

SÉRIE TESES Nº 16

ROBERTO MORENO MOREIRA

Doutor em Economia
pela Escola de Pós-Graduação em Economia
da Fundação Getúlio Vargas

**A DETERMINAÇÃO DA TAXA
DE JUROS EM UMA ECONOMIA
FINANCEIRAMENTE ABERTA**



Instituto de Documentação
Editora da Fundação Getúlio Vargas
Rio de Janeiro, RJ — 1988

Direitos reservados desta edição à Fundação Getúlio Vargas
Praia de Botafogo, 190 - 22253
CP 9.052 - 20.000
Rio de Janeiro - Brasil

É vedada a reprodução total ou parcial desta obra

Copyright da Fundação Getúlio Vargas

1.ª edição - 1988.

FGV - Instituto de Documentação
Diretor: Benedicto Silva
Editora da Fundação Getúlio Vargas
Chefia: Mauro Gama
Coordenação geral da edição: Elizabeth Gelmini Dunhofer
Capa: Haniel Baptista dos Santos
Composição: Paulo Alves

Moreira, Roberto Moreno

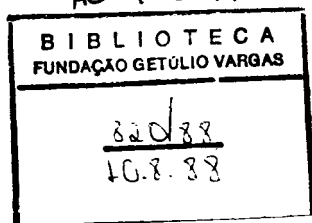
A determinação da taxa de juros em uma economia financeiramente aberta / Roberto Moreno Moreira. - Rio de Janeiro: Editora da Fundação Getúlio Vargas, 1987.

82p. - (Série teses / Fundação Getúlio Vargas, Escola de Pós-Graduação em Economia; 16)

Bibliografia: p. 77-80

1. Taxas de juros. 2. Brasil - Política econômica - 1977-1982. I. Fundação Getúlio Vargas. Escola de Pós-Graduação em Economia. II. Título. III. Série.

CDD 332.113
CDU 336.35



ID 51255

BB-00040464-9

*Aos meus pais,
que nunca mediram esforços
na tarefa de educar, minha
gratidão.*

APRESENTAÇÃO

O objetivo desse trabalho é o de aprofundar o conhecimento sobre as variáveis que intervêm no mercado de empréstimos no Brasil, bem como os canais pelos quais ocorrem essa intervenção, em vista das mudanças pelas quais passou a economia brasileira a partir da década de 70, entre elas a internacionalização do mercado financeiro.

Tem sido praxe tratar as economias em desenvolvimento como *price-takers* em termos de suas relações com o exterior, principalmente no que diz respeito à mobilidade de capitais. Não obstante a validade da simplificação quando interessa os grandes resultados, o esforço nesse estudo está dirigido para procurar demonstrar que as variáveis econômicas de um país, ainda que teoricamente “pequeno”, podem ser influenciadas, no curto prazo, por decisões de política econômica interna.

A despeito da natural responsabilidade do autor por este estudo, certamente o interesse e participação do Comitê de Tese — Prof. Fernando de Hollanda Barbosa, Prof. José Luiz Carvalho, Prof. Paulo Roberto Nunes Guedes e Prof. Roberto da Cunha Castello Branco — contribuíram para a sua realização e aperfeiçoamento.

Esse resultado final também se beneficiou das discussões realizadas com os amigos e colegas João Luiz Mascolo e Helson Cavalcante Braga, aos quais é preciso agradecer pela extrema paciência e dedicação.

Saliente-se, outrossim, a dupla colaboração oferecida pelo Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais do qual o autor é pesquisador. De um lado, o apoio material e humano, este último representado pela datilografia eficiente dos originais — realizada por Maria Heloisa de Souza, Maria de Fátima Cardoso e Fátima Maria da Silva Mello — e pela árdua tarefa de coleta de dados empreendida com o auxílio de Leila Rangel da Costa e Beatriz Alves Correa em diferentes fases; de outro, a possibilidade de convivência com um grupo de colegas de alto nível com os quais foi possível manter, sempre que necessário, um debate extremamente frutífero.

Finalmente, há que registrar o apoio incondicional de meus familiares, especialmente de minha esposa e filhos que, de uma forma ou de outra, asseguraram a manutenção de meu equilíbrio emocional e força de vontade ao longo de todo o estudo. A eles — Mariza, Maurício e Mariana — cabe, sem dúvida, a maior responsabilidade pelo término do trabalho.

O Autor.

SUMÁRIO

Introdução, 1

1. O Mercado de Crédito e a Economia Brasileira — 1977/82, 5
2. O Mercado de Crédito: Uma Abordagem Teórica, 17
 - 2.1 O Modelo de Brunner—Meltzer, 17
 - 2.2 Um Modelo para o Mercado de Empréstimos no Brasil, 20
 - 2.3 Uma Análise de Estática Comparativa, 27
3. A Determinação da Taxa de Juros no Período 1977/1982: Resultados Empíricos, 33
 - 3.1 Tratamento das Variáveis, 33
 - 3.2 Resultados Empíricos: 1977/82, 34
4. Conclusões, 45

Anexo 1

Descrição das Variáveis e suas Fontes, 49

Anexo 2

Resoluções do Banco Central, 57

Circulares do Banco Central, 73

Bibliografia, 77

Índice Analítico, 81

INTRODUÇÃO

Os elevados níveis atingidos pelas taxas de juros reais no mercado interno em 1983, que vinham se mantendo assim desde o início de 1980, suscitaram diversos debates em torno das conseqüências de tal conjuntura sobre a atividade econômica, bem como sobre as medidas a serem implementadas no sentido de reduzir estes níveis.

Apesar de os argumentos oferecidos à época serem de natureza bastante variada, é possível destacar duas posições polares neste debate:

a — De um lado, encontravam-se aqueles que acreditavam na exogeneidade da taxa de juros, ou seja, que as taxas praticadas no mercado interno eram determinadas, fundamentalmente, pelo custo dos recursos captados externamente, constituído da taxa de juros no exterior acrescida da expectativa quanto à desvalorização cambial.

b — De outro lado, alguns consideravam que a determinação da taxa de juros é resultado da presença de fatores internos e externos, ou seja, o custo dos recursos externos é relevante mas não dominante. Para estes, uma política creditícia apertada e uma política fiscal folgada, entre outros fatores, têm um peso ponderável na definição dos juros internos.

A relação teórica entre as taxas de juros nominais e a taxa de câmbio — a paridade de juros — estabelece que o diferencial de juros entre dois países deve ser igual ao prêmio (ou desconto) futuro na taxa de câmbio entre as moedas envolvidas. Este resultado decorre do processo de arbitragem: se a taxa de juros interna supera a externa em montante superior ao prêmio futuro, induz a uma entrada de capital externo que acarretará um aumento deste prêmio e variações das taxas de juros até eliminar qualquer possibilidade de lucro.

Embora o processo suponha mercados de câmbio organizados e funcionando livremente, também se deve manter, em princípio, mesmo quando a taxa de câmbio é fixada. Nesta situação, o ajuste ocorre via variação das taxas de juros. A condição de paridade, neste último caso, relaciona o diferencial de juros com a expectativa de desvalorização (valorização) da taxa de câmbio entre as moedas envolvidas.

Seja com mercados de câmbio livres ou controlados, tal condição, no entanto, tem sua aplicação vinculada às situações envolvendo ativos financeiros idênticos — exceto pela moeda na qual foram emi-

tidos — e perfeita mobilidade de capital entre os países.

Em anos recentes, diversos autores têm se preocupado em testar a validade desta relação teórica buscando, adicionalmente, explicar os desvios encontrados. A lista é extensa e inclui estudos mostrando a consistência dos desvios da paridade com o nível dos custos de transação, bem como aqueles que consideram a origem desses desvios resultante de os ativos emitidos em diferentes países serem distintos não apenas no que se refere às moedas de emissão. Entre estes últimos, encontram-se trabalhos que atribuem à existência de riscos políticos, controles de capital e de câmbio, taxação diferenciada além de outras políticas, o fato de o diferencial de juros observado não corresponder, na prática, ao prêmio ou desconto futuro¹.

Este conjunto de trabalhos revela que embora o teorema de paridade de juros constitua um resultado lógico, está baseado em condições que não são presenciadas na realidade. Tal dedução, longe de estabelecer a inutilidade da relação, apenas evidencia a necessidade de se reescrever a ligação entre os juros nominais internos e externos, descontando os fatores mencionados e que podem ser responsáveis pela falência da paridade de juros convencional.

Entretanto, a conclusão de que deve existir um equilíbrio estático no qual as taxas de juros entre os países difiram apenas pela expectativa de variação cambial não implica, obviamente, que um desvio deste equilíbrio seja instantaneamente eliminado. No curto prazo, é possível que alterações de política econômica acarretem situações de desequilíbrio seguidas de um processo de ajustamento, ao longo do qual a paridade de juros fica violada. O lapso de tempo necessário para o ajustamento completar-se há de depender, obviamente, do grau de eficiência do mercado financeiro.

No caso brasileiro, os ganhos de eficiência são limitados pela segmentação existente². O mercado de crédito está dividido entre o mercado “institucional” e o “livre”. Por força da intervenção do Governo, os bancos são obrigados a dedicar parte dos recursos disponíveis para empréstimos às atividades agrícolas e de exportação, além das pequenas e médias empresas, a taxas de juros administradas. Reduzem-se, desta forma, os recursos destinados ao mercado “livre”, pressionando-se as taxas de juros.

Um outro fator de pressão sobre as taxas de juros — o déficit

¹ Entre os diversos autores que têm discutido os desvios da paridade de juros, encontram-se os trabalhos de Aliber [1], Frenkel e Levich [19, 20], Dooley e Isard [15], Wilby [50] e Howard e Johnson [26].

² Ver Senna [41, 42, 43].

público — resulta das decisões do Governo de realizar gastos acima da sua capacidade de geração de receita. Assim, resta uma diferença a ser financiada ou por expansão da base monetária e/ou por endividamento interno e/ou externo. Qualquer que seja a combinação escolhida para financiar o déficit, sempre envolverá alguma pressão sobre as taxas de juros na medida em que o financiamento ocorrer via expansão da oferta de títulos no mercado interno. Esta expansão será tão maior, quanto maior for a restrição representada pelo crescimento dos meios de pagamento.

A despeito da importância do custo dos recursos externos já mencionados, a segmentação do mercado de crédito e o elevado déficit público dos últimos anos, entre outras variáveis, devem influenciar o nível de taxa de juros no Brasil, em um contexto no qual o ajustamento entre os mercados internos e externos via arbitragem não se faz instantaneamente. E essa influência deve ser mais significativa, quanto mais demorado for o processo de ajustamento.

Esse trabalho objetiva estudar a determinação da taxa de juros de empréstimo no Brasil no período 1977-1982, tendo em conta a internacionalização do sistema financeiro que se iniciou, basicamente, a partir de 1974.

No primeiro capítulo, descreve-se a evolução dos principais indicadores macroeconômicos no Brasil durante o período analisado destacando-se, adicionalmente, o comportamento das taxas de juros interna e externa. O capítulo dois apresenta a modelagem teórica que deu suporte ao trabalho, incorporando as características particulares do Sistema Financeiro Nacional. O capítulo seguinte, por seu turno, expõe os resultados empíricos, ao passo que as conclusões do estudo encontram-se no capítulo quatro. Finalmente, o anexo 1 descreve a fonte dos dados primários e a construção dos dados secundários, enquanto que um resumo das regulamentações que afetaram o mercado de crédito no período é encontrado no anexo 2.

1. O MERCADO DE CRÉDITO E A ECONOMIA BRASILEIRA – 1977/82

O período coberto pelo presente estudo caracterizou-se sobretudo pela existência de dois problemas: a escalada da taxa de inflação – que passou de 46,3% em 76 para 99,7% em 82 – e o déficit crescente da conta de transações correntes do balanço de pagamentos – que evoluiu de US\$ 6,0 bilhões para US\$ 16,3 bilhões – provocando correspondente aumento da dívida externa.

Ao final de 1976, a economia brasileira apresentava um quadro, onde era visível o expressivo crescimento econômico no ano (9,7%), aliado ao recrudescimento inflacionário – o IGP-DI havia alcançado 29,5% em 1975 – e à persistência do déficit comercial, embora menor, que ocorria desde 1974. Foi esse cenário que norteou em princípio a política econômica em 1977, uma vez que a manter-se o crescimento econômico do ano anterior previa-se sérias dificuldades para a balança comercial e o controle da inflação. Já em 76, diante dos sinais que prenunciavam o aumento da inflação, o Governo tomou uma série de medidas visando a restringir a expansão monetária e o crédito. Destacam-se, por sua importância para este estudo, as seguintes (ver Anexo 2):

- elevação da taxa do compulsório sobre depósito à vista de 27% para 33% no primeiro e para 35% no segundo semestre (Resoluções do Banco Central 375/abr. e 382/jul.). Além disso, proibiu a conversão em títulos federais de acréscimos do depósito compulsório a partir da posição de agosto (Resolução 390/set.);
- aumento da taxa de redesconto de 18% a.a. para 22% a.a. em março e 28% a.a. em maio (Circulares 294/mar. e 301/maio);
- liberação das taxas de juros ativas dos bancos de investimento (Resolução 361/mar.) e dos bancos comerciais (Resolução 389/set.);
- restrições de prazo e entrada no crédito direto ao consumidor (Resolução 383/jul.).

A manutenção dessas medidas durante o primeiro semestre de 1977, além do aumento do custo do crédito rural em janeiro (Resolu-

ção 416/jan.)³, auxiliou no controle dos meios de pagamento. Isso aconteceu a despeito de a taxa anualizada de crescimento da base monetária continuar elevando-se. A taxa de inflação, por sua vez, só começou a declinar em junho.

A evolução dos meios de pagamentos no segundo semestre e a expectativa de uma nova pressão sobre os preços nos últimos meses do ano, em face da sazonalidade da atividade econômica, levou a um novo conjunto de medidas restritivas em outubro:

- elevação temporária do compulsório incidente sobre depósitos à vista de 35% para 40% (Resolução 446/out.);
- determinação de que a contabilização das LTN's vinculadas aos depósitos compulsórios fosse realizada pelo valor de aquisição e não pelo valor de face (Circular 357/out.);
- novo aumento da taxa de redesconto, para 30% (Circular 358/out.);
- congelamento temporário, no Banco Central, da contrapartida em cruzeiros dos empréstimos externos ingressados no país entre 17/11/77 e 20/01/78.

Como revela a Tabela 1, a política econômica foi relativamente bem sucedida em 77 em relação aos agregados monetários e à taxa de inflação.

No entanto, não foi possível controlar as taxas de juros praticadas no mercado de crédito, aqui entendido como o dos empréstimos realizados pelos bancos comerciais e de investimento, com recursos domésticos. Embora não seja disponível um conjunto de dados sobre a taxa de juros dos empréstimos desses bancos entre janeiro e agosto de 1977, o Relatório do Banco Central permite inferir que essa elevou-se a partir do último trimestre de 76:

*"A necessidade de exercer um controle efetivo sobre a expansão dos meios de pagamento e do crédito trouxe, portanto, como consequência inevitável, a manutenção das taxas de juros do mercado financeiro em níveis elevados, fato que se evidencia imediatamente a partir do último trimestre de 1976. . . "*⁴

³Nas operações de investimento, a taxa básica de 15% a.a. (Resolução 209/72) foi elevada para 18% a.a. nas operações entre 1000 e 5000 vezes o maior valor de referência (MVR) e para 21% a.a. em operações de valor superior a 5000 MVR. Nas operações de comercialização, a taxa elevou-se de 15% para 22% a.a.

⁴Relatório do Banco Central — p. 62. 1977.

Tabela 1.1
Principais Indicadores Macroeconômicos
Taxas de Crescimento (%)

Ano	Base Monetária	Meios de Pagamento	IGP-DI	PIB
1976	49,8	37,2	46,3	9,7
1977	50,7	37,5	38,8	5,7
1978	44,9	42,2	40,8	5,0
1979	84,4	73,6	77,2	6,4
1980	56,9	70,2	110,2	7,2
1981	69,9	73,0	95,2	-1,6
1982	86,8	65,0	99,7	0,9

Fonte: Boletim do Banco Central.

Entre as causas que determinaram a elevação dos juros há que se destacar, no primeiro semestre, a expectativa de elevadas taxas de inflação. Embora o Governo tenha procurado restringir a alta dos juros atuando sobre a remuneração da LTN e sobre os juros cobrados pelo Banco do Brasil durante os meses de março e abril de 1977, a expansão da base monetária obrigou ao abandono desta política até junho, quando a inflação começou a declinar. Nessa mesma época, foi reduzido o limite máximo de captação pelos bancos comerciais e de investimento dos depósitos a prazo fixo inferiores a 180 dias (Res. 431/jun.). Também aumentou-se a carência mínima dos empréstimos externos de 6 para 30 meses. De um lado, limitar a captação facilitava a colocação de títulos públicos mas prejudicava, de outro lado, a oferta de empréstimos. A carência mínima para captação externa, por dificultar o acesso ao mercado financeiro internacional, estimulou a demanda por empréstimos domésticos.

O elenco de medidas determinadas em outubro reforçou a redução da oferta e a expansão da demanda por empréstimos e, como resultado, a alta da taxa de juros de empréstimo dos bancos de investimento nos últimos meses do ano (*cf.* com a tabela 1.2).

O nível alcançado pelo custo dos empréstimos em dezembro de 77 não foi alterado nos primeiros seis meses de 1978, apesar de os bancos comerciais e de investimento ficarem obrigados ao prazo mínimo de 180 dias para a captação de depósitos a prazo (Res. 461/fev.). Este comportamento originou-se do panorama de liquidez relativamente folgada no primeiro semestre, basicamente devido à crescente captação de empréstimos no exterior, à liberação dos recursos externos congelados ao final de 77, bem como ao aporte de recursos para a

agricultura com vistas a minimizar os prejuízos decorrentes da forte estiagem que assolou a região centro-sul. Nesse período, a maior expansão da base monetária foi contida por operações de mercado aberto, tendo em vista que a liquidez do mercado propiciava a colocação de títulos sem pressionar as taxas de desconto.

Ao final do semestre, preocupado com o crescimento dos meios de pagamento a nível semelhante ao ocorrido em 77 e considerando o fluxo de recursos externos existente apesar da elevação da *Libor* a partir de maio de 77, o Governo determinou novo congelamento desses recursos, inicialmente pelo prazo de 30 dias (Res. 479 e Circular 379 de junho). Posteriormente, esse prazo foi ampliado para 120 dias (Circ. 385/jul.) e para 150 dias (Circ. 389/ago.). Essa medida não chegou a reduzir significativamente a liquidez do sistema, posto que foi substituída pela injeção de recursos resultante de operações ativas das Autoridades Monetárias, via resgate de títulos federais e compras de café, além das operações do Banco do Brasil.

Em vista do crescimento dos agregados monetários, o Conselho Nacional decidiu em novembro do mesmo ano (Res. 497) estabelecer um novo cronograma de liberação dos recursos referentes aos empréstimos externos sem prejuízo da Resolução 479/jun. Assim, os depósitos ainda não liberados pelo Banco Central e os futuros depósitos estariam disponíveis em três parcelas: 20% no prazo previsto pela Res. 479 e o restante em 30 e 60 dias após a primeira parcela. Adicionalmente, alterou o prazo mínimo de amortização dos empréstimos externos de 8 para 10 anos para fins do benefício fiscal sobre a remessa de juros (Res. 498/nov.).

O impacto dessas Resoluções sobre o mercado de crédito foi o esperado e contrariou a expectativa de liberação total dos depósitos anteriormente retidos por 120 dias. Por esse motivo, em dezembro, quando a demanda por crédito já se encontra sazonalmente aquecida, observou-se uma elevação das taxas de juros dos empréstimos e da taxa de rentabilidade das LTN's (vide tabela 1.2).

O período entre janeiro e agosto de 1979 caracterizou-se pela tentativa do Governo de alcançar diferentes objetivos sem contar com instrumentos de política suficientes. Assim, as diretrizes fixadas no início do ano contemplavam, segundo o Relatório do Banco Central,

*"... a contenção gradual da taxa inflacionária, o melhor posicionamento das contas do setor externo, o desenvolvimento a curto prazo da agropecuária e a manutenção da taxa de crescimento do produto compatível com a necessidade de ampliação das oportunidades de emprego".*⁵

⁵ Relatório do Banco Central de 1979 – p. 17.

Em outra página do mesmo documento,

*“... [as diretrizes] contemplavam prioritariamente a necessidade (...) de proceder a uma efetiva redução das taxas de juros”.*⁶

O elevado potencial de expansão monetária embutido nas retenções dos empréstimos externos realizadas em 1978 e cujas liberações estavam programadas para 1979, a prioridade ao setor agropecuário na forma de incentivo creditício e de preços; a política de desvalorização cambial que previa reajustes superiores a paridade entre o cruzeiro e o dólar; a tentativa de reduzir as taxas de juros do crédito via política de mercado aberto: todos esses foram elementos que contribuíram decisivamente para a expansão monetária e o recrudescimento da inflação que se observou nos primeiros meses do ano.

Durante esse período de tempo, diversas medidas foram utilizadas com o objetivo de reduzir a demanda agregada e propiciar financiamento não-inflacionário aos gastos do Governo, entre elas destacam-se as seguintes:

- sucessivas reduções dos prazos de financiamento concedidos pelas sociedades de crédito, financiamento e investimento (Resoluções 510/jan., 522/mar. e 538/maio);
- aumento do prazo mínimo para emissão de depósitos a prazo de 180 para 360 dias (Resoluções 530/abr.);
- congelamento de 50% dos empréstimos externos sem prejuízo das liberações determinadas pelas Resoluções 479 e 497 de 78 (Resolução 532/abr.). Vale mencionar que este congelamento não desobrigava o tomador dos encargos de juros e comissões devidos;
- permissão para que os bancos fizessem uso de suas carteiras de títulos federais como colaterais para as operações de redesconto, beneficiando-se de taxas menores em relação aos empréstimos de liquidez sem essas garantias (Resolução 550/jun.);
- redução do benefício fiscal a que faz jus os tomadores de empréstimos externos de 85% para 50% do imposto de renda devido (Resolução 559/jul.).

A despeito de todas essas medidas, as taxas anualizadas de crescimento dos meios de pagamento e da base monetária alcançaram respectivamente 49,3% e 54,9% em agosto, superiores aos 42,2% e 44,9%

⁶ *Ibidem*, p. 40.

Tabela 1.2
Taxa de Juros de Empréstimos, Taxa de Juros Externa e
Rentabilidade da LTN (% a.m.)

1977-1982

Anos	$i_a^{(1)}$	$i_T^{(2)}$	Libor
1977 - Jan.		3,12	0,48
Fev.		3,12	0,47
Mar.		2,82	0,46
Abr.		2,61	0,46
Mai.		2,69	0,53
Jun.		2,74	0,50
Jul.		2,70	0,53
Ago.		2,69	0,54
Set.	3,53	2,66	0,59
Out.	3,63	2,66	0,61
Nov.	3,76	2,85	0,61
Dez.	3,94	3,07	0,62
1978 - Jan.	3,90	2,97	0,64
Fev.	3,80	2,92	0,63
Mar.	3,82	2,92	0,64
Abr.	3,82	2,92	0,66
Mai.	3,84	2,91	0,69
Jun.	3,83	2,90	0,76
Jul.	3,90	2,91	0,73
Ago.	4,01	3,07	0,76
Set.	4,00	3,10	0,79
Out.	4,02	3,13	0,97
Nov.	4,12	3,14	0,98
Dez.	4,48	3,32	0,77
1979 - Jan.	4,51	3,28	0,88
Fev.	4,50	3,19	0,91
Mar.	4,53	3,18	0,87
Abr.	4,53	3,12	0,91
Mai.	4,56	3,11	0,86
Jun.	4,54	3,01	0,87
Jul.	4,52	2,98	0,91
Ago.	4,51	2,90	0,99
Set.	4,23	2,76	1,05
Out.	4,19	2,47	1,24
Nov.	4,20	2,03	1,15
Dez.	4,22	2,03	1,18

(continua)

continuação

Anos	i_a (1)	i_T (2)	Libor
1980 – Jan.	4,52	1,89	1,17
Fev.	4,57	1,56	1,22
Mar.	4,53	1,55	1,47
Abr.	4,54	1,56	1,47
Mai.	4,43	1,72	0,96
Jun.	4,40	2,30	0,79
Jul.	4,42	2,95	0,80
Ago.	4,47	3,20	0,91
Set.	4,54	3,38	1,02
Out.	4,87	4,04	1,09
Nov.	5,34	4,31	1,27
Dez.	5,92	4,31	1,47
1981 – Jan.	6,17	4,31	1,37
Fev.	7,37	5,06	1,39
Mar.	7,92	5,02	1,28
Abr.	8,14	5,14	1,29
Mai.	8,20	5,19	1,47
Jun.	8,12	5,24	1,38
Jul.	8,11	5,20	1,45
Ago.	8,10	5,32	1,53
Set.	8,33	5,47	1,46
Out.	8,53	6,00	1,36
Nov.	8,53	6,00	1,13
Dez.	8,51	5,61	1,12
1982 – Jan.	8,31	5,44	1,22
Fev.	8,43	5,38	1,28
Mar.	8,38	5,65	1,21
Abr.	8,58	6,18	1,23
Mai.	8,58	6,01	1,18
Jun.	8,51	6,13	1,26
Jul.	8,56	6,47	1,21
Ago.	8,18	6,60	1,02
Set.	8,25	6,60	1,02
Out.	8,71	6,60	0,95
Nov.	9,16	6,60	0,81
Dez.	9,56	6,60	0,80

Fonte: Vide Anexo 1.

(1) Taxa de juros de empréstimos de seis meses dos bancos de investimento.

(2) Rentabilidade da LTN de 91 dias no mercado primário.

de dezembro do ano anterior. A taxa de juros de aplicação dos bancos e a taxa de desconto das LTN's mantiveram-se estáveis nos patamares do início do ano sem nenhuma tendência de queda.

Os últimos meses de 79 foram utilizados na reorientação da política econômica, configurando um período econômico inteiramente diferente daquele observado até agosto. Conforme o Banco Central,

"... a expectativa de que a continuidade da política restritiva conduzisse a um processo recessivo de consequências sociais indesejáveis, levou o Governo a ajustar a política econômica, orientando-a, a partir de agosto, no sentido da manutenção de taxas adequadas de crescimento econômico".⁷

Coerente com essa nova direção, o Banco Central aplicou através das Resoluções 560 e 561 de 30 de agosto um redutor de 10% sobre as taxas ativas dos bancos comerciais e de investimento, além das financeiras. No mês de setembro, eliminou as restrições sobre os prazos máximos de financiamento das sociedades de crédito, financiamento e investimento (Resolução 567) e liberou a emissão de depósitos a prazo de 180 dias (Resolução 566). Esse conjunto de resoluções, aliado a uma política monetária folgada que resultou na injeção de Cr\$ 81,6 bilhões no sistema através de operações de mercado aberto, induziu a uma redução da taxa de aplicação dos bancos e, principalmente, da remuneração das LTN's.

Ao final do ano, o Governo decidiu conciliar a correção do desequilíbrio externo com a contenção da base monetária, preparando o cenário de 1980. Como já foi mencionado, a correção cambial vinha superando a paridade ao longo do ano e esta estratégia visava a neutralizar a redução dos incentivos fiscais à exportação e dos gravames à importação que vinha sendo realizada. Tal quadro dever-se-ia manter até junho de 1983. No entanto, tendo em vista que a política de incentivos fiscais e creditícios à exportação, mesmo cadente, constituía um elemento de pressão sobre a base monetária, o Conselho Monetário Nacional resolveu diminuir o subsídio creditício às exportações (Resoluções 581, 582 e 583/dez.) e eliminar o incentivo fiscal, bem como o recolhimento restituível que onerava as importações procedendo, compensatoriamente, a uma desvalorização de 30% da taxa de câmbio (12/79).

Os crescentes déficits em conta corrente e a conseqüente necessidade de captação externa acarretaram a supressão do congelamento

⁷ Relatório do Banco Central de 1979 – p. 42.

de 50% do contravalor em cruzeiros dos recursos captados externamente em vigor desde abril (Resolução 586/dez.), o aumento do benefício fiscal para os tomadores de empréstimos externos (Resolução 587/dez.) e o congelamento dos recursos existentes na 432⁸ (Resolução 588/dez.).

A mudança ministerial e a conseqüente reorientação da política econômica a partir de agosto de 79, ao privilegiar a liquidez da economia, resultaram em expressivo crescimento dos agregados monetários: a base monetária expandiu-se 84,4% (contra 44,9% em 78) e os meios de pagamento chegaram a 73,6% (42,2% em 78). As determinações já mencionadas do Conselho Monetário Nacional em dezembro objetivaram reduzir as pressões sobre o crescimento monetário em 1980 e, de outro lado, estimular a captação de recursos externos. Nesse sentido, algumas decisões foram tomadas no ano de 80, destacando-se:

- prefixação da correção monetária em 45% e da cambial em 40% no período janeiro-dezembro e, em seguida, em 55% e 50% respectivamente no período jul./80/jun./81;
- limitação em 45% à expansão do crédito dos bancos comerciais, bancos de investimento e sociedades de crédito, financiamento e investimento em relação ao saldo de dezembro de 1979, excluindo desse teto as operações ativas resultantes de repasses de recursos externos e de recursos governamentais (Res. 605/abr.);
- aumento da alíquota do Imposto sobre Operações Financeiras (DL 1.783/abr. e Resoluções 610/abr. e 619/maio).

Os dados disponíveis sobre as taxas de juros dos empréstimos indicam estabilidade entre janeiro e outubro mas, de fato, as taxas efetivas devem ter aumentado através de artifícios aplicados pelo sistema bancário via exigências de reciprocidade, antecipação do pagamento dos encargos, venda de outros serviços financeiros etc. Isto porque, não obstante a redução da taxa de desconto das LTN's observada no primeiro semestre — na tentativa de manter a estabilidade das taxas ativas — o mercado encontrava-se diante de uma situação conflitante de difícil manutenção: limitação do volume de empréstimos e da taxa de juros.

Os esforços dirigidos para aumentar a captação externa reduzindo seu risco através da prefixação da correção cambial⁹ e, portanto,

⁸ A Resolução 432, de 23 de junho de 1977, permitiu aos mutuários de recursos externos a realização de depósitos em moeda estrangeira junto aos bancos autorizados a operar em câmbio à ordem do Banco Central, correndo o ônus da variação cambial, bem como os encargos, por conta do Banco Central.

diminuir a pressão sobre o crédito doméstico, esbarraram na escalada das taxas de juros internacionais — que se iniciou em meados de 77 e atingiu seu ápice em abril de 80 — e no crescimento dos preços internos, acabando por inviabilizar a estratégia governamental.

O expressivo crescimento da base monetária no primeiro semestre levou as Autoridades Monetárias a acionarem uma política monetária mais restritiva, de que é exemplo o aumento da taxa de desconto das LTN's no segundo semestre. A inoperância da correção cambial prefixada como instrumento de atração de novos empréstimos externos, em face de o descolamento crescente entre essa correção e a paridade da relação Cr\$/US\$ aumentar o risco de uma maxidesvalorização cambial, levou o Governo a abandonar a política de prefixação ao final de 80. Além disso, o reconhecimento do conflito insustentável entre o controle da liquidez e o controle das taxas de empréstimo dos bancos, que já vinham crescendo desde outubro, foi sancionado pela Resolução 651/nov. que flexibilizou a restrição sobre essas taxas de juros dos bancos comerciais e de investimento, além de liberar as taxas praticadas pelas financeiras. Finalmente, a Resolução 673 de janeiro de 1981 liberou as taxas de juros dos bancos comerciais e de investimento.

A partir de 81, ao privilegiar o controle da liquidez em oposição ao controle de juros, passou-se a utilizar mais intensamente o mercado aberto como instrumento tradicional de política monetária, o que se refletiu sobre a remuneração das LTN's. Paralelamente, manteve-se o contingenciamento ao crédito dos bancos comerciais, de investimento e financeiras, cujo limite de crescimento foi fixado em 50,0% com relação a dez./80 pela Resolução 669 de dezembro de 1980. Como consequência, a taxa de juros de empréstimo do sistema bancário elevou-se expressivamente ao longo do ano, passando de 5,9% a.m. em dezembro de 80 para 8,5% a.m. em dezembro de 81.

A despeito dos esforços do Governo em controlar a expansão dos agregados monetários, o crescimento dos meios de pagamento atingiu a 73,0% no ano, superior ao ocorrido em 80 (70,2%). O desequilíbrio do setor externo, que culminou com o déficit comercial de US\$ 2,8 bilhões em 80, aliado à participação crescente dos encargos da dívida externa sobre a balança de serviços, levaram à reintrodução dos incentivos fiscais a exportação. Mesmo em caráter transitório, co-

⁹ O custo do empréstimo externo em cruzeiros, como se sabe, é constituído dos encargos representados pela taxa de juros internacional e comissões e da desvalorização cambial. Uma vez que a desvalorização cambial não é fixada por ocasião do empréstimo, o custo esperado é determinado primordialmente pela desvalorização esperada envolvendo, obviamente, um risco cambial. Foi esse componente do custo que o Governo procurou eliminar.

mo complemento à política de desvalorização cambial real, foi uma tentativa de reverter a tendência do déficit em transações correntes. Embora bem sucedida, a política de incentivo às exportações foi responsável pelo aumento da base monetária em Cr\$ 321,2 bilhões, montante só inferior ao volume direcionado para as aplicações no setor rural.

No último ano considerado neste estudo, a taxa de juros do mercado de crédito manteve relativa estabilidade até o mês de julho, quando experimentou uma queda reduzida para, a partir do último trimestre, elevar-se significativamente. A remuneração das LTN's, por sua vez, refletiu a preferência crescente do mercado por títulos com rentabilidade pós-fixada, em face da expectativa gerada a partir da abertura entre a taxa de inflação e as correções monetária e cambial no primeiro trimestre.

O comportamento das taxas de juros dos empréstimos acompanhou as condições prevalentes nos mercados interno e financeiro internacional. Nesse primeiro, foi mantido o contingenciamento do crédito iniciado em 1980 e fixado, para 82, em 60,0% do saldo das aplicações realizadas em 1981 (Resoluções 717 e 718/dezembro de 81).

Além disso, as dificuldades apresentadas pela utilização das operações de mercado aberto na colocação de títulos no segundo semestre — diante da elevada dívida mobiliária interna já existente — em paralelo com o crescimento da base monetária que alcançou a média de 84,6% no ano, levaram o Governo a aumentar o recolhimento compulsório sobre os depósitos à vista e a criar um instrumento semelhante incidente sobre os depósitos a prazo a ser efetuado em ORTN's (Resoluções 761 e 762/set.).

Do ponto de vista do mercado externo, é preciso mencionar as dificuldades criadas pela guerra no Atlântico Sul e a renegociação da dívida da Polônia. No entanto, foi a partir do reescalonamento da dívida externa mexicana e seu impacto sobre o sistema financeiro internacional que se agravaram as condições do país, devido a redução da oferta de empréstimos externos que obrigou à utilização das reservas internacionais.

O nível cadente das reservas, por sua vez, reforçou a expectativa já existente de descontinuidade da política cambial através de uma maxidesvalorização e aumentou a pressão sobre o mercado de crédito doméstico. Algumas medidas foram implementadas através da Circular 700/jun. autorizando o repasse via Resolução 63 para empréstimos de três meses com correção cambial prefixada, da Resolução 741/jun. liberando a utilização dos recursos depositados ao amparo da Resolução 432 e da Resolução 766/out. permitindo aos mutuários em moeda estrangeira de utilizarem as ORTN's com cláusula cambial para se protegerem do risco de uma maxidesvalorização. Entretanto, a captação de

recursos externos não foi suficiente para cobrir o déficit do balanço de pagamentos, obrigando o país a socorrer-se do Fundo Monetário Internacional.

2. O MERCADO DE CRÉDITO: UMA ABORDAGEM TEÓRICA

Nesse trabalho, supõe-se que a taxa de juros é determinada no mercado de crédito, isto é, as variáveis que afetam a oferta e a demanda por crédito constituem-se nas principais forças que influenciam as mudanças nas taxas de juros. Essa estrutura teórica baseia-se na investigação conduzida por Brunner e Meltzer¹⁰ sobre o processo de formação da oferta de moeda e do crédito, que deu origem a uma série de pesquisas na área realizadas por diversos autores¹¹.

O modelo de Brunner e Meltzer e, em seguida, sua utilização para o Brasil são apresentados, tendo em conta os aspectos institucionais característicos do sistema monetário brasileiro.

2.1. O Modelo de Brunner – Meltzer

Na estrutura teórica desenvolvida por Brunner e Meltzer interessa aos objetivos do presente trabalho o *mercado de ativos* e, particularmente, o mercado de crédito que engloba os empréstimos e o *portfolio* de títulos do sistema bancário. As seguintes equações compõem o modelo:

$$(1) \quad B = R + M_p;$$

$$(2) \quad B = B^a + A;$$

$$(3) \quad R + E = DV + DP + A;$$

$$(4) \quad M = DV + M_p;$$

$$(5) \quad R = R_c + R_v;$$

$$(6) \quad R_v = r_v(i, \rho)(DV + DP), \quad r_{v_1} < 0; r_{v_2} > 0$$

$$(7) \quad R_c = r_c(DV + DP);$$

$$(8) \quad M_p = kDV;$$

$$(9) \quad DP = c(i_c, i, w)DV; \quad c_1, c_3 > 0; c_2 < 0$$

¹⁰ Brunner e Meltzer [7], [8], [9] e [11]. Uma consolidação desses diversos artigos encontra-se em Burger [12]. Ver, também, Brunner [6].

¹¹ Entre eles, Fourçans [17], Fratianni [18], Korteweg e Loo [27], Willms [51] e Zwick [53].

$$(10) \quad i_c = f(i); \quad f' > 0$$

$$(11) \quad A = b(i, \rho) (DV + DP); \quad b_1 > 0; b_2 < 0$$

onde:

- B = base monetária;
- B^a = base monetária ajustada, líquida do redesconto;
- A = redesconto;
- R = reserva dos bancos;
- E = crédito bancário, constituído de empréstimos e títulos, líquido da conta de capital;
- DV = depósitos à vista;
- DP = depósitos a prazo;
- M = meios de pagamento;
- M_p = papel-moeda em poder do público;
- R_c = reservas compulsórias;
- R_v = reservas voluntárias;
- i = índice de taxas de juros do crédito bancário;
- ρ = taxa de redesconto;
- i_c = taxa de juros dos depósitos a prazo;
- w = estoque real de riqueza do público.

Na formulação do modelo, a base monetária é endógena, uma vez que entre as fontes da base encontra-se o redesconto que é suposto ser controlado apenas parcialmente pelo Banco Central através da taxa de redesconto. A decisão dos bancos quanto à utilização do redesconto vai depender, fixada a taxa de redesconto, da rentabilidade de suas aplicações, como mostra a equação (11). Tal decisão pode elevar a base independente da ação das autoridades monetárias. Por este motivo, o modelo distingue um componente endógeno da base monetária — os empréstimos do Banco Central ao sistema bancário — e trabalha com a base ajustada (B^a) definida pela equação (2) como uma das variáveis de política monetária — as outras são a taxa de redesconto (ρ) e a taxa de recolhimento compulsório (r_c) — capazes de afetar o crédito bancário.

De outro lado, as reservas voluntárias que os bancos desejam manter dependem da sua lucratividade, representada pelo diferencial entre a taxa de juros de aplicação e a taxa de redesconto, expressa pela equação (6).

O comportamento do público é descrito pelas equações (8) e (9). A razão entre papel-moeda mantido pelo público e depósitos à vista é dada, enquanto que a proporção de depósitos a prazo que o público deseja manter é uma função das taxas de juros e da riqueza. Ade-

mais, Brunner e Meltzer consideram que a concorrência entre os bancos induz a uma relação positiva entre a remuneração dos depósitos a prazo e a remuneração do crédito bancário, como mostra a equação (10). Assim, o impacto líquido de i sobre a proporção c dependerá de seu impacto direto ($\partial c / \partial i$), da influência de i na remuneração dos depósitos a prazo ($\partial i_c / \partial i$) e da resposta de c às variações de $i_c - (\partial c / \partial i)$:

$$\epsilon_{\ell}(c, i) = \epsilon(c, i_c) \cdot \epsilon(i_c, i) + \epsilon(c, i).$$

Com base na hipótese de que a elasticidade direta é superior à elasticidade-cruzada e que $\epsilon(i_c, i)$ é aproximadamente igual à unidade no longo prazo, os autores deduzem que $\epsilon_{\ell}(c, i)$ é positiva. Essa conclusão equivale a substituir as equações (9) e (10) pela seguinte:

$$(12) \quad DP = c'(i, w)DV \quad c'_1, c'_2 > 0$$

O balancete consolidado das autoridades monetárias e dos bancos permite escrever que:

$$(13) \quad E = M + DP - B^a,$$

com o auxílio das definições de base monetária ajustada e meios de pagamento.

As relações de comportamento apresentadas nas equações (6)–(8) e (11)–(12) podem ser substituídas em (13), resultando:

$$(14) \quad E = \alpha B^a,$$

$$\text{onde } \alpha = \frac{(1 + c')(1 - r_v - r_c + b)}{(r_c + r_v - b)(1 + c') + k}$$

Tendo em vista a dependência de b , r_v e c das taxas de juros, entre outras variáveis, segue-se que:

$$(15) \quad \alpha = \alpha(i, \rho, w, r_c, k) \quad \alpha_1, \alpha_3 > 0; \alpha_2, \alpha_4, \alpha_5 < 0.$$

A equação de demanda por crédito completa o mercado de crédito:

$$(16) \quad E = E(i, w) \quad E_1 < 0; E_2 > 0,$$

determinando a taxa de juros i de aplicação dos bancos,

$$(17) \quad i = i(\rho, w, r_c, k, B^a) \quad i_1, i_3, i_4 > 0; i_5 < 0; i_2 \begin{matrix} > \\ < \end{matrix} 0.$$

2.2. Um Modelo para o Mercado de Empréstimos no Brasil

O objetivo deste estudo é o de investigar os determinantes da taxa de juros no Brasil, a partir do mercado de empréstimos do sistema bancário, definido como sendo constituído dos bancos comerciais e dos bancos de investimentos.

Tendo em vista o escopo do trabalho, a escolha da estrutura teórica recaiu sobre o modelo de Brunner-Meltzer já examinado. Ele foi ajustado às particularidades institucionais brasileiras, em cujo sistema monetário a criação de moeda através da expansão de depósitos tanto pode ser realizada pelos bancos comerciais quanto pelas autoridades monetárias. Este fato resulta de o Banco do Brasil ser, ao mesmo tempo, um banco comercial comum e agente financeiro das autoridades monetárias. O conjunto das autoridades monetárias é, portanto, composto da superposição das duas instituições. Assim, no caso brasileiro, os meios de pagamento incluem os depósitos à vista no Banco do Brasil, posto que esses são ativos do público que possuem o mesmo poder liberatório que os depósitos congêneres nos bancos comerciais. Mas também é preciso considerar que, uma vez que o Banco do Brasil localiza-se entre as autoridades monetárias, o passivo monetário desta última deve ser acrescido dos depósitos à vista no Banco do Brasil¹².

A estrutura teórica para o mercado de empréstimos no Brasil apresenta-se da seguinte forma:

- (1) $B = M_p + R_v + R_c + DVBB;$
- (2) $M = M_p + DV + DVBB;$
- (3) $R_v + R_c + L + T = DV + DP,$
- (4) $DV = a M;$
- (5) $DVBB = b M;$
- (6) $M_p = (1 - a - b)M;$
- (7) $DP = c M;$
- (8) $R_v = r_v DV = r_v a M;$
- (9) $R_c = r_c DV = r_c a M;$
- (10) $T = t(DV + DP) = t(a + c)M.$

B = base monetária;

¹² Ver, a este respeito, Pastore [37], p. 998-1003. Ver, também, Pedrosa [38], p. 41.

DV	= depósitos à vista no sistema bancário;
$DVBB$	= depósitos à vista no Banco do Brasil;
DP	= depósitos a prazo no sistema bancário;
L	= empréstimos do sistema bancário, líquidos das operações 63;
M	= meios de pagamento;
M_p	= papel-moeda em poder do público;
R_c	= reservas compulsórias em moeda;
R_v	= reservas voluntárias (caixa dos bancos e depósitos dos bancos no Banco do Brasil);
T	= títulos no <i>portfolio</i> do sistema bancário.

As duas primeiras equações definem a base monetária do ponto de vista dos seus usos e os meios de pagamento. A terceira equação apresenta o balancete consolidado do sistema bancário, com seu *portfolio* líquido da conta de capital, e excluído o redesconto, uma vez que este é um instrumento relativamente pouco utilizado pelo sistema bancário brasileiro.

As equações (4)–(7) são relações que descrevem o comportamento do público referente ao seu conjunto de ativos e que influem na oferta de empréstimos do sistema bancário.

Finalmente, as equações (8)–(10) refletem o comportamento dos bancos quanto às suas aplicações.

As três primeiras equações permitem escrever a oferta de empréstimos como função dos meios de pagamento, da base monetária, dos depósitos a prazo e das aplicações em títulos:

$$(11) \quad L = M + DP - B - T$$

Utilizando-se das relações de comportamento indicadas temos:

$$L = B \{ m [1 + c - t(a + c)] - 1 \}$$

$$\text{onde: } m = \frac{M}{B} = \frac{1}{1 + a(r_v + r_c - 1)}$$

Assim, a oferta de empréstimos dos bancos pode ser definida como sendo dependente da base monetária e do multiplicador α .

$$(12) \quad L = \alpha B$$

$$\alpha = m [1 + c - t(a + c)] - 1$$

$$= \frac{a(1 - r_c - r_v - t) + c(1 - t)}{1 + a(r_c + r_v - 1)}$$

Como já foi assinalado, as decisões do público relevantes para a análise em relação ao seu *portfolio* estão resumidas nas razões a , b e c , entre os depósitos à vista no sistema bancário, os depósitos à vista no Banco do Brasil e os depósitos a prazo no sistema bancário, respectivamente, e os meios de pagamento. As razões a e b são supostas exógenas. A razão entre os depósitos a prazo e os meios de pagamentos (c), por sua vez, depende da taxa de juros de captação (i_c) que remunera estes depósitos, da taxa de juros cobrada pelos bancos em seus empréstimos (i_a) e da remuneração de suas aplicações em títulos (i_T), bem como do estoque de riqueza real do público, aproximado pela renda real (y):

$$(13) \quad c = c(i_c, i_a, i_T, y), \quad c_1, c_4 > 0; c_2, c_3 < 0$$

O público aumenta seu volume de depósitos a prazo em relação aos meios de pagamento, sempre que aumenta a remuneração destes depósitos ou sua riqueza real. Por outro lado, se o custo dos empréstimos ou a rentabilidade dos títulos eleva-se, ocorre uma substituição entre esses ativos e depósitos a prazo, reduzindo estes últimos.

Do ponto de vista do sistema bancário, seu comportamento em relação ao *portfolio* está determinado pelas razões entre as reservas voluntárias, as reservas compulsórias em moeda e a aplicação feita em títulos, e seu passivo junto ao público. O compulsório é estabelecido pelo Banco Central e, no período, incidia apenas sobre os depósitos à vista. A taxa de reservas voluntárias desejada pelos bancos está ligada à lucratividade do setor e depende das remunerações dos empréstimos e títulos. Finalmente, a aplicação em títulos como proporção do passivo bancário junto ao público é função da remuneração destes ativos e de ativos alternativos.

$$(14) \quad r_v = r_v(i_a, i_T) \quad r_{v_1}, r_{v_2} < 0$$

$$(15) \quad t = t(i_T, i_a) \quad t_1 > 0, t_2 < 0.$$

O principal motivo que leva um banco a manter reservas voluntárias é o temor de que as variações diárias de caixa o surpreenda com reservas inferiores às exigências legais, incorrendo nos custos associados a esta situação. No entanto, a reserva voluntária é um ativo sem remuneração, cujo custo de oportunidade é a rentabilidade de ativos alternativos. A aplicação em títulos, de outro lado, será tão maior quanto mais elevada for sua rentabilidade ou quanto menor a rentabilidade dos ativos substitutos.

Três equações completam a definição da oferta de empréstimos. A primeira leva em conta o fato de que a razão c deve ser vista como sendo determinada pelas decisões do público e pelas ações dos bancos

via taxa de juros, que influenciam tais decisões. A segunda e a terceira relações expressam as fontes da base monetária como sendo constituída de dois componentes: um endógeno, a diferença entre as reservas internacionais e os depósitos em moeda estrangeira nas autoridades monetárias, e outro exógeno, o saldo das contas restantes.

$$(16) \quad i_c = i_c(i_a, i_T), \quad i_{c_1}, i_{c_2} > 0$$

$$(17) \quad B = B^a + A$$

$$(18) \quad A = A(i_a, i^*, dcc) \quad A_1 > 0, A_2, A_3 < 0.$$

A relação entre i_c e as taxas de juros representa a resposta dos bancos às mudanças nessas taxas. À medida que a rentabilidade dos empréstimos ou títulos aumenta, os bancos passam a experimentar uma crescente dificuldade em atrair e manter depósitos a prazo. A reação do sistema bancário é a de elevar a remuneração destes depósitos, de modo a extrair benefício da maior rentabilidade de suas aplicações.

Em razão das características peculiares que regulam os empréstimos externos captados pelo Brasil, a variável A mencionada em (17)–(18) é constituída do estoque de reservas internacionais líquido dos depósitos em moeda estrangeira nas autoridades monetárias, conforme a Resolução 432 e a Circular 230 do Banco Central. Considerando a base monetária do ponto de vista das fontes,

$$B = B^a + RI - DME$$

onde RI representa as reservas internacionais e DME os depósitos em moeda estrangeira. Ambos são dependentes das taxas de juros interna e externa. Assim, para efeito das equações (17)–(18),

$$A = RI - DME.$$

Tendo em vista o interesse do presente estudo – a determinação da taxa de juros doméstica em uma economia financeiramente aberta – e considerando que a base monetária desempenha um papel relevante no modelo, há que destacar as fontes da base que determinam e são determinadas pela taxa de juros doméstica, ou seja, as que são endógenas ao modelo apresentado. É com este objetivo que se introduz as equações (17) e (18). O estoque de reservas internacionais líquido dos depósitos em moeda estrangeira responde às variações na taxa de juros dos empréstimos domésticos e a determinação do modelo exige, portanto, que se considere a relação entre essas variáveis, como faz a equação (18). Um aumento da taxa de juros doméstica, *coeteris paribus*, deve elevar esse estoque; um aumento do custo de emprésti-

mo externo (i^*) ou do déficit em transações correntes do balanço de pagamentos (dcc) — ambos exógenos — deve reduzir a diferença entre as reservas internacionais e os depósitos em moeda estrangeira nas autoridades monetárias, *coeteris paribus*.

As equações (13)–(16) substituídas em (12) definem a oferta de empréstimos internos em função da taxa de juros, riqueza real e base monetária, entre outras variáveis:

$$(19) \quad L = \alpha(i_a, i_T, y, a, r_c) \cdot B$$

$$\text{sendo} \quad \alpha = \alpha(i_a, i_T, y, a, r_c)$$

$$\alpha_1, \alpha_3, \alpha_4 > 0, \alpha_2, \alpha_5 < 0.$$

A influência de i_a sobre o multiplicador de crédito é positiva¹³. Aqui, leva-se em conta o fato de que o efeito líquido de i_a sobre c é positivo ou nulo. O sistema bancário tem três fontes de recursos para elevar seus empréstimos: recorrer às reservas voluntárias, reduzir as aplicações em títulos ou captar mais depósitos. Quando a taxa de juros dos empréstimos sobe, esta elevação pode ocorrer em um dos seguintes cenários:

- a partir de um nível de taxa de juros considerado baixo pelos bancos ou,
- em uma situação em que o mercado de empréstimos já se encontra aquecido.

No primeiro caso, é possível que o sistema bancário mantenha elevado volume de reservas voluntárias, recorrendo a estes recursos para aumentar os empréstimos por ser esta a alternativa menos custosa entre as três mencionadas. No segundo, o volume de reservas voluntárias deve ser baixo. Assim, os bancos captariam mais depósitos tendo em vista que esta deveria ser a fonte mais barata de recursos. Ambas as situações são compatíveis com alguma substituição entre títulos e empréstimos. A influência de i_a sobre c decorre, por sua vez, de seu efeito direto sobre a taxa de captação i_c [equação (16)]:

$$\left. \frac{dc}{di_a} \right|_{di_T, dw=0} = \frac{\partial c}{\partial i_a} + \frac{\partial c}{\partial i_c} \cdot \frac{\partial i_c}{\partial i_a}$$

$$^{13} \quad \frac{\partial \alpha}{\partial i_a} = m \left\{ \left[(1-t) \frac{dc}{di_a} \right]_{di_T, dy=0} - (a+c) \frac{\partial t}{\partial i_a} - (1+\alpha) a \frac{\partial r_y}{\partial i_a} \right\}$$

O primeiro cenário descrito é de um quadro no qual, provavelmente, a resposta dos bancos em termos de i_c a uma elevação de i_a ($\partial i_c / \partial i_a$) deve ser de molde a manter o volume de depósitos a prazo existente, ou seja,

$$\left| \frac{\partial c}{\partial i_c} \cdot \frac{\partial i_c}{\partial i_a} \right| = \left| \frac{\partial c}{\partial i_a} \right|$$

No segundo caso, os bancos privilegiariam os depósitos a prazo como fonte de recursos, de forma que o efeito líquido seria positivo:

$$\left| \frac{\partial c}{\partial i_c} \cdot \frac{\partial i_c}{\partial i_a} \right| > \left| \frac{\partial c}{\partial i_a} \right|$$

O aumento de i_T deve induzir, por motivos semelhantes aos expostos no parágrafo anterior, à expansão de c e/ou redução de r_y , carreando recursos para a aplicação em títulos e reduzindo, portanto, o multiplicador¹⁴.

A relação entre riqueza real ou a razão DV/M e o multiplicador de crédito é positiva, ao contrário do que acontece com a taxa de recolhimento compulsório fixada pelas autoridades monetárias¹⁵.

A descrição do comportamento do público referente ao seu *portfolio*, parcialmente descrita pelas relações (4)–(7), completa-se com a função demanda por empréstimos. Essa, à semelhança da sugerida por Kortweg e Loo¹⁶, tem a seguinte formulação:

$$(20) \quad L^d = L^d(i_a, i^*, i_T, y, \hat{\pi}). \quad P \quad L_1^d < 0, L_2^d, L_3^d, L_4^d \text{ e } L_5^d > 0.$$

Em (20), $\hat{\pi}$ é a inflação esperada e a demanda por empréstimos é, por hipótese, homogênea do primeiro grau em relação ao nível de preços. A influência da remuneração dos depósitos a prazo na demanda por empréstimos do público reflete-se nos sinais de i_a e i_T , tendo em vista a equação (16) e considerando-se os efeitos diretos das variá-

¹⁴ $\frac{\partial \alpha}{\partial i_T} = m \left\{ (1-t) \frac{dc}{di_T} \left| di_a, dy \right. - [(a+c) \frac{\partial t}{\partial i_T} + (1+\alpha) a \frac{\partial r_y}{\partial i_T}] \right\}$
 $= 0$

¹⁵ $\frac{\partial \alpha}{\partial y} = m(1-t) \frac{\partial c}{\partial y}$; $\frac{\partial \alpha}{\partial a} = m [(1+\alpha) (1-r_c - r_y) - t]$; $\frac{\partial \alpha}{\partial r_c} = -m(1+\alpha)a$.

¹⁶ Kortweg e Loo [27] estudam o modelo de Brunner-Meltzer em um contexto de economia aberta para a Holanda.

veis superiores a seus efeitos cruzados.

Toda a análise feita pode ser resumida nas equações abaixo, que constituem o modelo a ser empregado no estudo:

$$(21) \quad L^s = \alpha(i_a^+, i_T^-, y^+, a^+, r_c^-) \cdot B;$$

$$(22) \quad B = B^a + A(i_a^+, i^*, d\bar{c}\bar{c});$$

$$(23) \quad L^d = L^d(i_a^-, i^+, i_T^+, y^+, \hat{\pi}^+); P;$$

$$(24) \quad L^d = L^s.$$

Com quatro variáveis endógenas — L^d , L^s , i_a e B — dez variáveis exógenas — i^* , i_T , B^a , y , P , r_c , a , $\hat{\pi}$ e $d\bar{c}\bar{c}$.

O sistema de equações apresentado acima permite gerar a relação entre a taxa de aplicação e as variáveis exógenas,

$$(25) \quad i_a = i_a(i_T^+, i^+, P, r_c^+, \hat{\pi}^+, B^a, a, y, d\bar{c}\bar{c})$$

que constitui o objeto deste estudo.

Finalmente, resta explicitar um modelo de formação de expectativa para a taxa de inflação, bem como descrever a construção da variável i^* , o custo esperado do empréstimo externo. A taxa esperada de inflação foi gerada a partir de um modelo de expectativas adaptativas o qual provém do pressuposto de que os indivíduos revisam suas expectativas de acordo com a experiência mais recente¹⁷, ou seja:

$$(26) \quad \hat{\pi}_t = \pi_{t-1} + \gamma(\pi_{t-1} - \hat{\pi}_{t-1}), |\gamma| < 1$$

onde $\hat{\pi}_t$ é a inflação esperada para o período t em $t-1$, π_{t-1} é a inflação observada em $t-1$ e γ é o coeficiente de expectativa.

A variável exógena i^* , que representa o custo dos empréstimos externos, pode ser decomposta em duas parcelas: a taxa de juros externa efetiva (i_e) e a expectativa sobre a variação cambial (\hat{e}):

$$(1+i^*) = (1+i_e)(1+\hat{e})$$

Além disso, é preciso notar que este custo é onerado pela tributação líquida incidente sobre o pagamento dos encargos ao exterior decorrente do imposto de renda cobrado (25,0%), descontado o benefício fiscal variável no período¹⁸. É onerado também pela retenção

¹⁷ A este respeito, ver Nerlove, Grether e Carvalho [36] — p. 299.

¹⁸ O imposto de 25% é calculado "por dentro" e resulta em uma alíquota "por fora" de, aproximadamente, 33%. Ver Correa do Lago [14] — p. 226.

compulsória do contravalor em cruzeiros do empréstimo, com os encargos correndo por conta do mutuário. A taxa de juros externa foi ajustada de modo que i_e represente a taxa de juros efetivamente paga, conforme mostra o Anexo 1.

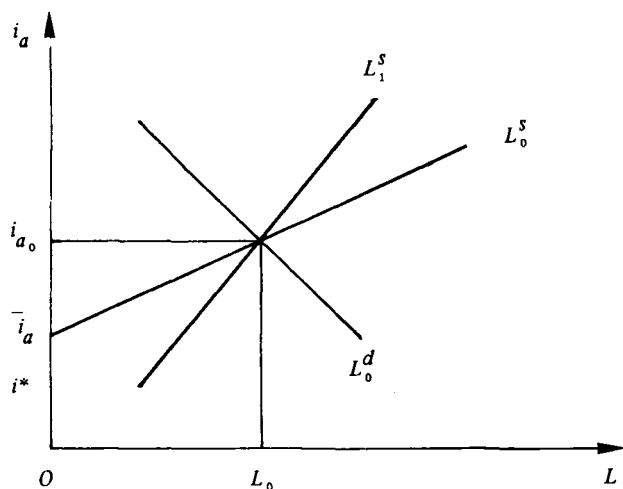
Para a variável \hat{e} será usado um modelo de formação de expectativa baseado também nas expectativas adaptativas. Nesse caso, parte-se do pressuposto que os indivíduos formam suas expectativas a partir das inflações doméstica e norte-americana esperadas, ou seja, crêem na manutenção da paridade do poder de compra. Assim, a expectativa de variação cambial para t em $t-1$ depende da razão entre as inflações esperada brasileira e norte-americana em t .

$$(27) \quad (1+\hat{e})_t = \left(\frac{1 + \hat{\pi}}{1 + \hat{\pi}^* t} \right)$$

2.3. Uma Análise de Estática Comparativa

O modelo descrito na seção anterior pode ser representado pelas curvas de oferta e demanda por empréstimos, como mostra o Gráfico 2.1.

Gráfico 2.1



A endogeneidade do estoque líquido de reservas internacionais — a variável A — oriunda da ligação entre o mercado de empréstimos domésticos e o mercado de empréstimo externo aumenta, naturalmente, a elasticidade — preço da oferta de empréstimos com recursos domésticos, posto que:

$$L_0^S = \alpha(i_a, i_T, y, a, r_c) [B^a + A(i_a, i^*, dcc)]$$

$$\frac{\partial i_a}{\partial L_0^S} = \frac{1}{\alpha A_1 + B \alpha_1} \quad A_1, \alpha_1 > 0$$

A ausência dessa ligação implicaria em que a derivada parcial A_1 fosse nula. Nesse caso, o efeito da taxa de juros de empréstimo sobre a oferta seria menor, ou equivalentemente,

$$\frac{\partial i_a}{\partial L_1^S} = \frac{1}{B \alpha_1} > \frac{1}{\alpha A_1 + B \alpha_1}$$

Mas a endogeneidade de parcela da base monetária não afeta apenas a inclinação da curva de oferta. É possível mostrar, como fez Dornbusch [16] utilizando um modelo semelhante ao desse estudo, que a ligação do sistema financeiro com o resto do mundo através da oferta de empréstimos acaba por assegurar, sob certas condições, que a taxa de juros de empréstimo com recursos domésticos exceda ou iguale o custo esperado externo.

Considerando-se a oferta de empréstimos L_0^S , o nível de taxa de juros compatível com um volume de empréstimos nulo resultaria da solução de

$$B^a + A = 0$$

ou, equivalentemente,

$$B^a - dcc + E - DME = 0,$$

onde dcc é o déficit em conta corrente do balanço de pagamentos e E é o saldo de empréstimos externos.

Separando-se os componentes endógenos e exógenos, vem

$$B^a - dcc = DME - E$$

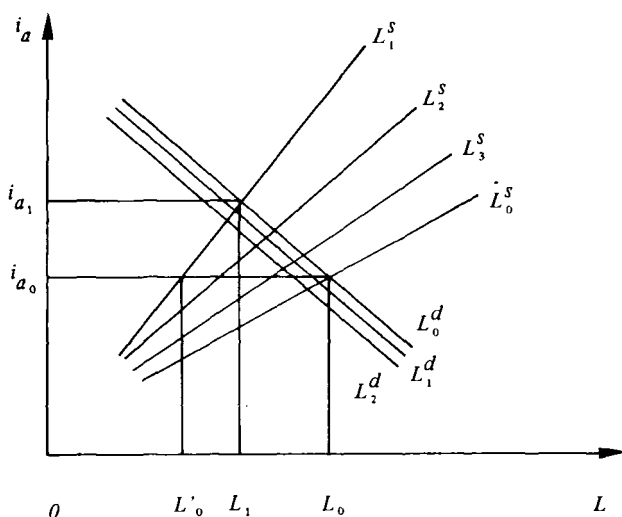
A expressão acima indica que a taxa de juros de empréstimo cor-

respondente a uma oferta nula deve superar o custo esperado externo enquanto $B^a < dcc$, ou seja, se os depósitos em moeda estrangeira nas autoridades monetárias não igualarem o volume de empréstimos externos. Essa conclusão baseia-se na hipótese de que se a taxa de juros doméstica for igual ao custo esperado externo, os agentes econômicos não manterão empréstimos em moeda estrangeira. Isso porque esses últimos oferecem maior risco que os empréstimos com recursos domésticos. A curva L_0^s mostra o caso em que $B^a < dcc$.

É necessário assinalar que a maior elasticidade da oferta de empréstimos assegura, a partir de uma intervenção nesse mercado, um menor impacto sobre a taxa de juros do que ocorreria na ausência da ligação com o mercado externo no curto prazo. No entanto, enquanto não se completar o processo de ajustamento, esse impacto deve existir. O Gráfico 2.2 exemplifica essa situação a partir de uma retração da oferta de empréstimos com recursos domésticos.

Inicialmente, o excesso de demanda em relação ao equilíbrio original ($L_0 L'_0$) acarreta um ajustamento via taxa de juros, que se eleva de i_{a_0} para i_{a_1} . À medida que esse aumento ocorre, verifica-se uma redução da quantidade demandada e uma expansão da quantidade ofertada. Essa última acontece não só pela substituição induzida entre

Gráfico 2.2



os ativos do *portfolio* dos bancos, mas também pela internalização de recursos externos mais baratos, que amplia a base monetária ($A_1 > 0$).

Por outro lado, o aumento da demanda por recursos externos eleva o custo do empréstimo externo no curto prazo através da comissão de repasse, em face da relativa inelasticidade da oferta decorrente dos congelamentos transitórios no Banco Central a que esses recursos devem obedecer. Ao longo do tempo, a ampliação dessa oferta resulta em redução do custo externo. Também inicia uma queda da demanda por empréstimos domésticos em favor do mercado externo a partir de L_0^d . De outro lado, a conversão dos recursos externos amplia a base monetária ($A_2 < 0$) e expande a oferta doméstica a partir de L_1^s . O efeito final deve ser o de reduzir as taxas de juros, como mostra o Gráfico 2.2.

A despeito de, no longo prazo, a taxa de juros doméstica voltar ao equilíbrio inicial, cessada a pressão sobre a oferta, tal fato pode não ocorrer no curto prazo por duas razões: um processo de ajustamento lento e/ou uma pressão continuada sobre a oferta.

A combinação desses dois efeitos parece ter ocorrido no período 1980/1982. Foi quando o crescimento do déficit público acelerou-se com repercussões no crescimento da dívida pública como instrumento de financiamento dos gastos do Governo na tentativa de amortizar o impacto da expansão da base monetária. Não obstante os esforços empreendidos para o controle da taxa de rentabilidade dos títulos públicos — a carteira do Banco Central em relação ao total em circulação aumentou de 13,0% em 78 para 38,0% em 82 — o volume da dívida em poder do público e a necessidade de financiamento dos gastos do Governo exerciam uma crescente pressão sobre a remuneração dos títulos e impactavam negativamente a oferta de empréstimos domésticos.

Esse quadro era agravado pelas restrições existentes ao saque dos depósitos em moeda estrangeira no Banco Central e pelo contingenciamento ao crédito aplicado no período. Tais fatores limitavam o aumento da oferta, que deveria ocorrer a partir do crescimento da base monetária, retardava a redução da demanda e, portanto, o processo de ajustamento do mercado de empréstimos, mantendo elevada a taxa de juros nesse mercado.

Os níveis da taxa de juros de empréstimos no período de 1977/1979 não decorreram de quadro semelhante. Nesse triênio, o déficit público, embora crescente, exercia menos pressão sobre o mercado de títulos do Governo e o volume existente de dívida pública. Além disso, permitia a colocação de títulos com menor impacto sobre sua rentabilidade do que ocorreu nos três anos seguintes.

Adicionalmente, embora já fossem utilizados os mecanismos não tradicionais de controle da base monetária — de que é exemplo o con-

gelamento dos depósitos em moeda estrangeira no Banco Central em 1978 — não havia o contingenciamento ao crédito aplicado em 1980/1982. Isso facilitava a transmissão dos efeitos do crescimento da base monetária para a oferta de empréstimos.

3. A DETERMINAÇÃO DA TAXA DE JUROS NO PERÍODO 1977/1982: RESULTADOS EMPÍRICOS

O objetivo deste capítulo é o de avaliar empiricamente o modelo do mercado de empréstimos com recursos domésticos apresentado no capítulo anterior. Especificamente, o interesse está dirigido para a equação (25), a forma reduzida para a taxa de juros de empréstimos.

(25) $i_a = i_a(i_T, i^*, P, r_c, \hat{\Pi}, B^a, a, y, dcc)$, onde

$$i_{a_1}, i_{a_2}, i_{a_3}, i_{a_4}, i_{a_5} \text{ e } i_{a_9} > 0; i_{a_6} \text{ e } i_{a_7} < 0; i_{a_8} \geq 0.$$

Os resultados da estimação empírica dessa forma reduzida devem permitir estabelecer a contribuição das variáveis para a determinação da taxa de juros do mercado de empréstimos, em particular a do custo esperado da captação externa i^* *vis-à-vis* as outras variáveis. A importância dessa última variável em relação às demais está na raiz da controvérsia que prevaleceu no início dos anos 80 e motivou, em última análise, a realização desse estudo.

Não há como negar a influência do custo esperado externo no equilíbrio da taxa de juros doméstica, tendo em vista o processo de arbitragem já descrito na Introdução. Não obstante, a interveniência de fatores domésticos e a maior ou menor rapidez do processo de ajustamento podem determinar, no curto prazo, um nível de taxa de juros de empréstimo no mercado doméstico superior àquele associado à contratação de recursos externos.

3.1. Tratamento das Variáveis

Antes de passar à apresentação dos resultados empíricos, faz-se necessário tecer algumas considerações sobre o tratamento dispensado às variáveis. O modelo descrito no capítulo anterior revela uma dificuldade do ponto de vista empírico, que decorre das equações (21) e (22), respectivamente a oferta de empréstimos doméstica e a constituição da base monetária:

$$(21) L^S = \alpha(i_a, i_T, y, a, r_c).B$$

$$(22) B = B^a + A(i_a, i^*, dcc)$$

Essas duas equações, juntamente com a demanda por empréstimos doméstica, resultam em uma forma reduzida para a taxa de juros de empréstimos [equação (25)]. Nela, as derivadas parciais são funções do multiplicador de crédito α , uma variável endógena no modelo estrutural. No modelo de Brunner-Meltzer esse problema não existe, uma vez que a parcela endógena da base monetária é o redesconto. Assim, é possível estabelecer uma relação de comportamento dos bancos, na qual a demanda por redesconto é uma proporção endógena dos depósitos à vista, depósitos a prazo, ou meios de pagamento. Em qualquer hipótese, tal relação permite definir a oferta de empréstimos como decorrente do produto entre o multiplicador de crédito — endógeno — e a parcela exógena da base monetária (B^a). Esse tratamento torna possível incorporar no multiplicador de crédito todas as variáveis endógenas da oferta, como mostra o modelo de Brunner-Meltzer no capítulo 2.

Alguns autores, incluíram o setor externo no modelo estabelecendo uma relação de comportamento para o componente endógeno da base monetária — os empréstimos externos — na qual ele é, também, uma proporção endógena dos depósitos totais ou dos meios de pagamento¹⁹. Em decorrência, a semelhança do modelo para a economia fechada, a oferta passa a ser função do multiplicador de crédito e da base monetária ajustada.

Nesse estudo, a parcela endógena da base monetária é o estoque de reservas internacionais líquido dos depósitos em moeda estrangeira no Banco Central. Não há respaldo teórico para expressá-la como uma fração endógena dos meios de pagamento. Essa opção implicou na dificuldade de estimar-se o modelo em sua forma logarítmica e gerou o problema mencionado: a aplicação de mínimos quadrados à forma reduzida da taxa de juros implicaria em coeficientes enviesados por serem estes funções do multiplicador α .

A solução escolhida para tratar essa questão foi transformar as variáveis independentes através de seu produto por $(1+\alpha)$, de modo a incorporar o multiplicador de crédito aos coeficientes estimados.

3.2. Resultados Empíricos: 1977/82

A avaliação empírica foi realizada com dados bimensais para o período setembro 1977/dezembro de 1982.

¹⁹ Esse tratamento é o escolhido, por exemplo, por Willms [51].

Tabela 3.1
Matriz de Correlação das Variáveis

	i_a	i_T	Di_T	i^*	Di^*	r_c	y	P	$\bar{\pi}$	a	B^a	Ec
i_a	1,00											
i_T	0,93	1,00										
Di_T	0,93	0,92	1,00									
i^*	0,58	0,44	0,70	1,00								
Di^*	0,77	0,76	0,94	0,78	1,00							
r_c	0,04	-0,12	0,12	0,64	0,26	1,00						
y	-0,38	-0,39	-0,20	0,43	0,04	0,75	1,00					
P	0,92	0,87	0,89	0,53	0,71	0,07	-0,33	1,00				
$\bar{\pi}$	0,57	0,43	0,71	0,97	0,81	0,66	0,40	0,51	1,00			
a	-0,64	-0,68	-0,54	0,04	-0,29	0,53	0,79	-0,71	0,08	1,00		
B^a	0,89	0,82	0,87	0,56	0,72	0,12	-0,27	0,98	0,54	-0,67	1,00	
Ec	0,92	0,85	0,89	0,55	0,72	0,09	-0,33	0,99	0,53	-0,71	0,98	1,00

Tabela 3.2
Média, Desvio padrão e Coeficiente de Variação das Variáveis

	Média	Desvio Padrão	Coeficiente de Variação
i_a	0,058	0,020	0,350
i_T	0,092	0,032	0,346
Di_T	0,117	0,025	0,216
i^*	0,135	0,047	0,346
Di^*	0,169	0,019	0,114
r_c	0,059	0,007	0,114
y	0,269	0,032	0,110
P	1,480	1,330	0,899
$\hat{\pi}$	0,122	0,035	0,286
a	1,560	0,111	0,071
B^a	1,796	1,720	0,958
E_c	0,437	0,342	0,782

A tabela 3.3 apresenta os coeficientes estimados pela regressão:

$$i_a = \beta_0 + \beta_1 i_T + \beta_2 Di_T + \beta_3 i^* + \beta_4 Di^* + \beta_5 r_c + \\ + \beta_6 y + \beta_7 P + \beta_8 \hat{\pi} + \beta_9 B^a + \beta_{10} Red + \beta_{11} D_6 + u.$$

As variáveis Di_T e Di^* foram criadas com o objetivo de captar o impacto do período abril 80/dezembro de 82 — quando se instituiu o contingenciamento do crédito e elevou-se a alíquota do Imposto sobre Operações Financeiras — na inclinação das relações entre i_a , i_T e i^* , respectivamente. Resulta, portanto, do produto entre uma *dummy* para esse período e os valores de i_T e i^* . A variável *Red* é uma *dummy* que pretende determinar o impacto do redutor de juros aplicado entre setembro/1979 e novembro/1980, e a taxa de juros. Mas, também, utilizou-se outra *dummy* (D_6) para descontar o efeito da sazonalidade no último bimestre.

Devido à elevada correlação existente entre as variáveis Pe B^a e, também, entre essas com i_T e Di_T , (ver tabela 3.1), foram realizadas diversas regressões para examinar-se as alterações dos coeficientes das variáveis estimadas. A princípio, assinala-se que o coeficiente da variável i_T é insignificante em todas as regressões. Tendo em vista a forma estimada, esse resultado indica que a rentabilidade dos títulos públicos não influíu no nível das taxas de juros de empréstimos entre setembro de 1977 e março de 1980. Não obstante, o coeficiente de Di_T é significativamente diferente de zero ao nível de 1%, à exceção das equações

Tabela 3.3

Nº de Observações: 32
Variável Dependente: i_a

A Determinação das Taxas de Juros^a

$$i_a = \beta_0 + \beta_1 i_T + \beta_2 Di_T + \beta_3 i^* + \beta_4 Di^* + \beta_5 r_c + \beta_6 y + \beta_7 P + \beta_8 \pi + \beta_9 B^a + \beta_{10} Red + \beta_{11} D_6 + u$$

	β_0	i_T	Di_T	i^*	Di^*	r_c	y	P	π	B^a	Red	D_6	R^2	DW
1	0,04 (4,40)	-0,01 (-0,11)	0,40 (3,24)	0,14 (4,16)	-0,15 (-3,38)	0,60 (4,01)	-0,15 (-3,30)	0,0 (0,08)			-0,01 (-3,68)	0,0 (1,80)	0,99	2,02
2	0,04 (4,52)	-0,01 (-0,12)	0,41 (4,76)	0,14 (4,59)	-0,16 (-5,15)	0,61 (4,40)	-0,15 (-3,38)				-0,01 (-3,83)	0,0 (1,84)	0,99	2,05
3	0,04 (4,04)	-0,01 (-0,08)	0,41 (4,70)	0,12 (2,32)	-0,16 (-4,86)	0,57 (3,53)	-0,14 (-3,05)		0,04 (0,45)		-0,01 (-3,78)	0,0 (1,83)	0,99	2,10
4	0,04 (3,95)	0,0 (-0,02)	0,38 (2,91)	0,12 (2,23)	-0,15 (-3,30)	0,54 (2,84)	-0,14 (-2,97)	0,0 (0,29)	0,05 (0,52)		0,01 (3,65)	0,0 (1,81)	0,99	2,02
5	0,04 (4,44)	0,0 (0,0)	0,37 (3,01)	0,15 (4,15)	-0,14 (-3,32)	0,59 (4,13)	-0,15 (-3,29)			0,0 (0,34)	-0,01 (-3,75)	0,0 (1,72)	0,99	1,94
6	0,04 (4,33)	0,01 (0,06)	0,38 (2,95)	0,15 (4,05)	-0,15 (-3,20)	0,61 (3,96)	-0,16 (-3,22)	0,0 (-0,32)		0,0 (0,45)	-0,01 (-3,61)	0,0 (1,52)	0,99	1,98
7	0,04 (3,97)	0,01 (0,13)	0,36 (2,73)	0,12 (2,29)	-0,15 (-3,28)	0,53 (3,00)	-0,15 (-3,05)		0,05 (0,61)	0,0 (0,54)	-0,01 (-3,75)	0,0 (1,70)	0,99	1,95
8	0,04 (3,88)	0,02 (0,15)	0,36 (2,63)	0,12 (2,24)	-0,15 (-3,11)	0,55 (2,80)	-0,15 (-2,93)	0,0 (-0,19)	0,05 (0,55)	0,0 (0,48)	-0,01 (-3,59)	0,0 (1,53)	0,99	1,97

a. Os valores entre parênteses correspondem às estatísticas t .

7 e 8, quando o coeficiente é significativo ao nível de 5%²⁰. Vale notar que a inclusão da variável P e/ou de B^a altera a estatística t dos coeficientes de Di_T .

A contribuição do custo esperado externo é, por sua vez, significativa ao nível de 1% nas equações 1, 2, 5 e 6 e a nível de 5% nas equações 3, 4, 7 e 8, no período de setembro 77/abril 80. No caso de Di^* , é significativa sempre ao nível de 1%. É preciso notar a elevada correlação entre a expectativa de inflação e o custo externo esperado (tabela 3.1), de resto perfeitamente explicável pela construção da variável i^* , como mostra o Anexo 1. De outro lado, a variável Di^* é afetada pela inclusão de P , segundo revelam as equações 1, 4, 6 e 8. Note-se, adicionalmente, que o sinal de i^* é contrário ao Di^* . Diante disso, testou-se a hipótese de que a soma dos coeficientes, ou seja, a contribuição do custo externo esperado no período abril/80-dezembro/82 fosse igual a zero: os resultados indicaram ser esse o caso em todas as equações²¹.

Esses resultados indicam a existência de dois períodos distintos na determinação das taxas de juros dos empréstimos domésticos. No primeiro, de setembro/77 a março/80, o custo esperado externo influenciou o nível da taxa de juros doméstica, enquanto que a rentabilidade dos títulos públicos não se mostrou relevante. No segundo período, de abril/80 a dezembro/82, ocorre exatamente o contrário: a rentabilidade dos títulos públicos revela-se importante, o mesmo não acontecendo com o custo dos empréstimos externos.

Os coeficientes estimados para a base monetária ajustada não permitem estabelecer nenhuma conclusão sobre sua importância para a taxa de juros, como mostram as equações 5 — 8. Tal fato decorre da elevada correlação dessa variável com a rentabilidade dos títulos públicos nos dois períodos mencionados: respectivamente, 0,82 e 0,87. É provável que por trás dessa correlação esteja a questão do financiamento do déficit público. Na medida em que o Governo não consegue financiar inteiramente seus gastos com a colocação de títulos, recorre à emissão de base monetária. Assim, essa última cresce, ao mesmo tempo em que a tentativa de colocar o maior volume de títulos pres-

²⁰ Os valores do teste t , a menos que explicitado de outra forma, referem-se sempre à hipótese alternativa $H_1 \neq 0$.

²¹ O teste usado baseou-se no fato que a estatística

$$t = \frac{\hat{\beta}_1 + \hat{\beta}_2}{\sqrt{\text{var } \hat{\beta}_1 + \text{var } \hat{\beta}_2 + 2 \text{cov}(\hat{\beta}_1, \hat{\beta}_2)}} \text{ tem distribuição de Student, com } (n-k) \text{ g.l.}$$

Ver Gujarati [23], p. 325.

siona a rentabilidade desses papéis.

De acordo com o esperado pelo modelo, o recolhimento compulsório mostrou-se um instrumento efetivo de política monetária no período analisado. Em todas as regressões estimadas, o sinal dessa variável foi positivo e significativo ao nível de 1%, exceção feita à equação 8 na qual é significativa a nível pouco superior.

A variável *renda real* apresentou um coeficiente estável em todas as regressões e significativo ao nível de 1%. O sinal esperado, de acordo com o modelo empregado, era ambíguo, uma vez que y afeta tanto a demanda como a oferta de empréstimos externos. A estimação empírica indica que o impacto da renda real sobre a oferta superou o seu efeito sobre a demanda por empréstimos no período analisado. Todavia, esse resultado deve ser encarado com cautela uma vez que a renda real (Índice de Produção do IBGE) foi utilizada como *proxy* para a riqueza. É um tratamento tradicional nos trabalhos empíricos no Brasil em face da reconhecida dificuldade para a obtenção de dados de renda qualitativamente confiáveis²². Por outro lado, as unidades econômicas reduzem, normalmente, a demanda por empréstimos, quando se deparam com um aumento da renda transitória²³, um componente da renda real. É possível que esse componente transitório da renda real esteja contribuindo para o resultado alcançado.

As variáveis *preço* e *expectativa de inflação* não se revelaram significantes nas equações de que participaram. No caso do preço, esse resultado certamente decorre da correlação que apresenta com a rentabilidade dos títulos públicos nos dois períodos, bem como com a base monetária ajustada quando esta faz parte da regressão. A expectativa de inflação, por sua vez, está extremamente correlacionada com o custo esperado externo, como é mostrado na tabela 3.1. Na verdade, esse comportamento já era esperado em face da construção da expectativa de inflação e do custo externo, conforme já foi mencionado.

Durante o espaço de tempo compreendido entre setembro de 1979 e novembro de 1980, o Governo aplicou um redutor de juros de 10%. A variável *Red* foi introduzida na equação de regressão para captar esse efeito sobre a taxa de juros. Como essas taxas não refletem inteiramente as condições em que se realizam os empréstimos, muitas vezes onerados pela aquisição compulsória de outros serviços financeiros. Surpreendentemente, o coeficiente do redutor de juros foi sempre igual a 0,01 e altamente significativo, o que parece indicar que os dados obtidos de taxa de juros estão muito próximos da taxa efetivamente cobrada.

²² Ver Barbosa [3], p. 42.

²³ Ver Melitz e Pardue [34], p. 678.

Nenhuma das séries utilizadas no estudo sofreu qualquer processo destinado a extrair a sazonalidade eventualmente existente. Em lugar disso, utilizaram-se cinco variáveis *dummy* para captar o efeito da presença da sazonalidade nos dados. Apenas a *dummy* referente ao último bimestre do ano foi significativa ao nível de 10%. No entanto, a ausência dessa variável não alterou de forma importante os resultados, como indicam as tabelas 3.4 e 3.6.

Outro argumento normalmente levantado para justificar o nível das taxas de juros domésticas é o da segmentação do mercado de crédito. Ele resulta da existência concomitante de canais pelos quais a alocação de recursos é realizada compulsoriamente a taxas de juros fixadas — como é o caso dos empréstimos à agricultura que os bancos são obrigados a conceder — e o mercado “livre” de empréstimos, no qual o volume e a taxa de juros são determinados pelos agentes econômicos. Com o objetivo de testar a importância dessa segmentação para a prática de taxas de juros elevadas, foi utilizado o volume de crédito concedido institucionalmente pelos bancos à agricultura e às pequenas e médias empresas (variável E_c) na equação de regressão.

A tabela 3.4 indica que não é possível extrair qualquer conclusão quanto à importância dessa variável uma vez que, a despeito de ser insignificante, apresenta forte correlação com a rentabilidade dos títulos públicos (0,85 e 0,89), com os preços (0,99) e com a base monetária ajustada (0,98).

Finalmente, na tabela 3.9 são apresentadas as elasticidades da taxa de juros em relação à rentabilidade dos títulos públicos no período abril/80 — dezembro/82 e referentes ao custo esperado externo entre setembro/77 — março/82. As elasticidades foram calculadas através das médias das variáveis nesses subperíodos e constituem, obviamente, aproximações da realidade. Os valores alcançados indicam que a taxa de juros de empréstimos com recursos domésticos reagiu sempre mais, nos períodos em que foram relevantes, às variáveis da rentabilidade dos títulos públicos do que àquelas do custo esperado externo. É possível que esse resultado decorra de um ajustamento mais rápido às flutuações da rentabilidade dos títulos públicos do que às flutuações do custo externo.

Tabela 3.4

A Inclusão dos Empréstimos Compulsórios^a

Nº de Observações: 32

Variável Dependente: i_a

$$i_a = \beta_0 + \beta_1 i_T + \beta_2 Di_T + \beta_3 i^* + \beta_4 Di^* + \beta_5 r_c + \beta_6 y + \beta_7 P + \beta_8 \hat{\pi} + \beta_9 B^a + \beta_{10} E_c + \beta_{11} Red + \beta_{12} D_6 + u$$

	β_0	i_T	Di_T	i^*	Di^*	r_c	y	P	$\hat{\pi}$	B^a	E_c	Red	D_6	\bar{R}^2	DW
1	0,04 (4,10)	-0,01 (-0,09)	0,40 (3,14)	0,14 (4,05)	-0,15 (-3,28)	0,61 (3,91)	-0,15 (-3,10)	0,0 (0,27)			0,0 (-0,26)	-0,01 (-3,51)	0,0 (1,68)	0,99	1,97
2	0,04 (4,43)	-0,01 (-0,12)	0,41 (3,47)	0,14 (4,25)	-0,16 (-3,63)	0,61 (3,99)	-0,15 (-3,30)				0,0 (-0,02)	-0,01 (-3,62)	0,0 (1,78)	0,99	2,05
3	0,04 (3,85)	-0,01 (-0,04)	0,39 (3,14)	0,12 (2,20)	-0,16 (-3,55)	0,55 (2,79)	-0,14 (-2,88)		0,04 (0,48)		0,0 (0,20)	-0,01 (-3,58)	0,0 (1,80)	0,99	2,06
4	0,04 (3,62)	0,0 (-0,02)	0,38 (2,84)	0,12 (2,16)	-0,15 (-3,20)	0,55 (2,74)	-0,15 (-2,74)	0,0 (0,27)	0,05 (0,48)		0,0 (-0,18)	-0,01 (-3,48)	0,0 (1,69)	0,99	1,98
5	0,04 (4,36)	0,01 (0,05)	0,38 (2,96)	0,15 (4,07)	-0,15 (-3,23)	0,61 (3,94)	-0,16 (-3,17)			0,0 (0,48)	0,0 (-0,39)	-0,01 (-3,55)	0,0 (1,50)	0,99	1,95
6	0,04 (3,98)	0,01 (0,05)	0,38 (2,88)	0,15 (3,95)	-0,15 (-3,12)	0,61 (3,85)	-0,16 (-3,05)	0,0 (-0,02)		0,0 (0,39)	0,0 (-0,19)	-0,01 (-3,46)	0,0 (1,46)	0,99	1,95
7	0,04 (3,82)	0,02 (0,14)	0,36 (2,63)	0,13 (2,22)	-0,15 (-3,14)	0,55 (2,74)	-0,15 (-2,84)		0,05 (0,53)	0,0 (0,53)	0,0 (-0,25)	-0,01 (-3,53)	0,0 (1,52)	0,99	1,95
8	0,04 (3,48)	0,02 (0,14)	0,36 (2,56)	0,13 (2,14)	-0,15 (-3,03)	0,55 (2,67)	-0,15 (-2,72)	0,0 (-0,05)	0,05 (0,52)	0,0 (0,44)	0,0 (-0,10)	-0,01 (-3,43)	0,0 (1,48)	0,98	1,96

a. Os valores entre parênteses correspondem às estatísticas t.

Tabela 3.5
A Determinação da Taxa de Juros sem Sazonalidade^a

Nº de Observações: 32
Variável Dependente: i_a

$$i_a = \beta_0 + \beta_1 i_T + \beta_2 Di_T + \beta_3 i^* + \beta_4 Di^* + \beta_5 r_c + \beta_6 y + \beta_7 P + \beta_8 \hat{\pi} + \beta_9 B^a + \beta_{10} Red + u$$

	β_0	i_T	Di_T	i^*	Di^*	r_c	y	P	$\hat{\pi}$	B^a	Red	\bar{R}^2	DW
1	0,04 (4,30)	0,02 (0,21)	0,40 (3,13)	0,14 (3,79)	-0,16 (-3,38)	0,55 (3,55)	-0,15 (-3,09)	0,0 (-0,01)			-0,01 (-3,09)	0,99	2,12
2	0,04 (4,44)	0,02 (0,22)	0,40 (4,51)	0,14 (4,22)	-0,16 (-5,05)	0,55 (3,90)	-0,15 (-3,17)				-0,01 (-3,23)	0,99	2,12
3	0,04 (4,01)	0,03 (0,25)	0,40 (4,43)	0,12 (2,21)	-0,16 (-4,70)	0,52 (3,12)	-0,14 (-2,89)		0,03 (0,29)		-0,01 (-3,18)	0,99	2,14
4	0,04 (3,93)	0,03 (0,26)	0,39 (2,86)	0,12 (2,14)	-0,16 (-3,30)	0,51 (2,54)	-0,14 (-2,82)	0,0 (0,12)	0,03 (0,31)		-0,01 (-3,05)	0,99	2,10
5	0,04 (4,40)	0,04 (0,35)	0,36 (2,71)	0,14 (3,90)	-0,14 (-3,07)	0,53 (3,60)	-0,15 (-3,15)			0,0 (0,49)	-0,01 (-3,20)	0,99	1,98
6	0,04 (4,26)	0,05 (0,48)	0,37 (2,78)	0,15 (3,90)	-0,15 (-3,16)	0,57 (3,64)	-0,16 (-3,22)	0,0 (-0,81)		0,02 (0,94)	-0,01 (-3,19)	0,99	2,10
7	0,04 (3,93)	0,05 (0,46)	0,33 (2,42)	0,12 (2,16)	-0,14 (-3,02)	0,47 (2,51)	-0,15 (-2,91)		0,05 (0,54)	0,0 (0,66)	-0,01 (-3,19)	0,99	1,97
8	0,04 (3,85)	0,06 (0,54)	0,35 (2,48)	0,13 (2,22)	-0,15 (-3,07)	0,52 (2,58)	-0,15 (-2,97)	0,0 (-0,72)	0,04 (0,43)	0,0 (0,97)	-0,01 (-3,16)	0,99	2,07

a. Os valores entre parênteses correspondem às estatísticas t .

Tabela 3.6

A Inclusão dos Empréstimos Compulsórios sem Sazonalidade^a

Nº de Observações: 32

Variável Dependente: i_a

$$i_a = \beta_0 + \beta_1 i_T + \beta_2 Di_T + \beta_3 i^* + \beta_4 Di^* + \beta_5 r_c + \beta_6 y + \beta_7 P + \beta_8 \hat{\pi} + \beta_9 B^a + \beta_{10} Ec + \beta_{11} Red + u$$

	β_0	i_T	Di_T	i^*	Di^*	r_c	y	P	$\hat{\pi}$	B^a	Ec	Red	\bar{R}^2	DW
1	0,04 (4,18)	0,02 (0,22)	0,40 (3,03)	0,14 (3,78)	-0,16 (-3,27)	0,57 (3,54)	-0,16 (-3,04)	0,0 (0,53)			-0,01 (-0,57)	-0,01 (-2,98)	0,99	2,02
2	0,04 (4,35)	0,02 (0,19)	0,42 (3,43)	0,13 (3,87)	-0,17 (-3,72)	0,56 (3,57)	-0,15 (-3,11)				0,0 (-0,22)	-0,01 (-3,04)	0,99	2,16
3	0,04 (3,89)	0,02 (0,22)	0,41 (3,18)	0,12 (2,14)	-0,17 (-3,64)	0,53 (2,58)	-0,14 (-2,79)		-0,02 (-0,22)		0,0 (-0,10)	-0,01 (-2,97)	0,99	2,16
4	0,04 (3,78)	0,03 (0,25)	0,39 (2,80)	0,13 (2,17)	-0,16 (-3,20)	0,53 (2,55)	-0,15 (-2,76)	0,0 (0,53)	0,02 (0,24)		-0,01 (-0,53)	-0,01 (-2,92)	0,99	2,01
5	0,04 (4,46)	0,05 (0,45)	0,37 (2,79)	0,15 (3,96)	-0,15 (-3,17)	0,58 (3,67)	-0,17 (-3,26)			0,0 (1,00)	-0,01 (-0,90)	-0,01 (-3,14)	0,99	2,00
6	0,04 (4,04)	0,05 (0,45)	0,37 (2,72)	0,15 (3,84)	-0,15 (-3,07)	0,58 (3,58)	-0,17 (-3,13)	0,0 (-0,09)		0,0 (0,83)	-0,01 (-0,39)	-0,01 (-3,06)	0,99	2,02
7	0,04 (3,98)	0,06 (0,51)	0,35 (2,50)	0,13 (2,27)	-0,15 (-3,08)	0,53 (2,59)	-0,16 (-2,97)		0,04 (0,36)	0,0 (1,02)	-0,01 (-0,79)	-0,01 (-3,10)	0,99	1,98
8	0,04 (3,60)	0,06 (0,50)	0,35 (2,44)	0,13 (2,19)	-0,15 (-2,99)	0,53 (2,53)	-0,16 (-2,84)	0,0 (-0,11)	0,04 (0,36)	0,0 (0,85)	-0,01 (-0,32)	-0,01 (-3,02)	0,99	2,01

^a. Os valores entre parênteses correspondem às estatísticas t .

Tabela 3.7
Elasticidades da Taxa de Juros em Relação à
Rentabilidade dos Títulos Públicos e
ao Custo Esperado Externo^(a)

	$\epsilon (i_a, Di_T)$	$\epsilon (i_a, i^*)$
TABELA 3.1		
1	0,63	0,34
2	0,65	0,34
3	0,65	0,29
4	0,60	0,29
5	0,60	0,36
6	0,60	0,36
7	0,57	0,29
8	0,57	0,29
TABELA 3.2		
1	0,63	0,34
2	0,65	0,34
3	0,62	0,29
4	0,60	0,29
5	0,60	0,36
6	0,60	0,36
7	0,57	0,31
8	0,57	0,31
TABELA 3.3		
1	0,63	0,34
2	0,63	0,34
3	0,63	0,29
4	0,62	0,29
5	0,57	0,34
6	0,59	0,36
7	0,52	0,29
8	0,55	0,31
TABELA 3.4		
1	0,63	0,34
2	0,66	0,31
3	0,65	0,29
4	0,62	0,31
5	0,59	0,34
6	0,59	0,34
7	0,55	0,31
8	0,55	0,31

(a) Calculado a partir da média das séries e dos coeficientes das regressões.

4. CONCLUSÕES

O objetivo desse estudo foi o de examinar a determinação da taxa de juros de empréstimos no mercado doméstico, razão de grande polêmica no início dos anos 80. Para uns, os níveis elevados dessas taxas estavam atrelados ao comportamento do preço no mercado externo: as variações do custo esperado dos recursos captados externamente eram dominantes na explicação das taxas de juros domésticas. De outro lado, estavam aqueles que, contemplando a aceleração do déficit público e o volume crescente de títulos do Governo em mãos do público, preferiam acreditar ser esta a razão principal do patamar em que se encontrava a taxa de juros de empréstimo, a despeito de reconhecerem a influência do mercado externo.

Originalmente, o trabalho pretendia examinar o período compreendido entre janeiro de 1974 e dezembro de 1982. Tal escolha vinculava-se à crescente internacionalização do sistema financeiro nacional a partir de 1974. No entanto, a limitação dos dados, de que é exemplo a ausência de uma série relativamente longa de taxas de juros de empréstimos, acabou por determinar a escolha do período entre setembro de 1977 e dezembro de 1982 para a realização da pesquisa.

Entretanto, todo um esforço foi desenvolvido para a utilização de dados mensais, tendo em vista a pequena amostra disponível. Infelizmente, e como é freqüente ocorrer nos trabalhos econométricos em que os dados utilizados constituem-se de observações muito próximas, os resultados não foram bons em face da presença de forte correlação serial. O uso de técnicas econométricas para solucionar o problema — que, eventualmente, podem introduzir ineficiências antes ausentes — não foram capazes de eliminá-lo. Assim, optou-se pela utilização de dados bimensais, não obstante a redução dos graus de liberdade a ela associada.

Os resultados empíricos alcançados por esse estudo sugerem que no período compreendido entre setembro de 1977 e março de 1980, a rentabilidade dos títulos públicos — uma *proxy* para o déficit público — não teve influência sobre a taxa de juros de empréstimo, ao contrário do que ocorreu no período entre abril de 1980 e dezembro de 1982. O custo esperado dos empréstimos externos teve um comportamento inverso: foi relevante no primeiro período, mas não foi signifi-

cativo no segundo.

Esse resultado não deve surpreender, tendo em vista o fato de que foi exatamente no segundo período examinado que se acelerou o déficit público. Conseqüentemente, acelerou a pressão sobre o mercado de títulos do Governo como alternativa de financiamento, diante da elevada expansão da base monetária em 1979.

Mas também deve-se considerar que durante os anos de 1980/1982 o Governo aplicou um contingenciamento ao crédito que limitou o ajustamento via expansão da oferta que decorreria, normalmente, a partir do crescimento da base monetária. A opção alternativa dos recursos captados externamente sempre esteve presente. Entretanto, também permaneciam em vigor as restrições de prazo quanto ao saque desses recursos nas autoridades monetárias, visando a distribuir ao longo do tempo o crescimento dos agregados monetários. É natural que essas restrições tenham dificultado o ajustamento, principalmente em presença da pressão continuada que o déficit público exercia sobre o mercado de títulos.

Os resultados sugerem ainda que a reação da taxa de empréstimos domésticos às variações do custo esperado externo, quando esse último foi efetivo para a determinação da primeira, sempre foi inferior quando comparada com o efeito da rentabilidade dos títulos públicos. Esse resultado decorre, provavelmente, das restrições quanto ao saque dos depósitos em moeda estrangeira no Banco Central já mencionadas, de resto presente em todo o período de análise em maior ou menor grau.

Por outro lado, não foi possível estabelecer qualquer conclusão sobre a contribuição da base monetária ajustada para a determinação da taxa de juros de empréstimo, tendo em vista a elevada correlação entre essa variável e a rentabilidade dos títulos públicos. Essa correlação decorre, provavelmente, da tentativa de o Governo financiar o déficit público, não só via colocação de títulos, mas também através da emissão de base. Assim, essa última cresce, ao mesmo tempo em que a tentativa de colocar maior volume de títulos pressiona a rentabilidade desses papéis.

A elevada correlação foi responsável, também, pelos resultados não conclusivos quanto às contribuições das variáveis preço, expectativa de inflação e empréstimos compulsórios. No caso do preço, a correlação é significativa com a rentabilidade dos títulos públicos e com a base monetária ajustada, variáveis que apresentam, por sua vez, forte correlação com os empréstimos compulsórios. De outro lado, e como era esperado, a expectativa de inflação mostrou-se correlacionada com o custo esperado externo.

A contribuição da renda real para a determinação da taxa de juros revelou-se estável em todas as regressões realizadas e os coeficientes

estimados indicaram que seu impacto sobre a oferta foi superior àquele sobre a demanda por empréstimos no período analisado. Não obstante, considerando-se que a renda real foi utilizada como *proxy* para a riqueza, faz-se necessário encarar esse resultado com a devida cautela, posto que ele pode estar influenciado pelo componente transitório da renda real.

Finalmente, de acordo com o esperado pelo modelo, o recolhimento compulsório mostrou-se um instrumento efetivo de política monetária no período analisado.

ANEXO 1

DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS E SUAS FONTES

A seguir, apresentam-se as variáveis utilizadas no estudo, bem como suas fontes. Todos os dados são em bases mensais e não foram objeto de ajuste sazonal.

- i_a — Esta variável — a dependente — reflete a taxa de juros de remuneração dos empréstimos do sistema bancário. Para sua medida, foi utilizada como *proxy* a taxa de juros prefixada dos Bancos de Investimento para empréstimos de seis meses, disponível para o período setembro/77 — julho/82. Em agosto de 1982, o Governo determinou que as taxas de juros desses empréstimos deveriam ser pós-fixadas. Esta é a razão por que para o período agosto/82 — dezembro/82 utilizou-se a taxa pós-fixada, ajustada pela correção monetária realizada no prazo do empréstimo. A fonte dos dados é a Associação Nacional dos Bancos de Investimentos — ANBID.
- i_T — A rentabilidade das Letras do Tesouro Nacional de 91 dias foi usada como *proxy* para essa variável, depois de ajustada ao prazo dos empréstimos. A fonte é o Boletim do Banco Central.
- i^* — Esta variável representa o custo dos empréstimos externos. É o resultado do produto da taxa de juros externa efetiva i_e e da expectativa de desvalorização cambial \hat{e} .

$$(1 + i^*) = (1 + i_e) (1 + \hat{e})$$

Como já foi assinalado no texto, a taxa de juros externa e efetiva foi ajustada para levar em conta a tributação líquida incidente sobre o pagamento dos encargos ao exterior decorrente do imposto de renda cobrado, descontado o benefício fiscal variável no período. Também considerou a retenção compulsória eventual do contravalor em cruzeiros do empréstimo externo, com os encargos correndo por conta do mutuário.

Assim, a taxa de juros externa efetivamente paga foi calculada de acordo com a relação abaixo:

$$i_e = \frac{(1 - bf) \cdot 0,333 j}{x}$$

onde,

- bf = benefício fiscal em termos decimais;
 j = taxa de juros externa + *spread*;
 x = percentagem de retenção compulsória em termos decimais.

Finalmente, a variável \hat{e} foi construída segundo o modelo de expectativa adaptativa. Para a taxa de juros externa e o *spread*, a fonte foi a revista *Euromoney*, enquanto que para a inflação externa e a doméstica, utilizou-se o IPA norte-americano e o IPA brasileiro, respectivamente. O primeiro foi extraído do *International Financial Statistic* e o segundo da *Conjuntura Econômica*.

- P — Índice Geral de Preços — Disponibilidade Interna (IGP-DI), cujos valores encontram-se na *Conjuntura Econômica*.
 $\hat{\Pi}$ — A expectativa de inflação foi construída segundo o modelo de expectativa adaptativa a partir do IGP-DI.
 B^a — A base monetária ajustada decorre da relação entre a base monetária e a reserva internacional descontada dos depósitos voluntários em moeda estrangeira no Banco Central. Esta última variável, cujos dados são disponíveis em dólares, foi convertida para cruzeiros a partir da aplicação da taxa de câmbio média ao saldo em dezembro de 1976 e aos fluxos a partir de janeiro de 77. Os resultados foram acumulados mensalmente e a fonte dessas variáveis é o Banco Central.
 a — A relação entre os depósitos à vista e os meios de pagamento foi construída a partir dos dados disponíveis no Boletim do Banco Central.
 y — Para a renda real, foi utilizada uma média móvel bimensal do índice de produção industrial do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).
 r_c — Tendo em vista os critérios que norteiam o cálculo do recolhimento compulsório em moeda — variáveis no período, mas fundamentalmente calcados nos depósitos à vista do mês imediatamente anterior — optou-se utilizar a razão entre o volume de recolhimento compulsório em t e o volume dos depósitos à vista em $t-1$ como *proxy* para a taxa de recolhimento compulsório fixada para o período t .
 E_c — Esta variável destina-se a medir o efeito do mercado “institucional” de crédito sobre o mercado “livre” de crédito. Constitui-se da soma dos créditos compulsórios dos bancos à agricultura e à pequena e média empresa, conforme a regulamentação existente no período.
 α — Como descrito no Capítulo 3, o multiplicador de crédito α

foi utilizado para ajustar as variáveis independentes. Seu cálculo baseou-se na equação:

$$\alpha = m [1 + c - t(a + c)] - 1$$

e os dados necessários para construí-lo foram extraídos do Boletim do Banco Central.

- D_b – *Dummy* destinada a avaliar os efeitos do contingenciamento ao crédito do sistema bancário e da elevação do Imposto de Operações Financeiras. Assume o valor 1 para o período compreendido entre abril de 1980 e dezembro de 1982, sendo 0 para o período restante.
- Di_T – Destina-se a examinar o impacto do período abril/80 – dezembro/82 sobre a contribuição da rentabilidade das LTN's referente à taxa de juros de empréstimos do sistema bancário. Resulta do produto entre D_b e i_T .
- Di^* – Procura medir a mudança do coeficiente do custo externo esperimentado no período abril/80 – dezembro/82. Resulta do produto entre D_b e i^* .
- Red – *Dummy* cujo objetivo é o de levar em consideração o redutor de juros no período set/79 – nov/80. Por esse motivo, seu valor é 1 nesse período e 0 no período restante.
- D_6 – *Dummy* sazonal para o último bimestre do ano.

A análise empírica cobre o período compreendido entre setembro de 1977 e dezembro de 1982 e utiliza-se de dados bimensais construídos a partir dos dados mensais. Essa conversão, no caso das taxas de juros e da expectativa de inflação, foi realizada através de média geométrica. As outras variáveis foram transformadas por média aritmética.

Finalmente, vale assinalar que a análise econométrica é feita através de uma amostra com 32 observações.

Tabela A.1
Dados Primários
(Em %)

	i_a	i_T	LIBOR	IPA-DI	EGP-DI	IPA-EUA
1977 – setembro	3,53	2,66	0,59	1,60	1,70	0,30
outubro	3,63	2,66	0,61	2,30	2,80	0,40
novembro	3,76	2,85	0,61	2,60	2,60	0,40
dezembro	3,94	3,07	0,62	2,20	2,20	0,70
1978 – janeiro	3,90	2,97	0,64	3,00	2,60	0,80
fevereiro	3,80	2,92	0,63	3,50	3,40	1,10
março	3,82	2,92	0,64	3,50	3,20	0,80
abril	3,82	2,92	0,66	3,50	3,40	1,30
maio	3,84	2,91	0,69	3,50	3,20	0,80
junho	3,83	2,90	0,76	3,60	3,60	0,60
julho	3,90	2,91	0,73	2,50	2,80	0,80
agosto	4,01	3,07	0,76	2,80	2,70	-0,10
setembro	4,00	3,10	0,79	2,70	2,50	0,80
outubro	4,02	3,13	0,97	3,20	2,90	1,30
novembro	4,12	3,14	0,98	3,10	2,70	0,40
dezembro	4,48	3,32	0,77	1,40	1,50	0,70
1979 – janeiro	4,51	3,28	0,88	3,40	3,60	1,60
fevereiro	4,50	3,19	0,91	3,70	3,70	1,30
março	4,53	3,18	0,87	6,00	5,80	1,30
abril	4,53	3,12	0,91	3,80	3,80	1,40
maio	4,56	3,11	0,86	2,00	2,30	0
junho	4,54	3,01	0,87	3,60	3,50	0,70
julho	4,52	2,98	0,91	4,60	4,40	1,40
agosto	4,51	2,90	0,99	6,20	5,80	0,60
setembro	4,23	2,76	1,05	8,30	7,70	1,60
outubro	4,19	2,47	1,24	6,40	5,20	1,60
novembro	4,20	2,03	1,15	5,60	5,60	0,70
dezembro	4,22	2,03	1,18	7,20	7,30	1,10
1980 – janeiro	4,52	1,89	1,17	7,30	6,20	2,00
fevereiro	4,57	1,56	1,22	3,60	4,20	1,90
março	4,53	1,55	1,47	6,50	6,60	0,80
abril	4,54	1,56	1,47	6,70	5,70	0,40
maio	4,43	1,72	0,96	7,10	6,40	0,50
junho	4,40	2,30	0,79	6,40	5,90	0,50
julho	4,42	2,95	0,80	9,60	8,40	1,60
agosto	4,47	3,20	0,91	6,80	6,90	1,10
setembro	4,54	3,38	1,02	5,20	5,30	0,40
outubro	4,87	4,04	1,09	9,40	7,60	1,10
novembro	5,34	4,31	1,27	8,50	7,60	0,50
dezembro	5,92	4,31	1,47	5,10	5,90	0,80

continua

continuação

	i_a	i_T	LIBOR	IPA-DI	EGP-DI	IPA-EUA
1981 – janeiro	6,17	4,31	1,37	6,10	6,60	1,10
fevereiro	7,37	5,06	1,39	8,20	8,50	1,20
março	7,92	5,02	1,28	7,90	7,40	0,90
abril	8,14	5,14	1,29	5,30	5,50	1,10
maio	8,20	5,19	1,47	7,00	6,20	0,30
junho	8,12	5,24	1,38	4,40	4,50	0,30
julho	8,11	5,20	1,45	4,50	5,10	0,50
agosto	8,10	5,32	1,53	5,60	6,70	0,10
setembro	8,33	5,47	1,46	5,00	5,10	-0,30
outubro	8,53	6,00	1,36	5,00	4,30	0,20
novembro	8,53	6,00	1,13	5,90	5,40	-0,20
dezembro	8,51	5,61	1,12	3,40	3,80	0,20
1982 – janeiro	8,31	5,44	1,22	6,30	6,30	0,70
fevereiro	8,43	5,38	1,28	6,40	6,90	0,10
março	8,38	5,65	1,21	7,10	7,20	-0,20
abril	8,58	6,18	1,23	5,50	5,40	0
maio	8,58	6,01	1,18	5,50	6,10	0,20
junho	8,51	6,13	1,26	9,30	8,00	0,40
julho	8,56	6,47	1,21	5,70	6,10	0,40
agosto	8,18	6,60	1,02	4,60	5,80	-0,10
setembro	8,25	6,60	1,02	3,40	3,70	-0,30
outubro	8,71	6,60	0,95	5,20	4,80	0,20
novembro	9,16	6,60	0,81	5,30	5,00	0,10
dezembro	9,56	6,60	0,80	6,00	6,10	0,10

Fonte: Vide texto.

Tabela A.2
Dados Primários

		r_c	y^1	B^{a2}	Ec^2	a	c	t	m
1977	setembro	0,189	102,20	66,023	41.628,5	0,648	0,393	0,155	1,969
	outubro	0,193	105,70	73,621	42.773,6	0,649	0,408	0,157	1,924
	novembro	0,201	103,90	79,067	43.737,6	0,654	0,421	0,152	1,911
	dezembro	0,203	98,10	95,468	45.267,1	0,661	0,403	0,157	1,949
1978	janeiro	0,218	96,40	101,111	48.482,1	0,657	0,467	0,230	1,839
	fevereiro	0,211	91,80	98,907	48.020,5	0,657	0,464	0,232	1,902
	março	0,206	106,30	99,691	48.624,3	0,650	0,469	0,217	1,918
	abril	0,211	101,60	106,594	49.435,1	0,651	0,459	0,210	1,909
	maio	0,210	106,90	113,679	50.076,3	0,658	0,480	0,226	1,913
	junho	0,216	109,20	109,189	51.743,6	0,657	0,467	0,254	1,935
	julho	0,220	110,30	101,958	54.206,0	0,665	0,484	0,222	1,893
	agosto	0,214	118,50	88,823	55.826,6	0,655	0,495	0,194	1,879
	setembro	0,238	111,50	93,033	57.145,2	0,655	0,481	0,192	1,886
	outubro	0,241	118,50	99,251	59.306,7	0,653	0,481	0,188	1,844
	novembro	0,252	112,10	89,658	60.744,1	0,657	0,498	0,163	1,842
	dezembro	0,235	106,30	81,470	62.928,4	0,663	0,485	0,201	1,913
1979	janeiro	0,253	108,00	103,510	67.325,1	0,652	0,534	0,160	1,745
	fevereiro	0,253	101,60	115,199	66.835,9	0,653	0,526	0,106	1,784
	março	0,252	113,20	113,536	69.441,3	0,656	0,564	0,138	1,819
	abril	0,240	109,80	141,069	70.581,4	0,649	0,585	0,143	1,804
	maio	0,246	117,90	148,569	70.416,3	0,652	0,573	0,145	1,823
	junho	0,230	116,70	182,301	73.278,4	0,662	0,539	0,157	1,928
	julho	0,221	117,90	203,986	78.164,7	0,653	0,546	0,155	1,825
	agosto	0,245	125,40	225,663	81.055,8	0,644	0,552	0,140	1,882
	setembro	0,244	114,40	273,363	88.889,4	0,646	0,522	0,124	1,841
	outubro	0,256	128,30	298,478	94.029,9	0,645	0,532	0,129	1,786
	novembro	0,248	119,00	338,081	96.758,7	0,649	0,533	0,127	1,846
	dezembro	0,245	109,20	422,270	102.347,0	0,651	0,543	0,121	1,801

continua

		r_c	y^1	B^{a2}	Ec^1	a	c	t	m
1980	janeiro	0,283	114,40	4 7819	109 901,0	0,653	0,548	0,117	1,729
	fevereiro	0,264	110,90	435 757	110 666,0	0,647	0,561	0,127	1,832
	março	0,273	123,10	484 640	113 869,0	0,668	0,571	0,121	1,855
	abril	0,287	111,50	541 346	119 320,0	0,662	0,535	0,131	1,848
	maio	0,260	123,10	600 735	123 500,0	0,671	0,517	0,143	1,945
	junho	0,280	126,00	641 670	132 382,0	0,694	0,484	0,148	1,941
	julho	0,279	131,80	641 161	145 990,0	0,676	0,498	0,125	1,815
	agosto	0,286	130,10	674 060	148 211,0	0,678	0,483	0,144	1,890
	setembro	0,281	134,10	714 742	154 475,0	0,683	0,478	0,156	1,882
	outubro	0,257	136,50	751 013	160 091,0	0,661	0,475	0,149	1,888
	novembro	0,275	126,60	830 261	161 686,0	0,665	0,447	0,138	1,896
	dezembro	0,242	115,00	881 015	173 918,0	0,664	0,405	0,209	1,954
1981	janeiro	0,259	112,70	821 228	210 149,0	0,660	0,472	0,154	1,798
	fevereiro	0,253	112,70	888 244	206 599,0	0,653	0,473	0,173	1,871
	março	0,281	115,00	927 802	212 309,0	0,668	0,506	0,188	1,800
	abril	0,241	108,60	898 398	213 953,0	0,665	0,498	0,214	1,968
	maio	0,243	111,50	950 616	223 845,0	0,663	0,511	0,205	1,944
	junho	0,281	115,00	463 071	242 361,0	0,690	0,509	0,275	1,954
	julho	0,248	117,30	1 226 480	232 495,0	0,658	0,551	0,254	1,851
	agosto	0,255	113,20	1 264 830	255 248,0	0,672	0,558	0,257	1,872
	setembro	0,266	111,50	1 342 350	269 459,0	0,661	0,571	0,252	1,849
	outubro	0,235	112,70	1 404 740	288 673,0	0,659	0,574	0,260	1,973
	novembro	0,244	106,90	1 521 070	303 572,0	0,665	0,538	0,269	1,908
	dezembro	0,214	99,30	1 526 860	335 293,0	0,657	0,495	0,364	2,010
1982	janeiro	0,254	97,00	1 664 220	380 290,0	0,631	0,579	0,298	1,712
	fevereiro	0,242	96,40	1 583 580	427 008,0	0,640	0,602	0,325	1,812
	março	0,287	116,70	1 620 430	438 476,0	0,650	0,659	0,327	1,726
	abril	0,254	109,80	1 566 960	449 803,0	0,649	0,661	0,355	1,861
	maio	0,282	114,40	1 689 160	436 613,0	0,671	0,687	0,350	1,834
	junho	0,259	117,90	1 873 880	458 982,0	0,661	0,689	0,420	1,863
	julho	0,266	119,60	1 946 340	476 127,0	0,634	0,705	0,397	1,767
	agosto	0,258	122,00	2 076 040	510 058,0	0,643	0,736	0,283	1,777
	setembro	0,259	117,90	2 517 950	521 870,0	0,636	0,736	0,394	1,794
	outubro	0,286	116,70	2 821 200	569 087,0	0,643	0,734	0,376	1,812
	novembro	0,284	112,70	3 174 760	552 436,0	0,627	0,699	0,362	1,748
	dezembro	0,282	103,40	3 103 400	584 308,0	0,629	0,658	0,407	1,826

Fonte: Vide texto.

1. Base: 1977 = 100

2. Cr\$ milhões

ANEXO 2

RESOLUÇÕES DO BANCO CENTRAL

Número	Resumo	Data
63	<p>Faculta aos bancos de Investimento ou de desenvolvimento privados e aos bancos comerciais autorizados a operar em câmbio a contratação direta de empréstimos externos para repasse a empresas no país.</p> <p>II) <i>Limite de endividamento externo</i>: duas vezes o valor do capital realizado mais reservas livres para todas as instituições e para empréstimos com prazo superior a um ano.</p> <p>III) <i>Repasse interno</i>: mutuário no país obriga-se a liquidar sua dívida mediante cláusula da paridade cambial.</p> <p>VII) As instituições fornecerão ao BACEN, relação pormenorizada das operações de empréstimo contratados durante o mês anterior, indicando os repasses efetuados com o contravalor em cruzeiros.</p>	21.08.67
361	<p>I) As aplicações de recursos pelos bancos de invest. e pelas socs. de cré. financ. e invest., nos seus respectivos campos operacionais, serão feitos a taxas de mercado, revogadas as disposições sobre taxas máximas anterior fixadas para os empréstimos ou financiamentos realizados pelas referidas instituições.</p> <p>II) Ressalvam-se do disposto no item anterior as operações realizadas com repasses de insts. financeiras oficiais.</p>	12.03.76
382	<p><i>Ficam Revogados</i>: Os itens I e V da Resolução nº 375 de 09.04.76 e o item IV da Resolução nº 377 de 27.05.76</p> <p><i>Resolveu</i>:</p> <p>I) elevar de 33% para 35% o recolhimento compulsório sobre depósitos à vista;</p> <p>II) manter a incidência de 18% para os depósitos de estabelecimentos bancários citados no item II da Resolução nº 375 de 09.04.76;</p> <p>IV) estabelecer que os 2% adicionais fiquem representados por recolhimento em espécie, não podendo ser convertido em títulos públicos como previsto na Resolução 332 de 23.07.75;</p> <p>V) para pecuniária será cobrada a taxa de 43% a.a. pelo período em que ocorrer a deficiência.</p>	21.07.76
383	<p><i>Resolveu</i>:</p> <p>I) Estabelecer os seguintes prazos máximos (a contar da data de aquisição do bem ou da contratação do serviço),</p>	21.07.76

Número	Resumo	Data										
	<p>para as operações de financiamento praticadas pelas sociedades de crédito, financiamento e investimento: a) 36 meses para o financiamento de compra de máquinas e equipamentos, ônibus, caminhão, tratores, novos e de prod. nacional; b) 24 meses p/outros veículos fabricados no País; c) 18 meses, quando o bem for de prod. nacional e de valor superior a 20 vezes o maior valor de referência fixado por efeito do artigo 2º da lei nº 6.205 de 29.04.75; d) 12 meses p/outros bens e serviços inclusive as operações de crédito direto s/alienação fiduciária;</p> <p>II) nos financiamentos, mencionados nas alíneas "a", "b" e "c", o valor financiado não poderá ser superior a 80%, 70% e 60%, respectivamente, do valor da compra do bem;</p> <p>III) esta Resolução não se aplica às operações, realizadas com recursos de instituições oficiais federais.</p>											
389	<p><i>Ficam Revogados:</i> a Resolução de nº 368, de 09.04.76, e as circulares nºs: 173 e 298 de 23.02.72 e 22.04.76, respectivamente.</p> <p><i>Resolveu:</i></p> <p>I) as operações ativas dos Bancos Comerciais serão realizadas a taxas de mercado.</p> <p>II) continuarão sujeitos a regulamentação específica as operações de crédito rural (recursos externos) as refinanciadas (recursos de instituições financeiras oficiais) e as aplicações de que trata a Resolução nº 388.</p> <p>III) a determinação de não abono de juros às contas de depósito à vista, mantém-se inalterada.</p> <p>IV) o imposto sobre operações financeiras incidentes nas contas de caução permanecerá com alíquota semestral de 0,5% sobre o limite contratual.</p>	15.09.76										
390	<p><i>Resolveu:</i></p> <p>I) que os acréscimos de recolhimento compulsório não poderão ser convertidos em títulos públicos e federais, ficando mantidos aos níveis existentes os valores dos recolhimentos em títulos públicos federais.</p> <p>II) determinar que os depósitos compulsórios somente poderão ser reajustados em dinheiro.</p>	15.09.76										
416	<p><i>Ficam Revogadas:</i> O item II da Resolução nº 140, de 23.03.70, e a Resolução nº 209, de 02.02.72.</p> <p><i>Resolveu:</i></p> <p>I) determinar que os créditos rurais de investimentos ficarão sujeitos a taxa de juros variáveis, não podendo exceder os seguintes limites:</p> <table><tr><th>Valor do financiamento</th><th>Taxa de juros</th></tr><tr><td>– até 50 vezes o MVR vigente no país</td><td>13% a.a.</td></tr><tr><td>– de mais de 50 MVR à 1.000 MVR</td><td>15% a.a.</td></tr><tr><td>– de mais de 1.000 MVR à 5.000 MVR</td><td>18% a.a.</td></tr><tr><td>– de mais de 5.000 MVR</td><td>21% a.a.</td></tr></table>	Valor do financiamento	Taxa de juros	– até 50 vezes o MVR vigente no país	13% a.a.	– de mais de 50 MVR à 1.000 MVR	15% a.a.	– de mais de 1.000 MVR à 5.000 MVR	18% a.a.	– de mais de 5.000 MVR	21% a.a.	26.01.77
Valor do financiamento	Taxa de juros											
– até 50 vezes o MVR vigente no país	13% a.a.											
– de mais de 50 MVR à 1.000 MVR	15% a.a.											
– de mais de 1.000 MVR à 5.000 MVR	18% a.a.											
– de mais de 5.000 MVR	21% a.a.											

II) tornar obrigatória a participação dos mutuários, com recursos próprios, sendo os créditos concedidos em bases variáveis, de acordo com o valor do orçamento.

Valor do orçamento

Valor do financiamento

– até 200 MVR	100%
– mais de 200 MVR até 5.000 MVR	90%
– mais de 5.000 MVR	75%

IV) os créditos rurais de comercialização estarão sujeitos as seguintes taxas de juros: a) desconto nas notas promissórias rurais, duplicatas rurais, cédulas de crédito industrial e notas de crédito industrial – 22% a.a.; b) operações da política de preços mínimos (EGF) – 18% a.a.; c) operações de pré-comercialização – 15% a.a.

V) estabelecer nos créditos rurais de custeio a incidência somente dos juros, eliminando comissão ou correção. Segundo o quadro abaixo:

Valor do financiamento

Taxa de juros

– até 50 MVR	13% a.a.
– de mais de 50 MVR	15% a.a.

VI) nos créditos a cooperativas de produtores rurais para repasse fica reduzido em 2 pontos as taxas de juros dos itens I e V, segundo a finalidade de aplicação do recurso.

VII) manter em 10% a.a., creditados semestralmente, os juros sobre os recolhimentos em espécie.

431

Resolveu:

23.06.77

I) alterar a alínea “b” do item II e o item III da Resolução nº 367, de 09.04.76 que passam a ter a seguinte redação: “II. . . , b) o valor total dos depósitos com prazos inferiores a 180 dias, não representa mais do que 10% do valor total dos depósitos a prazo fixo, da instituição”. “III) os bancos comerciais e de investimentos poderão receber depósitos a prazo fixo, sem emissão de certificado com prazo igual ou superior a 60 dias e o valor dos depósitos sem emissão de certificados a prazos inferiores a 180 dias, será também no limite de 10%, como a alínea “b” do item anterior”.

II) determinar que os bancos comerciais e os de investimentos não poderão elevar o valor do saldo dos depósitos a prazo inferiores a 180 dias enquanto não tiverem enquadradas em relação ao novo limite de 10% fixado, o que tem prazo máximo até 31.10.77.

432

Resolveu:

23.06.77

I) permitir aos mutuários de empréstimos externos, a realização de depósitos em moeda estrangeira, junto a bancos autorizados a operar em câmbio no país.

Ficam Revogadas: As Resoluções nºs 349, 375, 382, 396 e 424, de 13.11.75, 09.04.76, 21.07.76, 17.11.76, 19.04.77 respectivamente.

Número	Resumo	Data
446	<p><i>Resolveu:</i></p> <p>I) elevar, temporariamente, por 40% o recolhimento compulsório sobre os depósitos à vista nos bancos.</p> <p>II) determinar que o enquadramento em duas etapas: a) enquadrar de 35% para 38%, no ajustamento da posição relativa à 2ª quinzena de outubro de 1977; b) de 38% para 40% no ajustamento da posição relativa à 2ª quinzena de novembro/77.</p> <p>III) determinar que o valor dos 5% adicionados e simultaneamente convertido em ORTN, pelo valor nominal do mês, de prazo de 2 anos, juros de 4% a.a.</p> <p>IV) decorrido o prazo de 180 dias o BC comprará as referidas ORTN pelo valor nominal do mês, acrescidos de juros.</p> <p>V) a partir do ajustamento da posição relativa à 2ª quinzena de dezembro/77, o recolhimento compulsório voltará a ser calculado na base de 35%.</p> <p>VI) os ajustamentos dos depósitos compulsórios continuarão a ser feitos com base nas posições de 2ª quinzena de cada mês, na quarta-feira entre os dias 17 e 23 do mês posterior; ou em caso de feriado no dia útil imediato.</p> <p>VII) o ajustamento será feito alternativamente com base na média aritmética quinzenal dos depósitos, ou nas posições verificadas nos balancetes/balanços, sendo que: a) no caso de recolhimento pelo maior valor; b) quando ocorrer liberações pela menor importância.</p> <p>VIII) manter a incidência de 18% para os depósitos dos estabelecimentos bancários sediados no território Acre, AM, PA, PI, MA, CE, RN, PB, PE, AL, SE, BA, ES, GO, MT e parte de MG, sendo que: a) os bancos que possuem agências em outros Estados só se beneficiarão, caso mantenham aplicadas no mínimo 60% desse depósito depositados na região; b) os Bancos com sede em outros Estados e agências nas unidades se beneficiarão desde que as aplicações não sejam inferiores a 70%.</p> <p>IX) a pena, por eventuais deficiências será cobrada à taxa de 47% a.a., pelo período em que ocorrer a deficiência.</p>	19.10.77
461	<p><i>Ficam Revogadas:</i> Os itens II, II e VII, da Resolução nº 367 de 09.04.76 e a Resolução nº 431 de 23.06.77.</p> <p><i>Resolveu:</i></p> <p>I) o prazo mínimo para recebimento de depósitos a prazo, pelos bancos comerciais e pelos bancos de investimentos, e para emissão de letras de câmbio com aceite de sociedades de crédito, financiamento e investimento não poderá ser inferior a 180 dias.</p> <p>II) o item XIV da Resolução nº 367 de 09.04.76, passa a vigorar com a seguinte redação: "XIV – os vencimentos das letras de câmbio de aceite das sociedades de crédito, financiamento e investimento não precisarão guardar rela-</p>	23.02.78

ção direta com os vencimentos dos títulos cambiários, desde que observadas as seguintes normas: a) poderão ter prazo de vencimento mínimo de 180 dias, letras de câmbio que tenham lastro em parcelas de financiamento ao consumidor, com vencimentos a prazo de até 360 dias com o valor presente das letras de câmbio de aceite das sociedades de crédito, financiamento e investimento não deverá exceder o valor presente de todas as operações ativas de financiamento ao consumidor realizadas pela instituição.

IV) as sociedades de crédito, financiamento e investimento, deverão adaptar-se às normas desta Resolução vedadas: a) elevação do saldo dos aceites de letras de câmbio com prazos inferiores a 180 dias; b) emissão de aceite de letra de câmbio com prazos inferiores a 180 dias, a partir de 01.09.78.

III) os bancos comerciais deverão adaptar-se às normas desta Resolução sendo vedada a elevação do saldo de depósitos com prazos inferiores a 180 dias, devendo ocorrer no máximo até 31.08.78.

- 479 I) Os empréstimos externos que ingressarem a partir de 21/06/78, inclusive, terão seu contravalor em cruzeiros transitoriamente destinado à simultânea constituição de depósito, em moeda estrangeira, na forma da Res. 432, de 23/06/77; II. Poderão ser deduzidas dos valores a serem depositados, na forma do item anterior, as despesas que incidam sobre a operação, exigíveis durante o período de depósito, devidas no exterior, e a corretagem sobre o contrato de câmbio ref. ao ingresso do empr. externo; III. A constituição dos deps. conf. o item I será feita junto ao mesmo banco com o qual tenha sido negociado o câmbio, relativo ao ingresso do empréstimo externo a que se vincule o dep. Se o mutuário do empréstimo for estabelecimento autorizado a operar em câmbio, este efetuará o dep. diretamente junto ao Bacen; IV. A liberação dos deps. de que se trata ocorrerá ao término do prazo estipulado pelo Bacen, ou antecipadamente, neste caso apenas para efeito de amortização do principal ou de pag. de encargos de empréstimos e financiamentos externos. 20.06.78
- 497 I) Os depósitos que venham a ser constituídos a partir de 23.11.78, inclusive, nos termos da Res. 479, de 20/06/78, serão disponíveis consoante o seguinte cronograma: a) 20%, 150 dias após a constituição do depósito; b) 40%, 30 dias após a const. do dep.; c) 40%, 60 dias após a const. do dep. 22.11.78
II) Os deps. constituídos até a presente data, nos termos da Res. 479, serão disponíveis consoante o seguinte cronograma:

Número	Resumo	Data
	<p>a) 20%, na data prevista para a sua liberação; b) 40%, 30 dias após aquela data; c) 40%, 60 dias após aquela data.</p> <p>III) O disposto no item II não se aplica aos deps. c/prazo de liberação vencido até esta data.</p> <p>IV) Fica assegurada a liberação antecipada dos deps., nos casos a que alude o item IV da Res. 479.</p> <p>V) O Bacen pode alterar o prazo previsto na letra "a" do item I.</p>	
498	<p>I. Para os fins de restituição, redução ou isenção do imposto de renda na forma prevista no D.L. 1.215, de 4/5/72, fica elevado para 10 anos o prazo mínimo de amortização de empréstimos externos, vinculados ou não à aquisição de bens.</p> <p>II. Revoga as Resoluções 222, de 29/5/72, 261, de 19/7/73 e 300, de 13/9/74.</p>	22.11.78
499	<p>I. Altera os incisos I e II do art. 7º do Regulamento anexo à Res. 366, de 9/4/76, que passam a ser:</p> <p>I. no caso de banco comercial ou banco de investimento, as "operações a preços fixos" serão realizadas por departamento próprio, e a instituição deverá destacar de seu capital social, integralizado valor não inferior a Cr\$ 20.000.000,00, exclusiva/para efeito de cálculo de limite operacional;</p> <p>II. no caso de sociedade corretora ou de soc. distribuidora, apresentar capital social integralizado não inferior a Cr\$ 20.000.000,00;"</p> <p>III. estabelece, para as corretoras e distribuidoras de tít. e valores mobs., que o requisito de cap. integralizado previsto no art. 8º do Regulamento anexo à Res. 366 fica elevado para Cr\$ 10.000.000,00.</p> <p>IV. a adaptação será feita até 31/12/79, exceto p/novas habilitações de socs. corretoras e distribuidoras.</p> <p>V. revoga o item I da Res. 408, de 23/12/76 e a Res. 427, de 20/5/77.</p>	22.11.78
510	Reduz de 24 para 18 meses o prazo máximo de financiamento de veículos nacionais pelas Socs. de Créd., Financ. e Invest.	24.01.79
522	<p>Altera prazos máximos de financiamento ao consumidor realizados pelas socs. de crédl., financ. e invest.:</p> <p>a) de 18 para 12 meses – bens de produção nacional cujo valor seja 20 vezes o maior valor de referência vigente no País, e que não se enquadrem como máquinas e equipamentos ou como veículos automotores.</p> <p>b) de 12 para 9 meses – outros bens serviços, inclusive operações de crédito sem alienação fiduciária.</p>	14.03.79

Número	Resumo	Data
530	<p>I. Ressalvado o contido no item II desta Res., os bancos comerciais somente poderão receber deps. a prazo sem emissão de certificado e com prazo de vencimento não inferior a 360 dias.</p> <p>II. Exceções (cumulativa/): a) trate-se de renovação de dep. a prazo recebido anterior/ c/emissão de certificado; b) o prazo do depósito renovado não seja inferior a 360 dias.</p> <p>III. O prazo mínimo para recebimento de deps. a prazo, com ou sem emissão de certificados, pelos bancos de invest. e pelos bancos de desenv., também não poderá ser < 360 dias.</p>	18.04.79
532	I. Restabelece, ao nível de 50%, para as operações cujo ingresso se efetive a partir de 19.04.79, o depósito instituído pela Res. 236, de 19.10.72, sem prejuízo do disposto nas Resoluções 479, de 20.06.78 e 497, de 22.11.78, para os 50% restantes.	18.04.79
538	<p>I. Reduz, de 18 para 12 meses o prazo máx. de financ. ao consumidor, realizado pelas socs. de cré., financ. e invest., para aquisição de automóveis e bancos de recreio fabricados no país.</p> <p>II. Fixa em 18 meses o prazo máx. de financ. ao consumidor, realizado pelas referidas instituições, para aquisição de veículos utilitários, camionetas, motocicletas e bicicletas de prod. nacional.</p> <p>III. Fixa em 36 meses o prazo máx. para financ. de veículos novos, movidos a álcool.</p>	16.05.79
550	I. Dá nova denominação às operações de que trata o MNI 16.12.1, que passarão a intitular-se "Empréstimos de Liquidez", e modificar-lhes as normas operacionais, estabelecendo que: a) em garantia das operações, poderão ser aceitos, também, títs. públicos federais de propriedade do banco comercial e de livre negociação; b) as taxas, que continuam a ser diferenciadas em função do nível de utilização, observação, doravante, tb, a natureza das garantias oferecidas.	21.06.79
559	Altera os itens I, II e III da Res. 335, de 05.08.75, que dispõe s/benefício pecuniário do imposto de renda p/tomadores de financs. externos p/importação e de empréstimos em moeda estrangeira.	26.07.79
560	I. Determina aos bancos comerciais que reduzam os custos de suas operações ativas de crédito ao setor privado ora realizadas a taxas de mercado, da seguinte forma: a) as taxas de mercado cobradas dos financiados deverão ser	30.08.79

Número	Resumo	Data
	reduzidas, no mínimo, em 10%, a partir do dia 3/9 próximo; b) a base para aplicação desse redutor mínimo será a taxa média ponderada praticada pelo banco durante o mês de agosto de 79 nessas operações de crédito. II. O disposto no item I não se aplica às operações típicas de crédito rural, às realizadas com recursos externos, às refinanciadas com recursos de instituições financeiras oficiais e as demais sujeitas a regulamentação específica.	
561	Determina aos Bancos de Investimento e às Socs. de Crédito, Financ. e Invest. que reduzam em, no mínimo, 10%, os custos de suas operações ativas de crédito, ora realizadas a taxas de mercado.	30.08.79
566	Fixa em 180 dias o prazo mínimo para recebimento de dep. a prazo, com ou sem emissão de certificado, pelos bancos comerciais, bancos de invest. e bancos de desenv. A emissão de certificados de dep., pelos bancos comerciais, só será admitida quando se tratar de renovação de dep. a prazo recebido anteriormente e c/emissão de certificado.	20.09.79
567	Estabelece prazos máximos p/operações de financiamento praticados pelas socs. de crédt., fin. e invest.: a) 36 meses – máq. e equip., ônibus, caminhões, tratores, aviões e barcos de pesca; b) 36 meses – veículos novos, a álcool; c) 24 meses – p/os bens referidos em “a” e “b”, quando usados; d) 24 meses – motocicletas e bicicletas; e) 18 meses – utilitários e camionetas; f) 18 meses – automóveis usados; g) 12 meses – automóveis novos; h) 12 meses – barcos de recreio, novos e usados; i) 12 meses – outros bens, de valor 15 MVR; j) 15 meses – outros bens, de valor 15 MVR; Os valores financiados não podem exceder 80% do valor de compra do bem, exceto nas alíneas “f”, “g” e “i”, em que o percentual é de 70%. Revoga as Res. 383, de 21.7.76, 510, de 24.1.79, 522, de 14.3.79 e 538, de 16.5.79.	20.09.79
581	Introduz alterações nos custos aplicáveis no programa de financ. às empresas comerciais exportadoras nacionais, de que trata a Res. 329, de 16.7.75.	07.12.79
582	Introduz alterações nos custos aplicáveis no programa de financ. às empresas comerciais exportadoras nacionais ou produtoras-vendedoras, de que trata a Res. 330, de 16.7.75.	07.12.79

Número	Resumo	Data
583	Introduz alterações nos custos aplicáveis no programa de financ. às empresas produtoras-exportadoras, de que trata a Res. 515, de 8.2.79.	07.12.79
586	Revoga, a partir de 10.12.79, as Resoluções 532, de 18.4.79 e 553, de 21.6.79.	10.12.79
587	Modifica os itens I e II da Res. 335, de 5.8.75 e revoga as disposições em contrário contidas na Res. 559, de 26.7.79, s/benefício pecuniário do imp. de renda p/tomadores de financs. externos p/importação e de empréstimos em moeda estrangeira.	07.12.79
588	Dispõe s/a liberação dos depósitos em moeda estrangeira já constituídos, ou que venham a ser aplicados, sob a Res. 432, de 23.6.77.	07.12.79
589	Altera o item IV da Circular 230, de 29.8.74	07.12.79
595	Dispõe s/empréstimos externos não sujeitos a credenciamento pelo Bacen, na forma do art. 7º; § 1º, do Decreto 84.128, de 29.10.79, estabelecendo que os que ingressarem no Brasil a partir de 17.1.80 terão 75% do seu contravalor em cruzeiros transitoriamente destinados à simultânea constituição de depósito, na forma da Res. 432, de 23.6.77, modificado pela Res. 588, de 7.12.79.	16.01.80
605	<p>I) Limitar, em 45% (quarenta e cinco por cento) dos valores apresentados em 31.12.79, o crescimento, neste exercício, das aplicações dos bancos comerciais, dos bancos de investimento e das sociedades de crédito, financiamento e investimento.</p> <p>II) O Banco Central definirá as aplicações abrangidas pela limitação do item anterior, em cada tipo de instituição, com base nos seguintes parâmetros:</p> <ul style="list-style-type: none"> a) as aplicações de que se trata compreenderão as operações normais de desconto, empréstimo ou financiamento de cada instituição, inclusive aquisição de operações de crédito; b) não serão incluídos no cômputo das aplicações as operações de crédito decorrentes de programas governamentais de repasses de recursos de instituições oficiais; c) igualmente, não serão consideradas nas aplicações sujeitas ao limite de 45% (quarenta e cinco por cento) as operações de repasse de recursos externos. <p>III) Uma vez atingido o teto de expansão de crédito fixado na presente Resolução, o Banco Central determinará o direcionamento das eventuais disponibilidades para aplicação em títulos públicos federais.</p> <p>IV) O Banco Central poderá baixar as normas complementen-</p>	02.04.80

tares que se fizerem necessárias à execução do disposto na presente Resolução.

610	<p>I) O Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro, e sobre Operações relativas a Títulos e Valores Mobiliários será cobrado com base nas seguintes alíquotas:</p> <p>a) no ato da concessão de empréstimo, desconto ou aceite de títulos, de prazo igual ou superior a 365 dias e de prazo indeterminado, sobre o valor respectivo. . . 6,9%</p> <p>b) sobre o valor global dos saldos das operações de empréstimos e descontos com prazo inferior a 365 dias, apurados mensalmente 0,6%</p> <p>c) sobre o valor das operações de câmbio, relativas a importações de bens e serviços, calculado em moeda nacional, com base na taxa cambial, para venda, vigente na data da liquidação do contrato de câmbio:</p> <p>– até 31/08/80 15%</p> <p>– a partir de 1º/09/80 10%</p> <p>d) sobre o valor dos prêmios pagos em cada mês, referentes a seguros de vida e congêneres, de acidentes pessoais e do trabalho 2%</p> <p>e) sobre o valor dos prêmios de seguros de bens, coisas e outros não especificados, excluído o resseguro . . 4%</p> <p>f) sobre o valor das operações de compra e venda de títulos e valores mobiliários realizados a termo, no mercado futuro ou assemelhados, nas Bolsas de Valores, mediante financiamento, cobrado de uma só vez, no ato da operação financiada, à taxa mensal de . . . 1%</p> <p>g) operações em que figurem como tomadores de crédito as cooperativas nihil</p> <p>h) operações realizadas entre as cooperativas de crédito e seus associados nihil</p> <p>i) operações, sob qualquer modalidade, em que o tomador do crédito ou segurado seja órgão da administração federal, estadual ou municipal, direta ou autárquica nihil</p> <p>j) operações de crédito imobiliário vinculadas ao Sistema Financeiro da Habitação, até o limite de 2.250 (duas mil duzentas e cinquenta) Unidades Padrão de Capital – UPC, bem como os seguros obrigatórios em que seja estipulante o Banco Nacional da Habitação e as operações de saneamento de que trata o Decreto-Lei nº 949, de 13 de outubro de 1969 nihil</p> <p>l) operações de crédito à exportação nihil</p> <p>m) resseguro, seguro de crédito à exportação e o de transporte internacional de mercadorias nihil</p> <p>n) operações de crédito rural de comercialização, até o limite de 50 (cinquenta) vezes o maior valor de referência vigente, as de custeio e as de investimento nihil</p>	18.04.80
-----	---	----------

o) operações das Caixas Econômicas sob garantia de penhor civil de jóias, pedras preciosas e outros objetos e de consignação em folha de pagamento nihil

p) operações de crédito realizadas pelas instituições financeiras, referentes a repasses de recursos obtidos em moeda estrangeira no exterior, bem como compra de moeda estrangeira relativa a operações financeiras nihil

q) operações de empréstimos a estudantes, na forma da regulamentação específica nihil

r) outras operações relativas à emissão, transmissão, pagamento ou resgate de títulos e valores mobiliários, ressalvadas as disposições contidas na alínea "f" anterior nihil

II – A base de cálculo para efeito da incidência prevista na alínea "b" do item anterior será:

a) o valor global das operações de desconto, apurado mensalmente;

b) a média global dos saldos devedores, apurada mensalmente, nas operações de empréstimo ou financiamentos, inclusive sob a forma de abertura de crédito.

III – As disposições constantes do item 1, alíneas "a" a "f", da presente Resolução, não se aplicam à empresa Itaipu Binacional, criada pelo Tratado de Itaipu.

IV – O Banco Central do Brasil baixará as normas complementares necessárias ao cumprimento das disposições desta Resolução.

V – Esta Resolução entra em vigor na data de sua publicação, revogados os itens I e II da Resolução nº 40, de 28.10.1966, e a Resolução nº 357, de 12.03.1976.

613

I – Os itens I e II da Resolução nº 335, de 05.08.75, passam a vigorar com a seguinte redação, revogadas as disposições em contrário contidas na Resolução nº 587, de 07.12.73:

08.05.80

"I – Os tomadores de financiamentos externos para importação e de empréstimos em moeda estrangeira, devidamente registrados no Banco Central do Brasil, receberão, a partir da vigência desta Resolução e até decisão em contrário, benefício pecuniário equivalente a 40% (quarenta por cento) do imposto de renda recolhido mediante aplicação, na forma da legislação em vigor, da alíquota de 25% (vinte e cinco por cento) sobre os juros, comissões e despesas resultantes dos referidos financiamentos e empréstimos."

"II – Nos casos em que estiverem em vigor acordos destinados a evitar dupla tributação, o benefício de que trata o item anterior será equivalente a 40% (quarenta por cento) do valor do imposto de renda recolhido mediante a aplicação da alíquota estabelecida em tais acordos."

Número	Resumo	Data
618	Altera o item IV da Circular nº 230, de 29.8.74 e revoga a Res. 589, de 7.12.79.	23.05.80
619	Aprova Regulamento do Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro, e sobre Operações relativas a Títulos e Valores Mobiliários, que passa a constituir o Cap. 4 do Tít. 4 do MNI.	16.06.80
651	Controle de taxas de juros das operações ativas no sistema financeiro: I – a) para os bancos comerciais, passarão a vigorar as taxas sobre as quais incidiu o redutor estabelecido em 30.08.79 pela Resolução 560; b) para os bancos de investimentos: correção monetária (ORTN) mais um <i>spread</i> fixo de 0,3% ao mês – dependendo do tamanho do banco, este <i>spread</i> pode diferenciar de no máximo 0,1% a.m. (II); IV) libera as taxas das sociedades de crédito, financiamento e investimento, ressalvadas as operações sujeitas a regulamentação específica, revoga as Resoluções 560 e 561 de 30.08.79 e a circular 458 de 10.09.79.	12.11.80
669	<i>Ficam Revogadas:</i> A Resolução nº 605 de 02.04.80 <i>Resolveu:</i> I) limitar em 50% para o exercício de 1981, o crescimento das aplicações dos Bancos comerciais, dos bancos de investimentos e das sociedades de crédito, financiamento e investimentos. Este percentual não incidiu sobre o valor máximo de aplicações admitidas para 1980. Ficam incluídos para efeito do composto de aplicações, os custos relativos ao imposto sobre operações de crédito, câmbio e seguro e sobre operações relativas a títulos e valores mobiliários exclusivamente no caso das operações realizadas por bancos de Investimentos e sociedades de crédito, financiamento e investimento. IV) O Banco Central definirá as aplicações, abrangidas pela limitação, em cada tipo de instituição, com base nos seguintes parâmetros: a) as aplicações de que se trata compreenderão as operações normais de desconto, empréstimos ou financiamentos de cada instituição, inclusive aquisição de operações de crédito; b) não serão incluídas no cômputo das aplicações as operações de crédito decorrentes de programas governamentais de repasses de recursos de instituição oficial; c) não serão consideradas nas aplicações, sujeitas ao limite de 50% as operações de repasse de recursos externos e as operações de arrendamento mercantil que forem realizadas com lastro em recursos externos. V) caso seja atingido o teto de expansão dos créditos, eventuais disponibilidades serão direcionadas para aplica-	17.12.80

ção em títulos federais segundo critérios fixados pelo Banco Central.

VI) os bancos de investimentos e as sociedades de crédito, financiamentos e investimentos, que apresentarem comportamento atípico em suas operações ativas terão tratamento alternativo para o limite de crescimento de suas aplicações no ano de 1981, podendo expandir suas aplicações até o seguinte limite:

Bancos de Investimento — até 9,4 vezes a situação líquida patrimonial em 30.12.80.

Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento — até 6,4 vezes

E considerou-se como comportamento atípico, a ocorrência das aplicações globais em nível inferior as seguintes bases:

Bancos de Investimento — até 6,4 vezes a situação líquida patrimonial em 30.12.80.

Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento — até 4,2 vezes

Caso a instituição com comportamento atípico, providenciar aportes de capital nos dois primeiros meses do referido ano, então o BACEN poderá transferir a apuração da situação líquida patrimonial para o balancete de 26.02.81.

- 673 *Ficam Revogadas:* Resolução nº 651, de 12.11.80, os itens referentes aos bancos comerciais e de investimento 21.01.81
Resolveu:
I) as operações ativas dos bancos comerciais e dos bancos de investimento serão realizadas a taxas de mercado, exceto para crédito rural, e repasse de recursos externos, e as refinanciadoras com recursos de instituições financeiras oficiais e outras.
- 686 *Fica Revogada:* A Resolução nº 618 de 23.05.80 18.03.81
Resolveu:
I) alterar o item IV da Circular nº 230 de 29.08.74, modificado pela Resolução nº 618 de 23.05.80 para: "IV — por solicitação da instituição depositante, o Banco Central liberará o depósito acima referido exclusivamente para amortização no exterior previstas no esquema de pagamento de empréstimo a que se vincula o depósito; repasse no país desde que na data de liberação tenham decorrido não mais de 60 dias a contar da data da constituição do depósito, no mínimo 180 dias, neste caso o levantamento deverá ser solicitado com antecedência não inferior a 15 dias. Deve-se também incluir a estas condições os depósitos de espécies já constituída.
- 717 *Ficam Revogadas:* As Resoluções nºs: 660 de 17.12.80 e 22.12.81

Número	Resumo	Data
	705 de 18.09.81. <i>Resolveu:</i> I) limitar em 60%, para o ano de 82, o crescimento bruto (computados os encargos) das aplicações dos bancos de Investimento e das sociedades de arrendamento mercantil, em 80% no caso das sociedades de crédito, financiamento e investimento. Estes percentuais incidirão sobre o valor máximo de aplicações, admitido para 1981. Ficam excluídas, para efeito de cômputo da expansão de aplicações, os custos relativos ao Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro e sobre Operações relativas a títulos e valores mobiliários. IV) o Banco Central considerará as seguintes aplicações, as quais serão limitadas: a) as operações normais de empréstimo ou financiamento e arrendamento, inclusive aquisição de operações de crédito; b) exclui as operações de crédito decorrentes de programas governamentais de repasse de recursos de instituições oficiais, e também os de repasse de recursos externos e de arrendamento mercantil que forem realizados com recursos externos. V) caso seja atingido o limite, eventuais disponibilidades serão aplicadas em títulos federais.	
718	<i>Resolveu:</i> I) limitar para o ano de 1982, o crescimento das aplicações dos bancos comerciais, para: a) bancos não autorizados a operar em câmbio — pequenos e médios — 70%; b) bancos autorizados a operar em câmbio — pequenos — 60%, médios e grandes — 50%. Estes percentuais incidirão sobre o valor máximo de aplicações admitidas para 1981. III) o banco considerará as seguintes aplicações, a serem limitadas: a) as operações normais de desconto, empréstimos ou financiamento de cada instituição, inclusive aquisição de operações de crédito; b) não sendo incluídas as operações de crédito decorrentes de programas governamentais de repasses de recursos de Instituições oficiais, as aplicações no “Programa de Crédito Educativo com Recursos do Compulsório”, e também as operações de repasse de recursos externos.	22.12.81
741	<i>Resolveu:</i> I) dispensar da aplicação das disposições da Resolução nº 588, de 07.12.79, os depósitos em moedas estrangeiras ao amparo da Resolução nº 432 de 23.06.77.	16.06.82
761	<i>Resolveu:</i> I) determinar que os bancos comerciais de desenvolvimento e de investimento recolham, a partir de 31.08.82, 15% sobre o crescimento de depósitos a prazo até ser atingida a taxa de 5% dos saldos daqueles depósitos. Estes recolhimentos serão efetuados em ORTN's.	14.09.82

Número	Resumo	Data
762	<p>Resolveu:</p> <p>I) determinar que os bancos deverão recolher adicionalmente o percentual de 30% sobre as variações dos depósitos sujeitos a recolhimento até que se atinjam os percentuais abaixo: a) bancos pequenos . . . 36%; b) bancos médios . . . 40%; c) bancos grandes . . . 45%.</p> <p>II) os títulos referidos na Resolução nº 446 de 19.10.77, poderão ser utilizados para completar o ajustamento final.</p> <p>III) manter inalterado em 11%, 14% e 18%, respectivamente, para os pequenos, médios e grandes bancos, as taxas incidentes sobre os depósitos de bancos sediados nos territórios federais, AC, AM, PA, MA, PI, CE, RN, PB, PE, AL, SE, BA, ES, GO, MT, MS, e os municípios do Estado de Minas Gerais situados na região considerada como Nordeste para fins de Lei nº 4.239 de 27.06.63.</p> <p>IV) as taxas previstas no item III dependerá das seguintes condições: a) os bancos que possuem agências em outros estados somente se beneficiarão das bases fixadas para os depósitos captados na região se mantiverem aplicados nas citadas unidades, no mínimo 60% desses depósitos; b) os bancos com sede em outros estados e agências nas unidades somente se beneficiarão se mantiverem aplicados no mínimo 70% dos depósitos captados pelas agências nas regiões mencionadas.</p>	14.09.82
766	<p>Resolveu:</p> <p>I) alterar o artigo 4º do Regulamento que disciplina os compromissos de recompra ou compra e de revenda ou venda de títulos de renda fixa negociados no mercado de capitais, para: "Artigo 4º – as "operações a preços fixos" somente poderão ser realizadas entre instituições habilitadas, ou entre tais instituições e os bancos comerciais, de investimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento, sociedades corretoras, sociedades distribuidoras, sociedades de crédito imobiliário, caixas econômicas, estaduais, bancos de desenvolvimento e cooperativas de crédito, ficando proibida sua realização com entidades não financeiras, pessoas físicas e jurídicas. As pessoas jurídicas não financeiras, somente poderão realizar as "operações a preço fixo", se assumirem o compromisso de compra futura de ORTN's com opção pelo reajustamento de seu valor com base na correção cambial exclusivamente com instituições habilitadas e nos seguintes casos: a) quando houverem contrato de financiamento ou empréstimo externo ou através de repasses, até o limite do respectivo saldo devedor em moeda estrangeira; b) quando o capital social houver sido integralizado mediante ingresso de moeda estrangeira, até o limite registrado no Banco Central. Os limites mencionados serão representados por quantidades de títulos e deverão ser apurados dividindo-se o saldo devedor do financiamento, ou do valor do ingresso regis-</p>	06.10.82

Número	Resumo	Data
	trado no BACEN, em moeda norte-americana, pelo coeficiente de correção cambial da ORTN que servirá de lastro ao acordo de compra e venda do título.	

CIRCULARES DO BANCO CENTRAL

Número	Resumo	Data
230	Autoriza, alternativamente, à aplicação em LTN a que se refere o item X da Circular 180/72, o depósito, no Banco Central: no valor em moeda estrangeira correspondente aos recursos oriundos do exterior que não estiverem empregados em operações de repasse.	29.08.74
294	Comunica a elevação dos custos da assistência financeira de que trata a Res. nº 168, de 22.1.71, alterando as taxas estabelecidas pela Circ. nº 152, de 22.1.71, item 2.F, da seguinte forma: de 18% para 22% a.a., quando o volume de utilização dos recursos não ultrapassar o limite normal fixado; de 24% para 28% a.a., quando maior que aquele limite. As novas taxas poderão atingir a 25% e a 31% a.a., respectivamente, em contraposição às de 20% e 26% a.a., fixadas anteriormente, conforme o caso, sempre que o banco utilizar o crédito, parcial ou totalmente, por mais de 20 dias consecutivos ou não, ao longo de períodos de 30 dias. Revoga a Circ. nº 195, de 16.1.73.	12.03.76
301	Altera os custos da assistência financeira de que trata a Res. nº 168, de 22.1.71, elevando-os de 22% a.a. para 28% a.a. para o caso de utilização de recursos até o limite normal fixado no contrato de abertura de crédito e de 28% a.a. para 30% a.a., quando acima daquele limite, eliminando ainda a existência de taxas específicas relativas a utilização de créditos por prazo superior a 20 dias. O banco terá direito à restituição do custo <i>pro rata temporis</i> , nos casos de pagamento antecipado; revoga a Circ. nº 294, de 12.3.76.	21.05.76
357	Determina que as Letras do Tesouro Nacional que vierem a ser vinculadas aos depósitos compulsórios em substituição às existentes nesta data, sejam contabilizadas pelo valor de aquisição, revogando o item IV da Circular nº 265, de 23.7.75, que previa a escrituração pelo seu valor de face.	19.10.77
358	Altera os custos da assistência financeira proporcionada pelo Banco Central aos estabelecimentos bancários comerciais para 30% a.a. até o limite normal fixado no contrato de abertura de crédito. Acima desse limite, os custos se	19.10.77

elevam para 32% a.a. Permite a restituição do custo *pro rata temporis*, no caso de pagamento antecipado. Revoga a Circular nº 301, de 21.5.76, que estabelecia custos de 28% a.a., para os recursos intralimite e de 30% a.a., para os extralimite.

- | | | |
|-----|---|----------|
| 379 | Estabelece as normas para constituição dos depósitos em moedas estrangeiras de que trata a Resolução nº 479, desta data. Determina que a liberação dos depósitos de que trata ocorrerá 30 dias após a respectiva constituição. Estipula que seja utilizada a taxa de compra, para a moeda, vigente no dia do ingresso, para a realização dos depósitos e para o repasse ao Banco Central, e a vigente no dia de seu levantamento, para a liberação. Dispõe que a efetivação de depósito na forma da Resolução nº 479, não interfere com o processo de liberação de depósitos ao amparo da Circular nº 349, de 23.6.77. | 20.06.78 |
| 385 | <p>Altera de 30 (circ. nº 379, de 20.6.78) para 120 dias, a partir de 17.7.78, o prazo para liberação dos depósitos constituídos na forma da Res. nº 479, de 20.6.78, e relativos a ingressos de empréstimos externos. Excluem-se os casos em que a respectiva autorização para ingresso tenha sido emitida pelo Departamento de Fiscalização e Registro de Capitais (FIRCE), do Banco Central, até 14.7.78 e desde que o ingresso das divisas e a contratação do câmbio correspondente se efetivem dentro do prazo de validade da autorização. Nesta hipótese, será obrigatória a realização do depósito pelo prazo de 30 dias. Excluem-se, ainda, quando a autorização para ingresso, embora concedida pelo FIRCE após 14.7.78, se vincule a Certificado de Autorização emitido por aquele Departamento até a citada obra.</p> <p>Nas ocorrências em que o depósito seja efetuado por 30 dias ou que não se verifique a sua constituição, deverão os bancos remeter ao Setor de Controle Cambial da praça, juntamente à 3a via do contrato de câmbio referente ao ingresso, cópia da respectiva autorização emitida pelo FIRCE.</p> | 14.07.78 |
| 388 | <p>Eleva o custo da assistência financeira de emergência aos bancos comerciais de 30% e 32% a.a. para 33% e 36% a.a., respectivamente, conforme os recursos sejam utilizados até o limite do contrato de abertura de crédito ou acima desse limite (assistência suplementar).</p> <p>Estabelece nova pena pecuniária, cobrada à taxa de 49% a.a. em substituição à de 43% a.a., cobrada anteriormente, para os bancos comerciais que não observarem os limites permitidos de utilização dos depósitos à vista sujeitos ao recolhimento compulsório.</p> | 28.07.78 |

Determina que o custo da assistência financeira aos bancos de investimento e sociedades de crédito, financiamento e investimento passará de 40 para 49% a.a. quando se tratar de crédito até o limite de 3% dos depósitos constantes do balanço, para os primeiros e de 3% dos aceites cambiais para as financeiras. Esse custo reduz-se para 47% a.a. quando a parcela utilizada do crédito aberto for liquidada, total ou parcialmente, até o 30º dia da data da utilização e eleva-se para 51% a.a. se a instituição utilizar o crédito por mais de 90 dias, consecutivos ou não, por período de 120 dias. Quando o crédito da assistência financeira ultrapassar os 3% anteriormente mencionados (suplementar), o custo eleva-se de 44% para 56% a.a., porém poderá reduzir-se para 54% ou elevar-se para 58% a.a., dependendo dos prazos de utilização anteriormente citados para assistência financeira normal.

- | | | |
|-----|---|----------|
| 389 | Amplia de 120 para 150 dias o prazo para liberação dos depósitos constituídos na forma da Resolução nº 479, de 20.6.78, relativos a empréstimos externos, que se efetivem a partir de 14.8.78. Ressalvando-se que a realização do depósito terá o prazo de 120 dias, quando a autorização para ingresso tenha sido emitida pela FIRCE até 11.8.78, e que o ingresso e a contratação de câmbio correspondente se efetivem dentro do prazo de validade de autorização. Excetuam-se também, do depósito por 150 dias, os casos em que o certificado de autorização tenha sido emitido até 11.8.78, ainda que a autorização para ingresso tenha data posterior. | 11.08.78 |
| 700 | Estabelece condições para a cobrança de encargos prefixados nas operações de repasses de recursos externos de que trata a Resolução nº 63, de 21.8.67. | 09.06.82 |

BIBLIOGRAFIA

- [1] ALIBER, R.Z. The interest rate parity theory: a reinterpretation. *Journal of Political Economy*, 81:1451-9, Nov./Dec. 1975.
- [2] BALTENSPERGER, E. Alternative approaches to the theory of the banking firm. *Journal of Monetary Economics*, 6:1-37, Jan. 1980.
- [3] BARBOSA, F.H. A demanda por moeda no Brasil: uma resenha da evidência empírica. *Pesquisa e Planejamento*, 8:33-82, abr. 1978.
- [4] BLEJER, M.I. Interest rate differentials and exchange risk: recent Argentine experience. *Staff Papers*, 29:270-9, June. 1982.
- [5] ——— & TANZI, V. Inflation, interest rate policy, and currency substitutions in developing economies: a discussion of some major issues. *World Development*, 10:781-9, Sept. 1982.
- [6] BRUNNER, K. Money supply process and monetary policy in an open economy. In: CONNOLLY, M.B. & SWOBODA, A.K., eds. *International Trade and Money*. London, George Allen & Unwin Ltd., 1973.
- [7] ——— & MELTZER, A.H. Some further investigations of demand and supply functions for money. *Journal of Finance*, 19: 240-83, May. 1964.
- [8] ———. A credit market theory of the money supply. *Rivista Internazionale di Scienze Economiche e Commerciali*, 13:405-32, mag. 1966.
- [9] ———. Liquidity traps for money, bank credit, and interest rates. *Journal of Political Economy*, 76:1-37, Jan.—Feb. 1968.
- [10] ———. An aggregative theory for a closed economy. In: STEIN, J.L., ed. *Monetarism*. Amsterdam, North-Holland, 1976. p. 69-103.
- [11] ———. Time deposits in the Brunner-Meltzer model of asset markets. *Journal of Monetary Economics*, 7:129-39, Jan. 1981.
- [12] BURGER, A.E. *The money supply process*. Belmont, Wadsworth Publishing Company, 1971.
- [13] CHATEAU, J.P.D. The demand for and supply of deposits by credit unions. *Journal of Banking and Finance*, 4:151-73, June. 1980.

- [14] CORREA DO LAGO, L.A. Taxa de juros: características e opções. *Conjuntura Econômica*, 36:219-26, fev. 1982.
- [15] DOOLEY, M.P. & ISARD, P. Capital controls, political risk, and deviations from interest rate parity. *Journal of Political Economy*, 88:370-84, Apr. 1980.
- [16] DORNBUSCH, R. & SILVA, A.M. da. *The 432 effect: dollar debt and interest rates in Brazil*. Nov. 1983. Mimeo.
- [17] FOURÇANS, A. Bank credit and interest rate in France: a theoretical and empirical analysis. In: JACQUILLAT, B., ed. *European Finance Association 1984 Proceedings*. Amsterdam, 1975. p. 149-85.
- [18] FRATIANNI, M. Bank credit and money supply processes in an open economy. *Metroeconomica*, 24:24-69, gen./apr. 1972.
- [19] FRENKEL, J.A. & LEVICH, R.M. Covered interest arbitrage: unexploited profits? *Journal of Political Economy*, 83: 325-8, Apr. 1975.
- [20] ———. Transaction costs and interest arbitrage: tranquil versus turbulent periods. *Journal of Political Economy*, 85:1207-26, Dec. 1977.
- [21] FRIEDMAN, B.M. & FROEWISS, K.C. Bank behavior in the Brunner-Meltzer model. *Journal of Monetary Economics*, 3: 163-78, Apr. 1977.
- [22] ———. More on bank behavior: reply to van Loo. *Journal of Monetary Economics*, 7:125-8, Jan. 1981.
- [23] GUJARATI, D. *Basic Econometrics*. New York, Mc Graw-Hill, 1978.
- [24] HADDAD, C.L.S. Empréstimos externos e política monetária no Brasil. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, 5:301-25, maio/ago. 1979.
- [25] HICKS, S.C. Commercial banks and business loan behavior. *Journal of Banking and Finance*, 4:125-41, June, 1980.
- [26] HOWARD, D.H. & JOHNSON, H.K. Interest rates, inflation and taxes. *Economic Letters*, 9:181-4. 1982.
- [27] KORTWEG, P. & LOO, P.D. van. *The market for money and the market for credit*. Leiden, Stewfert Koese, 1977.
- [28] LEMGRUBER, A.C. O balanço de pagamentos do Brasil: Uma análise quantitativa. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 6: 313-52, ago. 1976.
- [29] ———. A taxa de juros e a taxa de câmbio. *Balanço Financeiro*, 35:3-4, jan. 1983.
- [30] LEVI, M.D. Taxation and "abnormal" international capital flows. *Journal of Political Economy*, 85, June. 1977.
- [31] LOO, P.D. van. On the microeconomic foundations of bank

- behavior in macroeconomic models. *De Economist*, 4:474-96, 1980.
- [32] ———. Time deposit supply in the Brunner-Meltzer model. *Journal of Monetary Economics*, 6:129-39, Jan. 1980.
- [33] MARTONE, C.L. Um esquema para a oferta de moeda e crédito. *Revista Brasileira de Economia*, 30:457-74, out./dez. 1976.
- [34] MELITZ, J. & PARDUE, M. The demand and supply of commercial bank loans. *Journal of Money, Credit and Banking*, 5:669-92, May. 1973.
- [35] MILLER, S.M. Non-bank public and commercial bank portfolio behavior in the Brunner-Meltzer model. *Journal of Monetary Economics*, 6: 561-72, Nov. 1980.
- [36] NERLOVE, M.; GRETHER, D.M. & CARVALHO, J.L. Application of the formulation of distributed-lag models. *Analysis of Economic Time Series*. New York, Academic Press, 1979. p. 302-8.
- [37] PASTORE, A.C. A oferta de moeda no Brasil — 1961-72. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 3:993-1044, dez. 1973.
- [38] PEDROSA, E.A. *Programação monetária: aspectos teóricos e o caso brasileiro*. Banco Central do Brasil, 1981.
- [39] SAVING, T.R. A theory of money supply with competitive banking. *Journal of monetary Economics*, 3:289-303, July. 1977.
- [40] ———. Money supply theory with competitively determined deposit rates and activity charges. *Journal of Money, Credit and Banking*, 11:22-31, Feb. 1979.
- [41] SENNA, J.J. O choque das taxas de juros. *A mão visível*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1983. p. 95-102.
- [42] ———. Juros, câmbio e os dilemas da política econômica. *O Globo*. 17-jan. 1983.
- [43] ———. Risco de câmbio e taxas de juros. *Perspectiva Econômica*, maio. 1983.
- [44] SIMONSEN, M.H. Inflation and the money and capital markets of Brazil. In: ELLIS, H.S. ed. *The Economy of Brazil*. Berkeley, Univ. of California Press, 1969. p. 133-61.
- [45] SJAASTAD, L.A. & CORTÉS DOUGLAS, H. El enfoque monetario de la balanza de pagos y las tasas de interés real en Chile. *Estudios de Economía*, 11:3-58, primer semestre. 1978. Universidad de Chile.
- [46] SLOVIN, M.B. & SUSHKA, M.E. An economic model of the market for negotiable certificates of deposit. *Journal of Monetary Economics*, 5:551-68, Oct. 1979.
- [47] SMITH, D.J. The demand for and supply of deposit by credit unions: correction and comment. *Journal of Banking and*

Finance, 7:285-7, June. 1983.

- [48] THEIL, H. *Principles of Econometrics*. New York, John Wiley & Sons, 1971.
- [49] THROOP, A.W. Managed floating and the independence of interest rates. *Economic Review*. Federal Reserve Bank of San Francisco. Summer, 1980. p. 6-23.
- [50] WILBY, W.L. Interest rates and exchange rates under the Fed's new operating procedure: the uneasy marriage. *Economic Perspectives*, 5:3-13, Sept./Oct. 1981.
- [51] WILLMS, M. Controlling money in an open economy: the German case. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 53:10-27, Apr. 1971.
- [52] ZANARTU, M.V. *La incidencia del impuesto inflacion en el mercado de credito bancario: antecedentes teoricos y el caso chileno: 1976-1978*, Universidad Catolica de Chile, tese de mestrado. Mimeo. 1982.
- [53] ZWICK, B. The adjustment of the economy to monetary changes. *Journal of Political Economy*, 79:77-97, Jan./Feb. 1971.

ÍNDICE ANALÍTICO

B

- Bancos,
 - Comerciais, 6, 14, 20
 - de investimentos, 6, 14, 20

- Base monetária,
 - ajustada, 38, 46
 - constituição da, 33-34
 - expansão da, 7-9, 14
 - fontes da, 23

- Brunner e Meltzer,
 - modelo de, 17-19, 34

C

- Câmbio,
 - correção do, 13-14
 Captação externa, 7, 12, 13
 Crédito,
 - contingenciamento ao, 15, 30, 51
 - mercado de, 6, 8, 15, 17, 19, 40, 50
 - mercado institucional de, 50
 - mercado livre de, 50
 - multiplicador de, 25
 - rural, 5
 Custo esperado externo, 29

D

- Déficit público, 30, 46
 Depósitos a prazo fixo, 7
 Dívida mobiliária interna, 15
 Dívida externa, 5
 Dornbusch, 28

E

- Economia fechada, 34
 Empréstimos,
 - à agricultura, 40, 50
 - demanda por, 34
 - mercado de, 20, 33
 - rentabilidade dos, 23
 Empréstimos externos, 7, 8, 23, 34
 - custo do, 14, 26, 45
 - elevação dos, 24
 - mercado de, 28
 Empréstimos domésticos, 7

- Expectativa,
 - adaptativas, 26
 - modelo de formação de, 26

F

- Função,
 - demanda por, 25
 - oferta de, 22

G

- Governo
 - gastos do, 30

I

- Incentivo fiscal, 12-13
 Inflação, 5, 6, 9
 - americana, 27
 - doméstica, 27, 50
 - esperada, 25
 - expectativa de, 38, 39, 50
 - externa, 50
 - Taxa de, 6

J

- Juros,
 - de aplicação, 18
 - dos empréstimos, 13, 10, 24, 33, 46
 - domésticos, 23, 29-30, 33, 38, 40, 49
 - elevação dos, 7
 - Redutor de, 36
 - taxa de, 6, 13-15, 17, 20, 23, 27, 30, 33-34, 50

K

- Kortweg e Loo, 25

L

- Libor, 8
 LTN, 6-7, 12-15

Mercado.

- Moeda,**

- Moeda estrangeira,**

- Pagamentos,**

- ## Política,

- Portfolio*, 17, 20-22, 30

Preços,

- ## R

Recolhimento compulsório.

- taxa de, 18, 25, 39, 47, 50

Redesconto,

- taxa de, 18

Renda real, 39, 46, 50

Reservas,

- compulsórias em moeda, 22
- internacionais, 15, 23-24, 34
- voluntárias, 22, 24

S

Sistema financeiro

- Internacional, 15
- Nacional, 45

T

Títulos.

- aplicação em, 22
- do Sistema Bancário, 17
- mercado de, 30
- públicos, 36, 38, 45-6
- rentabilidade dos, 23

Transações correntes,

- déficit em, 24

v

Variação das variáveis.

- média, desvio padrão e coeficiente de, 36

