

Para acessar o relatório completo, clique [aqui](#).

1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

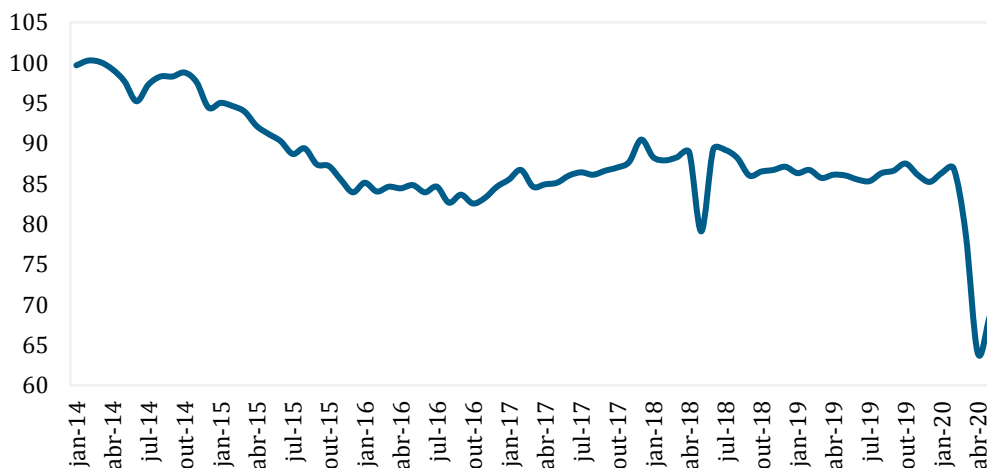
Desde o início de junho a mediana das expectativas de mercado para o PIB de 2020 estabilizou-se em -6,5%. A dispersão das projeções (-3,8% a -10,1%) reflete o elevado grau de incerteza produzido pela situação atual. A despeito de haver maior clareza sobre o PIB do segundo trimestre, a velocidade de recuperação permanece incerta, dependente, entre outras razões, da dinâmica da pandemia e da capacidade das ações de política econômica de atenuar o impacto sobre as empresas e sobre a parcela mais vulnerável da população.

1.1 Indicadores de atividade econômica e mercado de trabalho

Indicadores de maio e junho sugerem que abril parece ter sido o pior momento para a atividade econômica entre os meses que compõem o segundo trimestre. O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br) registrou queda de 9,7%, em abril, na comparação com o mês anterior, em termos dessazonalizados. Entre fevereiro e março, a queda havia sido de 6,2%. Já o Indicador de Atividade Econômica produzido pela FGV (IAE-FGV), que também busca antecipar a tendência da economia brasileira, mostrou crescimento de 0,5% em maio, mostrando uma pequena recuperação após as retrações registradas em março (-4,9%) e abril (-9,0%). Dados mais recentes, como as sondagens de empresários e consumidores, mostram a continuidade do processo de recuperação da atividade em junho.

Indústria voltou a crescer em maio. Segundo a Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), divulgada pelo IBGE, a produção da indústria geral cresceu 7,0% na passagem de abril para maio (na série com ajuste sazonal), interrompendo dois meses de resultados negativos: março (-9,2%) e abril (-18,8%). No trimestre encerrado em maio, em relação ao finalizado em fevereiro, o indicador registrou queda recorde de 18,2%. A produção do setor industrial em maio diminuiu 21,9% em relação a igual período de 2019, acumulando variação de -5,4% em doze meses. O avanço da atividade industrial na passagem de abril para maio alcançou todas as grandes categorias econômicas: bens de capital (28,7%), bens intermediários (5,2%), bens de consumo duráveis (92,5%) e bens de consumo não duráveis (8,4%). Como se observa no Gráfico 1, a expansão verificada em maio (7,0%) elimina apenas uma pequena parte da perda acumulada em março e abril (de -26,3%), sendo que o nível de produção atual é 21,1% mais baixo que o observado em fevereiro (pré-crise).

GRÁFICO 1. PRODUÇÃO INDUSTRIAL (SÉRIE DESSAZONALIZADA - 1ºT 2014 = 100)



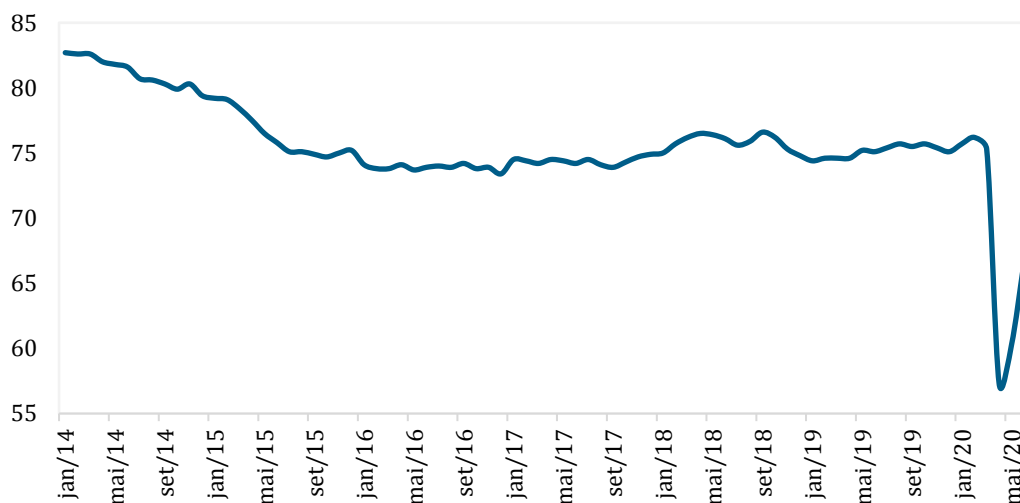
Fonte: IBGE. Elaboração: IFI

Outros indicadores que possuem aderência com a produção industrial mantiveram trajetória de recuperação em junho. O fluxo de veículos pesados em estradas com pedágios, divulgado pela Associação Brasileira de Concessionárias de Rodovias (ABCR), por exemplo, subiu 9,7% em junho na comparação com maio (quando havia registrado elevação de 8,7%), considerando a série com ajuste sazonal. Na comparação com junho de 2019, observou-se variação de -0,3%. Segundo dados da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), a produção nacional de veículos recuou 57,7% na comparação com junho de 2019, após queda de 84,4% em maio. Na comparação com o mês anterior (na série com ajuste sazonal), há uma dinâmica de recuperação em maio e junho, após a paralisação (queda de 99%) em abril. Ainda assim, o nível de produção de junho encontra-se 56,6% abaixo do patamar registrado em fevereiro.

Confiança industrial e Nuci também mostraram expansão adicional no mês de junho. O Índice de Confiança da Indústria de Transformação (ICI), divulgado na Sondagem da Indústria de Transformação da Fundação Getúlio Vargas (FGV), apresentou alta de 16,2 pontos, passando de 61,4 pontos para 77,6 pontos entre maio e junho, com ajuste sazonal (maior variação positiva da série histórica). No mês anterior, a elevação havia sido de 3,2 pontos. O desempenho do ICI refletiu o avanço de seus dois componentes: o Índice de Expectativas (IE) avançou 21,3 pontos, enquanto o Índice de Situação Atual (ISA) apresentou alta de 10,6 pontos na passagem de maio e junho. De toda forma, a recuperação observada em maio e junho ainda não foi suficiente para levar o índice de confiança do setor industrial de volta ao nível pré-crise (101,4 pontos em fevereiro).

O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) da indústria de transformação registrou acréscimo de 6,3 pontos percentuais, ao passar de 60,3% em maio para 66,6% em junho, segundo dados dessazonalizados da Sondagem da Indústria da FGV. Apesar da alta de 9,3 p.p. acumulada nos últimos dois meses, o patamar bem inferior à média histórica (ao redor de 80%), sugere que a indústria nacional ainda opera com elevado grau de ociosidade, uma vez que o Nuci busca medir a relação entre o produto gerado em determinado setor e o produto potencial caso toda capacidade produtiva estivesse em uso.

GRÁFICO 2. NUCI DA INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO (%)

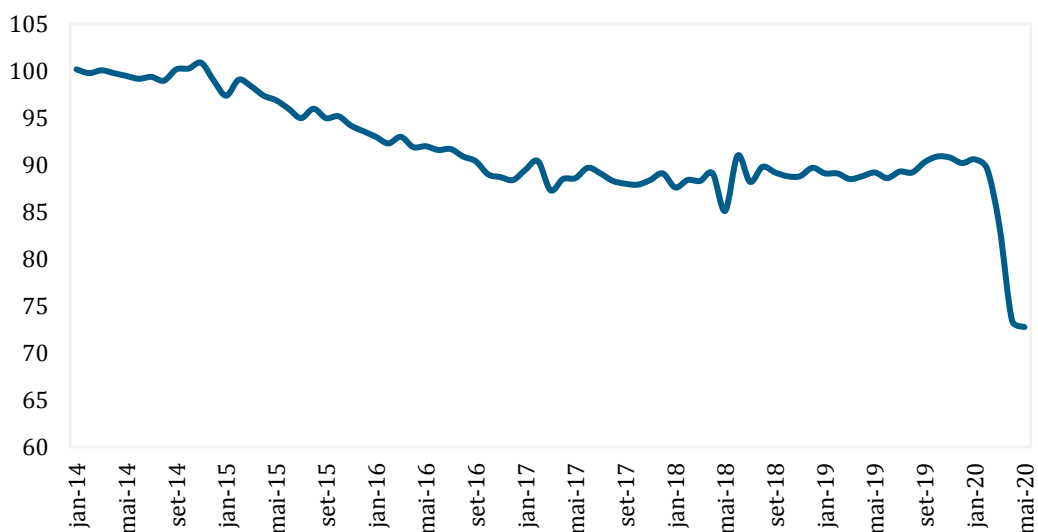


Fonte: FGV. Elaboração: IFI.

Volume de serviços apresentou queda de 0,9% em maio, na comparação com abril (série com ajuste sazonal), quando havia retraído 11,9% segundo dados da Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) do IBGE. Em declínio há quatro meses, o setor acumulou perda de 19,7% entre fevereiro e maio. No trimestre encerrado em maio, em relação ao

finalizado em fevereiro, o indicador registrou queda recorde de 15,1%. O índice de volume diminuiu 19,4% na comparação anual e -2,7% quando analisado pela variação acumulada em doze meses. Na comparação mensal, o resultado agregado refletiu a diminuição do volume de serviços de três entre cinco os segmentos da pesquisa: serviços de informação e comunicação (-2,5%), serviços profissionais, administrativos e complementares (-3,6%) e outros serviços (-4,6%). Os serviços prestados às famílias (14,9%) e transportes, serviços auxiliares aos transportes e correios (4,6%) apresentaram variação positiva, embora tenham recuperado apenas uma parcela das perdas acumuladas nos últimos meses (-62,7% e -25%, nessa ordem).

GRÁFICO 3. VOLUME DE SERVIÇOS (SÉRIE DESSAZONALIZADA - 1ºT 2014 = 100)



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI

Confiança do setor de serviços avançou em junho. O desempenho do Índice de Confiança de Serviços (ICS) da FGV passou de 60,5 pontos para 71,7 pontos entre maio e junho (acréscimo de 11,2 pontos na série dessazonalizada) – recuperando parte da perda acumulada entre março e abril desse ano. A variação positiva do ICS refletiu os impactos registrados em todos os segmentos pesquisados e acompanhou o desempenho de seus dois componentes: o Índice de Expectativas (IE) subiu 15,1 pontos na passagem de maio para junho, enquanto o Índice de Situação Atual (ISA) cresceu 7,0 pontos na mesma comparação.

População ocupada diminuiu 7,5% no trimestre finalizado em maio em relação ao mesmo período do ano anterior. O número de pessoas ocupadas passou de 92,9 milhões no trimestre encerrado em maio de 2019 para 85,9 milhões nos últimos três meses finalizados em maio de 2020 (redução de 7 milhões de pessoas e variação de -7,5%). A Tabela 1 contém informações referentes à população ocupada, extraídas da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua). Observa-se que o menor dinamismo do emprego na comparação com igual período do ano anterior ocorreu de forma generalizada entre as categorias, com exceção do setor público.

TABELA 1. POSIÇÃO NA OCUPAÇÃO

	Valores absolutos (mil pessoas)			Variação em relação ao mesmo trimestre do ano anterior			Percentual em relação ao total de ocupados		
	mai/19	abr/20	mai/20	mai/19	abr/20	mai/20	mai/19	abr/20	mai/20
População ocupada	92.947	89.241	85.936	2,6%	-3,4%	-7,5%	100%	100%	100%
Setor privado	44.606	42.333	40.321	2,0%	-4,6%	-9,6%	48,0%	47,4%	46,9%
Com carteira assinada	33.222	32.207	31.103	1,6%	-2,8%	-6,4%	35,7%	36,1%	36,2%
Sem carteira assinada	11.384	10.126	9.218	3,4%	-9,7%	-19,0%	12,2%	11,3%	10,7%
Trabalhador doméstico	6.183	5.524	5.033	1,0%	-10,1%	-18,6%	6,7%	6,2%	5,9%
Com carteira assinada	1.769	1.573	1.463	-1,9%	-11,2%	-17,3%	1,9%	1,8%	1,7%
Sem carteira assinada	4.414	3.951	3.569	2,3%	-9,7%	-19,1%	4,7%	4,4%	4,2%
Setor público	11.543	11.904	12.255	0,9%	3,9%	6,2%	12,4%	13,3%	14,3%
Empregador	4.422	4.201	4.034	2,1%	-4,1%	-8,8%	4,8%	4,7%	4,7%
Com CNPJ	3.533	3.445	3.325	3,2%	-1,9%	-5,9%	3,8%	3,9%	3,9%
Sem CNPJ	889	755	709	-2,3%	-13,0%	-20,2%	1,0%	0,8%	0,8%
Conta própria	24.033	23.379	22.415	5,1%	-2,1%	-6,7%	25,9%	26,2%	26,1%
Com CNPJ	4.754	5.520	5.493	3,2%	-1,9%	-5,9%	5,1%	6,2%	6,4%
Sem CNPJ	19.279	17.859	16.922	-2,3%	-13,0%	-20,2%	20,7%	20,0%	19,7%
Trabalhador familiar auxiliar	2.160	1.900	1.879	2,0%	-11,2%	-13,0%	2,3%	2,1%	2,2%
População ocupada no mercado informal	38.126	34.591	32.297	3,4%	-8,4%	-15,3%	41,0%	38,8%	37,6%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Contração é mais contundente no emprego informal. No trimestre encerrado em maio, relativamente ao mesmo período do ano anterior, o contingente de pessoas ocupadas no mercado informal (incluindo as seguintes posições: empregado no setor privado sem carteira assinada, trabalhador doméstico sem carteira assinada, empregador sem CNPJ, conta própria sem CNPJ e trabalhador familiar auxiliar) foi reduzido em 5,8 milhões de pessoas (variação de -15,3%). Na mesma comparação, o número de pessoas ocupadas no setor privado com carteira assinada passou de 33,2 para 31,1 milhões (variação de -6,4%).

A redução no contingente de pessoas sem vínculo formal de trabalho representou, aproximadamente, 83% de toda diminuição da população ocupada em maio. Normalmente, a perda do emprego com carteira assinada costuma ser compensada pela expansão do trabalho por conta-própria, embora esse mecanismo de ajuste que não esteja funcionando nessa crise, o que contribui para acentuar as desigualdades existentes no mercado de trabalho.

Recuo da força de trabalho atenua elevação da taxa de desemprego. De acordo com o IBGE, a taxa de desemprego no Brasil atingiu 12,9% no trimestre encerrado em maio, 0,6 ponto percentual acima do observado em igual período do ano anterior. O resultado refletiu o declínio da força de trabalho (-6,9% e redução de 7,2 milhões de pessoas) e do emprego (-7,5% e 7 milhões de pessoas). Em termos absolutos, 12,7 milhões de pessoas buscaram uma colocação e não foram absorvidas.

A título de ilustração, mantida a taxa de participação no mesmo patamar de maio de 2019 (62,1%), a taxa de desemprego em maio desse ano teria alcançado 20,3% em maio de 2020. A taxa de desemprego não subiu mais rapidamente porque uma parcela das pessoas que perderam o emprego deixou a força de trabalho. Essa dinâmica pode ser vista pelo comportamento da taxa de participação. A relação entre o número de pessoas que compõem a força de trabalho e o número de pessoas em idade de trabalhar atingiu 56,8% em maio (no mesmo período do ano passado a taxa de participação estava em 62,1%), o que mostra que a pandemia tem afetado a demanda (contratações) e a oferta de trabalho (participação). Espera-se que parte desse declínio da taxa de participação seja temporária, à medida que as pessoas voltem à ativa quando as restrições de distanciamento e os riscos à saúde arrefecerem.

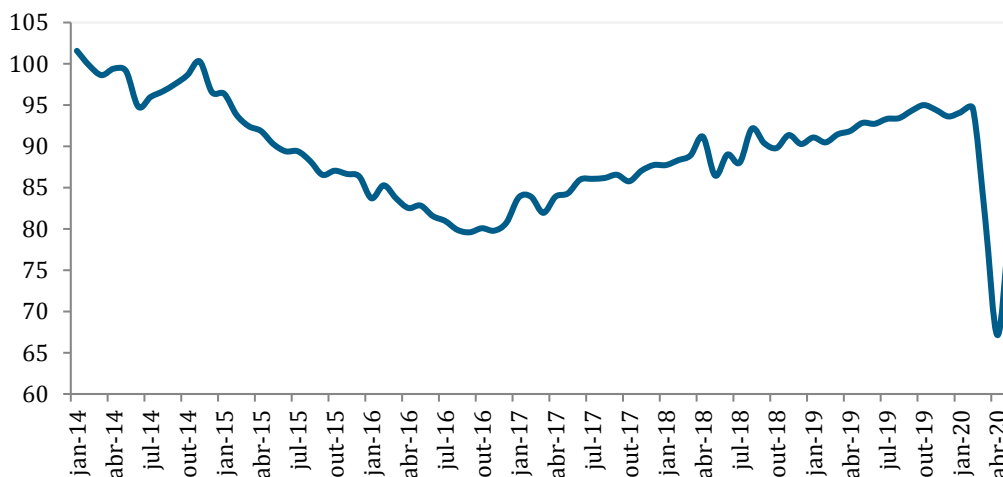
Massa de rendimentos efetivos do trabalho recua 7,3% (em termos reais) no trimestre encerrado em maio. Ainda segundo a PNAD Contínua, o rendimento médio real efetivamente recebido pelas pessoas ocupadas foi estimado em R\$ 2.348 no trimestre encerrado em maio de 2020, praticamente no mesmo patamar de maio de 2019 (R\$ 2.346). A combinação de estabilidade dos rendimentos com a queda do emprego fez com que a massa salarial registrasse variação de -7,3% na mesma comparação (intensificando a queda de 1,9% registrada no trimestre encerrado em abril).

Na mesma comparação, indicador de massa salarial ampliada disponível calculado pelo Banco Central diminuiu 4,7% em termos reais. Além dos rendimentos efetivos do trabalho, o indicador inclui outras fontes de recursos que se configuram como renda para as famílias (benefícios de proteção social - como BPC, bolsa família e seguro desemprego - e previdenciários pagos pelo governo federal) e desconta o imposto de renda e as contribuições previdenciárias, configurando-se como uma aproximação mais fidedigna do efetivo volume de recursos que circulam e dinamizam a economia.

Vendas no comércio apresentaram bom resultado em maio. O volume de vendas no comércio varejista (Pesquisa Mensal de Comércio) no conceito ampliado, que inclui veículos e material de construção, subiu 19,6% em maio na comparação com abril, quando recuado 17,5%, considerando a série com ajuste sazonal. No trimestre encerrado em maio, em relação ao finalizado em fevereiro, o indicador registrou queda recorde de 19,0%. No comparativo anual, o índice de vendas da PMC registrou queda de 14,9%, acumulando variação de -1,0% nos 12 meses encerrados em maio.

Na passagem de abril para maio de 2020, observou-se alta em todas os dez segmentos pesquisados. A reabertura de estabelecimentos de atividades não essenciais e os recursos de políticas de compensação de renda podem ter contribuído para explicar a reação das vendas em maio. De acordo com análise recente elaborada pelo Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea)¹, a partir dos microdados da PNAD Covid-19², a massa total de rendimentos provenientes da concessão do Auxílio Emergencial foi de R\$ 23,5 bilhões em maio, montante que ajudou a compensar uma parte da perda da renda disponível das famílias. A manutenção da tendência de recuperação das vendas dependerá da recomposição da renda familiar e de condições mais favoráveis no mercado de trabalho.

GRÁFICO 4. VENDAS VAREJO AMPLIADO (SÉRIE DESSAZONALIZADA - 1ºT 2014 = 100)



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI

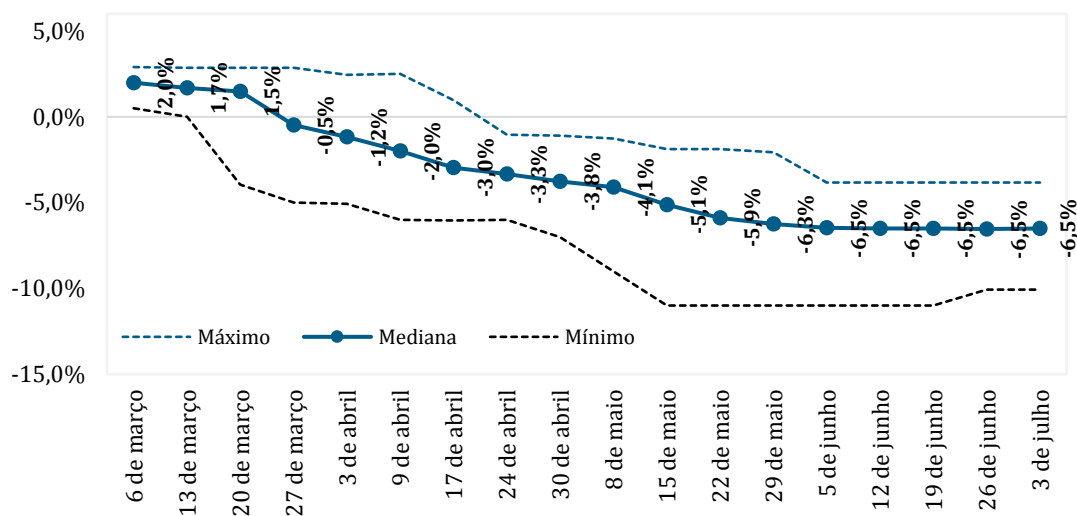
¹ Para mais informações, acesse: https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/200702_cc_48_mercado_de_trabalho.pdf.

² A partir de entrevistas telefônicas, a nova pesquisa do IBGE tem o objetivo de estimar o número de pessoas com sintomas referidos associados à síndrome gripal e monitorar os impactos da pandemia da COVID-19 no mercado de trabalho brasileiro.

O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da FGV, subiu 9,0 pontos entre maio e junho, para 71,1 pontos, recuperando apenas 44% das perdas sofridas nos meses anteriores. O desempenho positivo pode ter sido influenciado pela expectativa de que a flexibilização das medidas de isolamento social melhore as condições do mercado de trabalho e a situação financeira das famílias. O Índice de Situação Atual (ISA) subiu 5,6 pontos, interrompendo uma sequência de três meses seguidos de queda, enquanto o Índice de Expectativas (IE) subiu 11,1 pontos para 72,8 pontos.

Os sinais de melhora atividade econômica em maio e junho têm contribuído para estabilizar as perspectivas de mercado para a variação real do PIB deste ano em -6,5%. O Gráfico 5 apresenta dados obtidos no Sistema de Expectativas de Mercado (Boletim Focus do Banco Central) entre as datas de 6 de março a 3 de julho para a expectativa de variação do PIB em 2020. Desde o início de junho a mediana das expectativas de mercado para o PIB de 2020 oscila ao redor de -6,5%. A dispersão das projeções (expressa na grande diferença entre máximo e mínimo) reflete o ainda elevado grau de incerteza produzido pela situação atual. Entre os agentes que cadastraram suas projeções no sistema de expectativas, a perspectiva de queda varia de -3,8% a -10,1%.

GRÁFICO 5. PROJEÇÕES DE CRESCIMENTO DO PIB DE 2020 NO BOLETIM FOCUS



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Ritmo de recuperação é ainda incerto. A queda projetada pela IFI para o PIB de 2020 também é de 6,5%. Para 2021, espera-se crescimento de 2,5%, abaixo da perspectiva do Boletim Focus (mediana atualmente em 3,5%, com intervalo de 1,0% a 5,3%). A despeito de haver um pouco mais de clareza sobre o PIB do segundo trimestre (a expectativa da IFI é de contração de 10,6% na comparação com o primeiro trimestre, na série com ajuste sazonal), proporcionada pelas divulgações dos dados setoriais, a velocidade de recuperação permanece incerta, bastante dependente da dinâmica da pandemia e da capacidade das ações de política econômica em atenuar o impacto sobre as empresas e sobre a parcela mais vulnerável da população.

1.2 Inflação e juros

Em junho, IPCA atingiu 2,1% em 12 meses. De acordo com o IBGE, o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA apresentou alta de 0,26% em junho, após ter registrado deflação de 0,38% em maio. O maior impacto partiu do grupo alimentação e bebidas (0,38% em junho ante 0,47% em maio), que foi pressionado pelo aumento de preço de itens relevantes na cesta de consumo familiar (como carnes, leite longa vida, arroz, feijão-carioca e queijo), seguido pelo grupo transportes (0,31% ante -0,71%) devido ao aumento de preços de combustíveis. Em sentido oposto, a principal contribuição negativa veio do grupo vestuário (-0,46% ante -0,15%), um dos segmentos que está sentindo uma redução

de demanda maior que a usual. Com esse resultado, a inflação ao consumidor acumulada em 12 meses passou de 1,9% em maio para 2,1% em junho - vale lembrar que no início do ano a inflação rodava ao redor de 4,0% (Tabela 2).

TABELA 2. IPCA E NÚCLEOS DE INFLAÇÃO

Inflação ao consumidor						
	jan/20	fev/20	mar/20	abr/20	mai/20	jun/20
Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA	4,2%	4,0%	3,3%	2,4%	1,9%	2,1%
Preços administrados	6,0%	5,4%	4,4%	1,2%	-1,0%	0,1%
Preços livres	3,6%	3,5%	2,9%	2,8%	2,9%	2,8%
Média dos núcleos de inflação	3,0%	3,1%	2,8%	2,4%	2,2%	2,0%

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Tendência da inflação corrente encontra-se abaixo da meta de inflação. A média dos núcleos de inflação, medidas construídas pelo Banco Central que expurgam da inflação cheia a influência de itens de maior volatilidade que pressionam a inflação no curto prazo, passou de 2,2% em maio para 2,1% em junho, mantendo-se abaixo do piso da meta definida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) para a inflação em 2020 (4,0% com intervalo de tolerância de mais ou menos 1,5 ponto percentual).

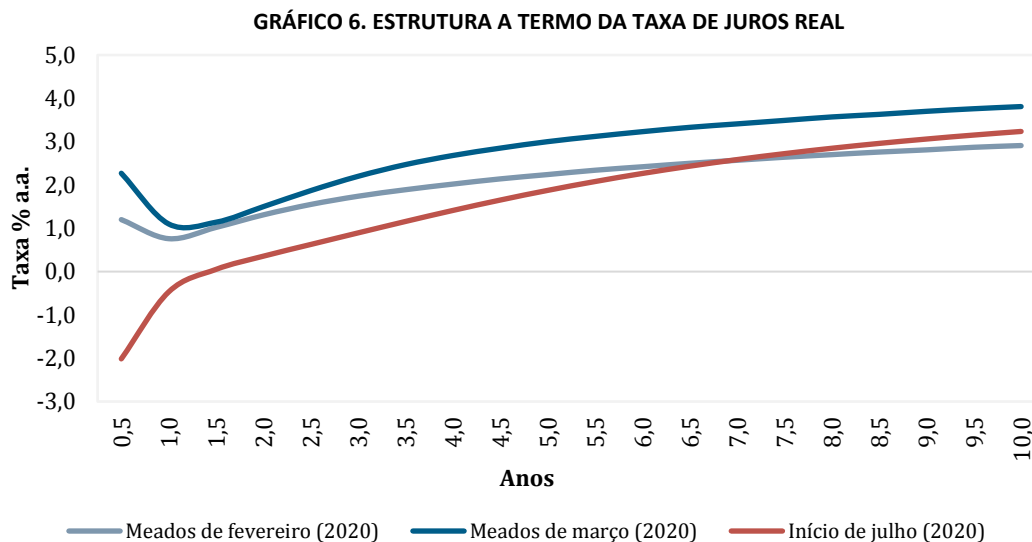
Economia opera com elevado grau de ociosidade. As estimativas da IFI para o hiato produto, a partir de técnicas que utilizam a função de produção como referencial teórico, indicam que a economia brasileira está posicionada abaixo de seu potencial no primeiro trimestre de 2020 (em torno de -5,0%). Um hiato positivo ocorre quando a economia opera acima de sua tendência (ou do seu potencial) e é um indicativo de que está sobreaquecida e sujeita a pressões inflacionárias, ao contrário do hiato negativo que sugere uma economia operando com ociosidade dos fatores produtivos. No cenário base da IFI, apresentado no RAF de junho, o hiato voltaria à neutralidade apenas em 2024.

Expectativas de inflação permanecem abaixo da meta. Além do comportamento da inflação corrente e dos núcleos, outro elemento que reforça o efeito desinflacionário da pandemia são as expectativas dos agentes com respeito à variação anual do IPCA. Segundo informações Boletim Focus do Banco Central, a mediana das expectativas para 2020 e 2021 está posicionada em 1,6% e 3,0% (abaixo da meta de 3,75% fixada para 2021).

Em sua última reunião, o Copom decidiu reduzir a taxa básica de juros da economia em 0,75 ponto percentual, para 2,25% ao ano. Em fevereiro, antes da crise, a taxa estava em 4,25%. Na ata que acompanhou a decisão, o Comitê avaliou que a magnitude do estímulo monetário implementado parece compatível com os efeitos da pandemia e que para as próximas reuniões avaliará os impactos do conjunto de medidas de incentivo ao crédito e recomposição de renda sobre a atividade econômica, antevendo ajuste apenas residual no grau de estímulo monetário. Adicionalmente, comentou que o prolongamento do estímulo está condicionado à trajetória fiscal e a percepção sobre sua sustentabilidade.

Em horizontes mais longos, taxa de juros real é um pouco mais alta comparativamente ao período pré-pandemia. A taxa de juros real *ex ante*, que corresponde à taxa de juros do swap DI-pré de 360 dia (2,36%), negociado na BM&F deflacionada pela expectativa do IPCA para os próximos doze meses do Boletim Focus (3,20%), chegou a -0,81% no final de junho. Outra forma de visualizar a taxa de juros real pode ser feita pela estrutura a termo da taxa de juros calculada pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), com base nas negociações com títulos públicos. O Gráfico 6 mostra a estrutura a termo de juros reais em três momentos: meados de fevereiro (pré-pandemia), meados de março e início de julho. Observa-se que a remuneração de um título com prazo de um ano em meados de fevereiro estava em 0,76%, subiu para 1,1% no início da crise, baixando para -0,47% no início de julho. A menor remuneração nos vértices mais curtos da curva pode ser explicada pela queda nas perspectivas para a taxa Selic e a taxa de inflação. Mas em horizontes mais longos (acima de 7 anos e meio), o aumento das incertezas gerado pela

situação atual mantém a taxa de juros real (3,24% em 10 anos) ligeiramente acima do que se observava antes da pandemia (2,91%).



Fonte: Anbima. Elaboração: IFI.

1.3 Evolução recente do mercado de crédito da economia

Esta seção apresenta os números mais recentes do mercado de crédito no sistema financeiro. Em linhas gerais, o crescimento no estoque de crédito, a partir de março, foi influenciado pelo comportamento de linhas voltadas à pessoa jurídica, principalmente capital de giro (com recursos livres e direcionados). Ainda nos empréstimos voltados às empresas, houve maior acréscimo relativo no crédito destinado às de grande porte, na classificação utilizada pelo Banco Central.

O maior crescimento relativo do crédito à pessoa jurídica ocorreu, provavelmente, em razão das maiores dificuldades das empresas em recorrer a outras fontes de captação, como a emissão de debêntures, após o início da fase mais aguda da pandemia da covid-19. A perspectiva para os próximos meses é de que o crédito bancário continue sendo a principal fonte de recursos das companhias.

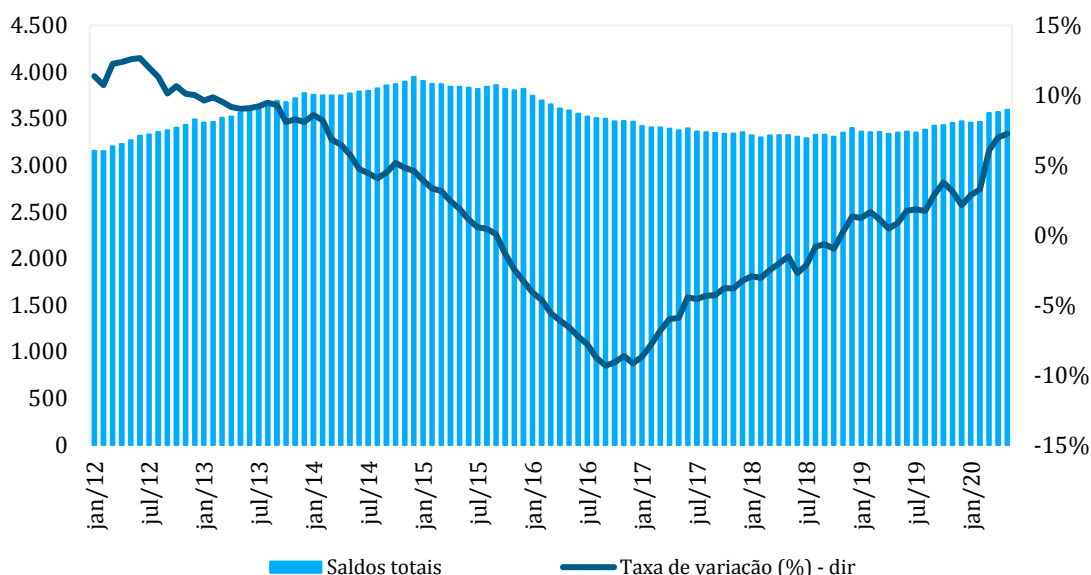
A inadimplência das carteiras sofreu elevação a partir de março, em maior magnitude nas linhas voltadas à pessoa física, reforçando o comportamento de cautela dos bancos na liberação de financiamentos após o início da fase aguda da pandemia.

As taxas de juros aos tomadores finais foram reduzidas, a partir de março, provavelmente em razão dos cortes da taxa básica de juros (Selic) promovidos pelo Banco Central, da redução a zero da alíquota de IOF sobre operações de crédito realizada pelo governo federal, assim como das linhas emergenciais criadas pelo governo com o agravamento da crise oriunda da pandemia. A queda do *spread* bancário entre março e maio confirma essa percepção.

Por fim, o comprometimento de renda das famílias com o serviço de dívidas bancárias, que exibiu movimento de alta, desde o início de 2019, passou a subir com mais força, a partir de março, em razão, principalmente, do aumento do comprometimento com amortizações, influenciado, por sua vez, pelos prazos médios de pagamento das operações de empréstimos.

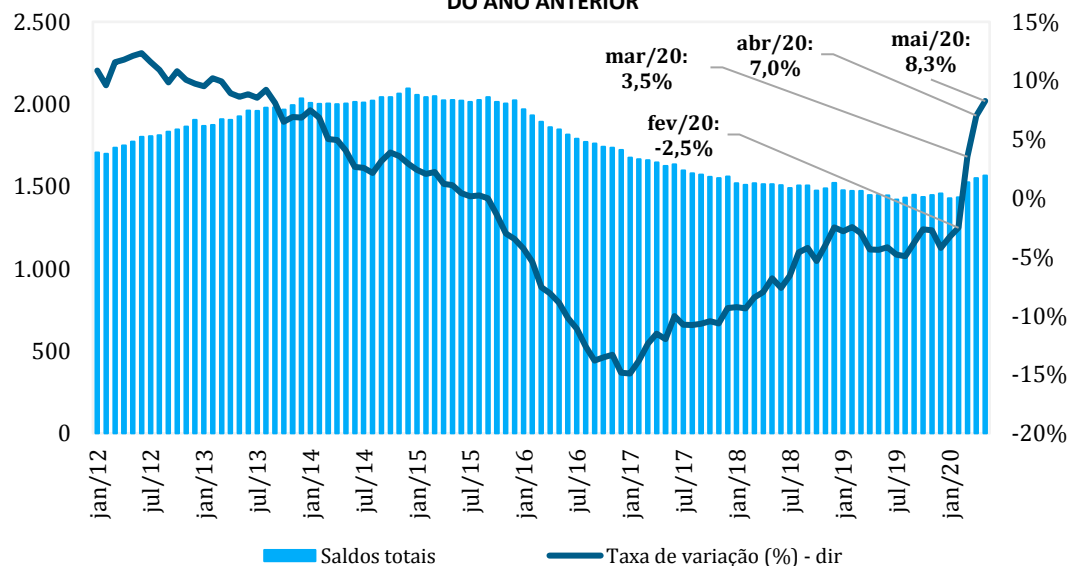
Estoque de crédito da economia cresceu 7,2% em maio na comparação anual, em termos reais. De acordo com o Banco Central, o estoque de crédito no âmbito do sistema financeiro alcançou R\$ 3.595,5 bilhões, em maio, montante 7,2% maior em relação ao apurado no mesmo mês de 2019, em termos reais. Em relação a abril, os saldos de crédito registraram alta de 0,7% (Gráfico 7). Em março, abril e maio, é possível perceber um maior ritmo de crescimento do estoque de crédito, na comparação anual, que ocorreu nos segmentos voltados às empresas (Gráfico 8).

GRÁFICO 7. SALDOS DE CRÉDITO NA CARTEIRA DOS BANCOS (R\$ BILHÕES A PREÇOS DE MAI/20) E TAXA DE VARIAÇÃO FRENTE AO MESMO MÊS DO ANO ANTERIOR



Fonte: Banco Central e IBGE. Elaboração: IFI.

GRÁFICO 8. SALDOS DE CRÉDITO NA CARTEIRA DE PESSOA JURÍDICA DOS BANCOS (R\$ BILHÕES A PREÇOS DE MAI/20) E TAXA DE VARIAÇÃO FRENTE AO MESMO MÊS DO ANO ANTERIOR



Fonte: Banco Central e IBGE. Elaboração: IFI.

Faz-se, neste ponto, uma pausa para explicação das principais linhas de crédito emergenciais criadas pelo governo para manter as empresas brasileiras em operação, com o objetivo de minimizar o impacto sobre falências e o nível de emprego na economia. As informações foram extraídas da página do Ministério da Economia³.

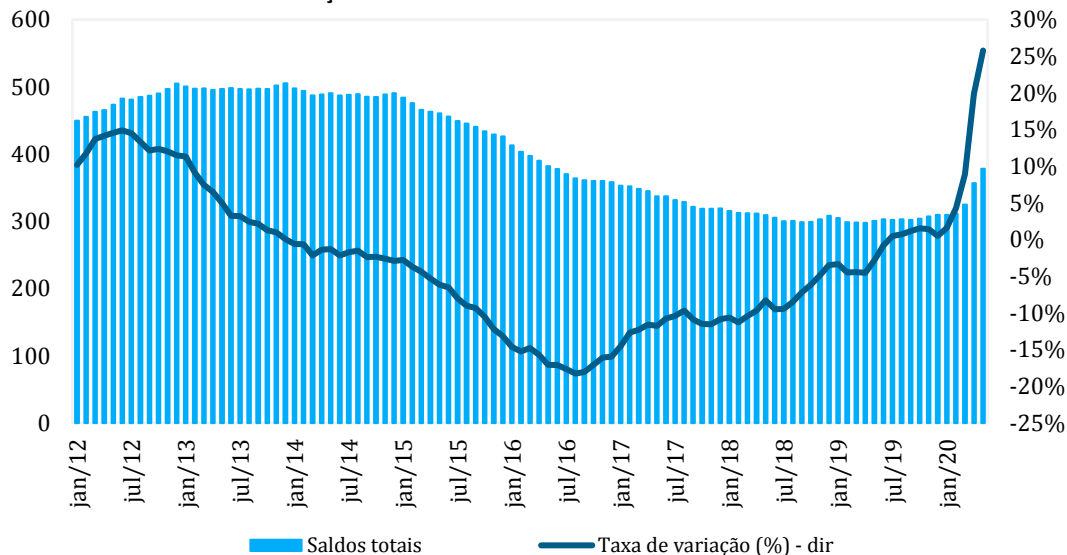
As principais medidas adotadas para aumentar a oferta de crédito para as empresas foram:

- **Programa Emergencial de Acesso ao Crédito:** criado pela Medida Provisória (MP) nº 975, de 2020, voltado a empresas com receita bruta anual entre R\$ 360 mil e R\$ 300 milhões. O governo federal injetará R\$ 20 bilhões no Fundo Garantidor de Investimentos (FGI), administrado pelo BNDES. A ideia é que o FGI complemente as garantias bancárias exigidas na liberação dos financiamentos, assim como cubra parte de eventuais inadimplementos que venham a ocorrer nas operações. As empresas ficam dispensadas, ainda, de algumas exigências para a obtenção dos recursos;
- **Programa Nacional de Apoio à Microempresa e Empresas de Pequeno Porte (Pronampe):** criado pela Lei nº 13.999, de 18 de maio de 2020, os recursos do programa poderão ser utilizados pelas empresas com a finalidade de investimentos ou capital de giro. O princípio de funcionamento do programa é o mesmo ao do Programa Emergencial de Acesso ao Crédito. O Fundo Garantidor de Operações (FGO) avalizará as garantias das operações de crédito contratadas no âmbito do Pronampe. Inicialmente, foi instituído o limite de 85% para as garantias avalizadas pelo FGO, sendo posteriormente esse limite aumentado para 100%;
- **Programa Emergencial de Suporte ao Emprego (PESE):** linha de crédito emergencial para ajudar as empresas a pagar as respectivas folhas de pagamento, voltado a firmas com faturamento bruto anual entre R\$ 360 mil e R\$ 10 milhões. Foi criado pela Medida Provisória nº 944, de 2020, que está em análise pelo Senado Federal. A contrapartida exigida das empresas é a proibição de demitir por um período de 60 meses após a contratação do um empréstimo no âmbito do programa. Os recursos disponibilizados para o PESE totalizam R\$ 40 bilhões;
- **Linhas de crédito da Caixa Econômica Federal e do SEBRAE para capital de giro com garantias a pequenos negócios:** trata-se de uma linha de financiamento para capital de giro a micro e pequenas empresas e Microempreendedores Individuais (MEI) viabilizada mediante um aporte de R\$ 500 milhões do SEBRAE, com garantias concedidas por esta instituição por meio de um fundo específico.

Linhas de capital de giro têm impulsionado o desempenho do crédito a partir de março. Voltando à análise dos indicadores do crédito do sistema financeiro nacional, o estoque de crédito das linhas de capital de giro com recursos livres de pessoa jurídica cresceu 25,8% em maio, em termo reais, frente ao mesmo mês de 2019. Em abril, fora apurada alta de 19,9% e, em março, de 8,9%, nessa mesma base de comparação (Gráfico 9).

³ Link para acesso à página do Ministério da Economia com informações sobre ações voltadas a conter os efeitos da pandemia: <https://bit.ly/2W4FeTN>.

GRÁFICO 9. SALDOS DE CRÉDITO NA CARTEIRA DE PESSOA JURÍDICA DOS BANCOS (R\$ BILHÕES A PREÇOS DE MAI/20) - CAPITAL DE GIRO COM RECURSOS LIVRES, E TAXA DE VARIAÇÃO FRENTE AO MESMO MÊS DO ANO ANTERIOR



Fonte: Banco Central e IBGE. Elaboração: IFI.

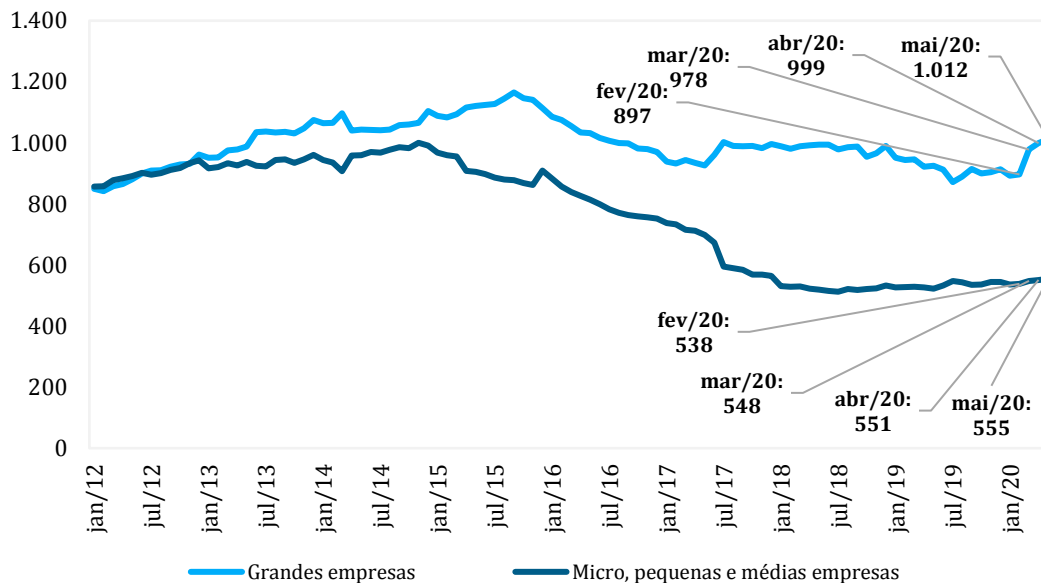
Outra constatação importante extraída da análise das informações divulgadas pelo Banco Central diz respeito ao desempenho do crédito por porte de companhia. O Banco Central faz a separação do estoque de empréstimos entre grandes empresas, e micro, pequenas e médias.

Crédito a grandes empresas cresce mais que o destinado a empresas de menor porte. Os números mostram maior crescimento relativo dos empréstimos destinados às empresas de maior porte em comparação com as empresas menores (Gráfico 10). Enquanto os saldos de crédito destinado às grandes empresas registraram aumentos de 3,4% em março, 8,4% em abril e 9,5%, em termos reais, o crédito voltado às micro, pequenas e médias empresas subiu 3,7%, 4,7% e 6,1%, nessa mesma ordem.

Em valores a preços de maio de 2020, o estoque destinado a grandes empresas foi de R\$ 897 bilhões em fevereiro a R\$ 1.012 bilhões em maio, alta de 12,9%, enquanto que o volume de crédito das micro, pequenas e médias empresas cresceu de R\$ 538 bilhões para R\$ 555 bilhões, incremento de 3,0% (Gráfico 10).

Esse maior crescimento relativo do crédito destinado a grandes empresas, comparativamente ao crédito voltado a micro, pequenas e médias empresas, reforça a percepção de que, especialmente as companhias de maior porte, voltaram-se ao crédito bancário como instrumento para se financiar após o agravamento das condições econômicas decorrentes da pandemia. O aumento dos prêmios de risco associados a empresas e governos tornou mais difícil às firmas, especialmente as grandes, buscar outras fontes de financiamento, como a emissão de dívida externa ou debêntures no mercado doméstico.

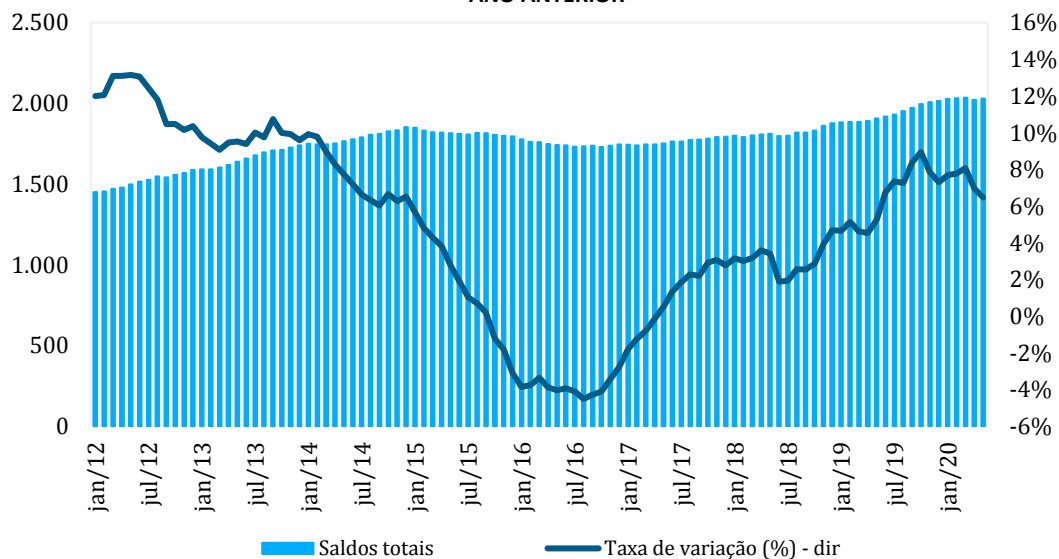
GRÁFICO 10. SALDOS DE CRÉDITO NA CARTEIRA DE PESSOA JURÍDICA DOS BANCOS POR PORTE DE EMPRESAS (R\$ BILHÕES A PREÇOS DE MAI/20)



Fonte: Banco Central e IBGE. Elaboração: IFI.

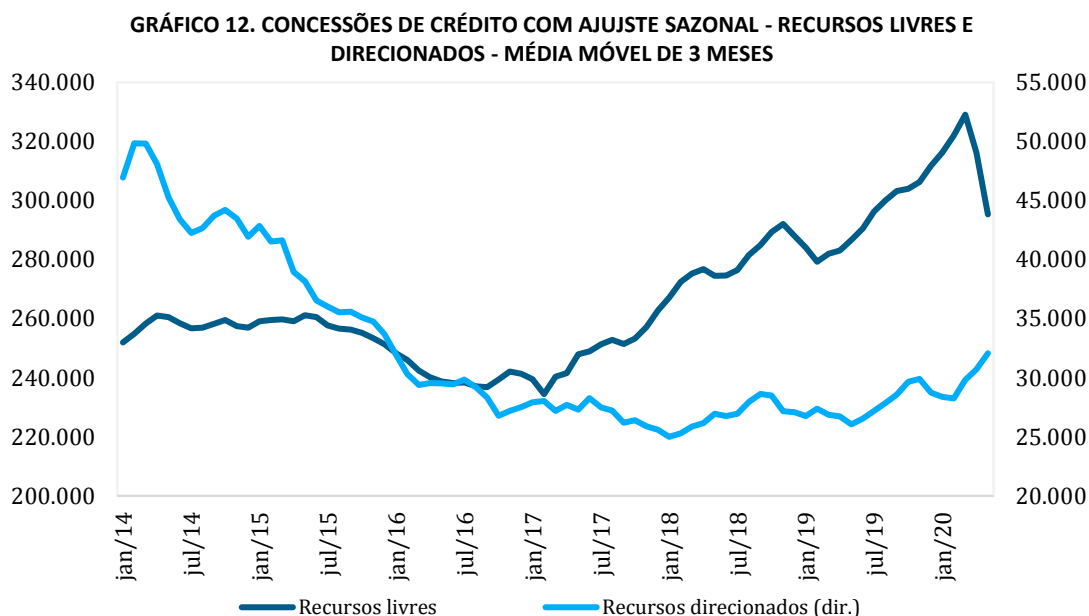
Estoque de crédito à pessoa física subiu 6,5% em maio, em termos reais, frente a 2019. O crédito à pessoa física teve alta real de 6,5% em maio na comparação com o mesmo mês de 2019, com um volume de R\$ 2.029 bilhões. Na comparação com abril, esse estoque subiu 0,4%, também desconsiderando os efeitos da inflação sobre a série. O ritmo de crescimento dos saldos destinados à pessoa física diminuiu a partir de abril, provavelmente em razão dos efeitos da disseminação do coronavírus sobre a atividade econômica (Gráfico 11).

GRÁFICO 11. SALDOS DE CRÉDITO NA CARTEIRA DE PESSOA FÍSICA DOS BANCOS (R\$ BILHÕES A PREÇOS DE MAI/20) E TAXA DE VARIAÇÃO FRENTE AO MESMO MÊS DO ANO ANTERIOR



Fonte: Banco Central e IBGE. Elaboração: IFI.

Concessões de crédito começaram a perder força em abril. A evolução recente das concessões de crédito ilustra bem o movimento realizado nos saldos. Segundo dados com ajuste sazonal calculado pelo Banco Central, o indicador que engloba recursos livres e direcionados, caiu 3,3% em maio ante abril, após contração de 16,9% frente a março (Gráfico 12). As concessões para pessoas físicas aumentaram 1,0% na margem em maio, enquanto as destinadas às empresas sofreram redução de 6,1% nessa comparação.

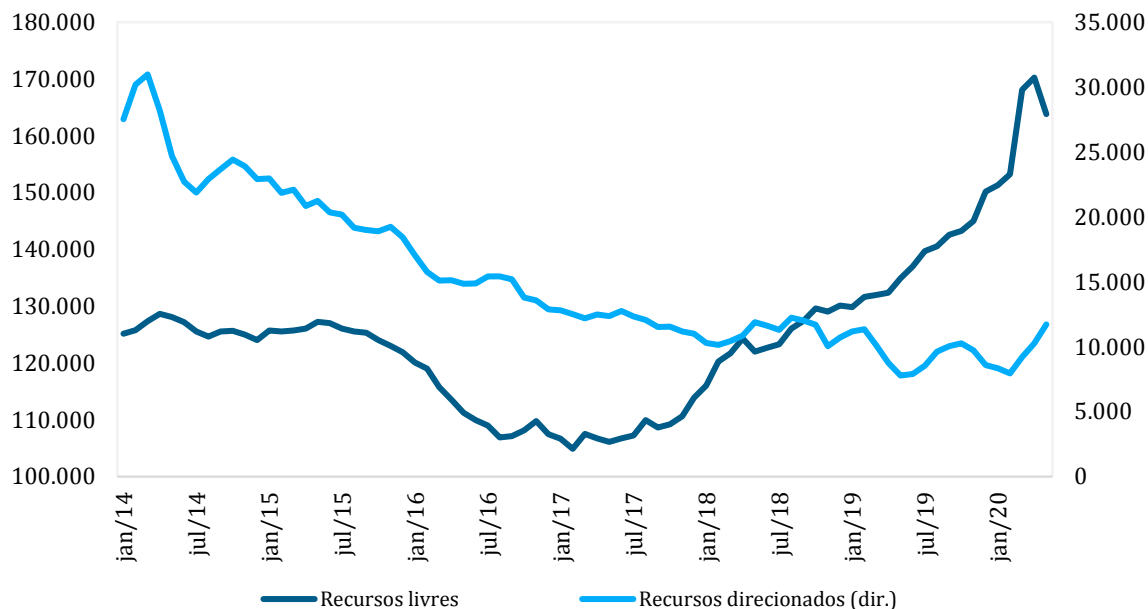


Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Nas linhas de pessoas físicas, as concessões crescem mais em segmentos de renegociação de dívidas. No que tange às concessões de crédito à pessoa física, chama a atenção o aumento expressivo no crédito pessoal vinculado à renegociação de dívidas, com intensificação no ritmo de crescimento a partir de março. Nas linhas voltadas à pessoa jurídica, por sua vez, merece registro o aumento vigoroso em financiamentos a capital de giro, seja com recursos livres, ou com recursos direcionados ofertadas via BNDES.

Linhas de capital de giro com recursos livres e do BNDES, com recursos direcionados, impulsionam concessões à pessoa jurídica. O Gráfico 13 apresenta a evolução das concessões de crédito de pessoas jurídicas com recursos livres e direcionados, ajustadas pela sazonalidade pelo Banco Central. A IFI calculou médias móveis de três meses dos indicadores para suavizar os efeitos de curto prazo sobre as séries. É possível perceber, a partir de março de 2020, uma intensificação no ritmo de crescimento das concessões com recursos livres, assim como uma mudança na trajetória das concessões com recursos direcionados. O primeiro efeito é explicado pelo aumento expressivo nas concessões de capital de giro, enquanto o segundo efeito decorre de um maior vigor nas concessões oriundas do BNDES, especialmente a partir de abril.

GRÁFICO 13. CONCESSÕES DE CRÉDITO À PESSOA JURÍDICA COM AJUSTE SAZONAL - RECURSOS LIVRES E DIRECIONADOS - MÉDIA MÓVEL DE 3 MESES



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Em suma, os números referentes à evolução recente do estoque de crédito e das concessões mostra maior vigor no segmento de pessoa jurídica, especialmente em linhas reforçadas por programas emergenciais criados pelo governo para mitigar os efeitos econômicos e sociais da pandemia da covid-19. Alguns desses programas foram criados e/ou alterados em maio e junho. Assim, espera-se que efeitos mais fortes apareçam nas próximas divulgações das estatísticas de crédito pelo Banco Central.

De acordo com informações disponibilizadas pelo BNDES à Comissão Mista do Congresso Nacional Destinada a Acompanhar a Situação Fiscal e a Execução Orçamentária e Financeira das Medidas Relacionadas ao Coronavírus (Covid-19)⁴, as linhas emergenciais com recursos para capital de giro das empresas mostram boa disseminação, com elevado percentual dos recursos liberados aos tomadores potenciais.

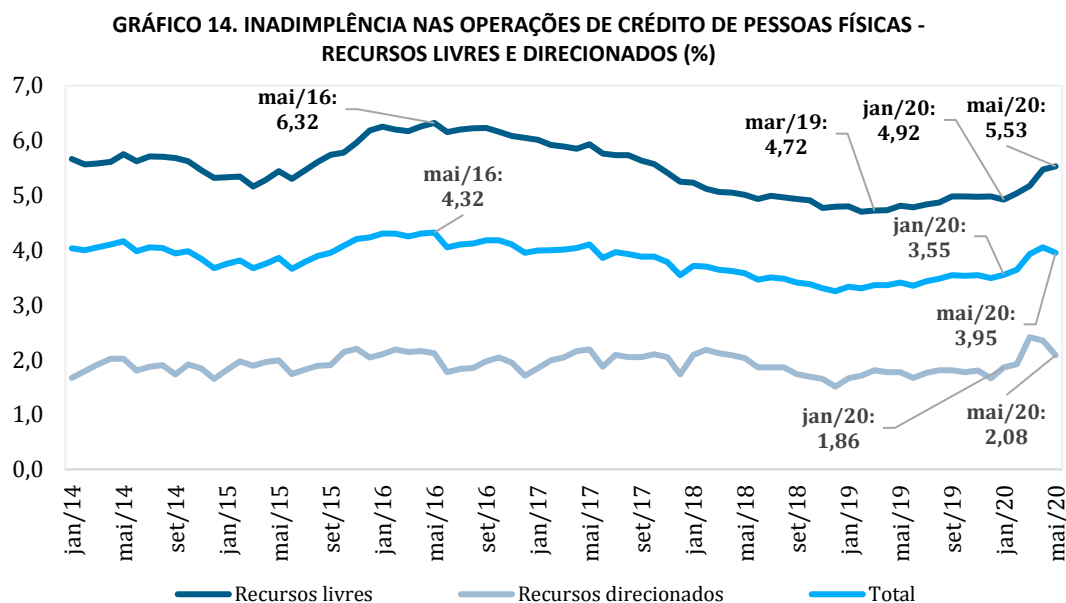
Os dados, atualizados até 30 de junho passado, evidenciam, no entanto, baixo percentual de liberação dos recursos (11,5%) do Programa Emergencial de Suporte ao Emprego (PESE), voltado ao financiamento da folha de pagamento das empresas. Duas possíveis explicações, não mutuamente exclusivas, para o baixo índice de execução na liberação dos recursos do PESE são (i) o receio das empresas em contrair os empréstimos em razão da proibição de demitir funcionários nos 60 dias imediatamente posteriores ao da liberação, tendo em vista a elevada incerteza quanto à velocidade de recuperação da economia; e (ii) a postura cautelosa dos bancos pelas mesmas razões explicitadas para o possível comportamento das empresas.

Inadimplência passou a subir com mais força em fevereiro, especialmente no crédito à pessoa física. A inadimplência das carteiras de crédito, que corresponde à proporção dos saldos em atraso superior a 90 dias, mostra incremento mais significativo a partir de março, sobretudo nos empréstimos de pessoas físicas. Nas carteiras de pessoas

⁴ Link para acesso aos documentos encaminhados à Comissão por diversas fontes em razão de requerimentos dos congressistas: <https://legis.senado.leg.br/comissoes/arquivos?ap=5401&codcol=2342>.

jurídicas, o aumento observado na inadimplência foi mais comedido. De todo modo, a inadimplência em trajetória de elevação aumenta a cautela dos bancos na concessão de financiamentos em razão não apenas da queda brusca da atividade econômica e seus efeitos sobre o nível de emprego da economia, mas também em função das incertezas associadas à recuperação da economia, passada a fase mais aguda da pandemia.

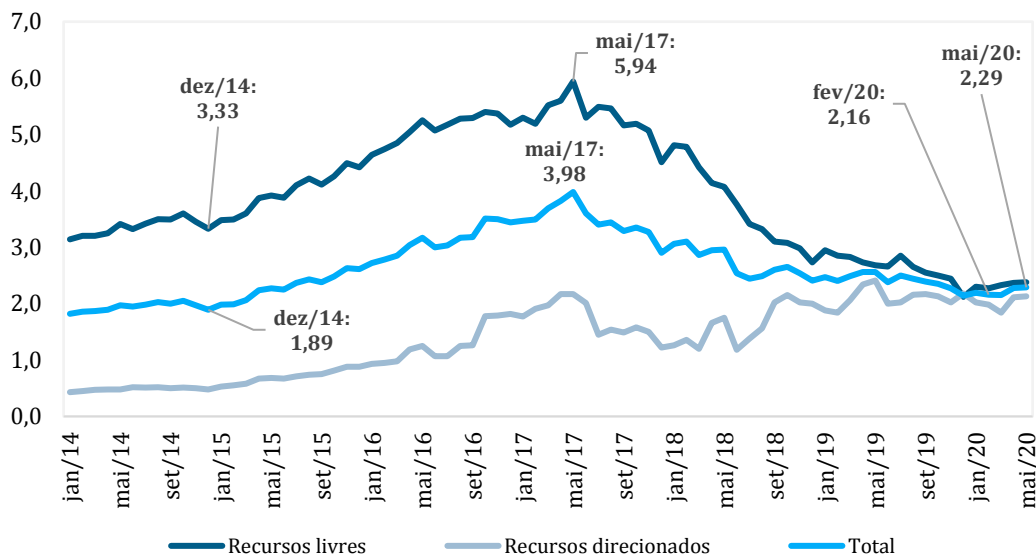
Inadimplência no crédito livre de pessoa física subiu 0,5 ponto percentual desde janeiro. O Gráfico 14 ilustra a evolução recente da inadimplência nas carteiras de crédito de pessoa física dos bancos. Entre janeiro e maio, houve um aumento de cerca de 0,5 ponto percentual na inadimplência de pessoa física no crédito livre, enquanto no crédito direcionado, a alta ficou em torno de 0,2 ponto percentual. A parcela dos saldos em atraso acima de 90 dias no crédito direcionado é menor do que no crédito com recursos livres em razão, principalmente, da melhor qualidade das garantias associadas aos empréstimos. Por exemplo, nos empréstimos tomados pelas famílias, existe a predominância de financiamentos imobiliários na composição desse crédito direcionado.



No crédito destinado às empresas, a inadimplência sobe em ritmo menor. A inadimplência das carteiras de pessoa jurídica dos bancos subiu de 2,16% em fevereiro para 2,29% em maio. O Gráfico 15 indica que a trajetória da variável está, até o momento, relativamente controlada. O tamanho da desmobilização de capital e mão de obra causada pela pandemia, no entanto, traz incertezas ao cenário. Uma lenta recuperação da atividade econômica pode piorar muito a situação de caixa das empresas, ou até mesmo causar muitas falências, comprometendo a capacidade futura de pagamento de empréstimos bancários. Esse aspecto reforça uma postura cautelosa dos bancos na liberação de financiamentos.

Para compensar esse comportamento mais cauteloso dos bancos na liberação de financiamentos, o governo federal, no desenho de alguns programas de criação de linhas emergenciais de crédito destinadas às empresas durante a pandemia, está cobrindo total ou parcialmente os riscos das operações por meio de fundos garantidores.

**GRÁFICO 15. INADIMPLÊNCIA NAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO DE PESSOAS JURÍDICAS
- RECURSOS LIVRES E DIRECIONADOS (%)**



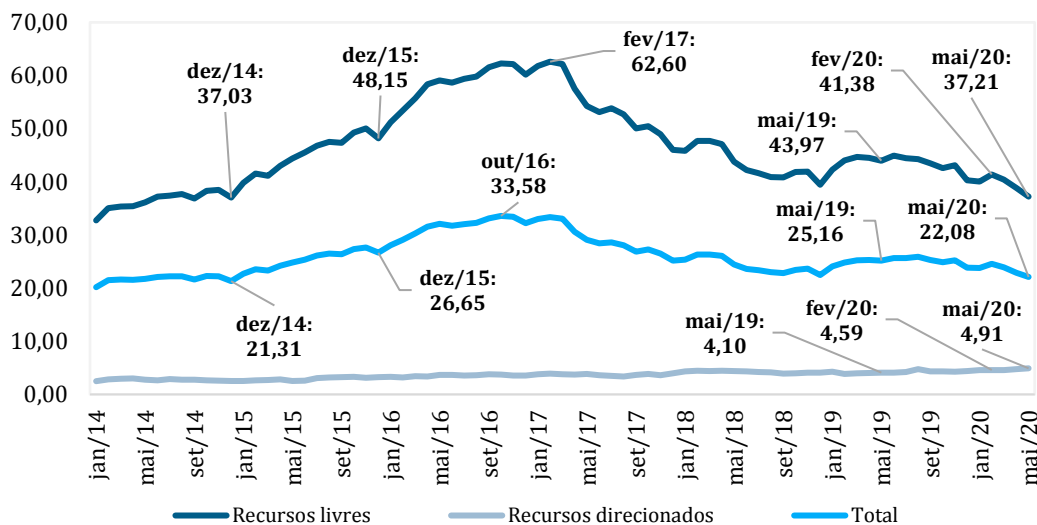
Fonte: Banco Central

Taxas de juros dos empréstimos bancários têm caído com mais força em 2020. Outra variável importante a ser analisada na dinâmica recente do mercado de crédito no Brasil são as taxas de juros cobradas nos financiamentos. Em linhas gerais, as taxas subiram de forma vigorosa após o agravamento da crise econômica, dependendo do segmento (se pessoa física ou jurídica) e da origem dos recursos (livres ou direcionados). Desde 2017, os juros médios cobrados nos financiamentos bancários têm recuado, alcançando, em 2020, os níveis verificados no fim de 2014.

Neste Relatório, será considerada a evolução recente dos *spreads* bancários, medidos como a diferença entre as taxas finais dos financiamentos e o custo de captação dos bancos. Este reflete, basicamente, o comportamento da taxa básica de juros da economia. Assim, em boa medida, as reduções nos juros praticadas a partir de 2017 guardam relação com o ciclo de afrouxamento monetário promovido pelo Banco Central, em que a Selic foi reduzida de 14,25% ao ano, em outubro de 2016, para 6,5% ao ano em março de 2018. Um novo ciclo de redução dos juros básicos teve início em julho de 2019. Atualmente, a Selic (meta) está em 2,25% ao ano.

Redução no *spread* das carteiras de pessoa física foi de 3,08 pontos percentuais em maio frente ao mesmo mês de 2019. O Gráfico 16 contém a evolução do *spread* nas carteiras de empréstimos de pessoas físicas dos bancos. Em maio de 2020, de acordo com o Banco Central, o *spread* médio foi de 22,08 pontos percentuais, 3,08 pontos percentuais abaixo do apurado no mesmo mês de 2019. Nas linhas com recursos livres, o *spread* médio de 37,21 pontos percentuais configurou retração de 6,76 pontos percentuais frente a maio de 2019. Por sua vez, o *spread* nas linhas com recursos direcionados foi de 4,91 pontos percentuais em maio passado, 0,81 ponto percentual acima do verificado um ano antes.

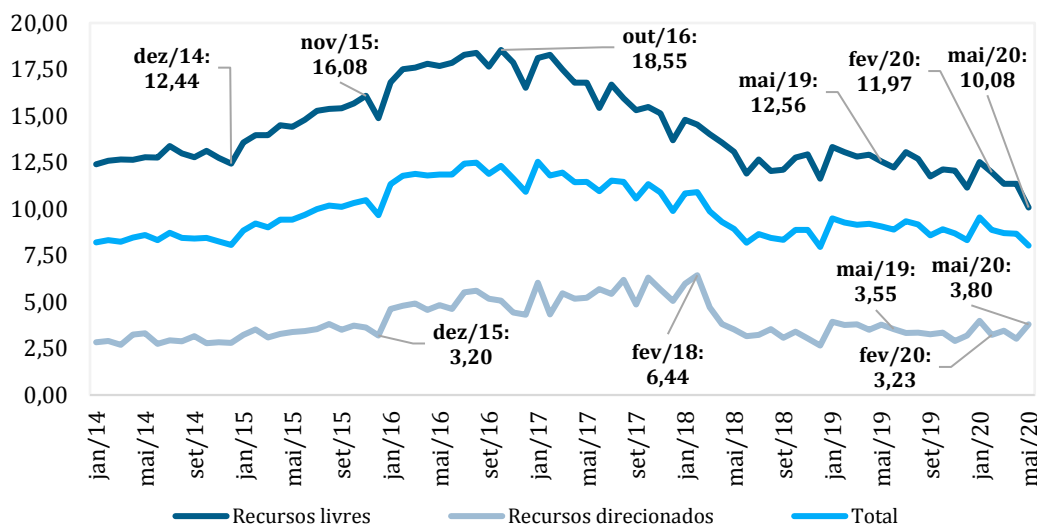
GRÁFICO 16. SPREADS MÉDIOS COBRADOS NAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO DE PESSOAS FÍSICAS - PONTOS PERCENTUAIS



Fonte: Banco Central

Na pessoa jurídica, a redução do *spread* foi de 1 ponto percentual em maio ante o mesmo mês de 2019. Nas carteiras de empréstimos de pessoas jurídicas dos bancos, o *spread* médio foi de 8,04 pontos percentuais em maio, um ponto percentual menor ao apurado no mesmo mês do ano passado. Redução maior no período ocorreu nas linhas com recursos livres (de 12,56 pontos percentuais em maio de 2019 para 10,08 pontos percentuais em maio de 2020). Nos empréstimos com recursos direcionados, houve aumento de 0,35 ponto percentual em maio na comparação anual, com o *spread* médio atingindo 3,80 pontos percentuais (Gráfico 17).

GRÁFICO 17. SPREADS MÉDIOS COBRADOS NAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO DE PESSOAS JURÍDICAS - PONTOS PERCENTUAIS



Fonte: Banco Central

Segundo o Banco Central, inadimplência constitui um dos principais determinantes do *spread* bancário no Brasil.

De acordo com o Relatório de Economia Bancária do Banco Central, referente a 2017⁵, em estudo conduzido entre 2015 e 2017, cerca de 85% do *spread* bancário no Brasil corresponde a custos de operações de crédito. A inadimplência explica em torno de 22,7% do *spread*, segundo o estudo. Por “inadimplência”, deve-se entender tanto o risco para a instituição financeira de não receber em dia as prestações dos financiamentos, como também o tempo e os custos associados à execução de garantias, entre outros.

A partir das informações acima disponibilizadas, é possível perceber um aumento da inadimplência em 2020, apesar da redução ocorrida no *spread* bancário médio das linhas de crédito. Ainda segundo o estudo do Banco Central acima mencionado, que atualizou a metodologia de decomposição do *spread* bancário, os tributos correspondem a 13,8% do *spread*.

Redução a zero da alíquota de IOF sobre operações de crédito pode ter contribuído para queda nos *spreads*. Uma possível explicação para a queda recente nos *spreads* é a redução a zero das alíquotas de IOF sobre as operações de crédito, uma das medidas adotadas pelo governo federal para combater os efeitos econômicos e sociais da pandemia. O Decreto nº 10.414, de 2 de julho de 2020, prorrogou os efeitos da redução do tributo até 2 de outubro próximo⁶. Assim, novas reduções do *spread* poderão ocorrer nos próximos meses. O aumento da inadimplência, no entanto, pode atuar como um limitador a esse processo, fazendo até mesmo o *spread* bancário subir no curto prazo.

No caso das linhas de crédito voltadas a pessoas jurídicas, fator adicional que pode explicar a redução nos *spreads* são os programas emergenciais de crédito criados pelo governo federal em meio à crise do coronavírus, visto que as taxas de juros associadas a essas linhas são mais baixas do que as taxas médias de mercado.

Comprometimento de renda com o serviço de dívidas bancárias cresce com mais força em 2020. Por fim, a análise do comprometimento de renda das famílias com o serviço da dívida intensificou, em 2020, a piora iniciada no ano passado. Essa variável, construída pelo Banco Central e cuja metodologia foi detalhada em edições passadas do Relatório Trimestral de Inflação⁷, tem por objetivo mensurar a parcela da renda das famílias comprometida com o pagamento de prestações de empréstimos bancários. Trata-se de uma variável importante para aferir o espaço para expansão do crédito na economia.

O comprometimento é influenciado pelo nível da massa salarial ampliada da economia e de algumas condições dos financiamentos em um dado instante do tempo, como as taxas médias de juros cobradas e o prazo das operações. O Banco Central separa o comprometimento de renda com o serviço da dívida em dois componentes: (i) comprometimento de renda com a amortização da dívida, e (ii) comprometimento com o pagamento de juros bancários.

Comprometimento de renda das famílias com serviço de dívidas bancárias atingiu 20,91% em abril. Em abril, último mês com informação disponível, o comprometimento de renda das famílias brasileiras foi calculado em 20,91% pelo Banco Central, o qual pode ser decomposto em 11,16% com o pagamento de amortizações e 9,75% com o pagamento de juros dos empréstimos. Em abril de 2019, o comprometimento total apurado foi de 19,39%, sendo 10,06% decorrentes de amortizações e 9,33% em razão de juros (Gráfico 18).

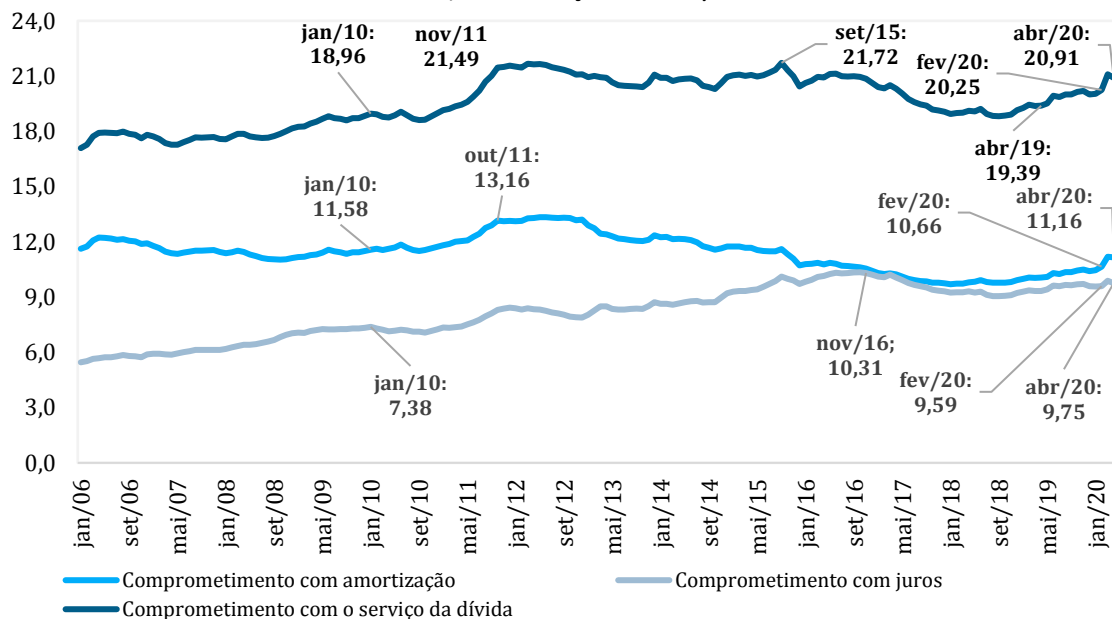
Entre janeiro e abril, houve aumento de 0,88 ponto percentual no comprometimento de renda das famílias com o serviço de dívidas bancárias. Essa alta pode ser decomposta em: 0,70 ponto percentual decorrente de comprometimento com amortizações e 0,18 ponto percentual de comprometimento com juros da dívida. Com efeito, desde o início de 2020, os prazos médios das carteiras de crédito estão praticamente estáveis.

⁵ Link para acesso do Relatório: <https://bit.ly/2RfbqL>.

⁶ Link para acesso ao Decreto: <https://bit.ly/3gwdq2x>.

⁷ Para maiores explicações, acessar, por exemplo: <https://bit.ly/2ON18HX>.

GRÁFICO 18. COMPROMETIMENTO DE RENDA DAS FAMÍLIAS (TOTAL - SERVIÇO DA DÍVIDA, AMORTIZAÇÃO E JUROS) - %



Fonte: Banco Central

Aumento do comprometimento de renda tende a limitar o avanço do crédito à pessoa física nos próximos meses.

O nível mais recente do comprometimento de renda das famílias com o serviço das dívidas, apesar de estar abaixo de patamares registrados, por exemplo, em novembro de 2011 e setembro de 2015, mostra que a trajetória ascendente do indicador pode representar fator limitador à expansão do crédito nos próximos meses. Essa percepção é reforçada pela piora em curso das condições do mercado de trabalho, resultado de uma forte contração do PIB a ser observada neste ano.