Ministério da Ciência e Tecnologia - MCT
Financiadora de Estudos e Projetos - FINEP
Programa de Apoio ao Desenvolvimento Científico e Tecnológico - PADCT

# ESTUDO DA COMPETITIVIDADE DA INDÚSTRIA BRASILEIRA

## CUSTO DE CAPITAL, CONDIÇÕES DE CRÉDITO E COMPETITIVIDADE: CONDIÇÕES DE FINANCIAMENTO DE CURTO PRAZO

Nota Técnica Temática do Bloco
"Condicionantes Macroeconômicos da Competitividade"

O conteúdo deste documento é de exclusiva responsabilidade da equipe técnica do Consórcio. Não representa a opinião do Governo Federal.

Campinas, 1993

Documento elaborado pelo consultor Carlos Eduardo de Carvalho (IESP/FUNDAP).

A Comissão de Coordenação - formada por Luciano G. Coutinho (IE/UNICAMP), João Carlos Ferraz (IEI/UFRJ), Abílio dos Santos (FDC) e Pedro da Motta Veiga (FUNCEX) - considera que o conteúdo deste documento está coerente com o Estudo da Competitividade da Indústria Brasileira (ECIB), incorpora contribuições obtidas nos workshops e servirá como subsídio para as Notas Técnicas Finais de síntese do Estudo.

## CONSÓRCIO

**Comissão de Coordenação**

INSTITUTO DE ECONOMIA/UNICAMP
INSTITUTO DE ECONOMIA INDUSTRIAL/UFRJ
FUNDAÇÃO DOM CABRAL
FUNDAÇÃO CENTRO DE ESTUDOS DO COMÉRCIO EXTERIOR

**Instituições Associadas**

SCIENCE POLICY RESEARCH UNIT - SPRU/SUSSEX UNIVERSITY
INSTITUTO DE ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL - IEDI
NÚCLEO DE POLÍTICA E ADMINISTRAÇÃO EM CIÊNCIA E TECNOLOGIA - NACIT/UFBA
DEPARTAMENTO DE POLÍTICA CIENTÍFICA E TECNOLÓGICA - IG/UNICAMP
INSTITUTO EQUATORIAL DE CULTURA CONTEMPORÂNEA

**Instituições Subcontratadas**

INSTITUTO BRASILEIRO DE OPINIÃO PÚBLICA E ESTATÍSTICA - IBOPE
ERNST & YOUNG, SOTEC
COOPERS & LYBRAND BIEDERMANN, BORDASCH

**Instituição Gestora**

FUNDAÇÃO ECONOMIA DE CAMPINAS - FECAMP

## EQUIPE DE COORDENAÇÃO TÉCNICA

| | |
|---|---|
| **Coordenação Geral**: | Luciano G. Coutinho (UNICAMP-IE) |
| | João Carlos Ferraz (UFRJ-IEI) |
| **Coordenação Internacional**: | José Eduardo Cassiolato (SPRU) |
| **Coordenação Executiva**: | Ana Lucia Gonçalves da Silva (UNICAMP-IE) |
| | Maria Carolina Capistrano (UFRJ-IEI) |
| **Coord. Análise dos Fatores Sistêmicos**: | Mario Luiz Possas (UNICAMP-IE) |
| **Apoio Coord. Anál. Fatores Sistêmicos**: | Mariano F. Laplane (UNICAMP-IE) |
| | João E. M. P. Furtado (UNESP; UNICAMP-IE) |
| **Coordenação Análise da Indústria**: | Lia Haguenauer (UFRJ-IEI) |
| | David Kupfer (UFRJ-IEI) |
| **Apoio Coord. Análise da Indústria**: | Anibal Wanderley (UFRJ-IEI) |
| **Coordenação de Eventos**: | Gianna Sagázio (FDC) |

**Contratado por**:

Ministério da Ciência e Tecnologia - MCT
Financiadora de Estudos e Projetos - FINEP
Programa de Apoio ao Desenvolvimento Científico e Tecnológico - PADCT

## COMISSÃO DE SUPERVISÃO

O Estudo foi supervisionado por uma Comissão formada por:

João Camilo Penna - Presidente
Lourival Carmo Mônaco (FINEP) - Vice-Presidente
Afonso Carlos Corrêa Fleury (USP)
Aílton Barcelos Fernandes (MICT)
Aldo Sani (RIOCELL)
Antonio dos Santos Maciel Neto (MICT)
Eduardo Gondim de Vasconcellos (USP)
Frederico Reis de Araújo (MCT)
Guilherme Emrich (BIOBRÁS)
Júlio Fusaro Mourão (BNDES)
Lauro Fiúza Júnior (CIC)
Mauro Marcondes Rodrigues (BNDES)
Nelson Back (UFSC)
Oskar Klingl (MCT)
Paulo Bastos Tigre (UFRJ)
Paulo Diedrichsen Villares (VILLARES)
Paulo de Tarso Paixão (DIEESE)
Renato Kasinsky (COFAP)

José Paulo Silveira (MCT)

Wilson Suzigan (UNICAMP)

# SUM`RIO

RESUMO EXECUTIVO ..... 1

INTRODUÇÃO ..... 8

1. DIAGNÓSTICO DA SITUAÇÃO BRASILEIRA ..... 11
   1.1. Juros Reais Elevados e Instáveis ..... 11
   1.2. Crédito Retraído, mas com Boa Capacidade de Reversão 20
   1.3. Juros Altos, Instabilidade e Ajuste das Empresas ... 26

2. TENDÊNCIAS INTERNACIONAIS: DESREGULAMENTAÇÃO E DIVERSIFICAÇÃO ..... 30

3. PROPOSIÇÕES ..... 33
   3.1. A Lei Complementar sobre Sistema Financeiro (Artigo 192) ..... 33
   3.2. Estabilização, Taxa de Juros e Expansão do Crédito 35
   3.3. Recomendações ..... 37

4. INDICADORES ..... 39

NTR

# RESUMO EXECUTIVO

## 1. DIAGNÓSTICO DA SITUA˙ˆO BRASILEIRA

O crédito no Brasil é caro e concentrado no curto prazo. É pouco expressiva a oferta voluntária de empréstimos de médio e longo prazo pelo sistema bancário doméstico e também a possibilidade de financiamento por emissão de ações e de outros títulos de dívida, face às dimensões acanhadas do mercado de capitais. Nos últimos anos, estes problemas se combinaram com a elevada liquidez no mercado de curto prazo, fruto da persistente redução do endividamento das empresas e da prática quase contínua de juros reais elevados como instrumento de controle da inflação.

Ao contrário do que ocorre com o crédito de médio e longo prazo, o crédito corrente tende a se expandir de imediato em resposta a uma queda abrupta da inflação e/ou dos juros. Estes têm se mantido altos essencialmente por conta da política monetária, tendendo a uma redução significativa de imediato caso o Banco Central deixe de sustentá-los.

Esta possibilidade de reversão rápida do custo elevado e do volume reduzido do crédito corrente constitui um enorme desafio para a estabilização e também para o manejo dos instrumentos de política econômica no contexto atual de inflação elevada. O crescimento muito rápido do crédito pode amplificar as dificuldades para o controle da demanda agregada no curso de políticas de estabilização, conforme demonstrado pelas tentativas dos últimos anos.

## 2. TEND˚NCIAS INTERNACIONAIS

As significativas mudanças ocorridas nos mercados financeiros de todo o mundo a partir do final dos anos setenta podem ser designadas, de forma geral, pela tendência à desregulamentação e à diversificação. Desenvolveram-se amplamente a securitização de dívidas, os *swaps,* os mercados de ações e de títulos, o endividamento direto das empresas.

No Brasil, os avanços na desregulamentação não promoveram diversificação e flexibilização na mesma medida, tendo mesmo ocorrido involuções em áreas importantes. Pode-se afirmar que a tímida diversificação dos instrumentos de financiamento das empresas, a despeito dos avanços ocorridos na desregulamentação do mercado, se explica pela reduzida demanda por recursos de terceiros e pelos altos juros determinados pela política monetária.

Mesmo nos países desenvolvidos, em que há mercados financeiros maduros e bem estruturados, a tendência à desregulamentação geral é hoje matizada pelas propostas de re-regulamentação. Isto não como volta ao passado, mas como resultado da percepção de que a própria diversificação dos mercados colocou novos desafios para a estabilidade do sistema financeiro e do conjunto da economia. No Brasil, a estas consideração devem se juntar os problemas específicos já descritos e que recomendam a manutenção de um sistema regulatório mais amplo.

## 3. PROPOSI˙ÕES

A estabilização e a retomada dos investimentos não dependem de mudanças substanciais na regulamentação do financiamento de curto prazo, nem de estímulos à sua expansão. A legislação existente e as práticas institucionais podem ser tidas como suficientes para garantir pelo menos as fases iniciais de programas deste tipo. O elevado grau de liquidez de boa parte das empresas líderes é outro fator positivo. A questão crucial é conduzir progressivamente a massa de recursos de alta liquidez para aplicações e financiamento de médio e longo prazo.

São indispensáveis as medidas de flexibilização e liberalização do endividamento direto das empresas e de fortalecimento do mercado acionário, mas tendo claro que apenas elas não revertem os efeitos dos juros elevados e da retração das empresas.

A redução dos juros reais, por mais desejável que possa ser para a melhoria das condições de competitividade da indústria brasileira, não pode ser levada à prática de forma isolada, sob pena de precipitar movimentos especulativos capazes de levar à sua reversão em pouco tempo. A redução dos juros deve ser parte de um programa de estabilização e de uma política financeira mais ampla, com ênfase nos mecanismos de médio e longo prazo, devendo ser articulada com a recuperação dos investimentos.

Devem ser mantidos os poderes de regulação do Banco Central nesta área. No caso de quebra abrupta da inflação por meio de programas de choque (congelamento, dolarização), seria recomendável um aumento imediato e intenso do compulsório sobre os depósitos à vista e o controle quantitativo do crédito, de forma a frear a rápida expansão dos empréstimos que tende a ocorrer nestes casos. Programas de queda gradual da inflação também demandam medidas neste sentido, embora possam ser mais suaves.

As iniciativas do Banco Central devem estar articuladas com um programa macroeconômico mais amplo que as medidas especificamente monetárias. É conveniente, portanto, que sua atividade normalizadora submeta-se à orientação geral da política econômica.

Para que o controle da expansão do crédito não seja estéril, é preciso combiná-lo com medidas de direcionamento dos empréstimos para setores estratégicos e operações com prazos mais longos. Além de serem evitadas situações semelhantes à ocorrida após o plano cruzado, o que se pretende com isto é combinar os movimentos típicos dos momentos iniciais de um programa de estabilização com estímulos a decisões empresariais de médio e longo prazo.

É recomendável a manutenção do controle do Banco Central sobre a captação de recursos externos, em termos de prazos e volumes, de forma a articulá-la com as necessidades da política monetária e cambial. Por outro lado, as necessidades da política fiscal tornam improvável que se possa avançar a curto prazo em propostas de redução da carga tributária sobre as aplicações financeiras de forma a reduzir o custo de captação do banco e as taxas cobradas pelos empréstimos.

Permissão para operações pós-fixadas em prazos curtos, fixação de indexador oficial e autorização para indexação à taxa de câmbio são alternativas a estudar, de acordo com a política de estabilização que se esteja seguindo. Mas nenhuma delas tem força suficiente para se contrapor aos problemas mais gerais que foram destacados.

Considerando os pontos anteriores, são pertinentes as seguintes recomendações ao Ministério da Economia:

- articular a administração dos juros reais não apenas com as políticas de estabilização, mas também com uma visão mais ampla de política financeira, voltada para estimular os

investimentos e o alongamento dos prazos das operações financeiras;

- subordinar aos contornos da política de estabilização seguida a permissão para operações pós-fixadas de curto prazo e para operações indexadas à taxa de câmbio;

- no caso de queda brusca da inflação, promover aumento imediato e intenso do recolhimento compulsório sobre os depósitos à vista, além de estabelecer controle quantitativo e seletivo do crédito.

Ao Poder Executivo e ao Congresso Nacional, cabem as seguintes recomendações, referentes à regulamentação do artigo 192:

- subordinar a atuação do Banco Central ao conjunto da política econômica;

- criar a Lei Monetário-Financeira, anual, incluindo-se entre as suas atribuições a definição da política de crédito a ser observada por todas as instituições financeiras, públicas e privadas;

- atribuir ao Banco Central poderes de regulação e controle sobre o crédito, dentro dos limites da referida lei anual;

- flexibilizar a utilização, pelo Banco Central, dos recolhimentos compulsórios sobre depósitos e das operações de redesconto, com o objetivo de aprimorar as possibilidades de ordenamento da expansão do crédito de curto prazo e de estimular os empréstimos de longo prazo a setores definidos como estratégicos pela política industrial.

À Comissão de Valores Mobiliários, recomenda-se:

- reduzir os encargos incidentes sobre emissão de *commercial papers*;

- flexibilizar as regras para emissão de debêntures.

O quadro a seguir apresenta um resumo das propostas de ação e diretrizes de política, identificando os agentes a serem envolvidos e assinalando as propostas exeqüíveis a curto prazo.

## QUADRO-RESUMO

| AÇÕES/DIRETRIZES DE POLÍTICA | AGENTE/ATOR | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | EXEC. | LEG. | JUD. | EMP. | TRAB. | ONGs ACAD. |
| - Articular a administração dos juros reais não apenas com as políticas de estabilização, mas também com uma visão mais ampla de política financeira, voltada para estimular os investimentos e o alongamento dos prazos das operações financeiras; | X | X | | | | |
| - subordinar aos contornos da política de estabilização seguida a permissão para operações pós-fixadas de curto prazo e para operações indexadas à taxa de câmbio; | X | | | | | |
| - no caso de queda brusca da inflação, promover aumento imediato e intenso do recolhimento compulsório sobre os depósitos à vista, além de estabelecer controle quantitativo e seletivo do crédito; | X | | | | | |
| - subordinar a atuação do BC ao conjunto da política econômica; | | | | | X | X X |
| - criar a Lei Monetário-Financeira, anual, incluindo-se entre as suas atribuições a definição da política de crédito a ser observada por todas as instituições financeiras, públicas e privadas; | | | X | X | | X X |
| - atribuir ao Banco Central poderes de regulação e controle sobre o crédito, dentro dos limites da referida lei anual; | | X | | | | |
| - criar o redesconto seletivo do Banco Central, de forma a estimular empréstimos de longo prazo a setores definidos como estratégicos pela política industrial; | X | X | | | | |
| - reduzir os encargos incidentes sobre emissão de *commercial papers* (CP); | X | | | | | |
| - flexibilizar as regras para emissão de debêntures; | X | X | | | | |
| - apurar os custos do crédito, nas modalidades de *hot money* e de capital de giro nas agências, discriminando taxas médias nos dois casos e de acordo com o porte do tomador, prazo e setor de atividade (CP). | X | | | X | | |

Legenda: EXEC. - Executivo
LEG. - Legislativo

JUD. - Judiciário
EMP. - Empresas e Entidades Empresariais
TRAB. - Trabalhadores e Sindicatos
ONGs - Organizações Não-Governamentais
ACAD. - Academia
CP - Propostas exeqüíveis a curto prazo

Nota: Em caso de coluna em branco, leia-se "sem recomendação".

## 4. INDICADORES

O monitoramento dos impactos do custo do crédito de curto prazo sobre a competitividade sistêmica da indústria brasileira requer que sejam apurados os custos das operações de crédito nas modalidades de *hot money* e de capital de giro nas agências, discriminando taxas médias, nos dois casos e de acordo com o porte do tomador, prazo e setor de atividade.

# INTRODU˙ˆO

É consensual que o crédito no Brasil é caro, com a oferta voluntária pelos bancos concentrada em prazos muito curtos. Para fugir destas restrições, as empresas contam apenas com as linhas oficiais do BNDES, recursos externos e autofinanciamento, sendo pouco expressiva a oferta voluntária de empréstimos de médio e longo prazo pelo sistema bancário doméstico e também a possibilidade de financiamento por emissão de ações e de outros títulos de dívida, face às dimensões acanhadas do mercado de capitais.

É igualmente consensual que este conjunto de problemas representa um obstáculo importante ao aumento da competitividade da indústria brasileira, pelo encarecimento dos custos de produção e pela dificuldade em aumentar sua alavancagem financeira.

Estas debilidades e limitações do sistema financeiro no Brasil não são de agora, por certo, e preocupam os formuladores de políticas há décadas. Nos últimos anos, porém, definiram-se características novas, a partir da prolongada instabilidade macroeconômica, das estratégias de adaptação desenvolvidas por empresas e bancos e das políticas de estabilização levadas à prática em diferentes momentos.

O quadro cristalizado no período mais recente combina a mesma atrofia dos instrumentos de financiamento voluntário de longo prazo com a elevada liquidez no mercado de curto prazo, fruto da persistente redução do endividamento das empresas e da prática quase contínua de juros reais elevados como instrumento de controle da inflação.

O presente trabalho examina as questões relacionadas ao crédito de curto prazo, ou crédito corrente, em especial no que se refere às suas relações com as políticas de estabilização

possíveis e com a almejada redução das taxas de juros para o financiamento da produção.

Argumenta-se que, exatamente ao contrário do que ocorre com o crédito de médio e longo prazo, o crédito corrente tende a se expandir de imediato em resposta a uma queda abrupta da inflação ou a uma redução dos juros. Estes se mantêm elevados essencialmente devido à política monetária, tendendo a uma redução significativa de imediato caso o Banco Central deixe de sustentá-los.

A possibilidade de reversão rápida do custo elevado e do volume reduzido do crédito corrente, porém, longe de transformá-los em "não-problemas", constitui um enorme desafio para a estabilização e também para o manejo dos instrumentos de política econômica no contexto atual de inflação elevada.

O crescimento muito rápido do crédito pode amplificar as dificuldades para o controle da demanda agregada no curso de políticas de estabilização, conforme demonstrado pelas tentativas dos últimos anos. Sendo assim, recomenda-se a manutenção dos instrumentos de controle sobre o crédito, de forma a permitir sua utilização de forma ativa e flexível quando necessário, em particular para evitar expansão acelerada e para compatibilizar seu direcionamento com uma política de financiamento mais ampla.

Quanto aos níveis dos juros reais, questão mais polêmica do crédito de curto prazo, reafirma-se que a variável-chave para se obter um rebaixamento consistente e duradouro é o sucesso na estabilização monetária, algo que transcende a questão das taxas de juros, embora a inclua necessariamente.

O primeiro item deste trabalho está voltado para o diagnóstico da situação atual. As duas primeiras seções apresentam dados referentes aos níveis dos juros reais nos últimos anos e à retração do volume de crédito, enquanto a terceira seção procura relacionar estes problemas com o quadro

macroeconômico recente e as estratégias das empresas. O segundo item apresenta as principais tendências internacionais e discute a pequena dimensão assumida pela diversificação no mercado financeiro doméstico, apesar dos avanços na desregulamentação, numa combinação desequilibrada entre estas duas tendências que caracterizam a trajetória recente dos mercados financeiros mundiais. O terceiro item apresenta as recomendações relativas à regulamentação do artigo 192 da Constituição, ora tramitando no Congresso Nacional, e aos problemas do crédito de curto prazo no contexto da estabilização da economia. O quarto item explicita os indicadores necessários para o monitoramento dos impactos do custo do crédito de curto prazo sobre a competitividade sistêmica da indústria brasileira.

Cabe alertar que o texto da presente nota técnica foi finalizado em maio de 1993, o que naturalmente o expõe à desatualização frente aos desdobramentos da reforma constitucional e do plano de estabilização do governo federal, com efeitos inevitáveis sobre os graus de liberdade da política econômica.

# 1. DIAGNÓSTICO DA SITUA˙ˆO BRASILEIRA

## 1.1. Juros Reais Elevados e InstÆveis

O custo real dos empréstimos nos últimos anos tem atingido níveis muito elevados, mas com oscilações pronunciadas de um mês para outro, conforme se pode verificar nas tabelas 1 e 2. O elevado patamar médio dos juros reais se explica pela política monetária centrada neste objetivo que se praticou de forma quase ininterrupta nos últimos anos, com curtos períodos de exceção.

As fortes oscilações decorrem, no essencial, de os juros nominais serem definidos quase exclusivamente pelo Banco Central, através de sua atuação diária no mercado monetário, tendo como meta um juro mensal nominal composto pelo juro real desejado mais uma estimativa de inflação, a qual muitas vezes se revela equivocada.

Face aos altos patamares dos juros nominais, oscilações fortes são muito prejudiciais ao cálculo econômico das empresas, provocando repercussões intensas e dificilmente previsíveis. O cálculo dos juros reais fica também bastante prejudicado, posto que se obtêm resultados muito discrepantes a depender do índice de preços utilizado, os quais tendem a se desviar sempre, e em direções imprevisíveis, daquela que seria a "inflação" própria da empresa, se tomados apenas seus custos.

Por outro lado, o levantamento de um custo médio do financiamento de curto prazo é dificultado pela inexistência de registros amplos e rigorosos. O mercado de crédito é bem menos transparente que o de aplicações. Neste, a grande maioria dos CDB de valor elevado são registrados no sistema Cetip, o que permite a divulgação imediata e uma taxa média precisa. Os empréstimos, ao contrário, não transitam por qualquer tipo de registro.

Números referentes ao custo real dos empréstimos nos últimos anos aparecem nas referidas tabelas 1 e 2, organizadas de forma a

cobrir os dois grandes segmentos em que se divide o mercado de crédito de curto prazo: o *hot money*, créditos de valor elevado e prazo quase sempre de um dia, oferecidos apenas a clientes preferenciais e contratados com juros ligeiramente acima da taxa diária *overnight* do mercado interbancário (CDI); e o capital de giro, única alternativa usualmente disponível para a maior parte das empresas, com prazos em geral de até trinta dias e envolvendo valores menores e custos bem mais altos que no *hot money*. Os descontos de duplicatas ou notas promissórias também são usuais e suas taxas acompanham as do capital de giro.

Como se pode verificar na tabela 1, os juros dos CDI acompanham muito de perto os praticados no mercado overnight de títulos públicos, definidos pela atuação diária do BC. Discrepâncias acentuadas entre as duas taxas ocorrem em geral devido ou a fortes oscilações nas expectativas do mercado, não-sancionadas pelo BC, ou a movimentos de desconfiança em relação aos papéis públicos ou privados.

Os juros cobrados pelo capital de giro de 30 dias, por seu turno, tendem a reagir com maior lentidão às mudanças na política de juros nominais praticada pelo BC no *overnight.* Os dados semanais expostos na tabela 2 mostram esta tendência, ressaltada pela comparação com os juros pagos pelos bancos nos CDB, os quais costumam se ajustar com mais rapidez às flutuações do *over* do que as taxas dos empréstimos.

Os bancos definem o juro do *hot money* a partir da taxa dos CDI no dia, sobre a qual acrescentam um prêmio de acordo com a avaliação do risco da empresa tomadora. Calcula-se o custo médio mensal do *hot* a partir das taxas diárias do CDI mais o prêmio, como na tabela 1, mas não há informações organizadas sobre as variações deste prêmio. Para o período mais longo enfocado na tabela, pode-se dizer que ele tenha ficado na média em torno de 3% ao ano acima dos CDI, com o máximo na faixa de 6% ao ano acima dos CDI e o mínimo em zero, ou seja, a própria taxa de CDI.

# TABELA 1
# JUROS OVERNIGHT (TÍTULOS PÚBLICOS E CDI) - TAXAS ACUMULADAS NO MÊS, NOMINAIS E REAIS
# 1986-1992

| PERÍODO | OVERNIGHT-TÍT.PÚBLICOS(1) | | | OVERNIGHT-CDI(2) | | | OVER-CDI+0,25% a.m.(3) | | OVER-CDI+0,5% a.m.(4) | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Nominal (% a.m.) | Real (INPC) (% a.m.) | Real (INPC) (% a.a.) | Nominal (% a.m.) | Real (INPC) (% a.m.) | Real (INPC) (% a.a.) | Real (INPC) (% a.m.) | Real (INPC) (% a.a.) | Real (INPC) (% a.m.) | Real (INPC) (% a.a.) |
| Jan./86 | 16,67 | 1,44 | 18,77 | - | - | - | - | - | - | - |
| Fev. | 14,54 | 1,84 | 24,47 | - | - | - | - | - | - | - |
| Mar. | 1,18 | -1,93 | -20,88 | 0,87 | -2,23 | -23,74 | -1,99 | -21,42 | -1,74 | -19,03 |
| Abr. | 1,25 | 0,82 | 10,25 | 1,37 | 0,94 | 11,83 | 1,19 | 15,23 | 1,44 | 18,73 |
| Mai. | 1,22 | 0,14 | 1,73 | 1,32 | 0,24 | 2,94 | 0,49 | 6,07 | 0,74 | 9,29 |
| Jun. | 1,42 | 0,45 | 5,54 | 1,57 | 0,60 | 7,43 | 0,85 | 10,69 | 1,10 | 14,05 |
| Jul. | 1,95 | 1,03 | 13,13 | 2,23 | 1,31 | 16,91 | 1,56 | 20,47 | 1,82 | 24,12 |
| Ago. | 2,57 | 1,12 | 14,34 | 2,90 | 1,45 | 18,83 | 1,70 | 22,45 | 1,96 | 26,16 |
| Set. | 2,94 | 1,73 | 22,82 | 3,30 | 2,08 | 28,08 | 2,34 | 31,97 | 2,59 | 35,98 |
| Out. | 1,89 | 0,45 | 5,56 | 3,45 | 1,99 | 26,67 | 2,24 | 30,52 | 2,50 | 34,48 |
| Nov. | 2,37 | -0,89 | -10,16 | 5,22 | 1,87 | 24,91 | 2,13 | 28,71 | 2,38 | 32,61 |
| Dez. | 5,51 | -1,64 | -17,96 | 10,50 | 3,02 | 42,83 | 3,27 | 47,18 | 3,53 | 51,64 |
| Jan./87 | 11,01 | -4,97 | -45,76 | 14,65 | -1,85 | -20,12 | -1,61 | -17,69 | -1,36 | -15,19 |
| Fev. | 19,61 | 4,97 | 79,04 | 22,26 | 7,30 | 132,89 | 7,57 | 139,97 | 7,84 | 147,25 |
| Mar. | 11,95 | -2,14 | -22,86 | 14,00 | -0,35 | -4,09 | -0,10 | -1,17 | 0,15 | 1,83 |
| Abr. | 15,30 | -4,68 | -43,73 | 16,70 | -3,52 | -34,96 | -3,28 | -32,98 | -3,04 | -30,95 |
| Mai. | 24,63 | 1,21 | 15,53 | 25,69 | 2,07 | 27,89 | 2,33 | 31,78 | 2,58 | 35,78 |
| Jun. | 18,02 | -2,70 | -28,04 | 18,89 | -1,99 | -21,41 | -1,74 | -19,02 | -1,50 | -16,56 |
| Jul. | 8,91 | -0,93 | -10,59 | 9,47 | -0,42 | -4,91 | -0,17 | -2,02 | 0,08 | 0,95 |
| Ago. | 8,09 | 2,86 | 40,20 | 8,48 | 3,23 | 46,39 | 3,48 | 50,84 | 3,74 | 55,42 |
| Set. | 7,99 | 0,78 | 9,82 | 8,73 | 1,47 | 19,20 | 1,73 | 22,82 | 1,98 | 26,55 |
| Out. | 9,45 | -1,29 | -14,43 | 10,41 | -0,42 | -4,97 | -0,18 | -2,08 | 0,07 | 0,89 |
| Nov. | 12,92 | -1,75 | -19,08 | 13,74 | -1,04 | -11,74 | -0,79 | -9,06 | -0,54 | -6,30 |
| Dez. | 14,38 | 0,36 | 4,41 | 15,61 | 1,44 | 18,71 | 1,69 | 22,32 | 1,95 | 26,03 |
| Jan./88 | 16,78 | -1,84 | -19,98 | 17,23 | -1,46 | -16,20 | -1,22 | -13,65 | -0,97 | -11,03 |
| Fev. | 18,35 | 2,19 | 29,73 | 18,65 | 2,45 | 33,73 | 2,71 | 37,80 | 2,96 | 41,98 |
| Mar. | 16,59 | -1,27 | -14,23 | 16,91 | -1,00 | -11,36 | -0,75 | -8,66 | -0,50 | -5,89 |
| Abr. | 20,25 | 1,62 | 21,31 | 20,23 | 1,61 | 21,07 | 1,86 | 24,75 | 2,11 | 28,53 |
| Mai. | 18,65 | 0,35 | 4,24 | 18,67 | 0,36 | 4,46 | 0,61 | 7,63 | 0,87 | 10,90 |
| Jun. | 20,17 | -1,73 | -18,85 | 20,22 | -1,68 | -18,45 | -1,44 | -15,97 | -1,19 | -13,42 |
| Jul. | 24,69 | 1,36 | 17,57 | 24,49 | 1,20 | 15,32 | 1,45 | 18,83 | 1,70 | 22,44 |
| Ago. | 22,63 | 1,66 | 21,81 | 22,68 | 1,70 | 22,41 | 1,95 | 26,13 | 2,21 | 29,96 |
| Set. | 26,25 | -0,54 | -6,24 | 25,99 | -0,74 | -8,53 | -0,49 | -5,75 | -0,24 | -2,89 |
| Out. | 29,79 | 2,45 | 33,66 | 29,48 | 2,20 | 29,88 | 2,46 | 33,83 | 2,71 | 37,89 |
| Nov. | 28,40 | 0,20 | 2,37 | 27,96 | -0,15 | -1,76 | 0,10 | 1,22 | 0,35 | 4,29 |
| Dez. | 30,24 | 1,41 | 18,29 | 30,04 | 1,25 | 16,12 | 1,51 | 19,66 | 1,76 | 23,29 |
| Jan./89 | 22,97 | -9,23 | -68,73 | 22,83 | -9,34 | -69,16 | -9,11 | -68,22 | -8,88 | -67,25 |
| Fev. | 18,95 | 2,23 | 30,37 | 19,36 | 2,59 | 35,86 | 2,84 | 40,00 | 3,10 | 44,24 |
| Mar. | 20,44 | 13,73 | 368,27 | 20,56 | 13,84 | 373,90 | 14,13 | 388,31 | 14,41 | 403,13 |
| Abr. | 11,52 | 3,20 | 45,97 | 11,47 | 3,16 | 45,18 | 3,41 | 49,60 | 3,67 | 54,14 |
| Mai. | 11,43 | -4,49 | -42,39 | 11,59 | -4,35 | -41,39 | -4,12 | -39,60 | -3,88 | -37,77 |
| Jun. | 27,29 | -1,63 | -17,90 | 27,34 | -1,59 | -17,52 | -1,35 | -15,01 | -1,10 | -12,43 |
| Jul. | 33,16 | 4,52 | 70,00 | 32,76 | 4,21 | 63,97 | 4,47 | 68,96 | 4,73 | 74,09 |
| Ago. | 35,50 | 1,74 | 23,03 | 35,41 | 1,67 | 22,05 | 1,93 | 25,76 | 2,18 | 29,58 |
| Set. | 38,60 | 1,65 | 21,70 | 38,35 | 1,47 | 19,09 | 1,72 | 22,72 | 1,97 | 26,44 |
| Out. | 47,71 | 6,45 | 111,71 | 47,24 | 6,11 | 103,77 | 6,38 | 109,97 | 6,64 | 116,34 |
| Nov. | 48,41 | -0,04 | -0,48 | 48,07 | -0,27 | -3,19 | -0,02 | -0,24 | 0,23 | 2,79 |
| Dez. | 64,22 | 8,55 | 167,75 | 64,22 | 8,55 | 167,75 | 8,83 | 175,90 | 9,10 | 184,27 |

(continua)

(cont.)

# TABELA 1
# JUROS OVERNIGHT (TÍULOS PÚBLICOS E CDI) - TAXAS ACUMULADAS NO MÊS, NOMINAIS E REAIS
# 1986-1992

| PERÍODO | OVERNIGHT-TÍT.PÚBLICOS(1) | | | OVERNIGHT-CDI(2) | | | OVER-CDI+0,25% a.m.(3) | | OVER-CDI+0,5% a.m.(4) | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Nominal (% a.m.) | Real (INPC) (% a.m.) | Real (INPC) (% a.a.) | Nominal (% a.m.) | Real (INPC) (% a.m.) | Real (INPC) (% a.a.) | Real (INPC) (% a.m.) | Real (INPC) (% a.a.) | Real (INPC) (% a.m.) | Real (INPC) (% a.a.) |
| Jan./90 | 67,60 | -0,4 | -4,2 | 68,23 | 0,0 | 0,2 | 0,3 | 3,3 | 0,5 | 6,4 |
| Fev. | 82,04 | 4,6 | 72,1 | 79,94 | 3,4 | 49,7 | 3,7 | 54,3 | 3,9 | 58,9 |
| Mar. | 36,76 | -24,9 | -96,8 | 36,39 | -25,1 | -96,9 | -24,9 | -96,8 | -24,8 | -96,7 |
| Abr. | 4,23 | -9,1 | -68,2 | 5,12 | -8,3 | -64,8 | -8,1 | -63,7 | -7,9 | -62,6 |
| Mai. | 5,69 | -1,5 | -16,7 | 5,94 | -1,3 | -14,3 | -1,0 | -11,7 | -0,8 | -9,0 |
| Jun. | 8,73 | -2,6 | -27,2 | 9,38 | -2,0 | -21,8 | -1,8 | -19,4 | -1,5 | -16,9 |
| Jul. | 13,79 | 1,0 | 13,2 | 14,34 | 1,5 | 19,9 | 1,8 | 23,6 | 2,0 | 27,3 |
| Ago. | 11,53 | -0,6 | -6,7 | 12,65 | 0,4 | 5,1 | 0,7 | 8,3 | 0,9 | 11,6 |
| Set. | 15,21 | 0,8 | 10,4 | 17,50 | 2,8 | 39,9 | 3,1 | 44,1 | 3,3 | 48,5 |
| Out. | 16,49 | 1,8 | 23,9 | 21,96 | 6,6 | 114,8 | 6,8 | 121,4 | 7,1 | 128,1 |
| Nov. | 19,83 | 2,5 | 34,3 | 23,05 | 5,2 | 84,6 | 5,5 | 90,3 | 5,8 | 96,0 |
| Dez. | 22,86 | 3,1 | 44,6 | 27,78 | 7,3 | 131,7 | 7,5 | 138,7 | 7,8 | 146,0 |
| Jan./91 | 21,02 | 0,1 | 0,7 | 23,46 | 2,1 | 28,0 | 2,3 | 31,8 | 2,6 | 35,8 |
| Fev. | 6,85 | -11,1 | -75,6 | 8,72 | -9,5 | -70,0 | -9,3 | -69,1 | -9,1 | -68,2 |
| Mar. | 8,99 | -2,5 | -26,2 | 10,01 | -1,6 | -17,5 | -1,3 | -15,0 | -1,1 | -12,4 |
| Abr. | 9,67 | 4,4 | 68,4 | 12,49 | 7,1 | 128,4 | 7,4 | 135,3 | 7,7 | 142,5 |
| Mai. | 9,56 | 2,7 | 37,7 | 12,64 | 5,6 | 92,0 | 5,9 | 97,8 | 6,1 | 103,9 |
| Jun. | 10,32 | -0,5 | -5,4 | 10,66 | -0,2 | -1,8 | 0,1 | 1,1 | 0,3 | 4,2 |
| Jul. | 12,39 | 0,2 | 2,7 | 13,26 | 1,0 | 12,6 | 1,2 | 16,1 | 1,5 | 19,6 |
| Ago. | 15,75 | 0,1 | 1,4 | 15,97 | 0,3 | 3,7 | 0,6 | 6,9 | 0,8 | 10,1 |
| Set. | 19,78 | 3,6 | 52,8 | 20,01 | 3,8 | 56,4 | 4,1 | 61,1 | 4,3 | 66,0 |
| Out. | 25,95 | 4,0 | 60,5 | 26,10 | 4,1 | 62,8 | 4,4 | 67,8 | 4,7 | 72,9 |
| Nov. | 32,42 | 4,7 | 73,5 | 31,98 | 4,3 | 66,7 | 4,6 | 71,7 | 4,9 | 77,0 |
| Dez. | 31,17 | 5,7 | 93,5 | 30,46 | 5,1 | 81,3 | 5,3 | 86,8 | 5,6 | 92,5 |
| Jan./92 | 29,06 | 2,5 | 34,4 | 29,07 | 2,5 | 34,5 | 2,8 | 38,6 | 3,0 | 42,8 |
| Fev. | 28,76 | 3,4 | 50,0 | 28,71 | 3,4 | 49,3 | 3,7 | 53,9 | 3,9 | 58,5 |
| Mar. | 26,86 | 4,3 | 65,9 | 26,77 | 4,2 | 64,5 | 4,5 | 69,5 | 4,8 | 74,6 |
| Abr. | 23,92 | 2,5 | 35,3 | 23,75 | 2,4 | 33,0 | 2,7 | 37,1 | 2,9 | 41,3 |
| Mai. | 23,00 | -1,2 | -13,5 | 22,94 | -1,3 | -14,0 | -1,0 | -11,4 | -0,8 | -8,7 |
| Jun. | 24,28 | 2,8 | 39,9 | 24,24 | 2,8 | 39,4 | 3,1 | 43,6 | 3,3 | 48,0 |
| Jul. | 26,21 | 3,4 | 49,0 | 26,31 | 3,5 | 50,5 | 3,7 | 55,0 | 4,0 | 59,8 |
| Ago. | 25,65 | 2,7 | 37,2 | 25,73 | 2,7 | 38,3 | 3,0 | 42,5 | 3,3 | 46,8 |
| Set. | 27,66 | 3,0 | 42,0 | 27,65 | 3,0 | 41,9 | 3,2 | 46,2 | 3,5 | 50,7 |
| Out. | 28,18 p | 1,7 p | 22,0 p | 28,19 p | 1,7 | 22,2 | 1,9 | 25,9 | 2,2 | 29,7 |
| Nov. | 26,40 p | 2,9 p | 40,2 p | 26,09 p | 2,6 p | 36,1 p | 2,9 p | 40,3 p | 3,1 p | 44,5 p |
| Dez. | 25,92 p | 0,3 p | 3,3 p | 26,06 p | 0,4 p | 4,7 p | 0,6 p | 7,9 p | 0,9 p | 11,1 p |

(1) Lastreado em LBC/LFT/LTN/BBC, taxas diárias médias acumuladas no mês.

(2) Cetip (Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos Privados), taxas diárias médias acumuladas no mês, empréstimos por um dia entre instituiçoes financeiras.

(3) Custo médio estimado para os empréstimos "hot money" (CDI + 0,25% a.m., ou 3% a.a.).

(4) Custo máximo estimado para os empréstimos "hot money" (CDI + 0,5% a.m., ou 6% a.a.).

Fonte: Dados básicos - Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto, Banco Central do Brasil, Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos Privados, Fundação Getúlio Vargas, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística e Revista Análise Financeira.

No período mais recente, com a elevada liquidez das empresas e o interesse dos bancos em aumentar suas operações de crédito, têm-se verificado muitas operações abaixo mesmo da taxa dos CDI, com a média tendendo a se igualar a ela. Isto porque muitos bancos "varejistas", a partir de sua captação de depósitos à vista ou de depósitos a prazo abaixo dos níveis médios de mercado, preferem emprestar este dinheiro no *hot money* para empresas tidas como de bom risco.

O cálculo de um custo médio das operações de capital de giro é dificultado pela inexistência de registros divulgados publicamente a respeito dos níveis em que cada banco opera a cada dia, além das muitas oscilações por conta da localização da agência e da concorrência na praça, ao contrário do *hot money*, cujas cotações são identificadas no mercado monetário a cada momento do dia. A tabela 2 considera as médias apuradas pela revista *Análise Financeira*, a partir de uma amostra de bancos de médio e grande porte, em São Paulo, para negócios com empresas tidas como de risco padrão.

Além dos problemas de coleta das taxas praticadas no mercado, é preciso observar que estas taxas de juros nominais são ajustadas pelos bancos em função do número exato de dias úteis e de dias corridos da operação. A cotação é feita a partir da estimativa do banco para os juros dos CDI nos dias úteis incluídos. Este custo é em seguida mensalizado, mas tendo em conta o número de dias corridos. Assim, a taxa nominal pode oscilar fortemente de um dia para o outro apenas em função do prazo (30, 31 ou 32 dias) e do número de dias úteis, mas mantendo o mesmo custo por dia útil. Desta forma, as taxas médias diárias não podem ser comparadas ou acumuladas diretamente. Os dados divulgados pelo Banco Central do Brasil nas tabelas sobre juros de aplicações de instituições financeiras ("Estatísticas Básicas do Mercado Financeiro e de Capitais", DINOR/DEASF/DIAFI) são médias mensais, mas não se sabe se estão livres destes problemas, já que não se informa a metodologia adotada.

Assim, optou-se por montar a tabela 2 com as taxas médias verificadas em determinados dias do mês, no caso as quartas-feiras, dia de semana em que é mais freqüente os empréstimos terem trinta dias redondos. A deflação neste caso deve considerar o período real da operação. Na tabela, ela é feita calculando-se a inflação por dia útil de cada mês envolvido e, desta forma, a inflação do período real do empréstimo.

TABELA 2
CDB E CAPITAL DE GIRO (1) - OPERAÇÕES PREFIXADAS POR 30 DIAS - TAXAS NOMINAIS (% AO MÊS) E REAIS (% AO ANO) (2)
1990-1992

| PERÍODO | | NOMINAIS (% a.m.) | | REAIS(INPC) (% a.a.) | | REAIS(IGP-DI) (% a.a.) | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | CDB | Giro | CDB | Giro | CDB | Giro |
| 1990 | 03/Jan. | 60,41 | 70,00 | -48,00 | 4,38 | -59,14 | -17,98 |
| | 10/Jan. | 69,21 | 70,00 | -35,67 | -31,97 | -43,91 | -40,68 |
| | 17/Jan. | 72,64 | 79,00 | -46,66 | -17,66 | -48,39 | -20,33 |
| | 24/Jan. | 87,61 | 80,00 | -5,70 | -42,63 | 1,25 | -38,40 |
| | 31/Jan. | 77,84 | 89,00 | -29,40 | 46,55 | -17,89 | 70,45 |
| | 07/Fev. | 81,18 | 85,00 | -0,03 | 28,42 | 15,05 | 47,79 |
| | 14/Fev. | 77,84 | 88,00 | -1,33 | 92,20 | 10,01 | 114,28 |
| | 21/Fev. | 66,41 | 88,00 | -45,14 | 137,16 | -40,74 | 156,16 |
| | 28/Fev. | 69,21 | 93,00 | -60,48 | 91,61 | -57,90 | 104,11 |
| | 07/Mar. | 55,57 | 95,00 | -60,62 | 492,36 | -55,55 | 568,64 |
| | 14/Mar. | 55,57 | 95,00 | 38,49 | 1528,10 | 63,53 | 1822,50 |
| | 21/Mar. | 11,00 | n.d. | -90,95 | n.d. | -88,44 | n.d. |
| | 28/Mar. | 23,83 | 35,00 | 12,03 | 215,81 | 55,03 | 337,04 |
| | 04/Abr. | 14,35 | 21,00 | 6,44 | 109,75 | 43,58 | 182,94 |
| | 11/Abr. | 11,00 | 15,00 | -5,31 | 44,82 | 11,30 | 70,21 |
| | 18/Abr. | 5,26 | 8,00 | -46,46 | -27,12 | -43,08 | -22,53 |
| | 25/Abr. | 5,49 | 7,00 | -30,14 | -17,15 | -35,29 | -23,26 |
| | 02/Mai. | 7,93 | 10,00 | 7,16 | 34,60 | -11,89 | 10,67 |
| | 09/Mai. | 7,57 | 10,00 | -10,32 | 17,26 | -17,20 | 8,25 |
| | 16/Mai. | 7,57 | 9,00 | -16,53 | -2,20 | -14,71 | -0,06 |
| | 23/Mai. | 7,19 | 10,00 | -30,31 | -4,93 | -20,04 | 9,08 |
| | 30/Mai. | 7,57 | 10,00 | -36,65 | -17,18 | -18,39 | 6,69 |
| | 06/Jun. | 9,43 | 11,00 | -26,00 | -12,20 | -6,33 | 11,13 |
| | 13/Jun. | 11,89 | 13,50 | -2,77 | 15,42 | 13,61 | 34,85 |
| | 20/Jun. | 12,59 | 15,00 | -1,30 | 27,26 | 7,99 | 39,23 |
| | 27/Jun. | 13,76 | 17,00 | 12,43 | 57,48 | 13,55 | 59,06 |
| | 04/Jul. | 14,91 | 17,00 | 28,57 | 59,61 | 23,34 | 53,12 |
| | 11/Jul. | 13,46 | 17,00 | 13,11 | 63,54 | 7,57 | 55,52 |
| | 18/Jul. | 14,35 | 16,00 | 27,29 | 51,16 | 19,99 | 42,50 |
| | 25/Jul. | 12,70 | 15,00 | 9,54 | 39,60 | 2,37 | 30,45 |
| | 01/Ago. | 10,74 | 13,00 | -9,07 | 15,88 | -15,76 | 7,35 |
| | 08/Ago. | 10,46 | 13,00 | -18,30 | 4,69 | -18,72 | 4,15 |
| | 15/Ago. | 11,52 | 14,00 | -13,47 | 12,66 | -7,33 | 20,67 |
| | 22/Ago. | 13,87 | 17,00 | -1,55 | 36,32 | 15,20 | 59,51 |
| | 29/Ago. | 13,96 | 16,00 | -11,95 | 8,94 | 12,57 | 39,28 |
| | 05/Set. | 15,94 | 18,00 | 5,07 | 29,80 | 34,51 | 66,16 |
| | 12/Set. | 17,60 | 20,00 | 18,77 | 48,05 | 42,01 | 77,02 |
| | 19/Set. | 17,18 | 20,00 | 31,41 | 74,81 | 49,74 | 99,20 |
| | 26/Set. | 17,46 | 20,00 | 42,64 | 84,38 | 52,36 | 96,96 |

(continua)

(cont.)

## TABELA 2
## CDB E CAPITAL DE GIRO (1) - OPERAÇÕES PREFIXADAS POR 30 DIAS - TAXAS NOMINAIS (% AO MÊS) E REAIS (% AO ANO) (2)

| PERÍODO | | NOMINAIS (% a.m.) | | REAIS(INPC) (% a.a.) | | REAIS(IGP-DI) (% a.a.) | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | CDB | Giro | CDB | Giro | CDB | Giro |
| | 03/Out. | 18,92 | 23,00 | 59,72 | 130,78 | 63,12 | 135,68 |
| | 10/Out. | 24,37 | 27,00 | 184,42 | 265,61 | 186,06 | 267,72 |
| | 17/Out. | 24,22 | 28,00 | 158,50 | 270,41 | 155,85 | 266,61 |
| | 24/Out. | 19,17 | 23,00 | 41,96 | 107,50 | 37,71 | 101,28 |
| | 31/Out. | 21,15 | 24,00 | 56,32 | 106,63 | 48,63 | 96,46 |
| | 07/Nov. | 21,74 | 26,50 | 41,32 | 123,91 | 42,51 | 125,80 |
| | 14/Nov. | 23,99 | 26,00 | 66,39 | 101,81 | 82,13 | 120,89 |
| | 21/Nov. | 24,75 | 27,00 | 54,08 | 90,94 | 82,56 | 126,24 |
| | 28/Nov. | 23,43 | 27,00 | 42,37 | 100,46 | 80,63 | 154,32 |
| | 05/Dez. | 22,12 | 27,00 | 34,87 | 115,83 | 74,03 | 178,50 |
| | 12/Dez. | 20,85 | 26,00 | 19,76 | 97,60 | 47,71 | 143,73 |
| | 19/Dez. | 22,57 | 26,00 | 42,84 | 98,92 | 68,40 | 134,52 |
| | 26/Dez. | 22,12 | 26,50 | 23,86 | 89,05 | 41,49 | 115,97 |
| 1991 | 02/Jan. | 23,51 | 27,00 | 28,57 | 79,63 | 42,27 | 98,77 |
| | 09/Jan. | 23,43 | 26,00 | 16,07 | 48,64 | 22,41 | 56,75 |
| | 16/Jan. | 24,60 | 28,00 | 51,15 | 108,79 | 53,43 | 111,95 |
| | 23/Jan. | 26,63 | 28,50 | 66,95 | 99,06 | 61,51 | 92,58 |
| | 30/Jan. | 28,09 | 30,00 | 74,29 | 108,17 | 60,70 | 91,93 |
| | 06/Fev. | 11,00 | 13,50 | -60,91 | -48,94 | -58,67 | -46,01 |
| | 13/Fev. | 12,25 | 15,50 | -54,57 | -36,01 | -44,41 | -21,71 |
| | 20/Fev. | 12,25 | 19,00 | -41,00 | 18,89 | -15,62 | 70,06 |
| | 27/Fev. | 9,59 | 16,50 | -35,58 | 25,51 | 0,37 | 95,56 |
| | 06/Mar. | 9,59 | 13,00 | -12,54 | 26,33 | 23,26 | 78,04 |
| | 13/Mar. | 11,00 | 14,00 | 26,89 | 74,74 | 42,62 | 96,41 |
| | 20/Mar. | 10,74 | 13,50 | 53,52 | 106,28 | 37,62 | 84,91 |
| | 27/Mar. | 10,46 | 13,50 | 85,32 | 156,69 | 32,49 | 83,52 |
| | 03/Abr. | 10,46 | 12,00 | 86,58 | 120,30 | 27,60 | 50,66 |
| | 10/Abr. | 11,52 | 13,50 | 98,74 | 145,48 | 50,11 | 85,41 |
| | 17/Abr. | 11,52 | 14,00 | 88,77 | 145,79 | 57,48 | 105,04 |
| | 24/Abr. | 10,60 | 12,50 | 62,34 | 99,15 | 49,57 | 83,49 |
| | 30/Abr. | 10,46 | 13,00 | 51,33 | 97,06 | 50,98 | 96,60 |
| | 08/Mai. | 11,52 | 14,00 | 54,25 | 100,85 | 59,78 | 108,05 |
| | 15/Mai. | 12,92 | 16,00 | 58,31 | 118,65 | 67,67 | 131,58 |
| | 22/Mai. | 11,89 | 14,50 | 25,31 | 65,26 | 35,70 | 78,96 |
| | 29/Mai. | 12,25 | 14,50 | 15,07 | 46,02 | 27,42 | 61,68 |
| | 05/Jun. | 12,25 | 14,50 | 3,75 | 31,65 | 12,65 | 42,94 |
| | 12/Jun. | 11,77 | 14,00 | -0,50 | 26,12 | 3,56 | 31,26 |
| | 19/Jun. | 11,77 | 14,00 | 0,46 | 27,34 | 0,22 | 27,04 |
| | 26/Jun. | 11,77 | 14,00 | 1,43 | 28,56 | -3,00 | 22,95 |
| | 03/Jul. | 11,77 | 14,00 | 0,06 | 26,82 | -6,36 | 18,69 |
| | 10/Jul. | 12,01 | 14,50 | -6,81 | 21,32 | -11,12 | 15,72 |
| | 17/Jul. | 12,48 | 14,50 | -11,05 | 10,13 | -13,54 | 7,05 |
| | 24/Jul. | 13,35 | 14,50 | -11,44 | -0,04 | -12,27 | -0,97 |
| | 31/Jul. | 14,35 | 16,50 | -10,68 | 11,69 | -9,82 | 12,77 |

(continua)

(cont.)

## TABELA 2
## CDB E CAPITAL DE GIRO (1) - OPERAÇÕES PREFIXADAS POR 30 DIAS - TAXAS NOMINAIS (% AO MÊS) E REAIS (% AO ANO) (2)

| PERÍODO | | NOMINAIS (% a.m.) | | REAIS(INPC) (% a.a.) | | REAIS(IGP-DI) (% a.a.) | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | CDB | Giro | CDB | Giro | CDB | Giro |
| | 07/Ago. | 15,09 | 16,50 | -6,77 | 7,90 | -6,80 | 7,86 |
| | 14/Ago. | 15,78 | 18,00 | -1,71 | 23,45 | -3,42 | 21,30 |
| | 21/Ago. | 17,03 | 20,00 | 9,71 | 48,20 | 5,97 | 43,15 |
| | 28/Ago. | 19,98 | 22,00 | 45,12 | 77,32 | 37,80 | 68,37 |
| | 04/Set. | 20,09 | 23,00 | 37,92 | 83,83 | 23,05 | 64,01 |
| | 11/Set. | 19,75 | 23,00 | 22,54 | 68,98 | 0,25 | 38,24 |
| | 18/Set. | 19,75 | 23,00 | 12,64 | 55,33 | -15,50 | 16,53 |
| | 25/Set. | 19,64 | 23,00 | 2,41 | 42,78 | -29,55 | -1,78 |
| | 02/Out. | 21,15 | 24,00 | 11,28 | 47,10 | -28,57 | -5,59 |
| | 09/Out. | 23,43 | 26,00 | 13,30 | 45,08 | -18,19 | 4,77 |
| | 16/Out. | 25,59 | 27,00 | 12,26 | 26,80 | -7,05 | 4,98 |
| | 23/Out. | 28,62 | 28,50 | 41,69 | 40,11 | 29,07 | 27,63 |
| | 30/Out. | 32,39 | 36,50 | 63,13 | 135,43 | 67,19 | 141,28 |
| | 06/Nov. | 35,11 | 39,00 | 105,54 | 188,95 | 126,11 | 217,87 |
| | 13/Nov. | 32,39 | 38,00 | 75,62 | 188,97 | 99,00 | 227,45 |
| | 20/Nov. | 31,91 | 38,00 | 59,25 | 173,71 | 86,52 | 220,58 |
| | 27/Nov. | 30,09 | 36,00 | 66,34 | 183,50 | 98,82 | 238,84 |
| | 04/Dez. | 28,36 | 35,00 | 68,48 | 208,61 | 100,36 | 266,99 |
| | 11/Dez. | 26,32 | 32,00 | 37,57 | 133,20 | 53,06 | 159,47 |
| | 18/Dez. | 22,12 | 30,00 | -9,28 | 92,13 | -5,55 | 100,03 |
| | 24/Dez. | 23,83 | 30,00 | 6,30 | 90,52 | 4,94 | 88,07 |
| 1992 | 01/Jan. | 24,60 | 31,00 | -0,08 | 82,26 | -8,08 | 67,67 |
| | 08/Jan. | 28,09 | 32,00 | 20,00 | 72,14 | 11,04 | 59,29 |
| | 15/Jan. | 28,36 | 30,00 | 19,63 | 39,31 | 12,07 | 30,52 |
| | 22/Jan. | 28,88 | 33,00 | 22,06 | 78,07 | 15,77 | 68,89 |
| | 29/Jan. | 29,62 | 32,50 | 27,09 | 65,44 | 22,04 | 58,86 |
| | 05/Fev. | 27,53 | 32,00 | 37,48 | 107,87 | 35,02 | 104,15 |
| | 12/Fev. | 27,81 | 31,50 | 51,35 | 112,96 | 53,21 | 115,58 |
| | 19/Fev. | 27,23 | 31,50 | 53,66 | 128,35 | 60,33 | 138,26 |
| | 26/Fev. | 26,81 | 30,00 | 58,35 | 113,35 | 70,31 | 129,47 |
| | 04/Mar. | 29,86 | 33,00 | 72,91 | 130,32 | 94,03 | 158,45 |
| | 11/Mar. | 28,78 | 33,00 | 54,77 | 127,89 | 80,38 | 165,60 |
| | 18/Mar. | 23,05 | 30,00 | -0,04 | 82,02 | 17,61 | 114,17 |
| | 25/Mar. | 23,83 | 27,50 | 35,51 | 92,39 | 64,28 | 133,23 |
| | 01/Abr. | 21,15 | 26,00 | 2,83 | 57,80 | 26,79 | 94,56 |
| | 08/Abr. | 21,45 | 23,50 | 14,14 | 39,53 | 40,77 | 72,08 |
| | 15/Abr. | 20,20 | 23,00 | -5,02 | 25,21 | 15,89 | 52,77 |
| | 22/Abr. | 23,59 | 25,00 | -12,72 | 0,01 | 9,26 | 25,19 |
| | 29/Abr. | 23,67 | 25,00 | -17,13 | -5,78 | 2,63 | 16,69 |
| | 06/Mai. | 24,67 | 26,50 | -14,23 | 2,16 | 1,56 | 20,96 |
| | 13/Mai. | 23,51 | 26,00 | -13,88 | 9,43 | -4,27 | 21,63 |
| | 20/Mai. | 22,12 | 25,00 | -5,89 | 24,49 | -1,54 | 30,24 |
| | 27/Mai. | 23,43 | 25,50 | 20,17 | 46,71 | 18,01 | 44,07 |
| | 03/Jun. | 23,01 | 26,00 | 24,71 | 66,37 | 18,94 | 58,66 |

(continua)

(cont.)

## TABELA 2
## CDB E CAPITAL DE GIRO (1) - OPERAÇÕES PREFIXADAS POR 30 DIAS - TAXAS NOMINAIS (% AO MÊS) E REAIS (% AO ANO) (2)

| PERÍODO | NOMINAIS (% a.m.) | | REAIS(INPC) (% a.a.) | | REAIS(IGP-DI) (% a.a.) | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | CDB | Giro | CDB | Giro | CDB | Giro |
| 10/Jun. | 23,59 | 26,50 | 34,70 | 78,10 | 31,28 | 73,57 |
| 17/Jun. | 23,01 | 26,50 | 29,96 | 81,80 | 29,43 | 81,07 |
| 24/Jun. | 24,30 | 27,00 | 34,93 | 74,63 | 36,97 | 77,26 |
| 01/Jul. | 23,99 | 27,00 | 33,68 | 78,26 | 38,67 | 84,92 |
| 08/Jul. | 24,52 | 27,00 | 34,48 | 70,38 | 30,72 | 65,63 |
| 15/Jul. | 24,67 | 27,00 | 28,94 | 61,02 | 15,56 | 44,31 |
| 22/Jul. | 25,59 | 29,00 | 33,09 | 83,56 | 9,98 | 51,68 |
| 29/Jul. | 25,99 | 29,00 | 30,67 | 73,47 | -0,45 | 32,16 |
| 05/Ago. | 26,69 | 29,00 | 32,02 | 63,99 | -4,45 | 18,69 |
| 12/Ago. | 24,82 | 29,00 | 20,33 | 78,66 | -11,94 | 30,76 |
| 19/Ago. | 26,12 | 29,00 | 31,29 | 72,15 | -4,32 | 25,45 |
| 26/Ago. | 26,94 | 29,00 | 36,73 | 65,87 | -0,78 | 20,36 |
| 02/Set. | 27,53 | 30,50 | 38,99 | 83,21 | 2,60 | 35,24 |
| 09/Set. | 29,18 | 31,50 | 36,74 | 69,30 | 10,17 | 36,40 |
| 16/Set. | 27,81 | 31,00 | 30,94 | 76,02 | 16,34 | 56,38 |
| 23/Set. | 27,81 | 31,00 | 24,83 | 67,81 | 22,94 | 65,26 |
| 30/Set. | 27,53 | 31,00 | 15,92 | 59,98 | 26,54 | 74,63 |
| 07/Out. | 25,32 | 30,00 | 9,08 | 69,36 | 16,77 | 81,31 |
| 14/Out. | 27,23 | 31,00 | 19,67 | 69,89 | 21,50 | 72,48 |
| 21/Out. | 28,03 | 31,00 | 34,76 | 77,45 | 29,09 | 69,98 |
| 28/Out. | 28,36 | 31,00 | 45,18 | 85,35 | 31,20 | 67,51 |
| 04/Nov. | 28,88 | 32,00 | 38,00 | 83,88 | 25,06 | 66,64 |
| 11/Nov. | 27,12 | 31,00 | 16,67 | 67,36 | 13,80 | 63,25 |
| 18/Nov. | 24,96 | 31,00 | -5,28 | 66,89 | -0,56 | 75,21 |
| 25/Nov. | 21,65 | 29,00 | -29,16 | 34,34 | -20,84 | 50,12 |
| 02/Dez. | 21,15 | 29,00 | -24,33 | 50,09 | -11,46 | 75,62 |
| 09/Dez. | 23,43 | 27,00 | -6,63 | 31,46 | 6,58 | 50,06 |
| 16/Dez. | 24,60 | 28,00 | -8,86 | 25,89 | -0,06 | 38,05 |
| 23/Dez. | 24,60 | 29,50 | -20,56 | 26,20 | -16,32 | 32,93 |
| 30/Dez. | 28,88 | 30,50 | -8,29 | 6,54 | -6,44 | 8,70 |

(1) Taxas médias cobradas às quartas-feiras, apuradas pela Revista Análise Financeira. Para o capital de giro, taxas médias cobradas por empréstimos de 30 dias nas agências dos bancos de médio e grande porte para negócios com empresas tidas como de risco padrão, com as garantias normalmente exigidas. Empresas "prime" (risco desprezível ou nulo) conseguem juros muito próximos aos do CDI (ver nota 3, tabela 1).

(2) Deflacionadas pela variação do índice de preços no período da operação, calculada pela razão entre o número de dias úteis de cada mês incluídos na operação e o número total de dias úteis deste mesmo mês. A anualização do resultado é feita pelo expoente: 360/número de dias corridos da operação.

Fonte: Dados básicos - Fundação Getúlio Vargas, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística e Revista Análise Financeira.

Elaboração: Centro de Análise Macroeconômica - CEMA/FUNDAP.

## 1.2. CrØdito Retraído, mas com Boa Capacidade de Reversªo

O volume de crédito na economia brasileira reduziu-se bastante nos últimos anos, mas demonstra elevada capacidade de crescimento em caso de aumento de demanda e, especialmente, de queda da inflação. As tabelas 3 e 4 expõem a tendência de longo prazo do volume total de crédito da economia, destacando-se a virtual estagnação durante os anos oitenta e uma tendência de encolhimento mais firme após o plano Collor.

A tabela 5 destaca os dados mensais a partir de 1986 e apresenta uma série do volume de crédito excluindo-se a Caixa Econômica Federal, as caixas econômicas estaduais e o BNDES, instituições que concentram suas operações em prazos mais longos. É possível perceber aí a forte capacidade de reação à demanda, especialmente nos meses seguintes ao plano cruzado, quando o volume de crédito cresceu cerca de 40%. Nos demais planos de estabilização verificou-se movimento semelhante, embora com intensidade menor. Mesmo após o plano Collor, porém, o volume de crédito reagiu com firmeza já no mês seguinte ao bloqueio da liquidez dos haveres financeiros.

A oferta de crédito nestes momentos tende a crescer com rapidez em função da remonetização acelerada que acompanha normalmente a queda brusca da inflação. O aumento dos depósitos à vista deixa à disposição dos bancos recursos sobre os quais recolhem depósitos compulsórios bem menores do que o compulsório integral representado pelo lastro em títulos públicos das aplicações remuneradas de curtíssimo prazo e também menores que as obrigatoriedades incidentes sobre os depósitos de poupança. Esta tendência foi destacada em análises sobre o plano cruzado e acabou inspirando medidas preventivas nos planos Bresser e verão, na forma de juros nominais muito altos logo após o plano para "segurar" os aplicadores.

# TABELA 3
# OPERAÇÕES DE CRÉDITO - TOTAL DO SISTEMA FINANCEIRO
# 1980-1991

| FINAL DE PERÍODO | Valores Correntes (Cr$ mil) (1) | | | | | Valores Reais (IGP-DI) dez.1980 = 100 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Ao Setor Público | | Ao Setor Privado | | Total | | | |
| | $ | % do Total | $ | % do Total | $ | Ao setor Público | Ao setor Privado | Total |
| 1980 | 1.121.320 | 17,47 | 5.296.600 | 82,53 | 6.417.920 | 100,00 | 100,00 | 100,00 |
| 1981 | 2.951.100 | 21,74 | 10.622.000 | 78,26 | 13.573.100 | 134,84 | 102,74 | 108,35 |
| 1982 | 7.219.000 | 23,28 | 23.796.000 | 76,72 | 31.015.000 | 165,15 | 115,25 | 123,97 |
| 1983 | 19.908.000 | 25,84 | 57.138.000 | 74,16 | 77.046.000 | 146,44 | 88,98 | 99,02 |
| 1984 | 71.043.000 | 30,11 | 164.873.000 | 69,89 | 235.916.000 | 161,39 | 79,29 | 93,64 |
| 1985 | 240.914.000 | 29,53 | 574.841.000 | 70,47 | 815.755.000 | 163,32 | 82,50 | 96,62 |
| 1986 | 385.386 | 23,45 | 1.258.286 | 76,55 | 1.643.672 | 158,30 | 109,42 | 117,96 |
| 1987 | 1.997.709 | 28,61 | 4.985.530 | 71,39 | 6.983.239 | 159,08 | 84,05 | 97,16 |
| 1988 | 24.716.000 | 30,20 | 57.124.000 | 69,80 | 81.840.000 | 174,21 | 85,24 | 100,78 |
| 1989 | 539.995 | 34,07 | 1.044.914 | 65,93 | 1.584.909 | 202,10 | 82,79 | 103,64 |
| 1990 | 5.408.257 | 29,34 | 13.026.562 | 70,66 | 18.434.819 | 128,39 | 65,47 | 76,46 |
| 1991 | 29.176.507 | 28,17 | 74.414.328 | 71,83 | 103.590.835 | 119,38 | 64,46 | 74,06 |

(1)Até 1985, cruzeiros; de 1986 a 1988, cruzados; 1989, cruzados novos; 1990 e 1991, cruzeiros. Para se obter uma série encadeada de valores nominais, dividir por 1.000.000 os valores até 1985, e por 1.000 os valores de 1986 a 1988.

Fonte: Dados primários: Banco Central do Brasil, Relatório Anual (1980: vol.19,1982; 1981: vol.20,1983; 1982: vol.21,1984; 1983: vol.22,1985; 1984: vol.23,1986; 1985: vol.24,1987; 1986: vol.25,1988; 1987: vol.26,1989), Boletim Mensal (1988 a 1991: vol.28,n.1-3, jan-mar/92); Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Estatísticas Históricas do Brasil, 1987; Fundaçao Getúlio Vargas, Comportamento dos Índices de Preços. Elaboração do autor.

# TABELA 4
# EMPRÉSTIMOS DO SISTEMA FINANCEIRO AO SETOR PRIVADO
# 1966-1991

| FINAL DE PERÍODO | VALORES CORRENTES (Cr$ mil)(1) | VALORES REAIS (IGP-DI) dez.1980 = 100 |
|---|---|---|
| 1966 | 10.328 | 11,59 |
| 1967 | 17.279 | 15,51 |
| 1968 | 29.560 | 21,15 |
| 1969 | 42.977 | 25,77 |
| 1970 | 64.591 | 32,48 |
| 1971 | 97.532 | 41,04 |
| 1972 | 153.505 | 55,83 |
| 1973 | 238.684 | 75,11 |
| 1974 | 371.425 | 86,88 |
| 1975 | 581.242 | 105,11 |
| 1976 | 917.667 | 113,46 |
| 1977 | 1.388.776 | 123,69 |
| 1978 | 2.060.672 | 130,41 |
| 1979 | 3.399.844 | 121,36 |
| 1980 | 5.889.778 | 100,00 |
| 1981 | 12.206.545 | 106,18 |
| 1982 | 25.780.000 | 112,28 |
| 1983 | 54.455.000 | 76,26 |
| 1984 | 162.207.000 | 70,15 |
| 1985 | 574.296.000 | 74,12 |
| 1986 | 1.259.436 | 98,49 |
| 1987 | 4.971.000 | 75,36 |
| 1988 | 54.534.000 | 73,18 |
| 1989 | 965.251 | 68,78 |
| 1990 | 12.215.080 | 55,21 |
| 1991 | 69.557.282 | 54,19 |

(1)Até 1985, cruzeiros; de 1986 a 1988, cruzados; 1989, cruzados novos; 1990 e 1991, cruzeiros. Para se obter uma série encadeada de valores nominais, dividir por 1.000.000 os valores até 1985, e por 1.000 os valores de 1986 a 1988.

Fonte: Dados primários: Banco Central do Brasil, Boletim Mensal (1966 a 1971: vol.9,n.11,nov/73; 1972 a 1977: vol.17,n.6,jun/81; 1978 a 1981: vol.19, n.3,mar/83; 1982: vol.21,n.3,mar/85; 1983 a 1986: vol.24,n.2,fev/88; 1987 a 1991: vol.28,n.1-3, jan-mar/92); Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Estatísticas Históricas do Brasil, 1987; Fundação Getúlio Vargas, Comportamento dos Índices de Preços. Elaboraçao do autor.

Outra razão para o aumento rápido da oferta de crédito corrente é o interesse dos bancos em aumentar os empréstimos para gerar receitas nestas situações, em que tendem a diminuir os "ganhos inflacionários" sobre os depósitos à vista e as receitas provenientes do giro diário com papéis no mercado interfinanceiro com juros nominais elevados.

Tudo isto permite afirmar que não existe a rigor um problema de insuficiência de crédito de curto prazo. A persistente redução no volume de empréstimos resulta no essencial de contração da demanda, face aos juros elevados e ao quadro de instabilidade macroeconômica. A firme expansão após o plano cruzado indica que o problema é oposto: a rápida capacidade de crescimento do crédito corrente é um problema a ser considerado com muito cuidado nas políticas de estabilização, já que permite uma ampliação rápida da demanda agregada caso a inflação caia de forma abrupta, o mesmo podendo ocorrer no caso de se configurar uma firme tendência declinante.

As informações referentes ao volume de crédito na economia são divulgadas pelo Banco Central de duas formas distintas. A primeira e mais tradicional é a série de empréstimos do sistema financeiro ao setor privado segundo o emprestador final, cujos dados totais estão apresentados na tabela 4 para o período de 1966 a 1992. Nota-se o rápido crescimento até ser atingido um ponto máximo no final da década de 1970, a que se segue uma redução progressiva até o momento atual.

Na tabela 5 estes dados são expostos mês-a-mês, com uma coluna em que se excluem as instituições que atuam mais tipicamente em operações de longo prazo, o que permite uma visualização mais precisa do comportamento do crédito corrente. Este mostra tendência de reação mais rápida e intensa aos programas de estabilização, contraindo-se com mais nitidez nos momentos de aceleração inflacionária.

# TABELA 5
# EMPRÉSTIMOS DO SISTEMA FINANCEIRO AO SETOR PRIVADO - TOTAL GERAL E TOTAL EXCLUSIVE (CEF+CEE+BNDES) - DADOS MENSAIS 1985-1992

| PERÍODO | | VALORES CORRENTES (Cr$ mil)(1) | | VALORES REAIS (IGP-DI) dez.1985 = 100 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Total Geral | Total exclusive (CEF+CEE+BNDES) | Total Geral | Total exclusive (CEF+CEE+BNDES) |
| 1985 | Dez. | 575 | 431 | 100,00 | 100,00 |
| 1986 | Jan. | 682 | 495 | 103,18 | 99,91 |
| | Fev. | 759 | 559 | 102,01 | 100,30 |
| | Mar. | 749 | 548 | 97,63 | 95,23 |
| | Abr. | 790 | 586 | 102,51 | 101,41 |
| | Mai. | 827 | 620 | 106,14 | 106,20 |
| | Jun. | 881 | 668 | 112,06 | 113,34 |
| | Jul. | 905 | 688 | 114,02 | 115,71 |
| | Ago. | 940 | 722 | 116,78 | 119,63 |
| | Set. | 1006 | 777 | 123,51 | 127,22 |
| | Out. | 1087 | 853 | 131,55 | 137,71 |
| | Nov. | 1143 | 897 | 133,94 | 140,26 |
| | Dez. | 1259 | 967 | 137,60 | 140,99 |
| 1987 | Jan. | 1304 | 997 | 121,96 | 124,35 |
| | Fev. | 1383 | 1056 | 113,52 | 115,63 |
| | Mar. | 1604 | 1244 | 115,09 | 119,03 |
| | Abr. | 1924 | 1381 | 114,13 | 109,31 |
| | Mai. | 2182 | 1584 | 105,11 | 101,81 |
| | Jun. | 2476 | 1811 | 98,33 | 95,96 |
| | Jul. | 3076 | 2081 | 111,12 | 100,29 |
| | Ago. | 3273 | 2261 | 112,51 | 103,69 |
| | Set. | 3505 | 2455 | 112,45 | 105,07 |
| | Out. | 4048 | 2785 | 117,13 | 107,50 |
| | Nov. | 4571 | 3128 | 115,08 | 105,04 |
| | Dez. | 4971 | 3365 | 109,81 | 99,16 |
| 1988 | Jan. | 6140 | 4194 | 114,01 | 103,87 |
| | Fev. | 6872 | 4741 | 110,18 | 101,39 |
| | Mar. | 7760 | 5453 | 105,35 | 98,75 |
| | Abr. | 9969 | 6769 | 114,38 | 103,60 |
| | Mai. | 11503 | 7917 | 111,62 | 102,47 |
| | Jun. | 14004 | 10209 | 111,13 | 108,06 |
| | Jul. | 17058 | 12341 | 110,04 | 106,19 |
| | Ago. | 20888 | 15091 | 111,70 | 107,64 |
| | Set. | 25750 | 18536 | 108,48 | 104,16 |
| | Out. | 32804 | 23626 | 109,09 | 104,80 |
| | Nov. | 41711 | 29867 | 108,24 | 103,38 |
| | Dez. | 54534 | 38711 | 110,19 | 104,33 |
| 1989 | Jan. | 66383 | 46665 | 99,00 | 92,83 |
| | Fev. | 76766 | 53687 | 98,40 | 91,79 |
| | Mar. | 84601 | 57258 | 102,40 | 92,44 |
| | Abr. | 94569 | 63610 | 105,93 | 95,04 |
| | Mai. | 105883 | 71637 | 101,65 | 91,74 |
| | Jun. | 124569 | 82970 | 92,42 | 82,11 |
| | Jul. | 161719 | 107540 | 94,18 | 83,54 |
| | Ago. | 211804 | 141271 | 92,62 | 82,40 |
| | Set. | 306819 | 190383 | 98,40 | 81,44 |
| | Out. | 432853 | 262657 | 100,04 | 80,97 |
| | Nov. | 599729 | 366874 | 93,36 | 76,18 |
| | Dez. | 965251 | 565557 | 99,32 | 77,63 |

(continua)

(cont.)

# TABELA 5
# EMPRÉSTIMOS DO SISTEMA FINANCEIRO AO SETOR PRIVADO - TOTAL GERAL E TOTAL EXCLUSIVE (CEF+CEE+BNDES) - DADOS MENSAIS 1985-1992

| PERÍODO | | VALORES CORRENTES (Cr$ mil)(1) | | VALORES REAIS (IGP-DI) dez. 1985 = 100 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Total Geral | Total exclusive (CEF+CEE+BNDES) | Total Geral | Total exclusive (CEF+CEE+BNDES) |
| 1990 | Jan. | 1502085 | 875147 | 91,90 | 71,42 |
| | Fev. | 2559433 | 1535861 | 90,00 | 72,04 |
| | Mar. | 4420899 | 2513430 | 85,33 | 64,71 |
| | Abr. | 4956194 | 2966932 | 83,42 | 66,61 |
| | Mai. | 4571909 | 3298722 | 71,71 | 69,02 |
| | Jun. | 5092919 | 3693812 | 71,56 | 69,23 |
| | Jul. | 5806236 | 4223861 | 72,44 | 70,29 |
| | Ago. | 6563981 | 4832820 | 73,00 | 71,69 |
| | Set. | 7565325 | 5622827 | 73,63 | 73,00 |
| | Out. | 8744219 | 6522175 | 74,38 | 74,00 |
| | Nov. | 10224132 | 7620589 | 74,38 | 73,95 |
| | Dez. | 12215080 | 9038606 | 74,59 | 73,62 |
| 1991 | Jan. | 14461039 | 10586435 | 73,01 | 71,29 |
| | Fev. | 15570491 | 11441465 | 65,40 | 64,10 |
| | Mar. | 16864230 | 12600011 | 63,36 | 63,15 |
| | Abr. | 18368959 | 13903260 | 65,72 | 66,35 |
| | Mai. | 20142000 | 15381780 | 67,55 | 68,81 |
| | Jun. | 22207631 | 17123098 | 67,20 | 69,12 |
| | Jul. | 24775225 | 19131825 | 66,86 | 68,86 |
| | Ago. | 27976804 | 21645927 | 65,30 | 67,39 |
| | Set. | 33900461 | 26392427 | 68,43 | 71,06 |
| | Out. | 40918600 | 31733660 | 68,22 | 70,57 |
| | Nov. | 53175516 | 40594119 | 70,09 | 71,38 |
| | Dez. | 69557282 | 53029517 | 73,85 | 75,10 |
| 1992 | Jan. | 90314041 | 69600560 | 76,15 | 78,28 |
| | Fev. | 114070043 | 87395546 | 77,27 | 78,96 |
| | Mar. | 138708928 | 105985299 | 77,25 | 78,74 |
| | Abr. | 176146601 | 136263375 | 81,19 | 83,77 |
| | Mai. | 208778893 | 160536098 | 77,29 | 79,27 |
| | Jun. | 256147170 | 195005154 | 78,47 | 79,68 |
| | Jul. | 319058795 | 243942893 | 80,06 | 81,65 |
| | Ago. | 399965795 | 306142868 | 82,01 | 83,73 |

(1)Até 1985, cruzeiros; de 1986 a 1988, cruzados; 1989, cruzados novos; 1990 e 1991, cruzeiros. Para se obter uma série encadeada de valores nominais, dividir por 1.000.000 os valores até 1985, e por 1000 os valores de 1986 a 1988.

Fonte: Boletim Central do Banco Central, vol.24, fev./88 e vol.28, jul.- set./92.

A outra série do BC informa o total das operações de crédito desde 1980, com discriminação entre setor público e privado e entre tomadores finais. Na tabela 3 se evidencia a tendência geral de queda na participação do setor privado ao longo dos anos oitenta, embora com oscilações. Dentro deste, a indústria absorveu em torno de 25% a 28% do total dos empréstimos neste período. Sempre segundo o BC, o total dos empréstimos ao setor privado como percentual do PIB caiu de 98,8% em 1981 para 43,1% em 1991, enquanto o volume total de crédito fazia movimento semelhante, caindo de 125,8% para 61,5%.

## 1.3. Juros Altos, Instabilidade e Ajuste das Empresas

Desde os primeiros anos da década passada, após o grave fracasso do experimento heterodoxo de 1980 (prefixação da correção monetária e cambial em níveis muito inferiores à inflação corrente), a gestão da política monetária privilegiou a prática de juros reais elevados, induzidos pelo Banco Central nos leilões de títulos públicos e nas intervenções no *overnight.*

Nos períodos em que se aplicaram estratégias gradualistas, estas sempre recorreram à sinalização de juros reais elevados. As exceções mais importantes ocorreram no período posterior ao plano cruzado e nos primeiros meses após o plano Collor. Nos planos Bresser, verão e Collor 2, ao contrário, a prática de juros reais elevados apareceu como elemento importante na estratégia de estabilização, sendo que nos dois primeiros utilizou-se adicionalmente o expediente de subestimar a correção monetária e os juros dos títulos públicos no período imediatamente anterior ao choque, praticando-se em seguida juros reais e nominais muito altos, de forma a "segurar" os aplicadores sem onerar demasiadamente os custos financeiros do Tesouro.

Voltada a princípio para estimular a captação de crédito externo pelas empresas brasileiras num momento de risco cambial significativo, face às dificuldades no balanço de pagamentos, a

política de juros reais elevados acabou se tornando peça central das estratégias gradualistas de combate à inflação postas em prática, com diferentes características, até o plano cruzado.

Uma de suas conseqüências foi o progressivo reforço das práticas de indexação formal das operações financeiras à inflação passada, caso do atrelamento rigoroso da correção das ORTN à inflação a partir de 1983, com os juros reais no *overnight* fixados em percentuais previsíveis sobre a correção das ORTN, de forma a reduzir os riscos de carregamento destes papéis pelas instituições financeiras.

Ao mesmo tempo, a persistência de juros reais altos induziu uma estratégia de ajustamento das empresas centrada na redução drástica do endividamento e na busca de excedentes líquidos, de forma a transformar os juros altos em fonte de receita financeira, através de aplicações no mercado aberto. Desta forma, do ponto de vista microeconômico os juros altos não podem ser tidos apenas como fonte de custos e perda de competitividade para a indústria. Em muitos casos, especialmente para empresas líderes, representaram componente significativo da receita, viabilizando a reestruturação daquelas que se voltaram com êxito para as exportações.

A persistente redução no volume de crédito ao setor privado é uma decorrência importante deste processo de ajustamento. A passagem das empresas a uma posição de maior liquidez e a redução da demanda por empréstimos, porém, não conduziram a uma redução proporcional do custo do dinheiro. O setor público tornou-se o grande tomador destes recursos, sustentando os juros reais por meio das taxas pagas pelos seus papéis. O crescimento das despesas com juros introduziu um importante elemento auto-alimentador das dificuldades financeiras do setor público, como é amplamente reconhecido, apesar das muitas polêmicas a respeito da origem destas dificuldades.

O plano cruzado incluía na sua concepção a expectativa de que a redução brusca da inflação com retomada do crescimento aliviaria de imediato as dificuldades financeiras do setor público, não havendo motivos para pressionar os juros reais após o congelamento. A criação das LBC, título indexado à própria taxa de juros *overnight*, fazia parte deste esforço de reduzir os custos financeiros da dívida pública e levou a indexação a níveis ainda mais amplos.

O fracasso do plano, porém, mostrou que a massa de aplicações líquidas poderia se deslocar rapidamente para consumo e para ativos reais ou dolarizados, instabilizando os mercados. O vigoroso aumento do crédito no período, embora indicativo de retomada dos gastos das empresas, mostrou que tanto estes quanto o consumo podem crescer antes que se materializem decisões de investimento capazes de conduzir a um cenário de crescimento sustentado.

Com isto, as políticas de estabilização seguintes passaram a dar destaque à necessidade de manter juros reais altos, seja em momentos de congelamento, seja em estratégias "feijão-com-arroz". Disseminou-se amplamente a avaliação de que a redução dos juros reais, num cenário de incertezas a médio prazo e liquidez elevada, conduziria fatalmente os detentores de riqueza líquida a uma recomposição de portfólios capaz de instabilizar os mercados de forma incontrolável. O bloqueio da liquidez da maior parte dos haveres financeiros no plano Collor, aliás, foi justificado com base neste argumento e na necessidade de reduzir de imediato o elevado custo financeiro da dívida mobiliária para as contas do Tesouro.

A política de juros reais elevados pode ter atingido seu ápice em 1992, quando foi intensificada de forma inédita para viabilizar a estratégia gradualista do ministro Marcílio Marques Moreira, afinal limitada a garantir uma precária instabilidade da inflação em patamar próximo a 25% ao mês.

Adicionalmente os juros muito altos do ano passado contribuíram de forma significativa para o vigoroso ingresso de recursos externos, tornando atraente a colocação de bônus de empresas brasileiras no exterior, apesar dos *spreads* elevados, e estimulando a antecipação de receitas pelos exportadores, de forma a auferir os juros domésticos.

## 2. TEND˚NCIAS INTERNACIONAIS: DESREGULAMENTA˙ˆO E DIVERSIFICA˙ˆO

As significativas mudanças ocorridas nos mercados financeiros de todo o mundo a partir do final dos anos setenta podem ser designadas, de forma geral, pela tendência à desregulamentação e à diversificação. Desenvolveram-se amplamente a securitização de dívidas, os *swaps*, os mercados de ações e de títulos, o endividamento direto das empresas. No Brasil, contudo, os avanços na desregulamentação não promoveram diversificação e flexibilização na mesma medida, tendo mesmo ocorrido involuções em áreas importantes.

Pode-se afirmar que a tímida diversificação dos instrumentos de financiamento das empresas, a despeito dos avanços ocorridos na desregulamentação do mercado, se explica pela reduzida demanda por recursos de terceiros e pelos altos juros determinados pela política monetária. Os juros altos tornam muito difícil a atração de aplicadores para títulos de empresas, posto que são muito expressivos os ganhos oferecidos pelos papéis dos bancos, sustentados pelas taxas pagas pelos títulos públicos. E a preferência por uma posição financeira líquida desestimula as posturas mais agressivas. Vale lembrar que o número de empresas de capital aberto tem se reduzido nos últimos anos, sob a alegação geral de que os ganhos permitidos por esta condição não cobrem os custos envolvidos.

Este quadro dificilmente será revertido de forma expressiva pelas iniciativas que podem ser tomadas em termos de desregulamentação e flexibilização do mercado, a menos que se alterem as duas variáveis citadas (nível dos juros e posicionamento das empresas). É importante avançar na remoção de obstáculos e ônus existentes ao endividamento direto das empresas, por exemplo. É o caso das taxas cobradas sobre a emissão de *commercial papers* pelas empresas e das restrições que ainda pesam sobre as características que as debêntures devem

assumir para serem registradas pela CVM. Mas a desregulamentação por si mesma não tem condições de alterar os problemas de fundo.

Na área do crédito, por exemplo, reduziram-se as obrigatoriedades de aplicação a partir dos depósitos à vista e, com a criação dos bancos múltiplos, eliminou-se a rígida segmentação estabelecida pela reforma financeira dos anos sessenta, além da agilização permitida pela criação dos depósitos interfinanceiros (CDI). Tais medidas não lograram atingir seus objetivos declarados de permitir a ampliação e diversificação do crédito e a redução dos juros.

Em contrapartida, cresceram as iniciativas de captação externa, estimuladas não apenas pela liberalização e pela elevada liquidez do mercado internacional, mas principalmente pelo expressivo diferencial entre os juros em dólares e em cruzeiros, suficiente para compensar os riscos cambiais mesmo na captação de recursos com mais de dois anos de prazo. Tais operações têm sido estimuladas pelo atrativo que representa para a empresa a obtenção de dinheiro externo a custo baixo, preservando sua liquidez geral de forma a poder se beneficiar dos elevados juros internos.

Por outro lado, os lançamentos de debêntures, segundo dados do Banco Central, limitavam-se a 31 no ano passado até o mês de outubro, prenunciando resultado abaixo da modesta média anual de 67 lançamentos nos três anos anteriores. Houve apenas 27 emissões de ações em 1992 até outubro, bem abaixo da média anual de 68 entre 1989 e 1991.

Por tudo isto, e tendo em conta o desequilíbrio existente entre elevada liquidez, baixa demanda de crédito e atrofia do mercado de capitais e do crédito de longo prazo, é recomendável que os avanços na desregulamentação não se direcionem para reduzir o poder de regulação da autoridade monetária sobre o mercado e nem a articulação de sua atividade com o conjunto da política econômica, e em especial com a política industrial. A

capacidade de induzir e regular é importante, não apenas para evitar instabilidades mas, também, para estimular o financiamento ao investimento produtivo pelas empresas no momento oportuno.

Mesmo nos países desenvolvidos, em que há mercados financeiros maduros e bem estruturados, a tendência à desregulamentação geral é hoje matizada pelas propostas de re-regulamentação. Isto não como volta ao passado, mas como resultado da percepção de que a própria diversificação dos mercados colocou novos desafios para a estabilidade do sistema financeiro e do conjunto da economia. No Brasil, a estas considerações devem-se juntar os problemas e desafios específicos já descritos e que recomendam a manutenção de um sistema regulatório mais amplo.

# 3. PROPOSI˙ÕES

## 3.1. A Lei Complementar sobre Sistema Financeiro (Artigo 192)

A Constituição de 1988 previu a elaboração de Lei Complementar para regular as disposições do seu artigo 192, onde se enunciam apenas princípios gerais sobre o sistema financeiro no Brasil. Instalou-se com este objetivo uma Comissão na Câmara dos Deputados. Seu trabalho tem-se desenvolvido de forma descontínua, face aos problemas político-institucionais do período recente e à grande diversidade de interesses envolvidos.

A tendência dominante no debate público sobre este tema vai no sentido de privilegiar na Lei Complementar a desregulamentação do mercado, a separação de funções entre o Tesouro Nacional e o Banco Central e o disciplinamento das finanças públicas em geral. Nesta linha as preocupações com o crédito desaparecem. No projeto do relator da comissão, deputado Cesar Maia, as únicas menções ao crédito surgem sob a forma de atribuir ao Banco Central poderes para regular sua expansão, segundo a programação monetária. Não existem referências a políticas de direcionamento de empréstimos.

Prevalece, neste caso, a tese de que a simples desregulamentação do mercado associada a uma maior disciplina sobre o setor público conduziriam automaticamente à expansão e diversificação do crédito, permitindo seu barateamento. Algo que a experiência dos últimos anos não referenda.

A desejável separação de competências entre o Banco Central e o Tesouro não deve conduzir, portanto, à eliminação de quaisquer possibilidades de interferência do Executivo e do Legislativo sobre a política de crédito desenvolvida pelas instituições financeiras.

Do ponto de vista da política industrial, a Lei Complementar sobre o sistema financeiro deveria incluir bases legais para se

desenvolver no país uma política financeira ampla. Entre seus objetivos se destaca o fortalecimento de mecanismos e instituições de financiamento de longo prazo, o que supõe maior flexibilização e liberalização em alguns casos, mas também maior controle e transparência.

Não menos importante, por outro lado, é a atribuição de responsabilidades acerca do crédito de curto prazo. Este não deve ser tratado apenas como um problema de política monetária, de curto prazo, mas como parte da política financeira geral. Especialmente no que se refere à criação de condições favoráveis ao sucesso de programas de estabilização, é conveniente que a lei preveja a possibilidade não apenas de imposição de controles quantitativos de expansão do crédito, mas também a possibilidade de estabelecimento de obrigatoriedades em termos de prazos, setores ou tipos de operações.

Para se evitar a ocorrência de práticas discricionárias e também a volta de relações simbióticas e pouco transparentes entre o Banco Central, o Tesouro e outras instâncias do poder público, deveria ser prevista uma lei monetário/financeira anual, em que se determinassem as metas monetárias básicas e também a política de crédito a ser observada pelo conjunto das instituições.

Neste sentido, é importante tornar mais flexíveis as possibilidades de utilização pelo Banco Central de instrumentos clássicos de política monetária, como os recolhimentos compulsórios e o redesconto. No primeiro caso, as exigibilidades sobre depósitos poderiam ser reduzidas desde que a instituição financeira utilize estes recursos para empréstimos a setores prioritários, com prazos mais longos. Tal iniciativa poderia ser muito útil no caso de queda brusca da inflação, em que se estaria procurando ordenar a expansão do crédito de curto prazo. No caso do redesconto, a idéia é desenvolver formas de redesconto seletivo para os bancos que operem linhas de financiamento de prazo mais longo, proposta desenvolvida em outro trabalho deste

estudo (Nota Técnica Temática "Custo de Capital, Condições de Crédito e Competitividade: Instituições Oficiais de Crédito, Financiamento de Longo Prazo e Mercado de Capitais").

Ao regulamentar mecanismos deste tipo, é necessário tomar cuidados para que não se abram portas para a utilização de recursos do Tesouro desta forma. É indispensável que operações a fundo perdido ou com taxas subsidiadas tenham seus recursos explicitamente previstos no Orçamento.

## 3.2. Estabilizaçªo, Taxa de Juros e Expansªo do CrØdito

Pelo que se expôs até aqui, conclui-se que a estabilização e a retomada dos investimentos não dependem de mudanças substanciais na regulamentação do financiamento de curto prazo, nem de estímulos à sua expansão. A legislação existente e as práticas institucionais podem ser tidas como suficientes para garantir pelo menos as fases iniciais de programas deste tipo. Além disto, o elevado grau de liquidez de boa parte das empresas líderes é um fator positivo neste sentido, já que lhes permite autofinanciar o aumento da produção e mesmo as fases iniciais de programas de investimentos.

Os problemas colocados pelo crédito de curto prazo são de outra ordem: sua rápida capacidade de reação ameaça a estabilidade dos preços relativos e dos mercados frente a quaisquer programas de estabilização, de natureza abrupta ou gradualista. A questão crucial, portanto, é de como conduzir progressivamente a massa de recursos de alta liquidez para aplicações e financiamento de médio e longo prazo.

Para tanto, são indispensáveis as medidas de flexibilização e liberalização do endividamento direto das empresas e de fortalecimento do mercado acionário, mas tendo claro que apenas elas não revertem os efeitos dos juros elevados e da retração das empresas.

Por outro lado, a redução dos juros reais, por mais desejável que possa ser para a melhoria das condições de competitividade da indústria brasileira, não pode ser levada à prática de forma isolada, sob pena de precipitar movimentos especulativos capazes de provocar a sua reversão em pouco tempo. A redução dos juros deve ser parte de um programa de estabilização e de uma política financeira mais ampla, com ênfase nos mecanismos de médio e longo prazo, devendo ser articulada com a recuperação dos investimentos.

Neste sentido, podem ser apontadas questões gerais e propostas algumas medidas válidas para qualquer alternativa de estabilização que venha a ser intentada.

A primeira delas diz respeito à necessidade de serem mantidos os poderes de regulação do Banco Central nesta área. No caso de queda abrupta da inflação por meio de programas de choque (congelamento, dolarização), seria recomendável um aumento imediato e intenso do compulsório sobre os depósitos à vista e o controle quantitativo do crédito, de forma a frear a rápida expansão dos empréstimos que tende a ocorrer nestes casos. Programas de queda gradual da inflação também demandam medidas neste sentido, embora possam ser mais suaves.

Segundo, é preciso que as iniciativas do Banco Central estejam articuladas com um programa macroeconômico mais amplo que as medidas especificamente monetárias. É conveniente, portanto, que sua atividade normatizadora se submeta à orientação geral da política econômica.

Para que o controle da expansão do crédito não seja estéril, é preciso combiná-lo com medidas de direcionamento dos empréstimos para setores prioritários e operações com prazos mais longos. Além de serem evitadas situações semelhantes à ocorrida após o plano cruzado, o que se pretende com isto é combinar os movimentos típicos dos momentos iniciais de um programa de estabilização com estímulos a decisões empresariais de médio e

longo prazo dentro de uma política industrial que vise reestruturação e competitividade.

É recomendável a manutenção do controle do Banco Central sobre a captação de recursos externos, em termos de prazos e volumes, de forma a articulá-la com as necessidades da política monetária e cambial. Por outro lado, as necessidades da política fiscal tornam improvável que se possa avançar a curto prazo em propostas de redução da carga tributária sobre as aplicações financeiras de forma a reduzir o custo de captação do banco e as taxas cobradas pelos empréstimos. No âmbito de uma ampla reforma tributária (objeto de outras Notas Técnicas específicas deste projeto) seria certamente desejável que o custo de captação e especialmente do crédito sejam aliviados do peso excessivo da "cunha fiscal". Isto não significa que o imposto de renda não deva ser utilizado com eficácia, inclusive para induzir a vigência de uma estrutura de termo adequada (positiva) para a taxa de juros.

Permissão para operações pós-fixadas em prazos curtos, fixação de indexador oficial e autorização para indexação à taxa de câmbio são alternativas a serem estudadas em cada caso específico, de acordo com a política de estabilização que se esteja seguindo. Tais operações poderão minorar, por algum tempo, o custo de captação da dívida mobiliária ou o custo de captação do sistema bancário. Nenhuma delas, contudo, tem força suficiente para se contrapor aos problemas mais gerais que foram destacados nas seções anteriores.

### 3.3. Recomendaçıes

Considerando os pontos anteriores, são pertinentes as seguintes recomendações ao Ministério da Economia:

- articular a administração dos juros reais não apenas com as políticas de estabilização, mas também com uma visão mais ampla de política financeira, voltada para estimular os

investimentos e o alongamento dos prazos das operações financeiras;

- subordinar aos contornos da política de estabilização seguida a permissão para operações pós-fixadas de curto prazo e para operações indexadas à taxa de câmbio;

- no caso de queda brusca da inflação, promover aumento imediato e intenso do recolhimento compulsório sobre os depósitos à vista, além de estabelecer controle quantitativo e seletivo do crédito.

Ao Poder Executivo e ao Congresso Nacional, cabem as seguintes recomendações, referentes à regulamentação do artigo 192:

- subordinar a atuação do Banco Central ao conjunto da política econômica;

- criar a Lei Monetário-Financeira, anual, incluindo-se entre as suas atribuições a definição da política de crédito a ser observada por todas as instituições financeiras, públicas e privadas;

- atribuir ao Banco Central poderes de regulação e controle sobre o crédito, dentro dos limites da referida lei anual;

- flexibilizar a utilização, pelo Banco Central, dos recolhimentos compulsórios sobre depósitos e das operações de redesconto, com o objetivo de aprimorar as possibilidades de ordenamento da expansão do crédito de curto prazo e de estimular os empréstimos de longo prazo a setores definidos como estratégicos pela política industrial.

À Comissão de Valores Mobiliários, recomenda-se:

- reduzir os encargos incidentes sobre emissão de *commercial papers*;

- flexibilizar as regras para emissão de debêntures.

# 4. INDICADORES

O monitoramento dos impactos do custo do crédito de curto prazo sobre a competitividade sistêmica da indústria brasileira requer que sejam apurados os custos das operações de crédito nas modalidades de *hot money* e de capital de giro nas agências, discriminando taxas médias, nos dois casos e de acordo com o porte do tomador, prazo e setor de atividade.