

Estrutura e política de juros no Brasil — 1960/70

Donald Syvrud

1. Introdução e resumo. 2. Fatores limitativos da análise da estrutura dos juros no Brasil. 3. Estrutura e política de juros — instrumentos de crédito. 4. Política e estrutura da taxa de juros — instrumentos de poupança. 5. Análise crítica da política de juros. 6. Fatores mais importantes com influência sobre a taxa de juros.

1. Introdução e resumo

O principal objetivo desta monografia é a estrutura das taxas de juros, no Brasil, e as políticas governamentais que sobre ela tiveram influência, durante a década de 1960, nos mercados financeiros mais importantes do País. Não foi possível aprofundar a análise de forma a investigar a influência da política de juros sobre a poupança, investimento, preços e balanço de pagamentos. Por outro lado, a séria deficiência de informações e dados não permite esse tipo de análise, pelo menos até que as instituições financeiras mais importantes tenham realizado esforços muito maiores que os feitos até o presente, para compilar tal tipo de informações. Na seção 2 deste estudo, examinamos com maior detalhe a disponibilidade e acuidade dos dados disponíveis atualmente.

Os mercados financeiros brasileiros são altamente compartimentalizados, com instituições financeiras governamentais realizando papel relevante na economia.

As taxas de juros variam significativamente entre esses mercados estanques, ao mesmo tempo que as instituições oficiais fixam suas taxas de juros independentemente das condições reinantes no mercado. Nosso alvo é pois o setor financeiro privado que reflete mais acuradamente as forças do mercado: os empréstimos de banco comerciais, letras de câmbio, obrigações reajustáveis do governo e créditos do exterior, nos termos da Resolução n.º 63 do Banco Central. A influência da política governamental sobre as taxas de juros desses instrumentos de crédito é discutida nas seções 3 e 4.

As taxas de juros vigentes nos mercados financeiros de maior importância passaram por três fases nos últimos 10 anos e pareciam estar entrando numa quarta, quando se realizava esse estudo. Durante os primeiros cinco anos (1960/64) as taxas nominais de juros subiram ininterruptamente mas em ritmo inferior ao da inflação, resultando portanto em aumento paulatino da taxa real negativa de juros (ver quadros 1 e 2). Logo após a implementação do programa de estabilização em 1964, as taxas nominais de juros começaram a baixar, mas também em ritmo inferior ao do declínio da inflação, de tal maneira que, no fim de 1966, as taxas reais de juros dos instrumentos financeiros mais importantes se tornaram positivas, com uma única e significativa exceção: as taxas de juros sobre depósitos a prazo nos bancos comerciais. Na terceira fase, iniciada em meados de 1967, as taxas de juros nominais se estabilizaram, diminuindo pouco desde então. Assim, com o ritmo declinante da inflação, ainda que lento, as taxas de juros em termos reais continuaram a subir, alcançando níveis relativamente elevados, entre 10 e 20% em fins de 1969. Existem sinais de se ter iniciado uma quarta fase, no primeiro semestre de 1970, com redução tanto nas taxas nominais como reais.

A política de juros do Governo desenvolveu-se também através de quatro fases no mesmo período. Durante a primeira metade da década, o fator dominante foi a lei da usura, que limitava as taxas de juros em 12% ao ano. Esse teto, porém, era habitualmente contornado, com a única exceção da taxa de juros sobre os depósitos bancários. Em 1965 e 1966, as autoridades monetárias estenderam a correção monetária a todos os instrumentos de crédito de maior importância, como parte do programa de estabilização, legalizando assim a estrutura existente das taxas de juros, com pequena influência sobre o mercado financeiro privado. A correção monetária foi contudo relevante, por ter permitido significativa majoração da taxa de juros das instituições oficiais de crédito. A terceira fase iniciou-se em janeiro de 1968, com a concessão de estímulos financeiros aos

bancos comerciais, objetivando reduzir a taxa bancária. Esses estímulos não atingiram seus fins, uma vez que todos os indicadores disponíveis apontam no sentido da estabilidade das taxas nominais até o princípio de 1970. A quarta parece ter-se iniciado em janeiro de 1970 com a Resolução número 134 que liberou a taxa de juros aplicável aos empréstimos bancários de caráter pessoal, permitindo aos bancos concorrerem efetivamente com as financeiras no campo do crédito ao consumidor. Na seção 5 são dadas algumas explicações sobre a política de juros do Governo brasileiro.

As perspectivas do nível das taxas de juros no Brasil são no sentido de sua lenta redução, tanto em termos nominais como reais. Três são as razões dessa tendência: influência das taxas relativas aos créditos provenientes do exterior, a crescente concorrência entre as instituições financeiras e o desenvolvimento do mercado das letras do Tesouro. Tais razões são discutidas na seção 6.

Nota: Essa monografia pressupõe o conhecimento razoável das instituições e instrumentos financeiros brasileiros. A letra de câmbio a que nos referimos aqui deve ser entendida unicamente do lado do investidor, enquanto o mercado de aceites cambiais refere-se ao tomador do empréstimo.

2. Fatores limitativos da análise da estrutura dos juros no Brasil

A análise da taxa de juros no Brasil é dificultada por alguns problemas importantes: a insuficiência de dados; os dados existentes são inadequados e pouco acurados; e a falta de continuidade na política de juros.

2.1 Insuficiência de dados

O Departamento Econômico do Banco Central é a fonte mais importante dos dados sobre juros no Brasil. Somente há poucos anos ele começou a acumular dados sobre a taxa de juros das instituições e instrumentos financeiros de maior importância, com resultados nem sempre compensadores. O único instrumento de crédito que fornece informações razoáveis sobre a taxa de juros para fins analíticos é a letra de câmbio. Contudo, mesmo nesse caso, desde junho de 1969, quando as autoridades monetárias decretaram redução de 10% nas taxas, as informações passaram a ser pouco acuradas. Não existem informações sobre os bancos comerciais, em virtude do controle sobre as respectivas taxas de juros. O Banco Central tentou resolver o problema indiretamente, por intermédio do cálculo da taxa mé-

dia cobrada nos empréstimos e paga aos depositantes, com base no saldo médio dos empréstimos e depósitos durante determinado período.¹ Essa solução é mais efetiva sobre as taxas dos empréstimos que sobre a dos depósitos, mas nenhuma delas é suficientemente acurada. As taxas cobradas nos empréstimos tendem a ser subestimadas em virtude do hábito de os saldos de balancetes serem distorcidos para melhorar a fisionomia do banco, do que resulta uma redução da taxa média calculada. Além disso, a taxa média é também afetada por operações especiais, como o crédito rural, que são efetuadas a taxas inferiores às que se aplicam às operações rotineiras com o comércio e indústria. Os saldos de depósitos nos balancetes são também freqüentemente majorados, além de, no estudo a que nos referimos, terem sido incluídos os depósitos à vista. Desde o primeiro de 1967, aos depósitos à vista não podem ser abonados juros.

A Associação Comercial do Rio de Janeiro encarou a questão da taxa de juros sobre empréstimos bancários do ponto de vista do tomador. Em outubro de 1969 o Departamento Econômico da Associação enviou um questionário a cada um de seus associados com um quesito sobre a "taxa média anual paga por sua empresa, inclusive comissões, despesas e outros fatores que incidem sobre os seus empréstimos". As respostas a esse quesito (cerca de 50) indicaram uma faixa de juros pagos de 1,8 a 3,9% ao mês, o que, dependendo de o pagamento ser em base mensal cumulativa ou média anual, indicaria uma taxa anual de 21,6% a cerca de 58%. Como as respostas não diziam se a obrigatoriedade de saldos médios tinha ou não sido incluída no custo efetivo do dinheiro, a faixa poderia ser ainda mais ampla. Contatos com banqueiros e empresários mostram que essa seja, efetivamente, a faixa de custo do dinheiro, com taxas mais baixas para as grandes empresas de melhor cadastro e mais elevadas para as pequenas empresas e pessoas.

As instituições financeiras oficiais, como o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico (BNDE) e o Banco do Brasil, não mantêm estatísticas sobre as taxas médias pagas sobre os depósitos e cobradas nos empréstimos. Alegam que suas taxas efetivas são as determinadas pelo Conselho Monetário Nacional, podendo portanto ser levantadas com base nas resoluções do Banco Central. A Divisão Econômica do BNDE prepara no momento um levantamento por meio de seu computador sobre a taxa média cobrada dos setores mais significativos, esperando completá-lo em fins de 1970.

¹ Banco Central do Brasil. SEXPE. tabulação realizada em 6 de abril de 1970.

A Gerência da Dívida Pública do Banco Central mantém um levantamento estatístico detalhado sobre as taxas de mercado das obrigações reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN), mas os dados disponíveis começaram em 1966, quando iniciaram suas operações. Outro instrumento de importância crescente no mercado são as letras imobiliárias, com título hipotecário garantido pelo Banco Nacional da Habitação. Suas taxas tendem a acompanhar as das ORTN, com acréscimo de 4%.

2.2 Inadequacidade dos dados existentes

Os controles sobre as taxas de juros não só restringem a disponibilidade das informações como distorcem as taxas declaradas pelas instituições financeiras e registradas pelo mercado. Nenhum banqueiro jamais admitirá estar cobrando taxas superiores às determinadas pelo Conselho Monetário Nacional. Suas informações indicarão 1,6% ao mês para duplicatas de prazo inferior a 60 dias e 1,8% para prazos superiores. Isso significaria (em termos compostos) taxas de 21 e 26% ao ano. Contudo, os empresários afirmam que as taxas médias efetivamente pagas sobre empréstimos garantidos por duplicatas podem atingir 2,8% ao mês ou, em termos cumulativos, 38% ao ano. A fórmula mais comum de contornar a limitação é a exigência de um mínimo de "reciprocidade" em depósito no banco. Nenhum banqueiro admitirá, naturalmente, tal exigência, mas afirmará que ele espera que seus clientes usem seu banco e que as quantias que ele estaria disposto a emprestar-lhes depende do volume de seus depósitos.

Algumas empresas, fomos informados, chegam a dar reciprocidade da ordem de 100% de seus empréstimos. Nesses casos, os bancos lhes cobram as taxas mínimas de 1,6 e 1,8% ao mês. Por que então elas levantam empréstimos, se dispõem de seus depósitos? A resposta está nas flutuações de suas caixas e na necessidade de manterem liquidez suficiente para enfrentá-las. A manutenção de saldos relativamente estáveis de empréstimos e depósitos evita a necessidade de estarem entrando e saindo do mercado com as flutuações de seus encaixes. A escassez tradicional de crédito no Brasil tornou os diretores financeiros das sociedades anônimas extremamente conservadores, levando-os a manterem encaixes elevados ainda que a custo de pesada sobrecarga financeira. Com maior disponibilidade de crédito e o desenvolvimento do mercado monetário, esses diretores financeiros estarão mais inclinados a reduzir seus encaixes, investindo suas sobras de caixa em papéis de curto prazo e de alta liquidez, como as novas letras do Tesouro. Assim, reduzir-se-á a procura global de crédito, baixando o custo financeiro das empresas no Brasil.

O contrôle sôbre as taxas de juros das letras de câmbio começou em junho de 1969, distorcendo também as informações nesse mercado. De acôrdo com a Resolução n.º 115, de 15 de junho de 1969, as taxas pagas aos compradores de letras de câmbio baixaram de 2,44 para 2,24% ao mês e as cobradas dos tomadores, de 3,85 para 3,42% ao mês, refletindo a ordem de baixa de 10% determinada por aquela Resolução. Os operadores do mercado informam, porém, ter sido essa baixa apenas aparente, em face do uso do artifício de se concederem "dias decorridos" aos compradores. Com isso as taxas mantiveram-se em 3,85 e 3,42% ao mês, nível em que se encontram desde meados de 1967.

2.3 Descontinuidade na politica de juros

As frequentes alterações das taxas aplicáveis aos setores específicos (crédito rural, exportação, crédito ao consumidor), aos papéis (letras de câmbio, certificados de depósitos) e às instituições (bancos comerciais, financeiras, bancos de investimentos, bancos oficiais) contribuem também para complicar a análise da estrutura de taxa de juros no Brasil. A política fiscal tem também influenciado a remuneração dos diferentes instrumentos de crédito, como é o caso do Decreto-lei n.º 403. É possível listar facilmente 50 resoluções e decretos que, durante os últimos cinco anos, afetaram as taxas de juros em um ou outro setor, instrumento ou instituição de crédito.

As seções 3 e 4 focalizam apenas as medidas mais importantes da política que afetaram diretamente as taxas de juros no mercado financeiro privado.

3. Estrutura e politica de juros — instrumentos de crédito

A estrutura financeira brasileira é altamente compartimentalizada, com fortes divergências entre as taxas efetivas de juros dos setores, instrumentos e instituições de crédito. As operações do Banco Nacional da Habitação (BNH) limitam-se ao setor da habitação, o Banco do Nordeste àquela região, o BNDE aos setores prioritários e de infra-estrutura, as financeiras ao crédito ao consumidor. As taxas cobradas variam também de acôrdo com o setor e a instituição de crédito. Para setores prioritários como a agricultura e comércio exportador as taxas cobradas oscilam entre 12 e 17%, em termos nominais, o que é bem melhor que a taxa de crescimento do índice geral de preços (cêrca de 20%). As taxas médias nominais dos bancos comerciais, por outro lado, elevam-se a cêrca de 30%, o que significa

uma taxa real positiva de 10%. As taxas de juros das letras de câmbio que financiam os bens duráveis de consumo são ainda mais elevadas: cerca de 44% ao ano.

QUADRO 1

Taxa média anual de empréstimos — 1960/70
Taxas nominais em % ao ano

Ano	Bancos comerciais ¹	Banco do Brasil ²	Letras de câmbio ³ (tomador)	Resolução n.º 63 ⁴
1960	19,6	9,6	42,0	—
1961	22,3	12,3	52,0	—
1962	25,1	13,5	60,0	—
1963	30,5	14,1	70,6	—
1964	33,3	18,2	81,2	—
1965	34,7	22,8	79,0	—
1966	34,9	25,5	71,5	—
1967	34,1	21,7	49,0	40,2
1968	33,7	34,7	46,2	60,2
1969	30,9	—	44,2	34,2
1970	—	—	44,2	30,7

Fontes:

¹ Banco Central do Brasil. Relatório inédito da SEXPE (4 de junho de 1970).

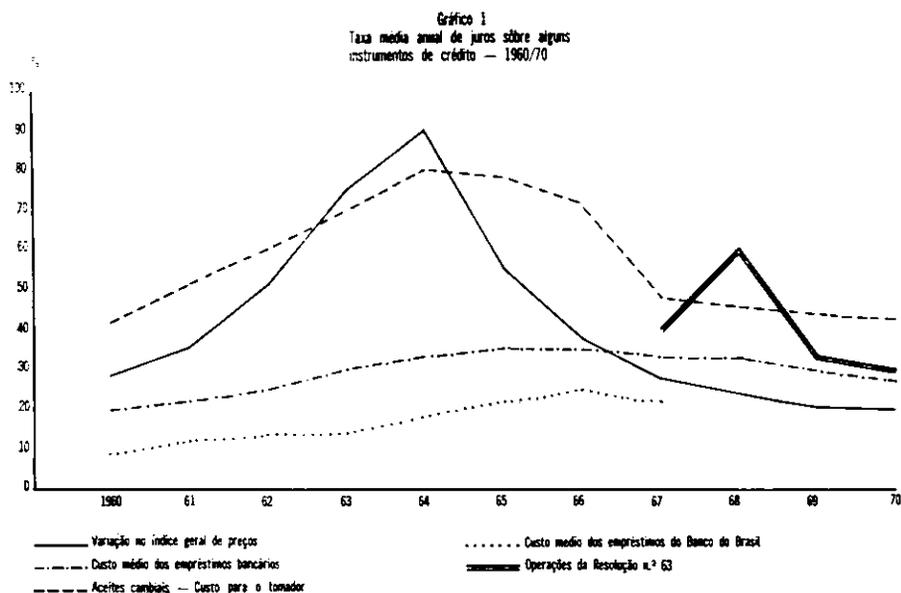
² Idem. ibidem. (20 de setembro de 1968).

³ 1960/61 dados estimados com base nas taxas dos investidores. Para 1963/66 Relatório inédito da SEXPE, Banco Central do Brasil, de 26 de setembro de 1968. Para 1967 a abril de 1970, Departamento Econômico, Divisão Monetária e Bancária, Banco Central do Brasil, relatório inédito de 11 de maio de 1970.

⁴ Quadro anexo das taxas de juros das operações da Resolução n.º 63.

O quadro 1 e o gráfico 1 mostram a tendência das taxas de juros das instituições e instrumentos de crédito mais importantes: bancos comerciais, Banco do Brasil, BNDE, financeiras, bancos de investimentos, aceites cambiais e Resolução n.º 63. A média ponderada dessas taxas, deflacionada pelo índice geral de preços, indica que entre fins de 1966 e princípios de 1967 a taxa real de juros passou a ser fortemente positiva. Os dados disponíveis para os bancos comerciais provam que as respectivas taxas de juros passaram de negativas a positivas em 1967; se elas forem porém devidamente ajustadas para a eliminação dos artificios anteriormente referidos, essa mudança teria ocorrido em 1966. O Banco do Brasil passou a cobrar taxas

reais positivas em 1967 ou 1968, ao passo que os aceites cambiais já eram positivos em 1965; a Resolução n.º 63 sempre teve taxas reais positivas desde seu início em 1967.



Fonte: Quadro 1

3.1 Taxas cobradas pelos bancos comerciais

As taxas cobradas pelos bancos comerciais variam fortemente, dependendo do valor do empréstimo, do cadastro do tomador, das relações entre o tomador e os gerentes do banco (tanto comerciais como pessoais), do prazo do empréstimo e do setor de atividade do tomador. Não existem informações suficientes que permitissem ao autor estimar a taxa média no período analisado. O Banco Central do Brasil realizou um estudo sobre o rendimento médio dos bancos, em comparação com o saldo médio anual dos empréstimos concedidos.² Esse estudo mostra que as taxas nominais elevaram-se desde o início do decênio de 1960, de 20% em 1960 a 35% em 1966 (quadro 1). A taxa real de juros foi negativa até 1967, subindo de menos 7% em 1960 a menos 30% em 1964, no ápice da inflação (quadro 2). É inte-

² Leif Christoffersen do Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD) também usou esse processo no levantamento efetuado sobre uma amostra de bancos e chegou a resultados comparáveis. Veja TAXAS de juros e a estrutura de um sistema de bancos comerciais em condições inflacionárias. *Revista Brasileira de Economia*, 23 (2): 28, jun. 1962.

ressante observar que a taxa nominal manteve-se no nível de 34% após 1964, não obstante o ritmo da inflação ter declinado significativamente. Se os dados do Banco Central forem ajustados em função do fato de os saídos de empréstimos serem habitualmente superestimados nos balanços e da inclusão nos dados globais dos setores privilegiados com taxas mais baixas, a taxa média nominal para os setores não-privilegiados excederia 40% e, provavelmente, ter-se-ia tornado positiva desde 1966. (Valeria a pena pesquisar as causas de a taxa ter permanecido em 34% mesmo após a redução do ritmo da inflação. A explicação parece estar na influência das expectativas inflacionárias e na defasagem entre as expectativas e a inflação efetiva.)

QUADRO 2

Taxa média anual de empréstimos — 1960/70

Deflacionados pelo Índice Geral de Preços¹

(em % ao ano)

Ano	Bancos comerciais	Banco do Brasil	Letras de câmbio (tomador)	Resolução n.º 63
1960	— 7,4	— 15,2	9,9	—
1961	— 11,8	— 18,0	10,9	—
1962	— 17,5	— 25,1	5,5	—
1963	— 25,6	— 35,0	— 2,8	—
1964	— 30,1	— 37,5	— 4,9	—
1965	— 14,1	— 21,7	14,1	—
1966	— 2,3	— 9,1	24,2	—
1967	4,5	— 5,1	16,1	9,3
1968	7,6	8,4	17,7	28,9
1969	8,4	—	19,3	11,1
1970	—	—	19,9 (maio)	8,6

Fonte: Quadro 1.

¹ A fórmula do deflacionamento foi $ia = \frac{100 + in}{100 + d} - 1$ onde,

ia = taxa de juros deflacionada

in = taxa nominal de juros

d = deflador baseado nas alterações anuais do índice geral de preços

Se se examinar a política oficial em face das taxas dos bancos comerciais, verificar-se-á que a taxa de rentabilidade dos bancos sempre ultrapassou os tetos oficiais de juros.

As taxas dos bancos comerciais eram oficialmente limitadas em 12% ao ano, nos termos da lei da usura, até a Resolução n.º 31 de 30 de julho de 1966, do Banco Central, que permitiu a aplicação da correção monetária aos seus empréstimos. Como os bancos nunca simpatizaram com a correção monetária *a posteriori*, as autoridades monetárias acabaram concordando com o teto prefixado de 30%, sendo 12 de juros e 18 de correção. Esse teto se manteve até janeiro de 1968 mas, como já vimos, os bancos encontraram vários métodos de ultrapassá-lo, uma vez que a taxa de lucratividade de tais transações excedia de 34% em 1967.

A segunda fase da política de juros teve início em janeiro de 1968, com as Resoluções n.ºs 79 e 86 que concederam incentivos financeiros aos bancos que reduzissem suas taxas de juros. Tais bancos eram autorizados a manter uma proporção maior de seus depósitos compulsórios em títulos governamentais e de crédito agrícola, elevando portanto a parcela de seus ativos com rendimentos destinados a compensar a baixa de rentabilidade decorrente da redução da taxa de juros. De acordo com a Resolução n.º 79, o teto de juros foi reduzido para 2% ao mês para operações comerciais até 60 dias, 2,2% para operações comerciais de prazo superior a 60 dias e 2,5% para as operações de crédito pessoal. A taxa composta anual seria assim de 26,8 a 33%. Contudo, os dados apurados pelo Banco Central mostraram uma rentabilidade média sobre os empréstimos de 33,7%, não obstante essa taxa incluir substancial volume de crédito rural a taxas variáveis de 14 a 18% ao ano.

Novamente, a Resolução n.º 114, de 1.º de junho de 1969, concedeu incentivos adicionais, sob a forma de proporção ainda maior dos depósitos compulsórios mantidos em ORTN. Os bancos que limitassem suas taxas de juros aos tetos oficiais estavam autorizados a elevar até 50% a proporção de seus depósitos compulsórios sob a forma de ORTN. Os tetos foram então reduzidos para 1,8 e 2% ao mês para as operações de crédito comercial de prazos inferiores ou superiores a 60 dias, respectivamente, e 2,2% para as operações de crédito pessoal. Os juros compostos anuais foram assim reduzidos para 24 a 28%. Não obstante, o rendimento médio anual sobre empréstimos dos bancos comerciais foi de 30,9%, incluindo também o crédito rural a taxas de 14 a 18%.

A mesma orientação foi repetida pela Resolução n.º 134 que produziu os tetos oficiais a 1,6 e 1,8% ao mês, respectivamente, para operações comerciais de prazos inferiores ou superiores a 60 dias, com a taxa composta anual caindo para 21 a 24%. Uma pesquisa levada a efeito com empresários e banqueiros não indica redução na taxa efetiva de juros, que permaneceu, *grosso modo*, no mesmo nível atingido em meados de 1967.

3.2 Aceites cambiais

Os juros das letras de câmbio (aceites cambiais) permaneceram livres de controle, refletindo mais acuradamente as condições do mercado, no decorrer dos últimos 10 anos. O rápido crescimento desse mercado resultou, pois, do controle imposto às taxas sobre depósitos e empréstimos dos bancos comerciais que, como vimos, foram negativas até 1966 ou 1967. As taxas no mercado de aceites cambiais continuaram acima do nível da inflação durante todo o período em análise, exceto no ponto mais alto desta, em 1963 e 1964 (ver quadros 1 e 2).

A taxa nominal aplicável aos aceites cambiais seguiu, com alguma defasagem, a da inflação. Daí ter ocorrido certa tendência no sentido de sua redução, enquanto o ritmo da inflação foi ascendente. No ponto mais alto do desequilíbrio inflacionário, enquanto os juros cobrados nos aceites cambiais atingiam 81% ao ano, os preços subiam 90%.

Com a defasagem na adaptação da taxa de juros ao declínio do ritmo inflacionário, a taxa real de juros subiu rapidamente, atingindo seu ponto mais alto em 1966: cerca de 24% ao ano. As taxas nominais de juros mantiveram-se relativamente estáveis desde meados de 1967; como o índice geral de preços continuou a acusar declínio, a taxa real de juros elevou-se a cerca de 20% em meados de 1970.

A política governamental que afetou a taxa de juros no mercado de aceites cambiais pode ser dividida em duas fases. Desde o começo, em 1958, até junho de 1969 as taxas buscaram livremente seu nível, enquanto não sofriam a intervenção do governo. As mais altas nesse mercado atraíram poupanças financeiras dos bancos comerciais, cujos depósitos não podiam pagar juros superiores — 12% ao ano. A lei da usura não foi aplicada (ou convenientemente esquecida), uma vez que as letras de câmbio tinham a respectiva taxa aplicável sobre uma fase de desconto. O quadro 2 compara o crescimento desse mercado com os depósitos a prazo nos bancos comerciais. Até 1960 ele era apenas um sétimo do total dos depósitos a prazo. Já

em 1964 havia ultrapassado o montante dos depósitos a prazo em quase três vèzes, e em 1969 mantinha-se por volta de duas vèzes o volume daqueles depósitos.

A administração Castelo Branco legalizou as elevadas taxas nominais do mercado de letras de câmbio, quando permitiu que as transações financiadas por êste instrumento pudessem utilizar-se da correção monetária (Resolução n.º 32, de 30 de julho de 1966). Da mesma forma que os bancos comerciais, as financeiras preferiram adotar o sistema da correção prefixada.

A segunda fase da política de juros aplicável às letras de câmbio teve início em meados de 1969. Preocupadas com a crescente taxa real de juros nesse mercado, as autoridades monetárias determinaram uma redução de 10% nas taxas nominais de juros (Resolução n.º 115, que entrou em vigor em 15 de junho de 1969). O resultado, já mencionado anteriormente, foi uma redução aparente nas taxas, compensada porém pela oferta de papéis de menor prazo (descrita como "concessão de dias decorridos"), o que significou a virtual manutenção dos níveis anteriores. Essa política de redução forçada da taxa nominal de juros foi acentuada com a Resolução n.º 136, que entrou em vigor a 2 de março de 1970, reduzindo em 10% o custo para o tomador dos bancos de investimentos, sem resultados aparentes na taxa efetiva de juros.

3.3 Transações da Resolução n.º 63

Outro setor de crédito comercial e industrial que se ampliou a partir de agosto de 1963 foi o da Resolução n.º 63 do Banco Central. Seu propósito foi conceder às firmas brasileiras maior acesso ao crédito externo. As firmas com capitais estrangeiros já se utilizavam do sistema da Instrução n.º 289. Como as brasileiras não dispunham de conexões financeiras no exterior, a Resolução n.º 63 autorizou os bancos comerciais e de investimentos a servir de intermediários na obtenção de crédito externo. Os bancos de investimentos foram limitados às transações de prazo superior a um ano, enquanto os comerciais podiam operar a prazos inferiores a um ano, posteriormente restrita ao mínimo de seis meses pela Resolução n.º 112, de 12 de março de 1969.

A taxa nominal efetiva para o tomador brasileiro nesse tipo de operação é a soma de: a) a taxa a que os recursos são obtidos no exterior,

usualmente, cêrca de 2% acima da "prime rate" em Nova Iorque; b) imposto sôbre a remessa de rendimentos para o exterior, da ordem de 30% dos juros remetidos; c) a comissão de aceite do banco brasileiro intermediário, de 4%; d) outros custos da ordem de 1%; e e) o risco cambial durante o período. O fator mais importante nesse tipo de transação é o risco cambial. Assim, por exemplo, em 1968, com a desvalorização da taxa de câmbio de 40,9%, a nominal foi de 60,2%, ou uma taxa ajustada de 28,9%, o que representou a mais elevada aplicável às transações comerciais em 1968 (ver quadros 1 e 2). O sistema de minidesvalorizações iniciado em agosto de 1968 resultou em desvalorizações mais graduais, contribuindo para estimular o aumento do volume e a redução de custo nas operações da Resolução n.º 63. Em 1969, as taxas ajustadas reduziram-se para 11%, contra 20% nos aceites cambiais e cêrca de 9-10% nos empréstimos dos bancos comerciais. Em 1970 a taxa da Resolução n.º 63 manteve-se aproximadamente no mesmo nível da dos bancos comerciais.

4. Política e estrutura da taxa de juros — instrumentos de poupança

Os maiores instrumentos de coleta de poupanças financeiras no Brasil são: os depósitos a prazo nos bancos comerciais (inclusive Banco do Brasil), letras de câmbio (aceites comerciais), títulos governamentais com correção monetária (ORTN) e letras imobiliárias. A importância relativa desses instrumentos modificou-se substancialmente desde 1960, quando o saldo dos depósitos a prazo era sete vêzes maior que o das letras de câmbio em circulação. Em 1969 o volume destas letras em circulação atingia o dôbro do saldo dos depósitos a prazo. Finalmente as letras imobiliárias, ligadas ao Plano Nacional de Habitação, têm acusado crescimento gradual desde 1967.

4.1 Depósitos a prazo — bancos comerciais

A taxa de juros que os bancos comerciais podiam pagar sôbre os depósitos à vista e a prazo era limitada pela lei da usura a 12% ao ano, até janeiro de 1966. Até 1965 as taxas mantiveram-se praticamente estáveis: 3% para os depósitos à vista sem limite e 6% para os de prazo fixo de um ano. Em têrmos reais, deu-se portanto uma queda contínua. De acôrdo com o Banco Central, a taxa de juros que, em 1960 era negativa em 19%, chegou ao nível de 46% negativos em 1964 (ver quadros 3 e 4).

QUADRO 3
Taxa média anual para os investidores — 1960/70
Taxas nominais em % ao ano

Ano	Depósitos bancários ¹ (Bancos comerciais)	ORTN ²	Letras de câmbio ³ (Investidor)
1960	4,3	—	21,0
1961	4,3	—	26,3
1962	3,8	—	29,5
1963	3,5	—	35,0
1964	3,0	—	43,9
1965	2,8	53,8	36,0
1966	1,9	46,4	30,4
1967	1,7	30,1	31,3
1968	3,7	30,8	29,6
1969	4,3	22,9	28,4
1970	—	22,8	28,5

Fontes:

¹ Banco Central do Brasil. *Relatório inédito da SEXPE* (4 de junho de 1970).

² Quadro 1 de Relatório inédito do Departamento Econômico do Banco Central do Brasil.

³ INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. *Plano Decenal, situação monetária, creditícia e do mercado de capitais*. maio 1966. p. 137, para 1961/65. Dados inéditos preparados pelo Dr. Renato de Barros Pimentel, do IPEA, para 1966, e Relatório inédito do Banco Central do Brasil (11 de maio de 1970) para 1967 a abril de 1970.

QUADRO 4
Taxa média anual para os investidores — 1960/70
Taxas reais de juros¹
(% ao ano)

Ano	Depósitos bancários (Bancos comerciais)	ORTN ²	Letras de câmbio (Investidor)
1960	— 19,3	—	— 6,4
1961	— 23,9	—	— 7,9
1962	— 31,6	—	— 14,6
1963	— 41,0	—	— 23,1
1964	— 45,9	—	— 24,5
1965	— 34,4	— 1,9	— 13,3
1966	— 26,2	6,1	— 5,5
1967	— 20,7	1,4	2,3
1968	— 16,6	5,3	4,3
1969	— 13,7	1,7	6,2
1970	—	2,0 (maio)	6,8 (maio)

Fonte: Quadro 3 deflacionado pela fórmula descrita na nota 1 do quadro 1.

¹ Ver nota 1 do quadro 1.

² Ajustado pelo índice de correção monetária do Conselho Monetário Nacional. A desvalorização cambial de 41% em 1968 permitiu correção mais elevada nos termos da opção para correção cambial.

Em janeiro de 1966 o Conselho Monetário Nacional (Resolução n.º 15, de 28 de janeiro de 1966) eliminou os juros sobre depósitos à vista, exceto os populares, limitados a pequenas cifras, posteriormente estendendo essa exceção às instituições de caridade, e fixou os tetos a partir de 3% para os depósitos a prazo fixo de 60 dias até 8% para os de prazo superior a um ano. Em 30 de julho de 1966, com o propósito de aumentar os estímulos para os depósitos de poupança (Resolução n.º 31), o Conselho autorizou a adoção da correção monetária aos depósitos de poupança, mas o Banco Central concordou com a correção prefixada limitada em 12-14% ao ano, que somada à taxa de juros elevava a taxa final nominal a 20-22% ao ano.³ Apesar de a inflação ainda estar no nível dos 30% ao ano e as letras de câmbio pagarem taxas mais altas (cerca de 30%), essa majoração das taxas sobre os depósitos de poupança resultou em significativa mudança das preferências do público em favor de tais depósitos, cujo crescimento foi muito superior ao das letras naquele ano. Em 1967 e 1968 a preferência retornou às letras, que tiveram grande desenvolvimento. As taxas aplicáveis aos depósitos de poupança continuavam negativas em termos reais, em julho de 1970, exceto para os depósitos de prazo superior a um ano.

A comparação da tendência dos depósitos de poupança nos bancos comerciais e sua taxa de juros com as letras de câmbio mostra claramente a importância da taxa de juros na absorção de poupanças financeiras pelos diversos instrumentos e instituições. O controle dos juros sobre depósitos nos bancos comerciais (fortemente encorajados pelos bancos nos anos mais recentes) levou os investidores a carrearem seus recursos para as letras, daí resultando a duplicação de tais instituições e uma estrutura financeira mais cara.

4.2 Mercado das letras de câmbio

As taxas nominais pagas aos investidores em letras de câmbio subiram continuamente de 1960 a 1964, ainda que a ritmo inferior ao da inflação. Em 1964 a taxa paga pelas letras atingiu o ápice de 44%, cerca de metade do ritmo da inflação (90,5%). Por outro lado, com o declínio da inflação após o programa de estabilização, as taxas nominais das letras começaram a descer, mas aqui também a ritmo inferior ao da inflação. Em termos reais, as taxas pagas pelas letras de câmbio tornaram-se positivas em 1967, con-

³ As autoridades monetárias estabeleceram esses limites por recearem as consequências de taxas mais altas sobre as financeiras que poderiam ser subitamente afastadas do mercado, com sérios efeitos sobre a economia. Trataremos deste assunto com maior profundidade na seção 5.

tinuando a elevar-se, ainda em termos positivos, até maio de 1970 (quadro 4). A política oficial imposta às letras de câmbio e aos tomadores de empréstimos nesse mercado foram descritas na seção 3.

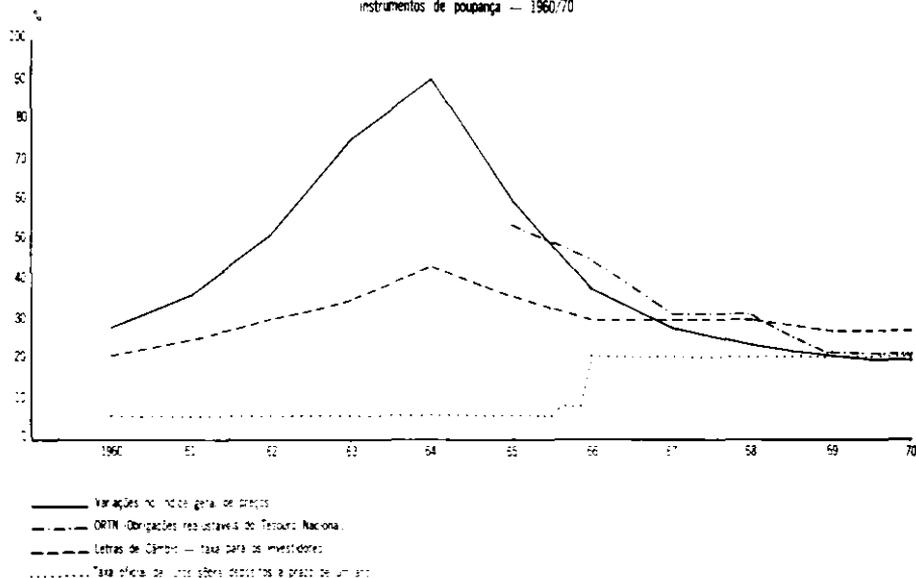
4.3 Títulos reajustáveis do tesouro (ORTN)

As obrigações reajustáveis do Tesouro Nacional foram criadas pela Lei n.º 4.357, de 16 de julho de 1964, e regulamentadas pelo Decreto n.º 54.252, de 3 de setembro de 1964. Para compensar a relutância do público em investir em títulos de longo prazo, em face da inflação, o valor nominal dêsse é mensalmente reajustável, em função das variações do nível de preços, com o índice de reajustamento publicado mensalmente pelo Conselho Monetário Nacional. O volume dêsses títulos em circulação cresceu rapidamente, superando já em fins de 1965 o saldo dos depósitos de poupança nos bancos comerciais. Com a adoção da correção cambial a êsses títulos (Decreto-lei n.º 7, de 13 de maio de 1966) a aceitação das ORTN pelo público acelerou-se ainda mais. O comprador das ORTN tinha opção de resgatá-las com a correção monetária ou cambial — a que sósse mais vantajosa. A opção da correção cambial foi muito importante na determinação da taxa efetiva de juros até 1968, uma vez que as desvalorizações de 1966 e 1968 foram maiores que a correção monetária. Desde setembro de 1969, contudo, a rentabilidade com base na correção cambial foi sempre menor que a baseada na monetária.

O comportamento das taxas no mercado das ORTN foi analisado em estudo do Banco Central, sob o título Bônus reajustáveis, distorções resultantes de valores não reajustáveis, fórmulas de reajuste e efeitos sobre o Plano de Estabilização. Nesse trabalho, a tendência das taxas foi dividida em três fases: a primeira caracterizou-se por elevadas taxas de juros, bem maiores que as de outros instrumentos no mercado financeiro, uma vez que o Governo vinha contendo com energia os meios de pagamento e a procura agregada (ver quadros 3 e 4). A segunda fase — 1967 e 1968 — distinguiu-se pela reestruturação do mercado de capitais e pelas distorções impostas aos demais títulos de renda fixa pelas ORTN com correção monetária, o que levou à ampliação do número de instrumentos com correção monetária (com a única exceção importante dos depósitos a prazo nos bancos comerciais). Durante êste período, o rendimento das ORTN era comparável ao das letras de câmbio. A terceira, iniciada em 1969 até o presente, foi marcada pela crescente utilização das ORTN nas operações de

mercado aberto * e como parte dos depósitos compulsórios dos bancos comerciais, o que garante um mercado substancial para as ORTN. O gráfico 2, preparado pelo Banco Central, compara as taxas das ORTN com as das letras de câmbio e depósitos a prazo nos bancos, bem como o comportamento dos preços de 1965 a 1969.

Gráfico 2
Taxa média anual de juros sobre alguns
instrumentos de poupança — 1960/70



5. Análise crítica da política de juros

O fator mais importante da política de juros até 1965 foi a lei da usura, que limitava as taxas de juros a 12% ao ano. Com a taxa de inflação permanentemente acima de 12%, elevando-se de cerca de 30% em 1960 a 90% em 1964, a lei da usura era cada vez mais contornada; todos os instrumentos financeiros, com exceção dos depósitos nos bancos comerciais, pagavam rendimentos efetivos acima do teto de 12%. O rápido crescimento das letras de câmbio — único instrumento financeiro que não era diretamente afetado pelas limitações legais, em matéria de juros — e o papel declinante dos depósitos de poupança comprovam à saciedade os efeitos negativos do controle sobre a taxa de juros. Tais efeitos atingiram, provavelmente, ainda

* N. do T. Este artigo foi escrito antes da substituição das ORTN pelas letras do Tesouro, nas operações de mercado aberto — *open market*.

que de forma menos espetacular, outros instrumentos financeiros, como parece indicar o fato de as taxas de juros se atrasarem tão significativamente, em relação ao ritmo da inflação, até 1964 (ver gráfico 1), conquanto se pudesse atribuir êsse atraso, pelo menos parcialmente, à impossibilidade de o público em geral antecipar elevação tão rápida dos preços. Conseqüentemente, as taxas reais de juros (taxas nominais de juros ajustadas ao índice geral de preços) foram negativas para praticamente todos os instrumentos financeiros, de 1960 a 1966 — como se vê nos quadros 2 e 4.

A lei da usura não foi revogada pela Revolução de 1964 mas, reconhecendo a necessidade de liberar a taxa de juros, as autoridades monetárias acrescentaram a correção monetária aos instrumentos financeiros, o que significou, de fato, a interpretação da lei de usura como limitando a taxa real de juros em 12%. Garantindo ao portador de um título um rendimento real positivo, a correção monetária compensou a incerteza decorrente do comportamento futuro dos preços, num ambiente inflacionário.

A adoção da correção monetária iniciou-se em 1965 com as ORTN, tendo sido ampliada para as letras de câmbio e os depósitos a prazo nos bancos comerciais. Ainda que a inversão de tendência da taxa real de juros de negativa para positiva tenha ocorrido em fins de 1966, após a adoção da correção monetária, tal fato talvez não tenha sido a principal causa dessa inversão. O mercado financeiro no Brasil sempre demonstrou alto grau de engenhosidade em contornar os tetos legais impostos sobre os juros. Assim, as autoridades monetárias pouco mais fizeram que legalizar a estrutura existente no mercado, sem afetar significativamente o nível das taxas. Provavelmente a causa mais importante da inversão para uma taxa real de juros em fins de 1966 tenha sido redução do ritmo inflacionário maior que esperada.

Uma nova fase da política de juros teve início em janeiro de 1968 por meio de um sistema de incentivos aos bancos comerciais que reduzissem sobre os empréstimos. Desde a Resolução n.º 79, em vigor a partir de janeiro de 1968, passando pela Resolução n.º 114, em junho de 1969, e pela n.º 134, em vigor a partir de fevereiro de 1970, as autoridades monetárias vieram aumentando os incentivos em troca de reduções nas taxas de juros. Se compararmos, porém, o comportamento das taxas nominais efetivas com as indicadas por aquelas resoluções, chegaremos à conclusão de que elas não foram significativamente eficazes, não obstante vários bancos se terem beneficiado dos incentivos. As taxas nominais de juros dos bancos comer-

ciais, com base nos dados disponíveis, mantiveram-se relativamente estáveis (ou se caíram, muito pouco) desde meados de 1967. Enquanto isso, as taxas oficiais para os empréstimos de 60 dias baixaram de cerca de 27% para 21% ao ano.

Aparentemente os bancos conservaram o nível anterior das taxas efetivas de juros, pelo uso crescente de técnicas evasivas, qualificando-se assim para o recebimento dos incentivos. A técnica mais freqüentemente empregada foi a do aumento do saldo médio. (Seria interessante comparar o comportamento dos saldos de caixa de uma amostra de empresas).

Qual teria sido a razão de as autoridades monetárias terem decidido intervir diretamente no nível das taxas de juros? Nós oferecemos quatro explicações, listadas não necessariamente na ordem de sua importância.

5.1 A taxa de juros como elemento do custo da inflação

A análise que fizemos da política de juros mostra a grande preocupação com o custo financeiro como um dos fatores responsáveis pela perpetuação do desequilíbrio inflacionário. A rigidez das taxas de juros nominais seria "um obstáculo à desaceleração do ritmo da inflação".⁴ O elevado custo operacional do sistema bancário, diz-se, impede uma redução significativa das taxas dos bancos comerciais, sem a compensação de certos incentivos. O principal incentivo, usado desde 1968, tem sido permitir que os bancos mantenham proporções crescentes de seus depósitos compulsórios em ORTN. O efeito dessa solução parece ser o de um verdadeiro subsídio aos bancos comerciais, por meio de aumento de seus ativos lucrativos. Parece, contudo, que esse subsídio não contribuiu significativamente para a redução da taxa de juros. Ainda que o sistema financeiro brasileiro tenha sofrido fortes majorações de custo durante os vários anos de inflação ascendente, é duvidoso se a solução de incentivos financeiros teria efeitos apreciáveis na redução desses custos. Ao contrário, poder-se-ia argumentar que esse sistema tenderia a manter a estrutura de custos elevados, pela proteção das instituições menos eficientes.

5.2 O papel das financeiras

A explicação dada aos tetos impostos às taxas sobre os depósitos a prazo foi a possibilidade de as financeiras serem afetadas adversamente. Se a taxa

⁴ RELATÓRIO do Banco Central do Brasil. 1969. p. 46.

de juros sobre os depósitos a prazo fôsse liberada para os bancos comerciais, existiria ameaça real à continuidade da existência das companhias de financiamento. O teto de 22% para os juros desses depósitos foi imposto aos bancos comerciais, principalmente porque as autoridades monetárias receavam que uma concorrência muito forte naquela ocasião, especialmente após o caso Mannesman, levaria os bancos comerciais a expulsarem abruptamente as financeiras do mercado. Elas preocupavam-se com as repercussões adversas sobre a economia de uma súbita eliminação das letras de câmbio, a mais importante fonte de recursos para o financiamento dos bens duráveis de consumo; qualquer redução substancial das letras em circulação no mercado resultaria em diminuição das vendas e produção de bens duráveis. Não obstante, a existência do sistema de crédito através de duplicatas e as companhias financeiras contribuiu para os altos custos financeiros no Brasil.

Uma solução para a estrutura de custos elevados no mercado financeiro do País seria uma concorrência gradativamente crescente entre os bancos comerciais e as companhias financeiras, o que poderia levá-los a um movimento de fusões e incorporações. Os primeiros passos nesse sentido já foram tomados pelas autoridades monetárias brasileiras. A Resolução n.º 134, de fevereiro de 1970, eliminou os tetos dos juros cobrados nas operações baseadas em crédito pessoal. Com isso, ao lado da autorização previamente concedida aos bancos comerciais para emitir certificados de depósito, eles podem agora competir com as financeiras no crédito ao consumidor.

5.3 Elementos psicológicos

A terceira explicação para a política de juros é o elemento psicológico. Se tanto os salários como os preços vêm sendo controlados, seria muito difícil, do ponto de vista político, suprimir os controles sobre a taxa de juros, não obstante o fato de não se conhecer qualquer pressão significativa quer da opinião pública quer dos círculos militares contra os níveis elevados das taxas de juros.

5.4 Contrôles seletivos de crédito

Finalmente, a política de juros parece estar sendo usada pelas autoridades monetárias como instrumento seletivo de subsídio aos setores prioritários, especialmente a agricultura e a atividade exportadora. As taxas oficiais

de juros concedidas a esses permanecem em níveis bastante inferiores à taxa de inflação (taxas reais negativas) e os empréstimos do BNDE para os setores da infra-estrutura continuam a cobrar taxas reais nulas.

O montante dos subsídios a esses setores prioritários é disfarçado pela perpetuação da inflação. Às taxas de juros nominais cobradas dos pequenos proprietários rurais, por exemplo, a economia brasileira lhes está pagando um subsídio da ordem de 7% do volume de crédito que lhes concede. O custo real desses empréstimos é distribuído entre os demais clientes do banco.

5.5 Nota final

Se a inflação fôsse eliminada, os subsídios a esses setores prioritários teriam de ser mais diretos e aparentes. Tal fato ou levaria à sua extinção ou à criação de uma verba orçamentária para tal fim. Seria, contudo, interessante indagar se a perpetuação do desequilíbrio inflacionário não seria um objetivo em si mesmo de manter o instrumento seletivo da política de juros para subsidiar os investimentos nos setores prioritários.

6. Fatores mais importantes com influência sobre a taxa de juros

A estrutura da taxa de juros deverá ser significativamente afetada nos próximos meses por três fatores de origem diferente: a continuação da concorrência proveniente das fontes externas de recursos; a crescente concorrência entre bancos comerciais e companhias de financiamento; e a instituição do mercado das letras do Tesouro.

O rápido crescimento do influxo de créditos provenientes do exterior em 1968 e 1969 constituiu-se em importante fator de concorrência com o custo do crédito dos bancos comerciais. A confiança do mercado financeiro internacional na situação econômica do Brasil abriu novas fontes de financiamento para as empresas brasileiras. A Resolução n.º 63 foi o instrumento pelo qual as firmas brasileiras puderam levantar recursos com garantias de bancos brasileiros no exterior, a taxas paulatinamente menores, à medida que as desvalorizações cambiais reduziam-se, chegando a um nível que começou a concorrer com as taxas de empréstimos dos bancos comerciais. Apesar de as autoridades monetárias terem limitado as operações tipo Resolução n.º 63, as elevadas taxas de juros no Brasil continuam

a atrair substancial influxo de créditos do exterior, registrados no Banco Central de acôrdo com a Lei n.º 4.131.

Outra conseqüência do forte influxo de crédito proveniente do exterior é o seu efeito expansionista sôbre a situação monetária interna. Dentro do orçamento monetário, as autoridades, tendo de esterilizar montantes maiores que os previstos para as reservas internacionais, ver-se-ão forçadas a reduzir as operações internas de crédito, tais como a venda de títulos do govêrno que contribuem para elevar a taxa de juros. Temos assim, de um lado, o efeito favorável das taxas de juros internacionais mais baixas, e de outro, o efeito das operações de esterilização, que empurra para cima as taxas de juros do País.

A concorrência entre os bancos comerciais e as companhias financeiras foi estimulada recentemente pela supressão do teto dos juros aplicáveis às operações de crédito pessoal, nos termos da Resolução n.º 134. Essa Resolução, juntamente com a autorização anterior aos bancos comerciais para emitir certificados de depósitos sem qualquer limitação sôbre os respectivos rendimentos, criou condições para que os bancos comerciais concorressem com as financeiras no crédito direto ao consumidor. Se os bancos comerciais se prevalecerem dêsse fato, terão condições de atrair novos depósitos de poupança, à custa das letras de câmbio, e após algum tempo absorverem as companhias de financiamento. Essa maior racionalização da estrutura financeira contribuiria para a redução da taxa de juros.

Um terceiro fator que terá influência significativa sôbre a taxa de juros no Brasil é a instituição do mercado das letras do Tesouro. Com a autorização dada pela Resolução n.º 150, de 24 de julho de 1970, para a venda de letras do Tesouro, as autoridades monetárias criaram condições para atacar uma nova causa dos altos custos da estrutura financeira brasileira, isto é, os grandes saldos de caixa que os bancos comerciais possuem, em virtude da inexistência de mercado secundário interbancário. Na falta de um instrumento de boa liquidez ou mercado para investir as reservas excedentes a muito curto prazo, os bancos comerciais tradicionalmente mantêm forte encaixe voluntário (12% dos depósitos em fins de 1968, mas até 20% em anos anteriores). Com o tempo, a instituição do mercado das letras do Tesouro dará aos bancos um mercado interbancário que êles necessitam para reduzir seu encaixe e aumentar seu ativo lucrativo.

Se supusermos que a inflação continuará a ter o seu ritmo reduzido, por menos que seja, êsses três fatôres permitirão queda gradual tanto das taxas nominais como reais de juros em futuro próximo.

QUADRO 5

Saldos de empréstimos em algumas instituições financeiras¹ — 1960/70

(Dados em fim de período em milhões de cruzeiros)

Ano	Bancos comerciais	Banco do Brasil	BNDE	Aceites cambiais	BNH	Total
1960	382	183	54	7	—	626
1961	502	280	70	13	—	865
1962	775	479	116	48	—	1.418
1963	1.210	735	200	81	—	2.226
1964	2.226	1.302	303	245	—	4.076
1965	3.914	1.631	572	695	19	6.831
1966	4.821	2.560	858	872	88	9.199
1967	7.931	3.568	1.421	2.105	451	15.476
1968	12.311	5.737	1.921	4.558	1.873	26.400
1969	16.699	8.489	3.002	6.172	3.582	37.944

Fontes: BOLETINS do Banco Central do Brasil. mar. 1969, quadro 1.27 para 1964/69 e mar. 1966, quadro 1.11, para 1960/63 e quadro 1.15 para BNDE.

¹ Instituições financeiras que totalizavam 97% do total dos empréstimos de capital de giro e para investimentos, em dezembro de 1969.

QUADRO 6

Saldo em circulação de instrumentos de crédito para investidores — 1960/70

(Dados em fim de período em milhões de cruzeiros)

Ano	Depósitos a prazo ¹ (Bancos comerciais)	ORTN ²	Letras de câmbio ³	Letras imobiliárias	Total
1960	48,4	—	7,1	—	55,5
1961	56,9	—	13,0	—	69,9
1962	57,7	—	47,9	—	105,6
1963	89,6	—	81,4	—	171,0
1964	148,4	41,0	245,0	—	434,4
1965	242,0	384,0	695,0	0	1.321,0
1966	713,0	1.100,0	872,0	12	2.697,0
1967	1.583,0	1.916,0	2.105,0	215	5.819,0
1968	2.438,0	2.572,0	4.558,0	565	10.133,0
1969	2.716,0 (agô.)	3.167,0 (jun.)	6.172,0	1.071	13.126,0

Fontes:

¹ BOLETINS do Banco Central. mar. 1969, quadro 1.25A para 1960/64; jul. 1969 para 1965/66; e mar. 1970 para 1967/69.

² Banco Central do Brasil. Relatório inédito da SEXPE. (9 de outubro de 1969).

³ Para 1960/63, INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. *Situação monetária, creditícia e do mercado de capitais*. maio 1966, p. 135; para 1964/69, *Relatório anual do Banco Central do Brasil e Boletim do Banco Central*, mar. 1970, quadro 1.27.

DEMOGRAFIA
Y ECONOMIA

Redactores

Raúl Benítez Zenteno, Gerardo M. Bueno, Gustavo Cabrera Acevedo, Eliseo Mendoza Berrueto, Leopoldo Solís M., Claudio Stern, Tomás Carza, Luis Unikel S., Víctor L. Urquidi.

Srio. de Redacción: Raúl de la Peña

Vol. V Núm. 3 (15)

1971

ARTICULOS

Clara Jusidman

Conceptos y definiciones en relación con el empleo, el desempleo y el subempleo

Harley L. Browning y Jack P. Gibbs

División intraindustrial del trabajo en las entidades federativas de México

Juan Carlos Lerda

Cálculo de la esperanza de vida activa de un trabajador. Nota metodológica

Guillermo Viteli y Roberto Mizrahi

Modelo de seguridad social. Un aporte metodológico

Luiz Unikel y Gustavo Garza

Una clasificación funcional de las principales ciudades de México

Michel Deveauvais

Previsión de necesidades de mano de obra de calificación alta. Posibilidad de aplicación de las comparaciones internacionales al caso de México

INFORMES

Puntos de vista soviéticos sobre política demográfica.

RESEÑA DE LIBROS

NOTAS BIBLIOGRAFICAS

COMUNICACIONES

DEMOGRAFIA Y ECONOMIA se publica tres veces al año.

Redacción y administración:

El Colegio de México, Guanajuato 125, México 7, D. F.

Precio del ejemplar: México \$25.00; Extranjero, Dls. 2.50

Subscripción anual: México, \$60.00; Extranjero, Dls. 6.00