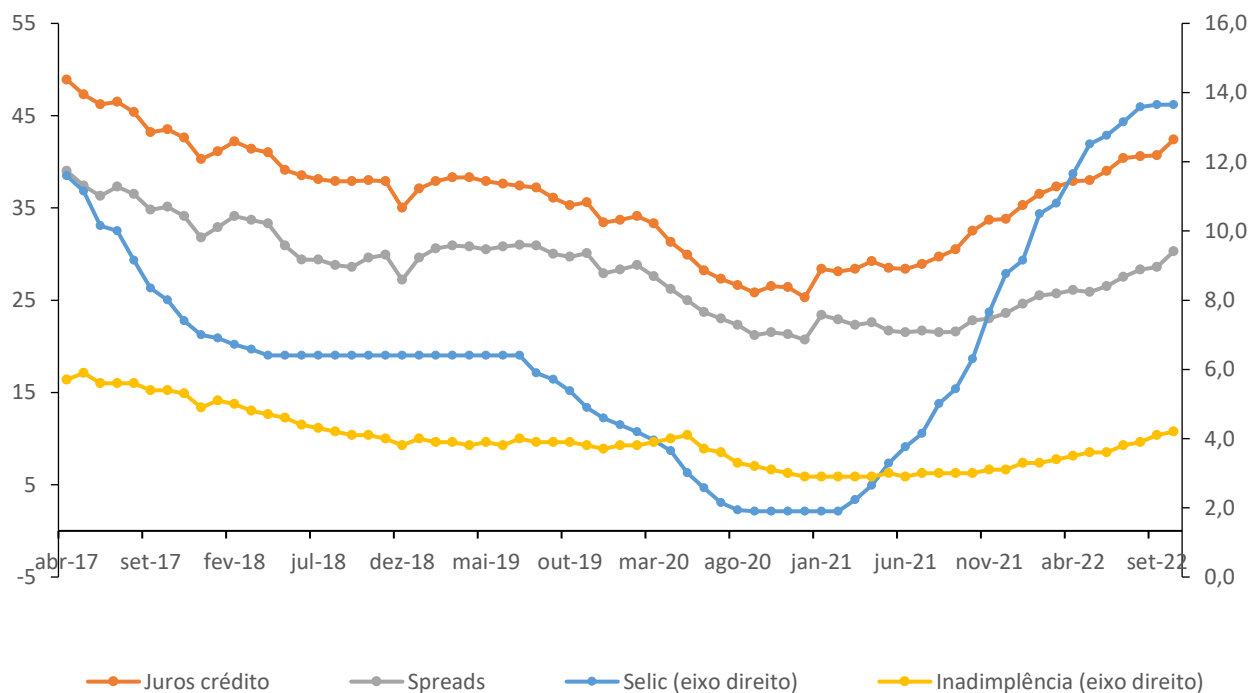
recursos livres que chegam ao tomador final, mantendo a trajetória do ano de 2021 e do primeiro semestre de 2022.

Esses aumentos nas taxas de juros para pessoas jurídicas e físicas ocorreram concomitantes ao leve crescimento da inadimplência. Levando em conta o mês de outubro, a média trimestral da inadimplência total passou de 3,70% para 4,07%. Já o terceiro trimestre do ano conta com uma média de 3,93%, acima da média histórica registrada desde 2018 (3,70%) e das médias anuais de 2019 (3,80%), 2020 (3,60%) e 2021 (2,98%). No caso da inadimplência de pessoas jurídicas, os meses de agosto, setembro e outubro apresentaram elevação constante na média, passando de 1,8% em agosto para 2% em outubro – taxa mais alta desde 2020. Os dados das pessoas físicas compartilham a mesma tendência de alta dos PJ, uma vez que saiu de 5,20% em junho de 2022 para 5,90% em outubro de 2022. O terceiro trimestre de 2022 possui a maior taxa de inadimplência (PF) da série histórica com 5,63% na média. A título de comparação, o segundo trimestre de 2022 atingiu 5,13% de inadimplência de PF, com 5,2% em maio e junho. Já o primeiro trimestre do ano teve 4,73% de média, enquanto todo o ano de 2021 atingiu 4,13%, sendo 4,3% no seu último trimestre. Esses dados podem ser observados na Tabela 2.3 e a evolução nos seus movimentos é apresentada no Gráfico 2.1.

Tabela 2.3 - Taxa de juros, *spread* e inadimplência em operações de crédito do sistema financeiro brasileiro - recursos livres – jan./2021-out./2022

Mês	Taxas de juros % a.a.			<i>Spreads p.p.</i>			Inadimplência %		
	PJ	PF	Total	PJ	PF	Total	PJ	PF	Total
jan-21	15,20	39,40	28,40	10,70	34,00	23,40	1,60	4,10	2,90
fev-21	13,80	40,10	28,10	9,10	34,40	22,90	1,60	4,10	2,90
mar-21	13,80	40,70	28,40	8,20	34,20	22,30	1,60	4,00	2,90
abr-21	14,70	41,30	29,20	8,70	34,30	22,60	1,70	4,00	2,90
mai-21	14,60	39,80	28,50	8,40	32,60	21,70	1,70	4,10	3,00
jun-21	14,50	39,80	28,40	8,10	32,50	21,50	1,60	4,00	2,90
jul-21	15,50	39,70	28,90	8,70	32,10	21,70	1,60	4,10	3,00
ago-21	16,20	40,50	29,70	8,40	32,00	21,50	1,60	4,10	3,00
set-21	17,10	41,20	30,50	8,60	32,00	21,60	1,60	4,20	3,00
out-21	18,90	43,20	32,50	9,50	33,20	22,80	1,60	4,20	3,00
nov-21	20,10	44,40	33,70	9,70	33,50	23,00	1,70	4,30	3,10
dez-21	19,70	45,00	33,80	9,70	34,70	23,60	1,50	4,40	3,10
jan-22	21,30	46,30	35,30	10,80	35,40	24,60	1,60	4,60	3,30
fev-22	21,50	48,10	36,50	10,70	36,90	25,50	1,50	4,70	3,30
mar-22	21,40	49,60	37,30	10,20	37,80	25,70	1,70	4,90	3,40
abr-22	22,40	49,90	37,90	10,70	38,00	26,10	1,70	5,00	3,50
mai-22	21,90	50,40	38,00	10,20	38,00	25,90	1,70	5,20	3,60
jun-22	22,60	51,50	39,00	10,50	38,70	26,50	1,70	5,20	3,60
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	23,00	54,00	40,70	11,10	41,70	28,60	1,90	5,80	4,10
out-22	23,50	56,60	42,40	11,70	44,40	30,30	2,00	5,90	4,20

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-out./2022

Fonte: Banco Central do Brasil.

2.3 Câmbio

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

Os primeiros meses de 2022 foram marcados por quatro meses consecutivos de queda na média mensal da taxa de câmbio, saindo de R\$ 5,53 em janeiro para R\$ 4,75/US\$ 1,00 em abril, mês com a menor taxa de câmbio comercial e turismo mais baixa desde fevereiro de 2020, antes do início da pandemia. Todavia, de maio de 2022 a julho de 2022 o dólar comercial e turismo voltou a crescer e ultrapassar a barreira dos R\$ 5,00/US\$ 1,00, havendo uma nova queda em agosto, mas mantendo-se assim da barreira dos cinco reais. Após o fechamento de agosto, o dólar apresentou mais duas altas, chegando a R\$5,25/US\$1,00 em outubro. Com os dados de agosto e setembro, o terceiro trimestre assume a cotação média mais alta do ano com R\$5,25/US\$ 1,00. O mesmo valor para o dólar turismo (R\$5,43). Julho se mantém como o mês com a maior cotação desde janeiro de 2022 com a média em

R\$ 5,37/US\$ 1,00 comercial e R\$ 5,54/US\$ 1,00 turismo. Outubro de 2022 presenciou uma média 5,23% menor o mesmo mês do ano anterior. Dos dez meses analisados de 2022, cinco estiveram uma variação positiva mensal e três anual - com destaque para os meses de março (-12%) e abril (-14,46%) no comparativo de 12 meses.

A Tabela 2.4 apresenta o comportamento das taxas de câmbio comercial, turismo e a taxa de câmbio comercial deflacionada pelo IPCA.

Tabela 2.4 - Taxa de câmbio (R\$/US\$) – jan./20-out./2022

Mês	dólar comercial venda (média mensal)	variação % mensal	variação % em 12 meses	dólar deflacionado	dólar turismo (média mensal)
jan-21	5,356	4,094	29,083	5,972	5,600
fev-21	5,417	1,125	24,775	5,988	5,657
mar-21	5,646	4,240	15,608	6,184	5,889
abr-21	5,562	-1,488	4,442	6,073	5,782
mai-21	5,290	-4,885	-6,255	5,730	5,500
jun-21	5,031	-4,898	-3,181	5,420	5,206
jul-21	5,157	2,480	-2,339	5,502	5,361
ago-21	5,252	1,843	-3,836	5,555	5,447
set-21	5,280	0,533	-2,219	5,520	5,494
out-21	5,540	4,930	-1,525	5,721	5,752
nov-21	5,557	0,305	2,566	5,685	5,775
dez-21	5,651	1,701	9,830	5,739	5,875
jan-22	5,534	-2,075	3,321	5,590	5,745
fev-22	5,196	-6,099	-4,060	5,197	5,385
mar-22	4,968	-4,391	-12,004	5,045	5,144
abr-22	4,758	-4,234	-14,457	4,780	4,922
mai-22	4,955	4,141	-6,351	4,955	5,122
jun-22	5,049	1,900	0,344	4,997	5,221
jul-22	5,368	6,315	4,099	5,349	5,536
ago-22	5,143	-4,187	-2,065	5,143	5,336
set-22	5,237	1,821	-0,809	5,268	5,433
out-22	5,250	0,255	-5,229	5,250	5,453

Fonte: Banco Central do Brasil e Ipeadata.

2.4 Considerações finais

O presente cenário da taxa de básica de juros é de manutenção da agenda contracionista da política monetária, em virtude, principalmente, do cenário externo, da persistência inflacionária no país e das incertezas atribuídas ao cenário fiscal do novo governo. O ritmo de reajuste da Selic foi reduzido a ponto de haver a manutenção do seu patamar nas três últimas reuniões, mas, apesar disso, a autoridade monetária continua vigilante com a possibilidade de uma deterioração das condições

fiscais e externas, além da procura pela ancoragem das expectativas dos agentes dentro do centro da meta no futuro, o que pode implicar em uma nova rodada contracionista. A despeito do comitê indicar que a decisão de manter a Selic em 13,75% possa, ao mesmo tempo que assegura a estabilidade de preços, suavizar a flutuação da atividade econômica e fomentar o pleno emprego, o impacto desta agenda monetária no crescimento econômico e sua efetividade no controle inflacionário dos últimos meses merece uma análise mais aprofundada, uma vez que não discute a adoção de políticas de controle de preços mais direcionadas e mantém os juros reais do país entre os mais altos do mundo.

Como destacado na carta de conjuntura antecedente, antes da elevação da taxa básica de juros no início de 2021, ocorreu uma alta significativa ao tomador final, decorrente da elevação dos *spreads* naquele mês, um movimento em resposta à alta na demanda por crédito no período, uma vez que a taxa de inadimplência pouco se alterou. Desde então, o cenário de encarecimento do crédito ao tomador final continua, tanto pelo *spread* quanto pela manutenção da política monetária contracionista por parte do COPOM. Por sua vez, a inadimplência começa a apresentar um comportamento que destoa da média dos últimos quatro anos, ainda que seu impacto na determinação do *spread* precise ser mais bem avaliado.

O comportamento dos *spreads* no primeiro semestre de 2022, diferente de 2021, apresentou um crescimento contínuo, com exceção da leve oscilação no mês de maio. Nesse cenário, os *spreads* do mês de outubro de 2022 fecharam em patamar não visto desde agosto de 2019, antes da pandemia. Todavia, diferente do averiguado na carta de conjuntura anterior, o nível da inadimplência de outubro de 2022 supera os patamares 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 se retroalimenta.

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 terceiro trimestre de 2022 (54,40%) ficou acima da média registrada nos últimos quatro anos, enquanto o segundo trimestre e do primeiro trimestre se mantiveram estáveis dentro da mesma base

de comparação. Provavelmente a elevação no crédito a despeito do aumento nos custos ao tomador final se deve pelo fato das famílias continuarem precisando se endividar para compensar a perda do poder de compra.

Em termos da taxa de câmbio, a volatilidade do real continua a ser um aspecto marcante. Entre junho e dezembro de 2021, predominou o sentido de depreciação da moeda doméstica, a despeito da elevação na taxa de juros. A partir de janeiro de 2022 parecia haver uma tendência de apreciação, mas que durou apenas até abril. Julho apresentou a maior depreciação desde abril de 2020, no auge das incertezas do mercado financeiro por conta da pandemia. Cabe ainda destacar que a taxa de câmbio média de setembro, outubro e novembro ficou em 5,23, 5,24, 5,27, respectivamente, com taxa de juros de 13,75% a.a. Já de dezembro de 2020 registrou a taxa média de 5,15, quando a taxa de juros era de apenas 2% a.a. A trajetória recente da taxa de câmbio do real demonstra como sua determinação é complexa. Contudo, uma análise mais aprofundada foge do escopo da presente seção e será complementada nas seções 4, 5 e 8.

Mauricio Andrade Weiss e Rafael Caminha Pahim

3 POLÍTICA FISCAL: auxílios revertem parte do superávit

3.1 Receitas do Governo Central

Entre janeiro e outubro de 2022, as receitas totais do governo central cresceram 12,8% em termos reais em relação ao mesmo período de 2021.

O Imposto de Renda cresceu 18,3% em termos reais, incremento também da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (+27,9%). Continua em elevação a arrecadação do Imposto sobre Operações Financeiras nas concessões de crédito (+ 16,25%). A arrecadação da Cofins caiu, impactada pela redução do tributo nos combustíveis:-6,1%.

As receitas derivadas da exploração de recursos naturais apresentaram incremento considerável: +31,8%. A arrecadação do Regime Geral de Previdência Social continua aumentando (+7,4%), 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 20,7% e no imposto de importação, -12,2%.

Já a contribuição dos servidores federais caiu 12,1%, em virtude da redução dos salários reais.