

TEXTO PARA DISCUSSÃO

Nº 60

Controle Quantitativo e
Seletivo do Crédito:
Aspectos Teóricos e a
Experiência Recente do Brasil*

Luiz Aranha Corrêa do Lago



PUC-Rio – Departamento de Economia
www.econ.puc-rio.br

Dezembro de 1983

*Para uma versão ampliada deste artigo ver "Controle Quantitativo e Seletivo do Crédito: Aspectos Teóricos, a Experiência Recente do Reino Unido e da Itália e o Caso Brasileiro", mimeo., FGV-IBRE-CEMEI, Novembro de 1983.

Introdução

Geralmente, políticas monetárias restritivas estão associadas com o uso de instrumentos tradicionais, que incluem operações de mercado aberto, alterações na taxa de redesconto e nas exigências de reservas compulsórias e, no caso de economias com certo grau de abertura financeira externa, o controle do endividamento líquido bancário para com o exterior.

No entanto, nas últimas décadas, tem aumentado em alguns países a importância de medidas de caráter administrativo, que consistem principalmente no controle quantitativo do crédito concedido por instituições financeiras e em regras com relação à composição dos ativos dessas instituições. E nesse contexto que se inserem a fixação de “tetos” para a expansão do crédito bancário bem como as chamadas “vinculações de carteira” que obrigam, por exemplo, os bancos a investir em títulos com determinadas características uma certa quota do aumento dos seus depósitos. Estas medidas representam uma mudança de ênfase na política monetária de determinados países, no sentido de influenciar mais diretamente o volume e a composição dos ativos das instituições financeiras.

O objetivo principal do presente trabalho é examinar as justificativas teóricas para o controle direto do crédito bem como analisar detalhadamente a política de controle quantitativo e qualitativo do crédito no Brasil no período 1980-1983.

Na primeira seção aborda-se a teoria de controle de crédito tradicional, por via indireta, que repousa sobre o controle da base monetária. Na segunda seção busca-se delinear quais os argumentos teóricos sobre os quais se fundamentam certas tentativas de controle direto do crédito em países específicos destacando-se suas formas e objetivos. Na terceira seção recapitula-se a experiência brasileira recente de controle direto do crédito, buscando-se aferir os efeitos desse controle. Finalmente, tenta-se, na conclusão, uma breve avaliação da eficácia do controle quantitativo do crédito com base na discussão teórica e no caso brasileiro.

I. A Base Monetária e o Controle Monetário e Creditício “Tradicional”

Segundo diversos autores, “o controle da base monetária, juntamente com as exigências de reservas compulsórias, é o principal instrumento através do qual, na maioria dos países, o Banco Central administra o volume de crédito bancário e os depósitos bancários, e, portanto, a liquidez da economia e o nível das taxas de juros”¹. De acordo com essa ótica, todos os instrumentos tradicionais

¹ Veja-se, por exemplo, G. F. Caligiuri, A. Fazo e T. Padoa-Schioppa, “Demand and Supply of Bank Credit in Italy”, in *Journal of Money, Credit and Banking*, novembro de 1974, p. 455. Como notam esses e outros autores, em diversos países, e por exemplo no caso da Itália, análises efetuadas pelas autoridades monetárias concedem especial atenção às fontes e usos da base monetária, considerada como a mais importante variável de controle de que estas dispõem. Em alguns países, é dada tradicionalmente particular ênfase às reservas excedentes dos bancos (ou liquidez bancária). No entanto, pode-se mostrar que o controle das reservas bancárias excedentes (RE) não é muitas vezes um instrumento

de política monetária (operações de mercado aberto, política de redesconto, controle do endividamento externo) seriam meios através dos quais o Banco Central influenciaria o montante da base monetária.

No entanto, a relação entre mudanças na quantidade de crédito e mudanças no volume da base monetária e das reservas bancárias pode ser, em determinados sistemas, altamente instável através do tempo, mesmo tomando-se por base períodos anuais. Segundo trabalho recente, “existem, essencialmente, duas razões para este fato: em primeiro lugar, mudanças nas reservas bancárias afetam somente a oferta de crédito bancário – que também depende das taxas de juros – enquanto o volume efetivamente observado é também influenciado pela demanda; conseqüentemente, parte do efeito sobre o crédito de uma dada variação nas reservas bancárias se perde em virtude de uma variação das taxas de juros. Em segundo lugar, existem defasagens substanciais entre mudanças no volume de reservas bancárias e variações correspondentes na oferta de crédito”².

Entretanto, alterações frequentes nos coeficientes de reservas compulsórias também dificultam um exame da relação entre variações na base monetária e variações na quantidade de crédito bancário. Efetivamente, “em um sistema de reservas (compulsórias) variáveis, não é fácil medir corretamente os multiplicadores bancários, enquanto não é lícito supor que o valor da base monetária, usualmente considerada a principal variável instrumental do Banco Central, seja estritamente comparável no tempo. De fato não é correto atribuir o mesmo multiplicador a uma variação da base que resulte de um coeficiente de reservas variante ou invariante”³. Ou seja, é incorreto calcular a evolução do multiplicador como uma razão de duas séries históricas de meios de pagamento e base monetária, como tenha havido variações no coeficiente de reservas compulsórias. Assim, em qualquer exame de um período de tempo mais longo, que vise estabelecer para um país específico uma relação entre base monetária e crédito bancário, a evolução do coeficiente de reservas compulsórias também tem que ser levada explicitamente em conta, dificultando uma generalização em termos teóricos da relação entre base, reservas e crédito bancário.

Cabe mencionar também, além dos problemas já listados, que apesar de que a conceituação

adequado para o controle do volume de moeda ou do crédito bancário, pois um dado volume de RE é compatível com diferentes volumes de moeda e de crédito bancário. Tal fato é inclusive verdadeiro no Brasil. Em trabalho recente mostra-se como pode ser perigosa a sinalização das reservas livres, como ocorreu em 1975 no Brasil quando a queda na demanda de crédito dava uma falsa impressão de liquidez folgada, e a utilização da meta de reservas livres impediu que o mercado aberto atuasse no sentido desejado pelo Governo, que era de reativar a economia. Note-se que quando o redesconto B (“borrowed reserves”) é de pouca expressão, as reservas excedentes RE tendem a coincidir com as reservas livres RL, já que $RL = RE - B$. Veja-se a respeito José Alfredo Lamy, *Mercado Aberto e Política Monetária: a Experiência Brasileira Recente*, Tese de Doutorado, EPGE, Rio de Janeiro, 1981”, Capítulo II.

² Ibidem, p. 456.

³ G. F. Caligiuri e B. Sitzia, “Effeti della Manovra delle Riserve Obbligatorie nel Periodo 1963-1973” in Banca Nazionale dei Lavoro, *Moneta e Credito*, março de 1975, p. 46. Os autores lembram que em certos países “e em particular nos EUA, que tem passado por menores mudanças do que a Itália no campo de regulamentação das reservas, o problema é enfrentado através do cálculo de um oportuno ajustamento do valor efetivo da base monetária” e apresentam uma medida de ajustamento para o caso italiano.

teórica de base monetária seja semelhante nos vários países, esta, no entanto, dá margem a definições operacionais diversas em virtude de diferenças institucionais a nível nacional. Segundo a definição de livro-texto, a base monetária ou “high-powered Money” é igual à soma do papel moeda (e moedas) em circulação (em poder do público e dos bancos) e das reservas dos bancos comerciais junto ao Banco Central. Os meios de pagamento (ou oferta de moeda no conceito “M1”), definidos como papel moeda (e moedas) em poder do público mais depósitos à vista nos bancos comerciais estão relacionados com a base monetária através do multiplicador, que é a razão entre M1 e a base monetária⁴.

No Brasil, em virtude da particularidade institucional de o Banco do Brasil ser tanto banco comercial como também autoridade monetária, incluem-se na definição de base monetária, além do papel moeda em circulação e reservas dos bancos comerciais no Banco Central, os depósitos à vista no Banco do Brasil, sem discriminação entre depósitos do público e depósitos de bancos. Tal definição corresponde à noção de que a base monetária é o “conjunto dos débitos à vista das autoridades monetárias em um sentido lato”⁵. Na Itália, por outro lado, além da moeda em circulação e dos depósitos de bancos e outros intermediários financeiros junto ao Banco Central, a base monetária abrange, entre outras contas, depósitos postais, depósitos junto ao Tesouro e à Caixa de Depósitos e Empréstimos. A conversibilidade quase imediata desses ativos em moeda legal justifica a sua inclusão no conceito de base segundo as entidades monetárias italianas⁶.

Finalmente, mesmo que as definições entre países fossem mais semelhantes, permanece um problema com relação à própria composição das reservas no Banco Central já que, enquanto em certos países se admite que parte dos depósitos compulsórios dos bancos seja efetuada em títulos públicos, em outros se exigem a totalidade dos depósitos em moeda legal.

Em suma, a) dada a instabilidade das relações entre crédito bancário e base monetária e entre crédito bancário e reservas bancárias; b) dadas as possíveis defasagens entre políticas de alteração de reservas e seu efeito sobre o crédito bancário; c) dadas as diferenças de significado da variação do volume da base monetária ao longo do tempo face a frequentes alterações do coeficiente de reservas compulsórias; e d) dadas as particularidades institucionais dos diversos países notadamente quanto à definição operacional de base monetária e quanto a exigências de composição das reservas bancárias; em situações em que as autoridades monetárias necessitem afetar prontamente o volume de crédito concedido pelo setor bancário visando conter o dispêndio global da economia, políticas que visem

⁴ Veja-se por exemplo, R. Dornbusch e S. Fisher, *Macroeconomics*, McGraw-Hill, 1978, Capítulo 8. Sobre a tarefa de seleção de agregados monetários apropriados e os multiplicadores resultantes e, em particular, para diferentes definições de oferta de moeda, veja-se V. Ramalho de Melo, “A Seleção de Agregados Monetários do Ponto de Vista da Controlabilidade”, in *Seleção de Agregados Monetários*, Banco Central do Brasil, 1981, especialmente Capítulo III.

⁵ T. Padoa-Schioppa, “Il Controllo Qualitativo del Credito: Considerazioni sulla Recente Esperienza Italiana”, in *Moneta e Credito*, dezembro de 1974, p. 346.

⁶ Veja-se a respeito Antonio Fazio, “Base Monetaria e Controllo del Credito in Italia”, in *Moneta e Credito*, março de 1969, pp. 89-90.

alterar a base monetária para indiretamente atuar sobre o crédito bancário podem se verificar insuficientes.

Assim, no contexto dos problemas listados acima, controles mais diretos do crédito bancário podem adquirir especial importância. Por outro lado, políticas que afetem a base monetária têm muitas vezes impacto sobre o crédito bancário, mas não necessariamente sobre o crédito do sistema financeiro como um todo, que também pode requerer instrumentos específicos de contenção.

Na seção seguinte são apresentados argumentos teóricos desenvolvidos em defesa desses tipos de controle, de ordem basicamente administrativa, dentre os quais a fixação de tetos de expansão de empréstimos é o mais significativo, por ser o mais utilizado. Antes de passar aquela seção, no entanto, cabe notar que, na discussão que se segue, parte-se do pressuposto que a uma dada taxa de juros ocorre equilíbrio no mercado de crédito bancário, ou seja, supõe-se que a oferta de crédito pelos bancos não é afetada por outras variáveis que não a taxa de juros. Abstrai-se, assim, da possibilidade de “acionamento de crédito” (*credit rationing*) em que não seriam as autoridades governamentais e sim os próprios bancos (influenciados não apenas pela taxa de juros mas também por outras variáveis como risco), que restringiriam a expansão do crédito além de um certo volume⁷.

II. Objetivos do Controle Direto do Crédito e suas Justificativas Teóricas

Os argumentos teóricos que servem como justificativa para o estabelecimento de controles quantitativos ou qualitativos do crédito se encontram muitas vezes em declarações ou publicações oficiais das autoridades econômicas de países específicos. Nesta se analisam as medidas a serem implementadas e os objetivos que se pretende alcançar. Mas existem também alguns trabalhos acadêmicos sobre o assunto. Na presente seção se examinam primeiramente as funções e prováveis implicações da adoção de controles quantitativos do crédito, e em particular de tetos para a expansão do crédito bancário (“credit ceilings” ou “encadrement du credit”). A seguir, discute-se o controle qualitativo do crédito, ou seja, formas e instrumentos de controle seletivo, e os efeitos desse tipo de

⁷ Sobre a questão do “credit rationing”, que não cabe tratar em detalhe no presente trabalho, deve-se observar que existe farta literatura, nem sempre conclusiva. A partir do trabalho de F. Modigliani e D. M. Jaffee, “A Theory of Credit Rationing”, in *American Economic Review*, 59, (dezembro de 1969), pp. 850-872, diversos trabalhos têm tentado comprovar a existência de “credit rationing” em setores específicos, por exemplo no de empréstimos hipotecários nos EUA, e em determinados países, notadamente o Japão. Ocorre “acionamento de crédito” se a demanda por empréstimos excede a oferta ao preço vigente. Pode-se distinguir entre racionamento temporário (ou de desequilíbrio) e racionamento permanente (ou de equilíbrio). A literatura recente sobre a questão, pelo menos teoricamente, esteve principalmente centrada no racionamento ‘de equilíbrio’, isto é, demonstrando que situações em que o preço *persistentemente* permanece em níveis que implicam um excesso de demanda sobre a oferta podem ser compatíveis com um comportamento racional dos emprestadores”. Veja-se E. Baltensperger, “Credit Rationing: Issues and Questions”, in *Journal of Money Credit and Banking*, vol. 10, n° 2, maio de 1978, p. 172. Quanto ao racionamento de crédito no mercado de hipotecas de moradias individuais nos EUA, veja-se R. J. Kent, “Credit Rationing and the Home Mortgage Market”, in *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 12, n° 3 (agosto de 1980), pp. 488-501. Uma tentativa de verificação empírica da existência de racionamento de crédito no Japão encontra-se em Y. Rimbara e A. M. Santomero, “A Study of Credit Rationing in Japan”, in *International Economic Review*, 17, (3), outubro de 1976, pp. 567-580.

controle, que muitas vezes é acompanhado de um controle quantitativo.

De fato, em princípio, o controle do crédito pode visar apenas limitar o *volume* total do crédito concedido, sendo meramente de natureza quantitativa, ou ser acompanhado de medidas adicionais que objetivam influir na *composição* e *distribuição* do crédito, consubstanciando um controle com objetivos tanto quantitativos como qualitativos. Naturalmente, controles de natureza meramente quantitativa podem gerar efeitos qualitativos não planejados, em virtude da reação dos agentes econômicos. Para efeitos de exposição, no entanto, cabe apresentar separadamente os dois casos. Ambas subseções servem de base para uma abordagem unificada da questão, ou seja, de arcabouço para os breves estudos de casos de países apresentados na seção III.

II.1. O Controle Quantitativo do Crédito

O controle quantitativo do crédito, e em particular do crédito bancário, pode ser utilizado como uma medida que se substitui à política monetária tradicional (que envolve alterações na base monetária) ou como instrumento, complementar daquela política, para se atingirem objetivos específicos. Este controle terá, dependendo da forma em que for utilizado, efeitos diversos sobre a taxa de juros, sobre a expansão dos ativos das várias instituições financeiras, e sobre a demanda e composição dos créditos concedidos pelo sistema financeiro.

No Reino Unido, uma justificativa oficial para o uso de controles administrativos foi desenvolvida há mais de duas décadas no chamado relatório Radcliffe de 1959, que foi sumariado em trabalhos recentes⁸, e cujas sugestões são confrontadas com a evidência empírica na seção III.

Esse relatório destacou-se pela pequena importância concedida à oferta de moeda como variável de política econômica. Ignorando na sua análise o efeito-riqueza e o efeito monetário sobre a política monetária de um déficit no orçamento do Governo, o relatório declarava que: “As autoridades devem considerar a estrutura das taxas de juros e não a oferta de moeda como a peça central do mecanismo monetário. Isto não significa dizer que a moeda não é importante, mas que o seu controle é incidental à política de taxa de juros”.

A oferta de moeda era “vista como apenas parte de uma estrutura mais ampla de liquidez da economia. É a posição de liquidez como um todo que é relevante para as decisões relevantes de dispêndio”⁹. Assim, segundo aquele relatório, a liquidez é o fator determinante das despesas

⁸ Veja-se J. G. Gurley, “The Radcliffe Report and Evidence”, in *American Economic Review*, Setembro de 1969, pp. 672-700, reproduzido em R. S. Thorn. *Monetary Theory and Policy*. Praeger, New York, 1976, pp. 552-584, para uma visão contemporânea muito crítica. Veja-se também A. Pankratz, “Effects of Direct Lending Controls: An Empirical Case Study of the United Kingdom” in *Journal of Economics and Business*. Vol. 27, Fall 1974, Nº 1, p. 49 e seguintes. Os parágrafos seguintes, baseiam-se em parte em trechos deste último trabalho.

⁹ Essas citações do Relatório Radcliffe estão citados em D. R. Hodgman, “British Techniques of Monetary Policy: a Critical Review”, in *Journal of Money, Credit and Banking*. Novembro de 1971, p. 767.

planejadas, ou seja, o dispêndio total da economia está relacionado com a quantidade de dinheiro da qual as pessoas pensam poder dispor, que por sua vez depende do tamanho e composição dos seus ativos, de sua capacidade de tomar emprestado e dos fluxos de renda esperados, e das características, preferências e disponibilidades das instituições financeiras e de certas unidades econômicas que estão dispostas a emprestar. Os bancos devem ser regulamentados porque têm capacidade de expandir em maior volume o seu crédito com menor defasagem. Portanto, o estoque de moeda tem importância reduzida e a ênfase recai sobre os ativos e não os passivos das instituições financeiras¹⁰.

O relatório admite ainda que o mercado de capitais de curto e longo prazos encontra-se essencialmente unificado. Unidades econômicas que fazem despesas e que encontram bloqueado um canal de financiamento buscam ativamente canais alternativos, enquanto as unidades que concedem empréstimos estão dispostas a alterar as modalidades de empréstimos em grau limitado, mas significativo. Por outro lado, planos de despesas provavelmente são afetados apenas por mudanças substanciais no nível das taxas de juros, tudo isto implicando que esses planos de despesa serão levados adiante apesar de reduções no estoque de moeda ou aumentos na taxa de juros.

No entanto, apesar da unidade essencial no mercado de fundos para empréstimos, existem, segundo o relatório Radcliffe, imperfeições das quais as autoridades monetárias podem se aproveitar. Os hábitos dos tomadores são muitas vezes difíceis de alterar, em função de falta de informação, costume ou preconceito ou por causa dos incômodos ou do custo mais elevado decorrentes do recurso a diferentes tipos de instituições financeiras. A implicação destes fatos é que a interferência direta em canais costumeiros de financiamento pode produzir incômodos temporários, incerteza, e significativas defasagens em padrões de despesa, que podem ser da maior importância em situações de crise. Assim, o relatório reconhece que não se deve esperar que medidas tais como o estabelecimento de tetos para empréstimos tenham efeitos de longo prazo, mas podem esperar-se efeitos significativos no curto prazo¹¹.

Entre os vários canais através dos quais os tetos de empréstimos podem ser contornados, a emissão de ações novas ou de debêntures é provavelmente o que envolve um período de planejamento mais longo e um processo de tomada de decisão mais complicado. O relatório Radcliffe afirma que firmas dispostas a utilizar créditos bancários em vez de capital de longo prazo não tratam essas duas fontes de financiamento como alternativas, e limitam o grau em que substituem uma pela outra. No entanto, segundo o relatório, o máximo que se pode esperar dos controles diretos é que estes representem um obstáculo temporário para os gastos de determinados agentes econômicos, e que uma modesta manipulação do nível e estrutura das taxas de juros possa ter efeitos sobre a disponibilidade

¹⁰ Veja-se Pankratz, "Effects of Direct Lending Controls: An Empirical Case Study of the United Kingdom", p. 49.

¹¹ Gurley, "The Radcliffe Report and Evidence", pp. 568-569. Ver também Pankratz, "Effects of Direct Lending Controls: An Empirical Case Study of the United Kingdom", pp. 49-50.

de crédito nas várias instituições financeiras¹².

Enquanto o relatório Radcliffe servia de base para a implementação de controles quantitativos de crédito no Reino Unido, era pequena a literatura teórica sobre a questão. No início dos anos 1970, no entanto, começaram a surgir novos trabalhos teóricos sobre os efeitos dos “tetos de empréstimos”¹³, que levantaram questões interessantes. Dada a crescente aplicação de controles na Itália, apareceram nesse país diversos estudos analíticos sobre o assunto, que discutem aspectos que convém aqui mencionar.

Destaca-se desses estudos, que reforçam alguns pontos levantados no relatório Radcliffe, que a utilização de contingenciamento do crédito oferece três vantagens com relação a métodos indiretos de controle via base monetária.

Em primeiro lugar, o controle quantitativo representa um instrumento de política *adicional*, reforçando tendências induzidas por instrumentos tradicionais de política monetária. Em segundo lugar, tem a vantagem da *rapidez* na implementação e na obtenção de resultados. Evitando-se a defasagem observada quando do uso de instrumentos que afetam a base monetária, diminui-se o horizonte temporal sobre o qual as autoridades monetárias devam fazer previsões corretas, o que num mundo de incertezas crescentes é uma vantagem apreciável. Finalmente, o controle direto tem maior *precisão* do que instrumentos de ação indireta que têm maior margem de erro, seja quanto a ordens de magnitude seja quanto ao tempo de efetivação do comportamento esperado. Esta vantagem é particularmente importante quando um país assume compromissos de metas quantitativas, por exemplo, com um organismo como o FMI, como foi o caso da Itália no passado e é presentemente o caso do Brasil¹⁴.

A partir dessas constatações, podem-se elaborar construções teóricas sobre o efeito provável dos controles quantitativos, como é feito em trabalho recente, partindo-se de determinadas hipóteses¹⁵.

Um primeiro caso possível é o do estabelecimento de tetos para a expansão do crédito dos bancos comerciais, que ficam, no entanto, livres para adquirir títulos públicos e privados, permanecendo também livre a emissão de novos títulos.

¹² Pankratz, “Effects of Direct Lending Controls: An Empirical Case Study of the United Kingdom”, p. 50.

¹³ Destaca-se por exemplo, o livro *Quantitative Credit Restrictions*, do Bank for International Settlements (BIS), que recolhe trabalhos apresentados em um simpósio em novembro de 1970.

¹⁴ Veja-se T. Padoa-Schioppa, “Il Controllo Qualitativo del Credito”, pp. 352-353.

¹⁵ Veja-se F. Cotula e T. Padoa-Schioppa, “Il Controllo Quantitativo dei Credito: I Massimali come Strumento di Politica Monetaria”, in *Moneta e Credito*, Junho de 1971, pp. 115-127, trabalho no qual se baseiam em grande parte os parágrafos seguintes. Nesse trabalho se supõe que as autoridades monetárias: a) não implementem nenhuma política de mudança na composição da base monetária; b) não busquem modificar diretamente o nível das taxas de juros através de variação da taxa oficial de redesconto; e c) se proponham levar adiante uma política restritiva através da introdução de controles diretos. Outro tratamento teórico, que distingue entre os efeitos dos “tetos” em economias abertas e economias fechadas encontra-se em Rainer S. Maser, “Controllo Quantitativo del Credito: Alcune Considerazioni Generali”, in *Moneta e Credito*, Dezembro de 71, pp. 407-421.

“O teto é operativo se, à taxa corrente, dá lugar a uma demanda excedente de empréstimos que as instituições de crédito poderiam satisfazer na ausência de controles quantitativos”. Em consequência, aquelas instituições passam a ter um excedente de disponibilidades líquidas.

“Como uma primeira aproximação, pode-se supor que o multiplicador dos depósitos não muda, ou seja, que permanece fixo o volume de depósitos determinado por uma dada base monetária”. Neste caso, não se altera o volume do ativo dos bancos e sim a sua composição: ocorre um desvio das aplicações sobre as quais incide o teto em direção a títulos, de forma que aumenta a participação destes em uma nova situação de equilíbrio.

Na medida em que se observa uma demanda excedente, a taxa de juros sobre os empréstimos controlados tende a subir: “a extensão do aumento depende seja da elasticidade da demanda por empréstimos, seja da rapidez do ajustamento das taxas por parte dos bancos” (note-se que neste caso os bancos não podem atender a demanda excedente a taxas mais elevadas, contrariamente ao caso do “acionamento do crédito” mencionado na seção I, em que os bancos não desejam atender esta demanda).

Num primeiro momento, na ausência de ação compensatória por parte das autoridades monetárias, o aumento da demanda por parte dos bancos provoca um aumento no preço dos títulos. “Ocorre assim uma mudança (twist) de taxas de juros, (aumento das taxas dos empréstimos e redução das taxas dos títulos) e a falta de disponibilidade de crédito bancário estimula as empresas a se financiarem junto a intermediários financeiros não bancários e através da emissão de títulos; assim, para ou se inverte o movimento das taxas de juros e se alcança um novo equilíbrio no sistema”.

Se as várias formas de financiamento fossem perfeitas substitutas do crédito bancário, e igualmente acessíveis, não se verificariam efeitos palpáveis sobre o nível de investimentos e a atividade produtiva. No entanto, tal substitutibilidade não se verifica, e a imposição de tetos à expansão do crédito bancário resulta, mesmo em uma nova situação de equilíbrio, em mudança na estrutura das taxas de juros, e em menor expansão dos financiamentos totais do sistema financeiro, para uma dada criação da base monetária¹⁶.

Apesar de que não se verifique uma substitutibilidade perfeita, a presença de intermediários financeiros não bancários bem organizados e desenvolvidos pode implicar certa substituição e limitar o efeito restritivo dos tetos. Portanto, para ser verdadeiramente eficaz, o controle quantitativo do crédito deve exercer-se não sobre uma, mas sim sobre todas as fontes de financiamento da atividade econômica. As autoridades monetárias podem assim, em caráter complementar ao controle do crédito, limitar o recurso direto das empresas ao mercado de capitais (através da emissão de ações e debêntures) e ao endividamento externo. Por outro lado, podem também introduzir controles

¹⁶ Cotula e Padoa-Schioppa, “Il Controllo Quantitativo del Credito”, pp. 116-120.

qualitativos restringindo as atividades das instituições financeiras que captam fundos essencialmente através de emissão de obrigações, mudando a regulamentação destas emissões, controlando o seu volume ou adiando o seu lançamento. Finalmente, as autoridades monetárias podem também completar essa política restritiva através de mudanças na base monetária, que por sua vez terão efeitos sobre as taxas de juros e levarão a mudanças na composição da carteira do público e das instituições financeiras. Em suma, uma política restritiva que vise conter a expansão do crédito através de tetos à expansão dos empréstimos bancários pode ser aplicada isoladamente, mas pode também ser reforçada por outros controles quantitativos ou qualitativos objetivando um efeito mais rápido e evitando um “vazamento” através de recurso a outras fontes de crédito, e complementada ainda pelo efeito indireto de mudanças na base monetária.

Um segundo caso possível de controle do crédito bancário envolveria o estabelecimento de tetos para *todos* os ativos das instituições de crédito, e não apenas para os empréstimos. Este caso é análogo ao de um aumento do coeficiente de reservas obrigatórias, provocando uma pressão generalizada de alta das taxas de mercado. “No entanto, existem diferenças importantes. Em primeiro lugar, quando aumenta o coeficiente de reservas obrigatórias, alguns bancos podem continuar a expandir as suas próprias atividades enquanto outros podem achar-se em uma situação de crise de liquidez se é diversa, a distribuição de reservas livres; isto não é possível no caso de tetos. Em segundo lugar, uma mudança no coeficiente provoca, contrariamente ao caso dos tetos de expansão, uma variação do multiplicador dos depósitos, que modifica estruturalmente a ligação entre variação da base monetária e variação no volume de intermediação bancária”¹⁷. Quanto à eficácia dos tetos de expansão do crédito bancário, esta será tanto maior quanto maior for a extensão de controles a intermediários financeiros não bancários ou a créditos externos. Dependerá também do período durante o qual forem implementadas.

Por outro lado, na medida em que cria obstáculos para a redistribuição de fundos entre setores superavitários e deficitários, o controle quantitativo do crédito tem o efeito de restringir a demanda agregada. Este efeito será tanto maior quanto maior for também a importância do financiamento externo à formação bruta de capital e na medida em que se coloquem obstáculos à captação externa como parte integrante do esquema de controle¹⁸. Se tiver um caráter setorial, a imposição de tetos de expansão para o crédito pode ser utilizada com o objetivo de influir sobre a composição da demanda agregada, podendo inclusive alterar a distribuição do investimento entre o setor público e o setor privado. Esta possibilidade- leva à noção de controle seletivo do crédito que é o objetivo da subseção seguinte, em que se discutem também os efeitos de controles quantitativos e qualitativos adotados conjuntamente.

¹⁷ Cotula e Padoa-Schioppa, “Il Controllo Quantitativo del Credito”, p. 126.

¹⁸ Ibidem pp. 126-127.

II.2. O Controle Qualitativo ou Seletivo do Crédito e seus Efeitos

O controle seletivo ou qualitativo do crédito pode ser de natureza conjuntural, visando enfrentar problemas de curto prazo, ou de cará ter mais duradouro, podendo ser adotado conjuntamente ou não com o controle quantitativo do crédito bancário e medidas que visem alterar a base monetária. Para os defensores do controle qualitativo, este apresenta as vantagens já destacadas no caso do estabelecimento de tetos quantitativos, ou seja, a rapidez e maior precisão na execução em confronto com o controle indireto do crédito via alterações na base monetária.

Mas convêm inicialmente definir o que se entende por controle qualitativo ou seletivo do crédito para então explicitar os vários critérios para a sua utilização, bem como algumas formas e instrumentos para a sua implementação. Passa-se então a uma breve apreciação crítica dos seus prováveis efeitos sobre o sistema financeiro como um todo.

Em trabalho recente, definem-se apropriadamente “como instrumentos seletivos de crédito aqueles que, além de ter por objetivo afetar o volume total de crédito da economia, têm também a meta explícita de alterar a sua composição”¹⁹. Portanto, como já se enfatizou anteriormente, é muitas vezes difícil distinguir entre controle quantitativo e controle qualitativo, já que o controle seletivo também pode ser implementado através de limites quantitativos ou de esquemas de incentivos para favorecer certos tipos de clientela, operações, ou instituições de crédito²⁰.

Por outro lado, a utilização de controles diretos sobre o crédito tem impacto sobre a sua distribuição mesmo que esta não seja uma das variáveis que as autoridades tenham por objetivo alterar. Assim, cabe notar que a maneira “como os fluxos de crédito... se repartem entre as instituições de crédito de um lado, e entre as várias classes de tomadores finais do outro lado, não é indiferente ao fato de a política monetária ser expansionista ou contracionista”²¹.

De fato, por exemplo, é fácil verificar em diversos países que, quando ocorre uma contração do crédito, diminui a participação dos pequenos e médios tomadores no crédito total concedido. Ainda

¹⁹ T. Padoa-Schioppa, “Il Controllo Qualitativo del Credito”, p. 348.

²⁰ Note-se que a definição de controle seletivo do crédito adotada para fins desse trabalho não é necessariamente, a mesma utilizada em outros estudos recentes, mas é a mais aplicável ao caso de certos países europeus. Nos estudos sobre a economia americana em que se fala de crédito seletivo, a preocupação principal é com a fixação de taxas de juros para determinados ativos financeiros (por exemplo a chamada regulamentação Q) e a influência desse tipo de ação sobre “o nível de investimento real e não apenas sobre os mercados financeiros”. Veja-se, por exemplo, D. C. Rao “Selective Credit Policy: Is it Justified and Can it Work”, in *Journal of Finance*, may 1972, pp. 473. Outro autor, W. L. Silber, fornece duas definições para políticas de crédito seletivo: a) tentativas de influenciar as condições gerais de crédito com instrumentos outros que não variações nas condições de recurso ao Banco Central; b) uso de instrumentos aptos a canalizar o crédito para um determinado mercado financeiro e em consequência (mas não necessariamente) para um determina do mercado real. Silber sugere que a definição a) é implicitamente a mais utilizada pelos economistas, mas o conceito adotado no presente trabalho abrange os dois conceitos, incluído implicitamente também controles sobre volume de crédito, que não são praticados nos EUA. Veja-se W. L. Silber, “Politiche Selettive del Credito”, in *Moneta e Credito*, Junho de 1974, p. 125.

²¹ Padoa-Schioppa, “Il Controllo Qualitativo del Credito”, p. 349. Os parágrafos que se seguem baseiam-se em parte neste trabalho.

que tal diminuição se deva a um comportamento racional dos bancos, que tentam reduzir em maior proporção o crédito concedido a clientes que apresentam maior risco, não deixa de ser verdade que a distribuição do crédito não é independente do seu volume, dificultando a separação aqui feita para fins de exposição.

Feita essa ressalva, cabe examinar critérios alternativos que podem servir de base para a implementação, por parte das autoridades monetárias, de mudanças na composição ou distribuição de crédito. Um primeiro critério é o da distribuição temporal do crédito. Assim, pode-se pôr em prática uma política que privilegie empréstimos de longo prazo, desestimulando empréstimos de curta maturação ou vice-versa. Como os vários tipos de instituições de crédito operam em prazos diferentes, uma política tendo por base esse critério afetaria diferenciadamente estas instituições, bem como os seus clientes, já que do lado da demanda o crédito também apresenta uma diferenciação de prazos.

Alternativamente, a política de crédito pode pretender influir na distribuição dos empréstimos segundo setores, atividades econômicas específicas, ou regiões. Pode-se assim privilegiar o financiamento a determinado setor (por exemplo a agricultura) ou região (Nordeste brasileiro ou Mezzogiorno italiano) que as autoridades julgam particularmente importante do ponto de vista de um programa de desenvolvimento mais equilibrado ou de combate à inflação, complementando outras medidas de incentivo ou restrição não-creditícios.

O crédito pode ser também direcionado para dar maior atendimento a determinados tipos de clientes, favorecendo por exemplo pequenos e médios tomadores, ou o setor privado em detrimento do setor público, ou independentemente desta variável, para estimular ou limitar determinados tipos de operações, por exemplo empréstimos hipotecários, empréstimos pessoais de financeiras, empréstimos para a aquisição de veículos etc. (que por sua vez podem também ter impactos setoriais).

Ainda que a natureza das operações de empréstimos muitas vezes esteja bastante interligada com a natureza das instituições financeiras que as põem em prática, podem-se favorecer certas instituições em detrimento de outras, por exemplo proibindo determinadas operações por parte de algumas instituições, mas não por parte das demais.

Finalmente, ainda dentro da ideia da natureza da operação, poder-se-ia conceber uma tentativa de redistribuição do crédito segundo fases do processo produtivo (para aquisição de matérias-primas, para capital de giro e para investimentos produtivos), que por sua vez não é intimamente independente da questão do prazo e da distribuição setorial dos créditos concedidos.

Quaisquer que sejam o critério ou os critérios adotados em diferentes ocasiões, um problema sério que se coloca é que muitas vezes é difícil ou tecnicamente impossível verificar com exatidão o uso ou destino efetivo dos recursos emprestados, que podem não obedecer ao critério de concessão. Assim, por exemplo, o crédito favorecido concedido à “agricultura” pode ser desviado para aplicações no setor financeiro ou em outras atividades, ainda que o tomador seja um agricultor e,

portanto, um cliente que se qualifica naturalmente para aquele crédito.

Os instrumentos disponíveis para a implementação de um controle seletivo do crédito podem ser de natureza direta ou indireta, ou seja, relacionados diretamente ou não com os empréstimos concedidos. O estabelecimento de tetos para a expansão de certas categorias de empréstimos ou para a expansão dos ativos totais de determinados tipos de instituições de crédito, acompanhado ou não pela obrigação de aquisição de títulos públicos ou privados, é um instrumento de ação direta que já foi utilizado em diversos países²². Uma política mais sofisticada (que foi adotada na França) é a fixação de coeficientes de reserva obrigatória diferenciados para diferentes categorias de empréstimos.

Dentre os incentivos de natureza indireta, destaca-se a fixação de normas para as taxas de juros cobradas por determinadas instituições de crédito em certos tipos de operações e de determinadas categorias de tomadores, e o estabelecimento de regras para a emissão de títulos por determinadas instituições financeiras²³. De fato, ambas medidas ao afetarem diretamente a captação de várias instituições de crédito, influem indiretamente nas suas aplicações.

Todos esses instrumentos, independentemente dos critérios para a sua utilização, têm um maior ou menor impacto sobre a distribuição do crédito. De fato, o controle seletivo opera essencialmente redirecionando fundos financeiros de operações controladas para operações não controladas. Como se notou na subseção II. 1, o controle quantitativo do crédito bancário adotado de forma isolada tem o efeito qualitativo de criar uma demanda excedente do crédito que pressiona as taxas de juros das operações controladas e que resulta em um desvio de demanda em favor de outras instituições financeiras, ocorrendo uma mudança na composição do crédito total da economia, que será acompanhada de uma mudança na estrutura das taxas de juros.

Cabe destacar, aqui também, a importância da existência de substitutibilidade entre as várias modalidades de crédito, (já discutida na subseção II. 1), seja do lado da demanda seja do lado da oferta, para que sejam eficazes ou não os controles seletivos. Caso as várias formas de crédito fossem perfeitos substitutos, os controles perderiam a sua eficácia. De fato, “se para um banco é indiferente expandir os seus empréstimos ou sua carteira de títulos, este não sentirá qualquer restrição em decorrência do fato de a expansão de uma das formas de ativo estar controlada. O mesmo também é verdade quanto aos tomadores finais de crédito porque, se para a empresa é indiferente financiar-se junto ao sistema bancário ou junto a outras fontes de financiamento (outras instituições de crédito, exterior, outras empresas etc.) o fechamento ou regulamentação de um desses canais não pesará de

²² Os tetos podem ser de natureza “coercitiva” ou de natureza indicativa, existindo sanções indiretas quando não cumprimento, como por exemplo, acesso em condições menos favoráveis ao redesconto. Tetos de natureza indicativa foram adotados, por exemplo, na Bélgica nos anos 1960. Veja-se J. Finet, “Monetary Policy in Belgium”, in K. Holbik ed. *Monetary Policy in Twelve Industrial Countries*, Federal Reserve Bank of Boston, 1973, pp. 65-67.

²³ A literatura sobre o caso americano, como já se mencionou, se concentra principalmente nesses instrumentos.

forma alguma sobre o seu comportamento ou sobre as suas possibilidades de obter recursos”²⁴.

A política de controle seletivo também seria ineficaz no outro caso extremo, de perfeita complementaridade. Ou seja, “se a preferência – das empresas de um lado e das instituições financeiras do outro – quanto à composição dos fluxos financeiros fosse tão rígida e tão imutável que levasse os operadores a reduzir, juntamente com as formas de financiamento sujeitas a limite, todas as demais, de forma a manter invariável a composição dos seus ativos (ou financiamentos) totais”²⁵. Este seria o caso por exemplo, de um banco cuja política fosse manter uma proporção fixa de seus ativos em títulos e o restante em empréstimos, e que em face de uma limitação ao total de seus empréstimos reduziria também a sua carteira de títulos, para preservar aquela proporção.

Em suma, a eficácia do controle seletivo depende essencialmente da imperfeita substitutibilidade entre as várias fontes de financiamento. E sobre essa substitutibilidade imperfeita que se baseiam certas críticas aos controles diretos do crédito.

“As diversas formas de financiamento não são perfeitamente substituíveis entre si, seja porque a sua natureza intrínseca é diversa e não é indiferente para os operadores (por exemplo, uma empresa que busca fundos para investimento de longo prazo não é indiferente a que os fundos sejam concedidos apenas no curto prazo), seja porque a transferência de uma forma para outra de crédito envolve custos. Ou seja, a substitutibilidade não é perfeita, seja em virtude da natureza das operações, seja em função dos seus custos”. Mas na presença de controles, pode tornar-se conveniente estabelecer um novo mercado limítrofe com características de mercados já existentes e o sistema cria um modo de contornar esses controles, diminuindo a sua eficácia.

De fato, os críticos dos controles seletivos reconhecem a existência de um efeito restritivo no curto prazo, modificando a estrutura dos financiamentos, mas acham que este efeito desaparece no longo prazo. “No limite criaria formas de financiamento ou categorias de operações, ou até mesmo tipos de instituições financeiras, que sem possuir os requisitos formais necessários para serem sujeitas a controles administrativos, apresentam, no entanto, características das operações que se pretendia limitar”. Além de contornar os controles sobre o sistema, esse tipo de “adaptação” teria o inconveniente adicional de tornar o sistema financeiro menos controlável no futuro, “pois se terão desenvolvido formas de contratos e organizações que não se enquadram institucionalmente nas formas jurídicas e administrativas contempladas pela política normativa”²⁶.

Na seção I destacou-se a imprecisão da relação quantitativa entre base monetária e crédito, que

²⁴ T. Padoa-Schioppa, “Il Controllo Qualitativo del Credito”, P- 354.

²⁵ Ibidem.

²⁶ T. Padoa-Schioppa, “Il Controllo Qualitativo del Credito”, pp. 355-356. O autor observa que as possibilidades de evasão não são necessariamente ilegais, nem precisam levar à invenção de novas formas contratuais e de novos operadores. A própria contabilidade de um grande banco e a grande variedade de relações com os clientes oferecem – no campo de operações autorizadas – amplas ocasiões para preservar a substância econômica das relações financeiras que os controles diretos pretendem limitar.

serve de argumento para os defensores de controles diretos. Os críticos desses controles consideram que essa imprecisão é justamente um sinal da capacidade dos operadores, em um regime de liberdade, de adaptar a qualidade e a quantidade dos negócios a circunstâncias novas e imprevistas, não enquadráveis nas relações estatísticas ou econométricas. Assim, para estes críticos, a maior precisão obtida através de controles diretos, em vez de ser uma vantagem, seria a evidência de uma menor eficiência do sistema financeiro como um todo.

Finalmente uma última objeção ao uso de controles diretos fundamenta-se em considerações de equidade²⁷. Na medida em que o controle direto for aplicado segundo uma fórmula única a todas as instituições financeiras e a todos os tipos de clientes, este tende necessariamente a ignorar as diferenças estruturais existentes entre instituições e entre clientes. Por exemplo, um regulamento que torne compulsória uma dada taxa de expansão da carteira de títulos de determinado tipo de instituição de crédito, é indiferente para instituições que já pratiquem taxas semelhantes, mas pode ser muito oneroso para aquelas cuja carteira normalmente cresça a uma taxa mais lenta.

De fato, argumenta-se em trabalho recente que o impacto da aplicação de tetos de expansão sobre empréstimos bancários é “tanto maior quanto mais rápido o aumento dos seus depósitos e tanto maior quanto mais reduzida é a área geográfica em que opera”. Assim, controles diretos poderiam ter efeitos não apenas sobre a estrutura do sistema bancário, mas também a nível regional, penalizando em maior medida as zonas de desenvolvimento mais rápido e, dentro dessas zonas, sobretudo os bancos de natureza mais local.

Nesse caso, no entanto, uma solução intermediária que não significa o abandono de controles diretos, seria por exemplo, a fixação de taxas máximas de expansão dos empréstimos de uma forma menos rígida, segundo a taxa de crescimento dos depósitos bancários; “nesse caso, se obteria uma maior elasticidade na alocação territorial dos empréstimos, enquanto os bancos mais dinâmicos poderiam conceder maior volume de empréstimos, com base em depósitos cuja expansão se daria a taxas acima da média²⁸.

Em resumo, parecem existir diversos argumentos para a introdução temporária de controles diretos do crédito de natureza qualitativa e quantitativa, ainda que certas distorções no sistema financeiro possam eventualmente resultar dessas medidas.

Em casos específicos, seria naturalmente necessário cotejar a “eficiência” (temporária ou permanente) desses controles em termos de volume e distribuição efetiva do crédito, com objetivos mais geralmente aceitos para a economia como um todo, como por exemplo, o equilíbrio das contas externas e a estabilidade dos preços. Mas a argumentação teórica aqui desenvolvida parece sugerir

²⁷ Veja-se a respeito R. S. Maser, “Controllo Quantitativo del Credito”, pp. 413-415.

²⁸ Veja-se A. Niccoli, “I Massimali di Crescita: Effeti Territoriali e Sulla Struttura del Sistema Bancario”, in *Moneta e Credito*, setembro de 80.

que o controle direto do crédito deve ser encarado como um instrumento de política complementar ou substitutivo aos controles indiretos via manipulação da base monetária. Na seção III, a seguir, examina-se a experiência concreta do Brasil, como um "teste empírico" para as proposições teóricas apresentadas acima.

III. O Controle Direto do Crédito Bancário no Brasil no Período Recente

Ao longo das décadas de 1960 e 1970, em diversas ocasiões, as autoridades monetárias brasileiras criaram restrições para determinadas categorias de crédito, e particularmente para o crédito ao consumidor (envolvendo, por exemplo, reduções dos prazos mínimos de financiamento e/ou limites ao montante financiado na aquisição de mercadorias específicas). Adotaram-se também diversas medidas que afetavam a *composição* das aplicações dos bancos comerciais, buscando orientar uma parcela daquelas para setores específicos e, notadamente, para a agricultura, bem como as *taxas* de juros cobradas sobre determinados empréstimos, (ou sobre o custo das operações ativas dos bancos em geral, como em 1979). Naturalmente, tais medidas afetavam a alocação dos recursos dos bancos entre aplicações alternativas e já representavam um tipo de controle seletivo do crédito. De fato, dado o volume global de aplicações possível para o conjunto dos bancos comerciais, a obrigatoriedade de certas aplicações reduzia os recursos disponíveis para as demais, e em particular para aquelas sobre as quais incidiam juros livres.

Paralelamente, com o objetivo de manter a expansão dos agregados monetários e do crédito, utilizaram-se os instrumentos clássicos de política monetária, ou seja, mudanças no coeficiente de reservas compulsórias, o redesconto e operações de mercado aberto (que em certos casos, ao longo dos anos 1970, foram muito importantes para compensar pressões expansionistas oriundas do setor externo). No entanto, somente a partir de abril de 1980, foram estabelecidos "tetos" para o crescimento das aplicações dos bancos comerciais, dos bancos de investimento e das sociedades de crédito, financiamento e investimento (SCFI). Os tetos para o crescimento das aplicações dos bancos comerciais e dos bancos de investimento foram mantidos até junho de 1983, quando foram eliminados pelo Conselho Monetário Nacional.

Pode parecer prematuro um exame de todos os efeitos ou distorções, inclusive os de caráter mais duradouro, decorrentes dessa experiência com "tetos" de crescimento para as aplicações bancárias. Porém, busca-se na presente seção aferir, pelo menos parcialmente e em caráter preliminar, o impacto dessa medida, tendo em vista as considerações teóricas desenvolvidas na seção II. Ocorreram muitas alterações na política econômica ao longo do período 1980-83, mas escapa ao objetivo desse trabalho um exame global de todos os aspectos dessa política. A análise que se segue está centrada na política de controle direto do crédito, e nas mudanças que tiveram algum impacto

sobre a expansão global dos empréstimos do sistema financeiro, fazendo-se apenas referências a uma série de medidas em outras áreas²⁹, que não são tratadas com maior profundidade.

III.1. A Introdução dos “Tetos” de Expansão do Crédito Bancário em 1980

Em 1979, os meios de pagamento (MI) cresceram à taxa de 73,6% ligeiramente inferior ao aumento de 77,2% do Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), mostrando, no entanto, forte aceleração com relação a 1978, quando o crescimento de MI fora de 42,2%. Os empréstimos ao setor privado do Banco do Brasil (BB) e dos bancos comerciais cresceram respectivamente 64,6% e 70,7%, enquanto as restantes instituições financeiras, em conjunto, elevaram tais operações em 601. Essas cifras sugerem a dificuldade por parte das autoridades monetárias para controlar a expansão da moeda e do crédito, em face de uma inflação em ascensão³⁰ (veja-se o Quadro 3).

No último mês do ano, o cruzeiro foi desvalorizado em 30% com relação ao dólar americano, no contexto de uma série de medidas³¹ que incluíram também o congelamento das operações segundo a Resolução 432³². Com o objetivo de reverter as expectativas de inflação, que estavam fortemente influenciadas pelo aumento da taxa anual de crescimento do índice geral de preços (IGP-DI) de 40,8%, em fins de 1978 para 77,2% em fins de 1979, o Governo adotou diversas medidas no início do ano de 1980 que incluíam, entre outras, a prefixação das correções monetária e cambial e da expansão dos meios de pagamento para o ano como um todo (respectivamente 45%, 40% e 50%). No início de abril, finalmente, em face de taxas de inflação em 12 meses já da ordem de 82-83% a Resolução nº 605 do Banco Central de 02/04/83 limitou em 45% o crescimento das aplicações, no

²⁹ Para uma análise detalhada da política cambial e da situação do balanço de pagamentos e da dívida externa no passado, veja-se Paulo Nogueira Batista Jr., *Mito e Realidade na Dívida Externa Brasileira*, Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1980. Sobre o mercado de títulos públicos e a política de “open market”, veja-se José Alfredo Lamy, *Mercado Aberto e Política Monetária: A Experiência Brasileira Recente*, IBRE/CEMEI, mimeo., 1981 e Roberto de Rezende Rocha, *Juros e Inflação: Uma Análise da Equação de Fisher para o Brasil*, IBRE/CEMEI, mimeo., 1983. Para diversos aspectos da política interna e externa até o final de 1982, veja-se Pérsio Arida (org.), *Dívida Externa, Recessão e Ajuste Estrutural*, Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1982.

³⁰ Veja-se Banco Central do Brasil, *Relatório Anual 1979*. pp. 40 e 52. Entre outras influências que dificultaram a contenção monetária e creditícia naquele ano, incluem-se a pressão de internalização de recursos externos, adversidades climáticas exigindo a alocação de recursos às regiões atingidas e a tentativa governamental de baixar os tetos de juros no mercado financeiro, através da redução da rentabilidade dos títulos federais. Esta última “exigia, em contrapartida, que se evitasse excessiva expansão da dívida mobiliária interna federal”. Estreitando-se a margem de financiamento dos dispêndios governamentais via colocação de títulos públicos, ficou dificultado o controle dos meios de pagamento (p. 41).

³¹ Para um exame dos efeitos da maxidesvalorização, que escapa aos objetivos do presente trabalho, veja-se Paulo Nogueira Batista Jr., *Op. Cit.*

³² Segundo tal resolução, ficava facultado a uma empresa tomadora de recursos externos segundo os termos da Lei 4131, ou seja, de empréstimos contratados diretamente com instituições financeiras no exterior, depositar temporariamente no Banco Central parte desses recursos (que acresciam os “depósitos em moeda estrangeira” naquele Banco) e posteriormente retirá-los novamente para utilização interna. O congelamento desses depósitos, que objetivava evitar ganhos especulativos com aquele mecanismo, obrigava as empresas a buscar fontes alternativas de recursos internamente.

exercício de 1980, dos bancos comerciais, dos bancos de investimento e das SCFI. Excetuaram-se daquela limitação as operações decorrentes de programas governamentais de repasses de recursos de instituições oficiais, ou decorrentes de repasse de recursos externos³³. Ou seja, não se estabeleciam limites para as operações de empréstimos segundo a Resolução nº 63³⁴, esperando-se que essa opção levasse os bancos a intensificar a captação de recursos financeiros no exterior, fato que contribuiria para uma adequada administração do balanço de pagamentos pelas autoridades monetárias. Por outro lado, para contrabalançar os possíveis efeitos contracionistas da medida, não foram incluídos dentro do teto de 451 os empréstimos aos setores agrícola e ex portador, bem como aqueles decorrentes de repasses do Banco Central, BNH, BNDE e Finame, que representaram parcela importante do total das aplicações das instituições submetidas a controle.

De qualquer forma, a Resolução 605 vinha reforçar as metas estabelecidas no Orçamento Monetário de 1980, visando reduzir os possíveis desvios das taxas projetadas para a expansão dos meios de pagamento e da base monetária. Ao incluir no controle de crédito os bancos de investimento e as SCFI, as autoridades governamentais reconheciam “pela primeira vez, o peso relativo das instituições não-monetárias na determinação do nível de liquidez da economia, especialmente nas suas flutuações de curto prazo”. A Resolução 605 obrigava tanto os bancos comerciais como os bancos de investimento e as SCFI a comprarem títulos do Tesouro Nacional com os recursos que excedessem o teto de 45%³⁵, determinação que viria a facilitar a colocação de títulos públicos junto a tais instituições.

No final do mês seguinte, aumentou-se a alíquota do imposto sobre operações financeiras (IOF). No caso dos bancos comerciais e de investimento, a alíquota passou de 0,2% para 0,6% ao mês para as operações com prazo de duração inferior a um ano, ficando estabelecida em 6,9% ao ano a alíquota para prazos mais longos. Paralelamente, os empréstimos das financeiras ficaram sujeitos a um IOF de 3,6%1 ao ano. Complementava-se, assim, uma limitação no *volume* do crédito, por um aumento no seu *custo*, via taxaço, mantendo-se, no entanto, os controles de juros estabelecidos no segundo semestre de 1979.

³³ Visando um melhor controle dos depósitos compulsórios, e uma maior estabilidade nos recolhimentos, o BC passou a Resolução 594 em 16/01/80 modificando “a sistemática de ajustamentos dos depósitos compulsórios dividindo o sistema bancário em dois grupos”.

³⁴ A Resolução nº 63 de 21/08/67 “facultava aos bancos de investimento ou de desenvolvimento privados e aos bancos comerciais autorizados a operar em câmbio a contratação direta de empréstimos externos destinados a ser repassados a empresas do País, quer para financiamento de capital fixo, quer de capital de movimento”. Na ausência de tomadores para esses recursos é permitido aos bancos manter depósitos em moeda estrangeira no Banco Central, que arca com os encargos desses empréstimos enquanto se encontram sob sua guarda.

³⁵ Veja-se “Política Monetária”, in *Conjuntura Econômica*, Maio de 1980, p. 37.

Quadro 3
Taxa de Variação em 12 meses (dados estimados)

Mês e Ano	Taxa de Crescimento dos Meios de Pagamento	Base Monetária	Índice Geral de Preços Disponibilidade Interna
1979 – Jan	43,8	51,6	42,2
Fev	50,0	59,9	42,7
Mar	45,2	53,2	46,1
Abr	42,5	50,8	46,7
Mai	45,5	52,7	45,4
Jun	49,4	49,9	45,2
Jul	51,1	56,7	47,4
Ago	49,3	54,9	51,9
Set	54,0	57,8	59,5
Out	54,5	59,6	63,2
Nov	60,3	59,9	67,7
Dez	73,6	84,4	77,2
1980 – Jan	69,2	70,7	81,7
Fev	64,6	60,3	82,4
Mar	70,5	67,2	83,8
Abr	81,8	77,5	87,2
Mai	85,1	73,5	94,7
Jun	83,4	82,2	99,2
Jul	76,6	77,6	107,0
Ago	81,6	74,0	109,1
Set	74,4	70,6	104,4
Out	75,8	66,3	109,1
Nov	77,4	72,8	113,0
Dez	70,2	56,9	110,2
1981 – Jan	67,2	60,9	110,9
Fev	68,2	64,7	119,5
Mar	58,8	63,6	121,2
Abr	57,5	47,8	120,6
Mai	56,5	56,6	120,6
Jun	56,9	55,9	117,3
Jul	60,1	57,0	110,6
Ago	59,3	60,8	110,2
Set	60,4	63,3	109,8
Out	72,0	64,6	103,4
Nov	72,3	71,2	99,1
Dez	73,0	69,9	95,2
1982 – Jan	78,7	87,7	94,7
Fev	74,7	80,5	91,8
Mar	76,3	84,0	91,5
Abr	74,4	84,5	91,3
Mai	75,0	85,4	91,2
Jun	74,6	83,1	97,6
Jul	76,9	85,4	99,5
Ago	75,9	85,3	97,7
Set	76,1	81,5	95,1
Out	69,9	85,0	95,9
Nov	70,5	86,0	95,3
Dez	69,7	86,8	99,7
1982 – Jan	74,8	86,5	104,9
Fev	76,4	96,8	104,3
Mar	78,0	86,0	109,7
Abr	81,2	99,9	117,4
Mai	81,6	98,0	118,6
Jun	87,0	92,5	127,2
Jul	87,7	97,9	142,8
Ago	91,3	75,7	152,7
Set	99,0	95,3	174,9

Fonte: Banco Central do Brasil, Relatório Anual, 1980, p. 38, 1981, p. 34 e Informativo Mensal, outubro de 83, p. 1.

Em 25 de junho a Resolução 623 elevou “de 50 para 60% do valor global das operações de crédito, o percentual mínimo a ser obrigatoriamente direcionado a pessoas físicas brasileiras e a empresas controladas por capitais privados nacionais pelos bancos comerciais e de investimentos, SCFI, sociedades de arrendamento mercantil e instituições financeiras que operam com arrendamento”³⁶. Assim, ao controle quantitativo do crédito bancário adicionava-se um controle *seletivo*, visando favorecer o acesso ao crédito por parte de empresas privadas nacionais em detrimento das empresas públicas e empresas estrangeiras.

O primeiro semestre de 1980 encerrou-se com uma taxa de inflação em 12 meses (IGP-DI) de 99,2% e com uma taxa de expansão dos meios de pagamento e da base monetária de respectivamente 83,4% e 82,2%. As metas anunciadas no início do ano que, como se mencionou anteriormente, visavam afetar expectativas, achavam-se fortemente comprometidas. Ocorreu, portanto, um afrouxamento das prefixações em junho, com o anúncio pelas autoridades governamentais de que no período de um ano a partir de 1 de julho as correções monetária e cambial deveriam variar “em torno” de 50%. No primeiro semestre de 1980, ocorrera um forte “atraso cambial” já que as desvalorizações do cruzeiro não acompanharam o diferencial de inflação interna e externa.

Entre julho e outubro, tomaram-se diversas medidas com relação à área externa, destacando-se no tocante ao crédito a Resolução 637 de 27/08/80, que criava condições favoráveis para que os bancos nacionais levantassem recursos externos para financiar exportações brasileiras e para que as agências de bancos brasileiros no exterior financiassem importadores de produtos brasileiros. No tocante ao crédito interno, no entanto, tomaram-se apenas medidas de caráter indireto, incluindo cortes de programas de investimentos de estatais e limites ao endividamento das empresas estatais³⁷.

A partir de outubro, no entanto, procedeu-se gradualmente à liberação dos juros (paralelamente a um afrouxamento no controle de preços e uma maior determinação de contenção dos gastos das estatais). Inicialmente, as autoridades monetárias liberaram “a remuneração paga na captação, aparentemente cedendo às pressões do sistema financeiro”³⁸, cujos representantes reclamavam da competição dos títulos públicos. Em novembro, os custos das operações ativas dos bancos comerciais foram liberados do redutor de 10% imposto em agosto do ano anterior, ficando os juros cobrados pelas SCFI livres de qualquer tabelamento (Resolução 651 de 12/11/80), enquanto as operações ativas dos bancos de investimento ganhavam maior flexibilidade, ainda que sob controle do Banco Central. Finalmente, “em janeiro de 1981, foi estabelecida a total liberação dos juros cobrados nas operações

³⁶ Resolução 623, de 25/06/80, reproduzida em Banco Central do Brasil, Relatório Anual – 1980, p. 149.

³⁷ A esse respeito, e com relação à política econômica como um todo ao longo do ano de 1980, veja-se Roberto Marcantônio, “Política Econômica – Notas Sobre o Período Agosto/79-Dezembro/80”, in *Ensaio FEE*, Porto Alegre, 2, 1981, especialmente pp. 16-21.

³⁸ Resolução 673 de 21/1/81. Tal liberalização foi seguida pela Resolução 674 de 22/1/81, que afetava o *volume* dos créditos disponíveis para o setor privado, introduzindo alterações no programa de financiamento à produção para exportação, com taxas de juros subsidiadas.

ativas também dos bancos”. Tal liberação era esperada, uma vez que em novembro de 1980 anunciou-se o fim da prefixação das correções monetária e cambial, que em 1981 passariam a depender respectivamente da evolução do INPC e do diferencial de inflação interna e externa³⁹.

No entanto, a progressiva liberação das *taxas* de juros dos empréstimos bancários não foi acompanhada de um afrouxamento sobre o controle do *volume* de crédito e de sua composição. A Resolução 656 de 17/12/80 elevou de 60% para 70% o percentual mínimo de crédito a ser alocado às empresas nacionais privadas, que já fora aumentado em junho⁴⁰. A Resolução 669, da mesma data, limitava “em 50% o crescimento em 1981 das aplicações dos bancos comerciais e de investimento e das SCFI, tomando-se por base o valor máximo das aplicações ativas admitido para 1980”. Finalmente, a Resolução 670 fixava “em Cr\$ 50 mil o limite nos contratos de operações de crédito para os denominados ‘cheques especiais’ dos bancos comerciais e caixas econômicas”⁴¹, estendendo o controle do crédito às pessoas físicas. Nos anos seguintes, a manutenção de um limite constante em termos nominais corroeria consideravelmente, em termos reais, as operações de crédito individual “automática” segundo essa modalidade.

O controle quantitativo do crédito certamente contribuiu para limitar os empréstimos do sistema financeiro ao longo de 1980. O saldo global dos empréstimos ao setor privado cresceu 71,6% (contra 64 em 1979), como resultado do crescimento de respectivamente 70,3% e 72,8% nos créditos concedidos pelo sistema monetário e não-monetário (contra 68,1% e 60% em 1979). Dada a aceleração da inflação, tais empréstimos cresceram menos em termos reais do que no ano anterior, resultando também uma contração real do crédito mais acentuada.

O crédito do Banco do Brasil cresceu 68% (64,6% em 1979), principalmente em decorrência dos aumentos de 86,1% no crédito rural e de 105,5% no crédito à exportação, ambos setores considerados prioritários pelo Governo e não sujeitos a limite.

Quanto aos bancos comerciais, o seu desempenho foi afetado pelo teto de 45%, já que as operações sujeitas a controle (que Corresponderam a cerca de 42% do total) cresceram apenas 41,8%, enquanto as demais se expandiram à taxa de 107,9%, resultando uma taxa média de 73,8%.

A expansão dos créditos dos bancos de investimento e das SCFI ao setor privado alcançou

³⁹ Ibidem, pp. 20-21 onde se encontram as citações do texto. Cabe observar que apenas uma faixa restrita do sistema financeiro passara a estar sujeita a taxas de juros inteiramente livres. Em dezembro de 1980, somente 28,9% dos empréstimos totais do sistema financeiro se encontravam nesta faixa. Note-se, no entanto, que “mais de 80%” das operações de crédito ao comércio e à indústria em geral se faziam a taxas de juros livres. Veja-se Maílson Ferreira da Nóbrega, *Taxas de Juros e Crédito Subsidiado*, Brasília, 09/04/81.

⁴⁰ A Resolução, no entanto, “não considera para efeito de cômputo do limite mínimo, a partir de 01/01/81, quaisquer novas operações de repasse efetuadas com base na Resolução 63, de 20/08/67”. Veja-se Banco Central do Brasil, *Relatório Anual - 1980*, p. 151.

⁴¹ Ibidem. Ficou também estabelecido no final do ano, que para conter a liquidez da economia, “o Banco do Brasil devia passar a emitir títulos remunerados, Recibos de Depósito Bancário (RDBs), com uma reta de captação de Cr\$ 80 bilhões, os quais deveriam ser utilizados para cobrir os financiamentos daquela instituição que excedessem aos 50% de expansão fixada para o crédito”. Veja-se R. Marcantônio, “Política Econômica – Notas sobre o Período Agosto/79-Dezembro/80”, p. 22.

respectivamente 69,1% e 38,4%, (contra 71,9% e 40,8% em 1979), comportamento que foi fortemente influenciado pelo desempenho das operações sob controle, cuja expansão foi de respectivamente 39,8% e 42,1% e mostrou substancial redução em termos reais com relação a 1979. Note-se que o aumento foi particularmente lento no segundo semestre de 1980, em virtude do crescimento registrado antes da imposição dos limites de 45%, que deixou uma margem de expansão bastante restrita para o resto do ano⁴².

Apesar da contenção do crédito, no final do ano, os meios de pagamento apresentaram um crescimento de 70,2%, muito superior ao da base monetária (56,9%). Cabe notar que a taxa de crescimento da base monetária em 12 meses declinou substancialmente ao longo do segundo semestre, enquanto a taxa de inflação mostrava uma tendência ascendente até atingir 110,2% em dezembro (IGP-DI). É bem provável que, na ausência do controle quantitativo sobre o crédito, tivesse ocorrido uma pressão muito mais acentuada sobre a liquidez da economia.

III.2. O Controle Quantitativo e Seletivo do Crédito no Período 1981-1983

Em face da aceleração da inflação observada no segundo semestre do ano de 1980, a manutenção do controle quantitativo do crédito parecia uma necessidade para as autoridades monetárias, preocupadas em limitar o dispêndio global na economia. Tal atitude não se alteraria nos dois anos seguintes, mas ocorreram uma série de modificações na implementação dos controles em virtude de mudanças no desempenho da economia brasileira.

No início de 1981, o mercado financeiro poderia ser dividido em quatro segmentos segundo as taxas de juros praticadas: a) o segmento do crédito ao consumidor (inclusive crédito pessoal), dependendo basicamente das SCFI, em que se observavam as maiores taxas praticadas, e que se encontravam livres do controle. (Na medida em que o Governo pretendesse frear o consumo, como meio de combate à inflação, e estimular a poupança interna, as autoridades não tinham qualquer interesse em incentivar uma queda dos juros nessa faixa); b) o segmento do crédito ao comércio e indústria em geral, concedido por bancos, no qual se situavam cerca de 80% das operações realizadas a taxas de juros livres; c) o segmento do crédito sujeito a correção monetária em que se incluíam as operações realizadas pelo Sistema Financeiro de Habitação e pelo sistema de bancos de desenvolvimento liderado pelo BNDE, baseadas em fontes de recursos sujeitas a reajustamento periódico; d) o segmento do crédito subsidiado, abrangendo basicamente os setores prioritários do Governo (agricultura, exportações, energia) ao qual correspondiam mais de 3/4 dos empréstimos diretos ou indiretos das Autoridades Monetárias em fins de 1980, e no qual participava também

⁴² Banco Central do Brasil, *Relatório Anual – 1980*, pp. 49-50. (Quanto ao BNDE, o crescimento dos seus créditos ao setor privado – líquido de repasses a outras instituições financeiras e ao Setor Governo – atingiu 66,2% em 1980).

compulsoriamente o setor bancário privado⁴³.

O controle quantitativo do crédito se aplicava particularmente aos dois primeiros segmentos, mas constituía apenas uma das causas das elevadas taxas de juros praticadas nas várias operações de crédito. De fato, aquelas taxas dependiam de diversos outros fatores, notadamente as expectativas de inflação e de desvalorização cambial, o rendimento dos títulos públicos e as taxas de juros internacionais (que colocavam um piso para a taxa de juros interna)⁴⁴. Por outro lado, a existência de um segmento subsidiado constitui-se em um claro elemento de discriminação em favor dos setores privilegiados, em detrimento dos setores não subsidiados, notadamente a indústria e comércio. Dada a existência de um teto de expansão e a obrigatoriedade de os bancos aplicarem parte dos seus recursos em empréstimos com rendimento real negativo, esses bancos tentarão inevitavelmente contrabalançar as “perdas” com o crédito subsidiado através de maiores taxas na faixa livre do crédito. Assim, em teoria, não somente diminui o volume de recursos disponíveis para os setores não subsidiados, como também tende a aumentar o custo dos empréstimos para esses setores.

Ao longo de 1981 e 1982 diversas medidas complementares contribuíram para manter este tipo de situação. Em 17/06/81 a Resolução nº 698 do BC elevou de 20 para 25% a exigibilidade média das posições líquidas de depósitos dos estabelecimentos bancários, destinados ao crédito rural⁴⁵. Na mesma data, a Resolução 695 fixou os percentuais mínimos incidentes sobre o total de depósitos sujeitos a recolhimento compulsório, que os estabelecimentos bancários já estavam obrigados a aplicar, de acordo com o seu porte, em financiamentos de capital de giro às micro, pequenas e médias empresas industriais, comerciais e de prestação de serviços. Tal medida, complementada por outro referente a sanções aos bancos que apresentassem deficiências nessa modalidade de aplicação, buscava evitar que aqueles tipos de empresas fossem excessivamente prejudicadas em seu acesso ao crédito bancário. De fato, é notório que, em períodos de crise ou de retração da oferta de recursos, os bancos se tornam mais exigentes no tocante aos tomadores de empréstimos beneficiando empresas mais sólidas, que são geralmente identificadas com as de maior porte. A possibilidade de tal distorção já foi mencionada nas seções II e III deste trabalho.

Em 18/09/81, o controle das aplicações de instituições financeiras estendeu-se às sociedades de arrendamento mercantil (“leasing”), cujas aplicações a partir desta data até o final de 1981 foram limitadas em 16,5% pela Resolução nº 705. Por outro lado, em início de dezembro, a Resolução nº 711 estabeleceu restrições e penalidades aos bancos comerciais que excedessem o percentual máximo

⁴³ Para maiores detalhes, veja-se Maílson Ferreira da Nóbrega, “Taxas de Juros e Crédito Subsidiado”.

⁴⁴ Para uma discussão mais detalhada dos fatores que afetam as taxas de juros e a vinculação entre juros internos e externos veja-se Luiz Aranha Corrêa do Lago, “Taxas de Juros: Características e Opções”, in *Conjuntura Econômica*, Fevereiro de 1982 e Paulo Nogueira Batista Jr., *Mito e Realidade na Dívida Externa Brasileira*, Capítulo II.1, especialmente pp. 172-179.

⁴⁵ Veja-se Banco Central do Brasil, *Relatório Anual 1981*, p. 132.

de crescimento fixado para algumas de suas aplicações⁴⁶.

Paralelamente, no entanto, subsistia a preocupação governamental de estimular a captação no exterior, em vista da situação do balanço de pagamentos. Reduziu-se, assim, no início de dezembro o prazo mínimo aplicável às operações de repasses provenientes de empréstimos obtidos na forma da Resolução 63. Porém, em vista do risco cambial associado a essas operações, agravado pelo “atraso cambial” oriundo da valorização do cruzeiro ocorrida em 1980, muitos tomadores preferiam tomar recursos internamente a desviar sua demanda de empréstimos internos para recursos externos repassados pelos bancos. Na medida em que o custo dos empréstimos em cruzeiros sujeitos a tetos mostrou forte aumento, um maior número de tomadores potenciais foi forçado a recorrer a recursos externos. No entanto, a isenção de limite no repasse de operações 63 não bastaria para compensar as restrições resultantes dos tetos de expansão de empréstimos impostos sobre os bancos, notadamente no caso de empresas menores com menor acesso àquele tipo de operação.

Depois de alcançar uma taxa de expansão anual de mais de 120% entre março e maio, o IGP-DI mostrou uma tendência descendente ao longo do segundo semestre de 1981 permanecendo aquela taxa anual em 92,5% em dezembro. No entanto, os meios de pagamento e a base monetária cresceram respectivamente 73% e 69,9% entre dez./80 e dez./81, muito acima das metas de 50% fixadas no Orçamento Monetário para 1981 (veja-se o Quadro 3).

Nesse contexto, e dadas as cifras de expansão do crédito ao longo do ano, as autoridades monetárias resolveram manter o controle quantitativo do crédito no ano seguinte. Tal limitação, no entanto, passava a levar em conta a dimensão dos bancos e o fato de poderem ou não operar em câmbio, variando de 50 a 70% o limite máximo de crescimento das aplicações⁴⁷. Outra Resolução limitou em 60% para 1982, “o crescimento bruto das aplicações dos bancos de investimento e das sociedades de arrendamento mercantil (‘leasing’) e em 80% para as SCFI, percentual este aplicado sobre o valor máximo admitido para 1980”⁴⁸.

De fato, em 1981, segundo dados recentemente revistos, o saldo global dos empréstimos do sistema financeiro cresceu 110,9%, sendo de 101,2% e 157,0% respectivamente os aumentos nos empréstimos ao setor privado e ao setor público (Quadro 4). Os empréstimos totais do sistema monetário cresceram 96% (83,7% no caso de empréstimos ao setor privado) evidenciando a importância dos créditos do sistema não-monetário que responderam por 54,2% dos empréstimos totais e aumentaram 125,4% com relação a 1980. A expansão dos empréstimos do Banco do Brasil, que res

⁴⁶ Percentual fixado entre 50% e 70% segundo o porte e o tipo do estabelecimento, fixado para as operações normais de desconto, empréstimo ou financiamento, inclusive aquisição de operações de crédito. Veja-se Banco Central do Brasil, Relatório Anual 1981, p. 133.

⁴⁷ Resolução nº 718, de 22/12/81. Eram os seguintes os percentuais autorizados: bancos não autorizados a operar em câmbio: pequenos e médios – 70%; bancos autorizados a operar em câmbio: pequenos – 60%; médios e grandes – 50%.

⁴⁸ Resolução nº 717 de 22/12/81. A Resolução excluía, “para efeito do cálculo de expansão das aplicações, os custos relativos ao IOF, quando as operações fossem realizadas por bancos de investimento e sociedades de crédito, financiamento e investimento”.

ponderam por 43,5% dos empréstimos totais do sistema, foi contida em 69,4%⁴⁹, mas também superou amplamente a meta de 50% fixada pelas Autoridades Monetárias, principalmente em decorrência do crescimento dos empréstimos a setores prioritários⁵⁰.

Quadro 4
Taxas de Crescimento Anual dos Empréstimos do Sistema Financeiro Segundo Entidades
1981 e 1982

Discriminação	Ao Setor Privado		Ao Setor Público		Total	
	1981	1982	1981	1982	1981	1982
Sistema Monetário	83,7	101,8	157,8	114,6	96,0	104,6
BB	68,3	69,6	88,4	47,0	69,4	68,3
BCom	96,0	124,2	167,4	121,3	113,2	123,3
Sistema Não-Monetário	118,5	136,3	156,3	136,8	125,4	136,4
BNDES	115,2	128,1	131,4	174,9	122,2	149,1
BD	119,0	101,9	174,5	170,3	142,2	134,2
BI	85,0	72,2	304,3	71,5	104,3	72,1
CEF	130,4	135,2	68,3	119,5	122,5	135,6
CxEE	142,5	122,5	121,4	59,2	138,6	111,5
BNH	112,2	202,3	168,8	146,7	157,9	155,5
SCFI	90,2	245,9	-	97,4	90,7	245,5
SCI	152,5	173,3	-	-	152,5	175,3
APE	128,6	57,0	-	-	128,6	57,0
BNCC	286,9	149,0	115,4	-61,8	244,4	116,4
Total	101,2	120,6	157,0	126,4	110,9	121,8

Siglas: BB – Banco do Brasil; BCom – Bancos Comerciais; BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social; BD – Bancos de Desenvolvimento; BI – Bancos de Investimento; CEF – Caixa Econômica Federal; CxEE – Caixas Econômicas Estaduais; BNH – Banco Nacional da Habitação; SCFI – Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento; SCI – Sociedades de Crédito Imobiliário; APE – Associações de Poupança e Empréstimos; BNCC – Banco Nacional de Crédito Cooperativo.

Fonte: Banco Central do Brasil, *Relatório Anual 1982*, p. 41.

Quanto às operações sujeitas a controle, os empréstimos dos bancos comerciais sujeitos ao teto de 50% acabaram crescendo 53,3%. No entanto, como fora permitido aos bancos que se situaram abaixo de 45% em 1980 utilizar a margem deixada no período anterior, a margem total efetiva permitida para o conjunto dos bancos comerciais era de 54,6%, crescimento que não foi excedido. Porém, as demais operações de crédito mostraram crescimento acumulado de 155,1% ao longo do ano, o que elevou a taxa de aumento dos empréstimos dos bancos comerciais como um todo para

⁴⁹ Os números apresentados no texto são dados revistos que constam do *Relatório 1982* do Banco Central do Brasil, p. 41. No *Relatório 1981*, eram as seguintes as taxas de expansão mencionadas: empréstimos do sistema financeiro ao setor privado, 104,8% (98,4% no caso do sistema monetário e 119,5% no caso do sistema não-monetário); empréstimos do Banco do Brasil, 67,2%.

⁵⁰ Sobre os desvios entre metas do Orçamento Monetário para 1981 e os totais efetivamente observados, veja-se Luiz Aranha Corrêa do Lago, “Orçamento Monetário 1981”, in *Conjuntura Econômica*, fevereiro de 82.

113,2%⁵¹.

Os empréstimos dos bancos de investimento sob controle se mantiveram abaixo do limite, aumentando em 46,1% enquanto as aplicações totais daquelas instituições da área privada cresceram à elevada taxa de 110,6%, muito superior à da inflação. No caso das SCFI privadas, no entanto, os empréstimos totais cresceram apenas 76,7%, permanecendo em 43,4% o aumento das aplicações sujeitas ao teto de 50%⁵².

Em suma, em 1981 ocorreu uma significativa contração real dos meios de pagamento, mas os empréstimos totais do sistema financeiro ao setor privado cresceram muito acima da taxa de inflação, apesar do controle quantitativo sobre determinadas aplicações, que fora inclusive estendido as empresas de “leasing”. O recuo da taxa anual de inflação que se verificou no segundo semestre do ano coincidiu com um agravamento da recessão, registrando-se uma queda no Produto Interno Bruto da ordem de 3,5%, inédita pelo menos no pós-guerra (e fortemente influenciada por uma queda ainda mais acentuada do produto industrial), que contrastava com o crescimento de 7,9%, observado no ano anterior. A intensidade da recessão não poderia deixar de afetar a política econômica ao longo do ano seguinte.

O efeito discriminatório da contração do crédito para determinados setores persistira ao longo de 1981, criando distorções. Como se enfatizou em trabalho recente, ficavam claramente beneficiados os setores considerados prioritários pelo Governo e, em particular a agricultura, (mas também o setor exportador e o Proálcool), enquanto a indústria e o comércio eram especialmente afetados pelas restrições ao crédito⁵³, não apenas em termos de *volume* como do *custo* do crédito. Nesse contexto, era natural que as empresas se voltassem para fontes alternativas de financiamento (como se esperaria dos argumentos teóricos expostos na seção II deste trabalho).

Na impossibilidade de apelar para o lançamento de ações, pelo menos para obter recursos ao nível de suas necessidades, diversas empresas industriais passaram a emitir debentures. Enquanto o saldo das emissões primárias desses títulos, registrados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) não ultrapassara Cr\$ 16,2 bilhões em 1980, este mesmo saldo passou para Cr\$ 162 bilhões durante o exercício de 1981, mostrando uma variação de 898,4%! Portanto, analogamente ao que se observou para o caso inglês em período anterior, diversas empresas foram levadas a mudar a composição dos seus financiamentos, no qual as debêntures ganharam importância crescente. Estes títulos também apresentavam atrativos para os bancos, que passaram a absorver em suas carteiras parte substancial

⁵¹ Veja-se Banco Central do Brasil, *Relatório 1982*, p. 41. No *Relatório 1981*, p. 43, apresenta-se uma taxa de expansão dos empréstimos totais dos bancos comerciais de 109,5% mantendo-se, no entanto, as demais taxas.

⁵² Banco Central do Brasil, *Relatório 1982*, p. 44. Segundo o *Relatório 1982*, os empréstimos dos bancos de investimento como um todo teriam crescido 104,31 em 1981 (créditos para setor privado 853 e crédito ao setor público 304,31), enquanto os empréstimos das SCFI teriam aumentado 90,7%.

⁵³ E. Amadeo, J. M. Camargo, J. A. C. Fernandes, “A Política Monetária em 1981”, in *Conjuntura Econômica*, junho de 1982. Veja-se também, Luiz Aranha Corrêa do Lago, “Orçamento Monetário 1981”, p. 28.

das emissões registradas⁵⁴.

Paralelamente a essa crescente colocação de títulos privados pelas empresas, o Governo levava adiante uma política agressiva no mercado aberto, que resultou em colocação líquida de títulos públicos federais no montante de Cr\$ 551,6 bilhões, (contra apenas Cr\$ 5,9 bilhões no ano anterior), que se constituiu no principal fator de contração da base monetária em 1981 (com contribuição superior ao dobro do volume líquido das operações na área cambial, que fora o principal fator da contração no ano anterior), possibilitando manter o crescimento nominal desse agregado monetário abaixo da taxa de inflação (IGP-DI).

A essência da política creditícia se manteve inalterada no primeiro semestre de 1982, observando-se apenas em abril certo afrouxamento do controle do crédito das SCFI, cujas aplicações comprovadamente direcionadas para o financiamento ao consumidor final de bens foram excluídas do limite de crescimento bruto de 80% estabelecido em dezembro de 1981⁵⁵, reduzindo-se também a base de cálculo do IOF no caso de operações de crédito ao consumidor. Tal medida certamente visava amenizar o impacto da recessão sobre determinados setores industriais, notadamente os ramos de bens de consumo durável, e foi completamente, no último dia do semestre, pela Resolução nº 745, que eliminou completamente o limite de 80% sobre as aplicações das SCFI⁵⁶.

Quanto ao repasse de recursos externos pelos bancos comerciais, com base na Resolução nº 63, a Circular nº 700 do Banco Central, de 07/06/82, passou a permitir operações com encargos *prefixados*, especificando que os bancos deveriam estimar a correção cambial para o prazo de 90 dias. No entanto, como nesse caso, o “risco cambial” teria que ser suportado pelos próprios bancos, e não pelos tomadores, os bancos somente se engajariam em tais operações em maior escala cobrando taxas suficientemente elevadas para cobrir aquele risco. Portanto, tal medida, que *a priori* poderia criar uma nova alternativa ao crédito doméstico para as empresas, acabou não tendo maior impacto, visto que poucas empresas e bancos se envolveram em tais operações⁵⁷.

A inflação observada nos cinco primeiros meses do ano poderia, à primeira vista, sugerir a adequação de tal afrouxamento, já que o IGP-DI se estabilizou em torno de uma média de 91%. No entanto, paralelamente, a taxa de expansão da base monetária em 12 meses ultrapassou o patamar de

⁵⁴ Sobre as vantagens desses títulos, de natureza fiscal e outras, veja-se Banco Central do Brasil, *Relatório 1981*, pp. 54-55. Observe-se que “no exercício de 1981, as emissões de ações totalizaram Cr\$ 27,1 bilhões, mostrando redução de 2 0,9% sobre o volume emitido em 1980”. *Ibidem*, p. 64.

⁵⁵ Resolução nº 730 de 28/04/82, que alterava em parte a Resolução nº 717 de 22/12/81. A nova Resolução especificava que “a liberação não abrange operações de aquisição de direitos creditícios, de financiamento sem comprovação do direcionamento do crédito e de financiamento da prestação de serviços”. Banco Central do Brasil, *Relatório Anual 1982*, p. 121.

⁵⁶ Resolução nº 731 de 28/04/82. A base do cálculo do IOF nessas operações praticadas pelas SCFI passava a ser o “valor do ‘principal’ entregue ou colocado à disposição do interessado, ao invés do ‘principal’ mais encargos”. A alíquota aplicável sobre tais operações passava a ser de 0,3% ao mês até o máximo de 3,6% em operações com 12 meses ou mais de prazo. Veja-se Banco Central do Brasil, *Relatório 1982*, pp. 121 e 122.

⁵⁷ Veja-se *Gazeta Mercantil*, 11/06/82, p. 12.

80% (alcançando 85,4% em maio), enquanto os meios de pagamento mostravam crescimento médio próximo de 75% naquele período. A taxa de crescimento do IGP-DI de 8% em junho reverteu a tendência da taxa de inflação, que passou nesse mês para 97,6% (em 12 meses). Esta reversão certamente contribuiu para a adoção de uma série de novas medidas nos meses seguintes.

Em meados de julho, reforçou-se o controle do crédito com a “limitação em 13% e 15,98% do crescimento das aplicações em empréstimos e financiamentos dos bancos de desenvolvimento e das carteiras de desenvolvimento dos bancos oficiais estaduais para o terceiro trimestre (com base no valor máximo permitido para o terceiro trimestre de 1982) respectivamente”⁵⁸. Por outro lado, buscando novamente evitar certas distorções do controle do crédito, estabeleceu-se “como redutor dos limites de aplicações trimestrais dos bancos comerciais, as eventuais deficiências apresentadas nas aplicações em financiamento de capital de giro de microempresas e de pequenas e médias empresas”⁵⁹.

Visando reverter as expectativas de inflação, e supondo que nas taxas de juros *prefixadas* cobradas pelos bancos estava “embutida” uma taxa de inflação excessiva, as autoridades governamentais estabeleceram no começo de agosto que os bancos comerciais e de investimentos passassem a remunerar os seus depósitos a prazo fixo e cobrar nas suas aplicações (com recursos internos e de prazo igual ou superior a 6 meses) juros livremente pactuados mais correção monetária *pós-fixada* (e idêntica à variação das obrigações reajustáveis do Tesouro Nacional). O Governo esperava que tal medida levaria a menores taxas de juros *ex-post*, mas no fundo abria a possibilidade de uma tendência inversa. De fato, se a expectativa das instituições financeiras era de que a taxa de inflação superasse a variação da ORTN, estas inevitavelmente seriam levadas a aumentar os juros dos seus empréstimos, que permaneciam livres. A soma dos componentes (correção monetária + juros) *ex-post* poderia assim perfeitamente exceder as taxas prefixadas que vigoravam antes dessa medida, (agravando as dificuldades dos tomadores)⁶⁰.

Mas foram também tomadas novas medidas que afetaram não apenas as taxas, mas também o volume e a composição do crédito. A mesma Resolução que estabelecia a “correção monetária postecipada” nas operações ativas dos bancos, limitou em 5% ao mês “o crescimento bruto das operações de financiamento e de prestação de serviços e do crédito pessoal das sociedades de crédito, financiamento e de investimento” até o final do ano⁶¹. No mesmo dia, a Resolução nº 754 de 12/08/82 determinava que os bancos comerciais e os bancos de desenvolvimento deveriam “manter aplicada em crédito rural, respectivamente, a parcela de 10% e 5%, pelo menos, do total de suas operações de

⁵⁸ Resolução nº 746 de 15/07/1982.

⁵⁹ Resolução nº 747 de 15/07/1982.

⁶⁰ Segundo os dados do Quadro 6, relativos a um grande banco de investimento do Rio de Janeiro, as taxas médias de aplicação efetivamente caíram em agosto e setembro, mas a partir de outubro passaram para um patamar um pouco mais elevado.

⁶¹ Resolução nº 753, de 12/08/82.

crédito sujeitas a teto de expansão”, cobrando juros de até 12% mais correção monetária (igual à variação das ORTN⁶². Buscava-se, dessa forma, reduzir as necessidades de financiamento do setor agrícola por parte das autoridades monetárias, ao ampliar-se a oferta de recursos para esse setor através dos bancos privados, instituindo-se uma faixa adicional de aplicação compulsória (ainda que a juros reais positivos). Cabe observar que, para 1982, embora tivesse permanecido inalterada a taxa de juros cobrada pelo Governo nas operações de crédito rural, reduzira-se a parcela subsidiada para os grandes e médios produtores forçando-os a aumentar a sua participação com recursos próprios. Paralelamente, fora mantida a determinação “de que um mínimo de 25% dos depósitos sujeitos a recolhimento compulsório fosse canalizada para esse setor e que a parcela não aplicada fosse computada no total do crédito sujeito a teto”⁶³.

O Governo também estabeleceu maiores controles sobre a emissão e aquisição de debêntures que, como foi visto anteriormente, se tinham tornado uma importante fonte alternativa de financiamento para certas empresas, levando a emissões maciças de títulos. Assim, a emissão de debêntures passou a depender de “prévia anuência” da Comissão de Valores Mobiliários. Por outro lado, limitou-se a aplicação em debêntures, conversíveis ou não em ações, em 15% do total das aplicações dos bancos de investimento sujeitos ao limite de crescimento de 80% fixado em dezembro de 1981 e em 5% do total das aplicações dos bancos comerciais sujeitos aos limites de crescimento estabelecidos na mesma época⁶⁴.

Apesar das várias medidas do Governo, permaneceram em patamar elevado tanto a taxa de inflação em doze meses como as taxas de crescimento dos meios de pagamento e da base monetária. O Governo decidiu frear o crescimento da oferta de moeda, a partir de setembro, através de um forte aumento nos recolhimentos compulsórios. “O Decreto-lei nº 1959 elevou o limite *permissível* do recolhimento compulsório de 40% para 60% do total dos depósitos e/ou outros títulos contábeis das instituições financeiras”⁶⁵.

A utilização de maiores taxas de recolhimento compulsório sobre os depósitos à vista nos bancos comerciais (que na região Centro-Sul passaria de 35% para 45%, de 31% para 40% e de 28% para 36% no caso dos grandes, médios e pequenos bancos respectivamente) através de um ajustamento gradativo⁶⁶, foi acompanhada pela instituição do recolhimento compulsório de 5% sobre os depósitos a prazo do sistema bancário (bancos comerciais, de investimento e de

⁶² Resolução nº 754, de 12/08/82.

⁶³ Banco Central do Brasil, *Relatório 1982*, p. 35.

⁶⁴ Resoluções nº 755 e nº 756, de 12/08/82.

⁶⁵ Banco Central do Brasil, *Relatório 1982*, p. 34.

⁶⁶ Resolução nº 762, de 14/09/82. Tal Resolução não alterava a situação dos bancos sediados no norte e nordeste do País, permanecendo as taxas de recolhimento compulsório de 18%, 14% e 11% para os grandes, médios e pequenos bancos, respectivamente. O ajustamento gradual à nova exigibilidade dever-se-ia efetuar via um percentual de 30% sobre o aumento dos depósitos sujeitos a recolhimento, mês a mês, até que as novas taxas médias fossem alcançadas.

desenvolvimento)⁶⁷. Tais recolhimentos deveriam ser efetuados em ORTN a serem adquiridas no mercado financeiro. O Governo voltava, assim, a recorrer a um instrumento tradicional de política monetária, ampliando inclusive o seu alcance.

Quanto aos empréstimos em moeda estrangeira repassados de acordo com a Resolução nº 63, com o objetivo de permitir operações de “hedge” por parte de tomadores daqueles recursos, as autoridades monetárias aprovaram no início de outubro a Resolução nº 766 que estabelecia “condições para que as pessoas jurídicas não financeiras também pudessem assumir compromissos de compra futura de Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional com opção pelo reajustamento do seu valor com base na correção cambial”⁶⁸. Na realidade, já existiam nos meses anteriores acordos informais para fins de “hedge” entre instituições financeiras e não-financeiras que tal Resolução buscava legalizar. Não houve, conseqüentemente, um grande desvio da demanda de recursos internos para recursos externos, e as taxas de juros nos empréstimos em cruzeiros não mostraram tendência de queda até o fim do ano (vejam-se os Quadros 5 e 6), enquanto aumentavam os rumores sobre uma possível maxidesvalorização do cruzeiro⁶⁹.

No último trimestre do ano, em face do aumento do recolhimento compulsório, ocorreu efetivamente uma redução do ritmo de expansão dos meios de pagamento que em dezembro apresentaram um crescimento de 69,7% contra uma taxa de 12 meses de 76,1% em setembro. No entanto, a taxa de inflação (IGP-DI) no final do ano alcançou 99,1% enquanto o aumento anual da base monetária permanecia muito elevado (86,8% em dezembro).

Tais cifras configuravam um aperto da liquidez real da economia. Nesse contexto, cabe observar que, após alguma recuperação do setor industrial na primeira metade do ano, reverteu-se essa tendência no segundo semestre, mas a taxa de crescimento do PIB terminou sendo ligeiramente positiva⁷⁰.

⁶⁷ Resolução nº 761, de 14/09/82. Os bancos do Norte e do Nordeste não eram afetados pela medida, e incidia uma alíquota de 15% sobre o crescimento dos depósitos a prazo até que fosse alcançado o percentual médio de 5%.

⁶⁸ Resolução nº 766, de 06/10/82. Veja-se Banco Central do Brasil, *Relatório 1982*, p. 123.

⁶⁹ Em meados de novembro, diversos observadores notavam que “a maior parte das empresas não está tomando em dólares” enquanto outros destacavam que o “hedge” aprovado pelo CMN em 06/10/82 era imperfeito “porque os preços das ORTNs não se alteram somente de acordo com a variação cambial”. Sobre estes aspectos, e os custos das operações de “hedge” então em vigor, veja-se *Gazeta Mercantil*, 16/11/82, p. 17.

⁷⁰ Os dados preliminares para a variação do PIB em 1982 indicam um intervalo entre 1% e 1,7%, em virtude principalmente do caráter preliminar da taxa de crescimento do produto industrial que parece ter-se situado entre 0,5% e 2% no mesmo período. Veja-se *Conjuntura Econômica*, fevereiro de 1983, p. 9.

Quadro 5

Taxa de Juros de Aplicação dos Bancos Comerciais⁷¹

Período	Taxa de Aplicação (% ano)
1980 - Dezembro ⁷²	88,00
1981 - Janeiro	133,75
Fevereiro	133,75
Março	133,75
Abril	133,75
Maio	127,38
Junho	129,50
Julho	127,63
Agosto	120,25
Setembro	126,50
Outubro	143,60
Novembro	137,82
Dezembro	138,09
1982 - Janeiro	131,95
Fevereiro	134,02
Março	142,12
Abril	145,35
Maio	138,89
Junho	141,04
Julho	143,19
Agosto	151,80
Setembro	151,80
Outubro	151,80
Novembro	162,30
Dezembro	166,49
1983 - Janeiro	162,56
Fevereiro	181,18
Março	190,83

Fonte: Morgan Guaranty Trust, *World Financial Markets*, Agosto de 1981, p. 14; Janeiro de 1982, p. 20; Julho de 1982, p. 16; Dezembro de 1982, p. 14; Maio de 1983, p. 16.

⁷¹ “Lending rates”. Infelizmente não está citada nesta publicação a fonte original das informações, podendo ter ocorrido mudança de informações e/ou de critérios ao longo do período coberto pelo Quadro. Este tem, portanto, caráter meramente ilustrativo, justificando-se por cobrir período relativamente extenso.

⁷² Segundo a fonte deste Quadro, a taxa de aplicação teria permanecido constante em 57% entre set./79 e out./80, passando a 88% em nov. e dez./80.

Quadro 6

Taxas de Juros de Aplicação dos Bancos de Investimento⁷³

(em %, acima da Correção Monetária)

Fim de Período	Tomador Nacional	Tomador Multinacional
1982 - Março	26.30	31.20
Abril	26.30	31.20
Maio	26.70	30.20
Junho	26.10	28.80
Julho	24.80	26.10
Agosto	16.50	17.00
Setembro	20.30	20.30
Outubro	26.80	26.80
Novembro	26.80	26.80
Dezembro	26.80	28.10
1983 - Janeiro	21.50	22.00
Fevereiro	18.00	19.00
Março	18.00	19.00
Abril	22.00	25.00
Maio	22.00	24.00
Junho	25.00	27.00
Julho	30.00	32.00
Agosto	32.00	33.00
Setembro	39.00	33.00
Outubro	31.00	32.00

Fonte: Banco de Investimentos Garantia.

Novamente, como no ano anterior, as metas do Orçamento Monetário não puderam ser cumpridas em 1982. Os meios de pagamento e a base monetária mostraram desvios de 19,3% e 36,8% com relação à meta de 50%, confirmando que tal “meta” era apenas um “balizamento”. As operações cambiais tiveram forte impacto contracionista sobre a base monetária como decorrência principalmente de significativa queda das reservas internacionais do País, contrariando a previsão de um impacto expansionista dessas contas. Em contraste, um dos principais fatores de expansão da base foi o resgate líquido de títulos públicos ao longo do ano, revertendo a grande colocação líquida do ano anterior (e que ainda caracterizara o primeiro semestre de 1982). Mas as operações ativas do Banco do Brasil continuaram representando a principal fonte de pressão sobre a base monetária⁷⁴.

Segundo o Relatório do Banco Central de 1982, os empréstimos do sistema financeiro ao setor público e ao setor privado cresceram 121,8%, atingindo Cr\$ 30.027,1 bilhões ao término de 1982. O

⁷³ Note-se que, diante do distanciamento entre a correção monetária e a inflação observada, principalmente ao longo de 1983, seria de se esperar uma elevação das taxas listadas acima. Estas excluem o IOF

⁷⁴ Para maiores detalhes sobre os desvios das metas do orçamento monetário de 1982, veja-se M. S. Bastos Marques, “Orçamento Monetário para 1985”, in *Conjuntura Econômica*, fevereiro de 1985.

saldo dos empréstimos ao setor privado, que alcançou Cr\$ 23.503,1 bilhões no final do ano, cresceu 120,6% com relação ao ano anterior. Os créditos concedidos pelo sistema monetário ao setor privado cresceram à taxa bem mais baixa (101,8%) enquanto os empréstimos do sistema não-monetário aumentaram 136,3%, contribuindo com 58,4% dos empréstimos totais concedidos ao setor privado⁷⁵ (ver mais adiante o Quadro 7).

Permaneceu a ênfase governamental nos setores prioritários (agricultura, exportação e Proálcool), tendo os empréstimos do sistema monetário a esses setores crescido 83,4%, destacando-se o papel tradicional do Banco do Brasil, mas também a maior alocação de recursos para a agricultura pelos bancos comerciais. Estes passaram a responder por 29,9% do total dos empréstimos rurais em 1982 contra 25,7% em 1981 e 19,9% em 1980, enquanto a participação do Banco do Brasil foi de respectivamente 63,1%, 68,8% e 75,8%⁷⁶.

Os empréstimos do Banco do Brasil como um todo cresceram 70,3%. Os empréstimos ao setor privado que responderam por 95% do total, cresceram 69,6%, sendo de 72,6% o aumento das operações com o setor rural.

Os empréstimos dos bancos comerciais, cresceram 105,5% no ano, como resultado de um aumento de 53% nas operações de crédito sujeitas a controle, e de 127,4% nas demais operações de crédito. Como o limite das operações de crédito sujeitas a controle variava entre 50% e 70%, segundo a natureza dos bancos, esse teto parece ter sido rigidamente cumprido pelo conjunto dos bancos. No entanto, as demais operações, incluindo diversos repasses, cresceram muito acima da inflação, enviando o crescimento médio, que também superou o crescimento dos preços de dezembro a dezembro⁷⁷.

As operações dos bancos de investimento sujeitas a controle mostraram variação acumulada de 62,3%, bastante abaixo do teto permitido (80%). Suas operações totais junto ao setor privado cresceram 72,3%, também abaixo do teto e da taxa de crescimento dos preços, desempenho certamente influenciado pela criação de depósitos compulsórios ao longo do ano. Em contraste, os empréstimos das SCFI, liberados do controle, tiveram grande crescimento, da ordem de 246%. O crédito pessoal e o crédito ao consumidor cresceram 167% em 1982 contra apenas 64,3% em 1981, e a participação das financeiras no total do crédito pessoal aumentou de 56% em 1981 para 72,6%

⁷⁵ Veja-se Banco Central do Brasil, *Relatório 1982*, pp. 38 e 41. Os critérios adotados nesse Relatório divergem dos utilizados em anos anteriores, resultando taxas de expansão do crédito concedido pelas várias instituições, nos anos anteriores, um pouco diferentes.

⁷⁶ *Ibidem*, pp. 38 e 41.

⁷⁷ As principais fontes de recursos dos bancos comerciais em 1982 foram os recursos externos sob amparo da Resolução nº 63 (Cr\$ 1,45 trilhão), as obrigações contraídas junto a entidades financeiras não monetárias oficiais (Cr\$ 1,29 trilhão), os depósitos à vista (Cr\$ 0,98 trilhão) e a prazo (Cr\$ 0,67 trilhão). Veja-se Banco Central do Brasil, *Informativo Mensal*, janeiro de 1983, p. 3.

em 1982⁷⁸. Somando-se a contribuição das demais instituições financeiras⁷⁹, com taxas de expansão positivas em termos reais, era inevitável que os empréstimos ao setor privado crescessem acima da inflação, como já foi visto.

As empresas continuaram a recorrer à emissão de debêntures como fonte alternativa de financiamento. Os fluxos acumulados das emissões primárias registradas na CVM mostraram um aumento de Cr\$ 162 bilhões em fins de 1981 para Cr\$ 316 bilhões em dezembro de 1982. Transformando-se o valor das emissões mensais em ORTNs, “observa-se um crescimento real de 18,9% em relação ao total emitido em 1981, muito inferior ao verificado no ano anterior”. Esse crescimento, no entanto, foi prejudicado pela já mencionada “inclusão das aquisições de debêntures nos limites de expansão do crédito dos bancos comerciais e de investimento, de conformidade com os dispositivos da Resolução nº 756”⁸⁰. Reduziu-se, assim, parcialmente a possibilidade de contornar o controle do crédito, através do grande aumento de emissões. Cabe notar, também, que após um recuo do valor registrado das ações emitidas em 1981, este cresceu 211,7% em 1982, alcançando um total de Cr\$ 84,5 bilhões (bastante inferior ao das debêntures, mas mostrando forte aumento em termos reais. Tal desempenho pode ser, pelo menos parcialmente, associado à existência do controle quantitativo.

Nesse contexto, novamente, e apesar de que os controles se aplicassem apenas a determinados segmentos do sistema financeiro, não impossibilitando uma forte expansão *global* do crédito, o Governo voltou a fixar tetos de expansão para o crédito bancário em 16/12/82. Visando maior flexibilidade, no entanto, as autoridades monetárias estabeleceram percentuais apenas para o primeiro semestre de 1985, permanecendo a diferenciação entre bancos comerciais de diferente natureza⁸¹. Fixou-se também um teto para o crescimento bruto (computados os encargos) das aplicações dos bancos de investimento, enquanto prorrogava-se o prazo de vigência, por tempo indeterminado, do aumento no recolhimento compulsório dos bancos comerciais estabelecido pela Resolução nº 762 de setembro de 1982.

Em agosto, as autoridades monetárias já tinham determinado uma maior participação dos bancos comerciais e de investimento no crédito rural, com vistas a diminuir os *deseMBOLSOS* oficiais

⁷⁸ Banco Central do Brasil, *Relatório 1982*, p. 46.

⁷⁹ Veja-se o Quadro 4. Cabe observar que as sociedades de arrendamento mercantil (“leasing”) expandiram as suas operações em 121,8%, embora o saldo de suas operações sob controle só tivesse crescido 37,3%. O ritmo de crescimento total foi muito inferior ao dos anos anteriores (164,8% em 1981 e 138,4% em 1980), estando este declínio associado com a fixação de limite para o crescimento das operações de “leasing” lastreadas em recursos internos, exclusive repasse de recursos governamentais. Veja-se Banco Central do Brasil, *Relatório 1982*, p. 48.

⁸⁰ A citação consta de Banco Central do Brasil, *Relatório 1982*, p. 63. Para informações detalhadas sobre emissões de debêntures e ações, veja-se Comissão de Valores Mobiliários, *Relatório Anual 1982*, pp. 27 e 31.

⁸¹ Resolução nº 779, de 16/12/82. Os percentuais de aumento permitidos para o primeiro semestre de 1983 eram os seguintes: bancos não autorizados a operar em câmbio – pequenos e médios, 16%; bancos autorizados a operar em câmbio – pequenos, 12%; médios e grandes, 10%. Veja-se Banco Central do Brasil, *Relatório 1982*, p. 124.

para o setor agrícola⁸². Em 16/12/82 adotou-se medida que aumentava os *custos* do crédito rural e agroindustrial, visando reduzir o subsídio creditício implícito em operações dessa natureza realizadas pelas autoridades monetárias, estabelecendo-se juros vinculados ao INPC⁸³. No entanto, não se colocaram restrições absolutas ao *montante* do crédito rural a ser concedido em 1983, apesar da meta de expansão de 62,6% para os empréstimos das autoridades monetárias ao setor rural contida no Orçamento Monetário para 1983.

A manutenção do controle quantitativo do crédito, do elevado coeficiente de recolhimento compulsório e do IOF, da obrigatoriedade de aplicação em crédito rural de parcela ponderável das aplicações dos bancos, e a pós-fixação das taxas de juros enfrentavam sérias críticas, principalmente por parte do setor bancário, que atribuía a essas e outras restrições o elevado nível da taxa de juros⁸⁴, mas subestimava a dependência dos juros da área cambial. Possivelmente influenciadas por tal argumentação, as autoridades monetárias adotaram diversas medidas em janeiro de 1983, que preparavam o caminho para a supressão do controle quantitativo do crédito.

Na reunião do Conselho Monetário, de 11/01/83, aumentou-se o limite trimestral de expansão do crédito dos grandes bancos (de 10% para 12%) e dos bancos de investimento (de 10% para 20%). O IOF incidente sobre empréstimos foi reduzido de 0,6% para 0,4% ao mês, ou de 6,9% para 4,6% ao ano. O depósito compulsório efetivamente recolhido ao Banco Central foi reduzido de 45% para 35%, mas essa redução de 10% passou a ter aplicações específicas: 5% destinaram-se à compra de certificados de depósito bancário (CDBs) emitidos pelos bancos estaduais e os outros 5% à subscrição de ações e debêntures novas. Esta última modalidade visava contribuir para uma maior capitalização das empresas, diminuindo a demanda de empréstimos no mercado financeiro, inclusive pela exigência de uma contrapartida de recursos próprios dos bancos: na subscrição de ações, um adicional de metade do valor liberado do recolhimento compulsório seria obrigatoriamente aplicado pelos bancos com recursos próprios. Com relação ao crédito rural, a destinação de recursos para a agricultura, mantida em 45% (35% a juros subsidiados e 10% com correção monetária mais juros de 8%) passou a não exceder o total dos depósitos à vista dos bancos, amenizando um pouco aquela obrigação. Finalmente, visando também contribuir para uma queda dos juros, o Ministro da Fazenda anunciou

⁸² Somadas as obrigações fixadas em agosto às anteriormente existentes, os bancos comerciais passaram a ter que aplicar em crédito rural 45% das operações sujeitas a limite quantitativo, sendo 35% a taxas subsidiadas e 10% com correção monetária mais juros de 8%, enquanto a obrigação dos bancos de investimento se elevava de 5% para 10%, com encargos limitados à correção monetária mais juros de 12% a.a.

⁸³ Resolução nº 782 de 16/12/82. Outra Resolução, a de nº 784 de mesma data, estabelecia o custo para as operações de financiamento de capital de giro à micro, pequenas e médias empresas.

⁸⁴ Sugestões apresentadas ao Ministério da Fazenda em fins de dezembro de 1982, por representantes das instituições financeiras, com o objetivo de baixar os juros incluíam, entre outras, “a) redução do compulsório dos bancos comerciais de 45% para 35% eliminação do compulsório sobre depósitos a prazo; b) eliminação do controle quantitativo de crédito, inclusive do mercado de debêntures; c) eliminação do IOF sobre operações de crédito; d) revogação da resolução que alterava a base do cálculo de aplicação rural; e) retorno a faculdade de correção prefixada nas operações de captação e aplicações do sistema financeiro. Veja-se, *Gazeta Mercantil*, 30/12/82, p. 14.

que seria substancialmente reduzida a emissão de ORTNs ao longo do ano.

O Banco do Brasil também dava um “exemplo” reduzindo de 79,5% para 72% a taxa cobrada no desconto de duplicatas. Foram, assim, atendidas, pelo menos parcialmente, diversas reivindicações dos representantes de instituições financeiras, mas o fim da pós-fixação dos juros não obteve consenso, prevalecendo dúvidas quanto aos efeitos dessa mudança sobre os juros⁸⁵.

Essas medidas parecem ter tido algum efeito sobre os juros (mesmo antes do IOF) nas semanas seguintes, observando-se, no entanto, oscilações. A maxidesvalorização de fevereiro de 1983, que reduziu o valor do cruzeiro em relação ao dólar em 30%, logo reacendeu as expectativas inflacionárias que não se modificaram no sentido esperado pelo Governo com as medidas de janeiro.

Poucos dias depois da maxidesvalorização, em 10/03/83, o Conselho Monetário introduziu mudanças nas regras de fixação das correções monetária e cambial, justamente visando “propiciar condições favoráveis para uma virtual redução nos níveis reais das taxas de juros”. Pela Resolução nº 802, a variação trimestral da correção monetária deveria igualar-se ao índice de inflação (IGP-DI) e a correção cambial, também em base trimestral, não poderia ultrapassar o mesmo índice. Segundo publicação oficial, “com essa medida, as Autoridades Monetárias buscavam a estabilidade de dois importantes segmentos do mercado financeiro: a captação de recursos externos e os depósitos em cadernetas de poupança”⁸⁶.

Cabe observar, que a partir do anúncio de suspensão temporária de pagamentos pelo México em agosto de 1982, a captação de novos recursos pelo Brasil no mercado financeiro internacional declinou bruscamente e ficou virtualmente interrompida, levando o Brasil a entrar em entendimentos com o FMI⁸⁷. Existia, no entanto, um grande estoque de recursos externos captados *anteriormente*, passíveis de repasse pelos bancos comerciais e de investimento através de operações segundo a Resolução nº 63, que não estavam sujeitas ao controle quantitativo do crédito.

Já se mencionou a Resolução nº 766 de outubro de 1982, que permitia certo tipo de “hedge” contra bruscas flutuações na taxa de câmbio pelas instituições não financeiras tomadoras de empréstimos externos. O fato de ter ocorrido uma maxidesvalorização em fevereiro de 1983 parecia

⁸⁵ Sobre essas e outras medidas adotadas pelo CMN em 12/01/83, veja-se, por exemplo, *O Globo*, 12/01/83, p. 24. Quanto à colocação adicional de títulos privados como fonte alternativa de financiamento para certas empresas, a Resolução nº 794 relativa a fundos de pensão reduziu de 30 para 20% a participação obrigatória de títulos governamentais nas carteiras dessas instituições, abrindo espaço para maiores compras de ações e debêntures. Adicionalmente, criou-se um incentivo de caráter fiscal para a emissão de ações por empresas privadas nacionais ao se permitir que 5% do aumento do capital efetuado em 1983 fossem abatidos do imposto de renda a pagar em 1984 (ano-base 1983). Tal medida reforçava a tentativa de favorecer a capitalização de empresas pela destinação oficial de parte do compulsório para subscrição de ações e debêntures novas. Outra medida reduzia de 2 anos para 90 dias o prazo mínimo de permanência de recursos externos aplicados em bolsas de valores, também visando revigorar o mercado de ações.

⁸⁶ As duas citações do texto constam do *Informativo Mensal* do Banco Central do Brasil, Março de 1983, p. 5. Para declarações do Ministério da Fazenda no mesmo sentido, veja-se *Gazeta Mercantil*, 11/03/1983, p. 17. O Ministro também observava que o relançamento de ORTNs com cláusula cambial (5 anos de prazo e 8% de juros) suspensa no início do ano deveria evitar a especulação no mercado “paralelo” de câmbio.

⁸⁷ Veja-se a respeito Paulo Nogueira Batista Jr., *Mito e Realidade na Dívida Externa Brasileira*.

descartar outra desvalorização acentuada *no curto prazo*. A Resolução nº 802, por outro lado, também parecia “garantir” um menor risco cambial. A esta Resolução somou-se em 18/03/83 a Circular nº 767, que estendia às operações de “hedge” a opção de cobrança de encargos postecipados, com base na variação da ORTN. Ou seja, permitiu-se às empresas não financeiras liquidar os novos empréstimos contratados pela Resolução nº 63, de prazo de 90 a 360 dias, com base na variação da correção monetária. Como no caso da Circular nº 700 de 07/06/82⁸⁸, o risco cambial dessas operações recairia sobre os bancos, que ficavam obrigados a fazer “hedge” com ORTNs cambiais de valor equivalente ao dos novos empréstimos concedidos. No entanto, como tal “hedge” é imperfeito, podendo levar a perdas em função de descompassos entre o prazo das operações e o “timing” das minidesvalorizações, dificilmente os bancos deixariam de incluir certa compensação nas taxas de juros cobradas nessas operações.

Com a Circular nº 767, o Governo buscava diminuir o temor de uma nova maxidesvalorização e, através de menores expectativas de desvalorização cambial (reforçadas pela Resolução nº 802), contribuir para alguma queda das taxas de juros.

Em um primeiro momento, logo após a maxidesvalorização, ocorreu de fato uma retirada de cerca de Cr\$ 120 bilhões de depósitos em moeda estrangeira junto ao Banco Central, que consistiu principalmente de saques de empréstimos captados pelos bancos com base na Resolução nº 63⁸⁹. Se continuassem a prevalecer tais retiradas nos meses seguintes, poder-se-ia esperar uma forte pressão sobre a base monetária e uma grande expansão de empréstimos bancários com base nesses recursos, não sujeitos a controles quantitativos. No entanto, taxas de inflação elevadas e a incerteza quanto às contas externas e à futura evolução do câmbio⁹⁰ logo reverteram essa tendência, levando a um crescimento dos depósitos em moeda estrangeira no Banco Central⁹¹. Paralelamente, a partir de abril, após algum recuo em fevereiro e março, as taxas de juros também mostraram novamente tendência de alta, que persistiria até o mês de junho.

Mas as medidas do CMN em 10/03/83 não se restringiram às questões da correção monetária e da correção cambial. Na mesma reunião adotaram-se diversas outras Resoluções relativas ao crédito bancário. A Resolução nº 803 tinha o objetivo de amenizar o impacto da maxidesvalorização cambial sobre as pequenas e médias empresas que haviam contraído no passado empréstimos externos

⁸⁸ A Circular nº 700 de 07/06/82 estabelecera “as condições para a cobrança de encargos prefixados nas operações de repasses de recursos externos de que trata a Resolução nº 63”, mas se aplicara exclusivamente às operações de prazo de 90 dias, as quais deveriam “ser dirigidas, futuramente, a pequenas e médias empresas”. A mesma Circular determinava que os bancos fizessem operações de “hedge” com ORTNs cambiais de valor pelo menos igual ao das operações a serem contratadas. Na prática, tais operações não parecem ter tido qualquer relevância.

⁸⁹ Veja-se *Gazeta Mercantil*, 31/03/83, p. 16.

⁹⁰ Tal incerteza quanto à evolução da política cambial e particularmente do cumprimento da Resolução nº 802 revelou-se bem fundada, pelo menos no tocante às regras de desvalorização cambial e de correção monetária. Depois da eliminação do controle quantitativo do crédito, em 28/06/83, a Resolução nº 841 novamente alteraria essas regras.

⁹¹ Cabe observar que, paralelamente, o recolhimento em cruzeiros dos juros e amortizações de empréstimos externos no Banco Central continuava a exercer papel fortemente contracionista ao longo de boa parte do ano de 1983.

vencíveis ao longo de 1983, e que não tinham paralelamente adquirido ORTNs com opção cambial para fins de “hedge”. Tal Resolução determinava que os bancos comerciais, de investimento e de desenvolvimento refinanciassem essas empresas mediante operações com prazo mínimo de 360 dias e juros máximos de 12% a.a. mais correção monetária⁹².

Pela Resolução nº 804 de 10/03/83 as instituições financeiras ficavam sujeitas à obrigação de informar semanalmente, “com ampla divulgação”, as taxas efetivas praticadas em suas operações de crédito e captação. Esperava-se, com tal medida, contribuir para a redução dos juros⁹³.

Finalmente, estabeleceram-se os limites de expansão dos empréstimos dos bancos comerciais e de investimento para o segundo semestre, frustrando expectativas de um fim do controle quantitativo⁹⁴.

Com a aceleração da inflação mensal já em março, quando o IGP-PI mostrou uma variação de 10,1% ao mês, as Autoridades Monetárias passaram a ter uma preocupação adicional na área financeira, a de promover uma maior estabilidade dos recursos do sistema financeiro de habitação, facilitando a captação através das cadernetas de poupança. A partir de 01/04/83, ampliou-se de 2.000 para 3.500 UPCs a garantia sobre essas contas, medida que, somando-se à adoção do “trimestre móvel” e à “poupança progressiva” deveria em princípio contribuir para um comportamento favorável dos saldos no futuro. Porém, tal evolução continuava fortemente dependente do grau de confiabilidade na manutenção da política governamental e das expectativas de inflação, bem como das tendências do rendimento de aplicações alternativas.

Certamente levando em conta tais aspectos, em maio, o Governo alterou a tributação das cadernetas de poupança, isentando de imposto de renda os depósitos até 2.000 UPCs e tributando os montantes acima desse teto em 18% na fonte⁹⁵. Ao tornar-se mais atraente a poupança, criava-se uma pequena dificuldade adicional à captação de recursos pelos bancos e SCFI que se veriam talvez obrigados a aumentar as suas taxas de captação para manter a demanda pelos títulos emitidos por estas instituições.

No início do mesmo mês, poucos dias depois de fontes governamentais admitirem a possibilidade do fim do controle do crédito, um ex-Ministro do Planejamento apresentava uma “receita simples” para baixar as taxas de juros: eliminação do IOF; redução do compulsório dos

⁹² Veja-se Banco Central do Brasil, *Informativo Mensal*, março de 1983, p. 5.

⁹³ *Ibidem*, p. 6.

⁹⁴ As Resoluções nº 805 e 806 de 10/03/83 fixaram em 20% o crescimento das aplicações dos bancos de investimento sujeitas a controle, enquanto as operações contingenciadas dos bancos comerciais tiveram o seu crescimento limitado em 18%, no caso dos bancos não autorizados a operar em câmbio e em 14% e 12% respectivamente, no caso dos pequenos e demais bancos autorizados a operar em câmbio. Veja-se Banco Central do Brasil, *Informativo Mensal*, março de 1983, p. 6 e *Gazeta Mercantil*, 11/3/83, p. 17, para a íntegra das Resoluções.

⁹⁵ Segundo o presidente da Associação Brasileira de Empresas de Crédito Imobiliário, Nelson da Matta, o novo estímulo às cadernetas beneficiava “a quase totalidade dos depositantes, cerca de 95,7%, que depositam até 2000 UPCs, que por sua vez respondem por 80% dos saldos existentes”. Veja-se *Gazeta Mercantil*, 20/05/83, p. 3.

bancos; fim dos limites de expansão do crédito; redução das taxas de juros no “overnight”. No entanto, apontava para uma “única” contraindicação, a possibilidade de “explosão” da base monetária. Esta, no entanto, poderia ser controlada “cortando de um golpe todos os subsídios”⁹⁶.

Tais propostas foram feitas após a divulgação de uma taxa de inflação de 9,2% em abril, mas não foram seguidas de medidas imediatas. Em maio, a inflação mensal manteve-se em nível elevado (6,7%) ainda que, como no caso do mês de abril, abaixo da variação registrada em março após a maxidesvalorização. Em uma base de 12 meses, no entanto, a inflação mostrava forte aceleração, passando de 109,7% em março para 117,4% em abril e 118,6% em maio. Paralelamente, a taxa de expansão dos meios de pagamento em 12 meses ultrapassou 81% em abril e maio, (refletindo, segundo alguns observadores, a aceleração do crescimento da base monetária nos últimos meses de 1982) enquanto o crescimento da base monetária passara a respectivamente 99,9% e 98% em 12 meses.

Foi neste contexto que, na reunião do Conselho Monetário de 09/06/83, foi aprovada a Resolução nº 835 que extinguiu o controle quantitativo a que estavam sujeitas as instituições financeiras, medida que supostamente visava “ampliar o fluxo de recursos ao setor privado e criar condições favoráveis à redução das taxas de juros”⁹⁷. De fato, paralelamente, pela Resolução nº 831, da mesma data, baixavam-se normas restritivas estabelecendo tetos para o crescimento dos empréstimos do sistema financeiro ao setor público, com vistas a aumentar o volume de recursos disponíveis para tomadores da área privada. Adicionalmente, fixava-se um custo mínimo para as operações de crédito ou financiamento de empresas estatais, que não poderia ser inferior aos custos fixados para a agricultura e para as pequenas e médias empresas.

Com relação aos custos das operações de empréstimo em geral, através da Resolução nº 830 foram substancialmente reduzidas as alíquotas do IOF no crédito bancário, de 4,6% para 1,5% (as operações de crédito direto ao consumidor, já estavam beneficiadas por alíquotas mais baixas, tendo sido anteriormente reduzida para 1,8% a alíquota nas operações de crédito imobiliário).

Adotaram-se também resoluções visando a redução gradativa do subsídio ao crédito agrícola e ao crédito destinado a micro, pequenas e médias empresas. O crédito agrícola passou a ficar sujeito a juros de 3% e 5% ao ano, respectivamente, e a correção monetária equivalente a determinada percentagem da variação das ORTNs, que no caso das regiões não privilegiadas aumentaria de 85% em 1983 para 95% em 1984 e 100% em 1985⁹⁸. As operações de crédito destinadas às grandes

⁹⁶ Declarações do Prof. Mário Henrique Simonsen em Salvador, reproduzidas em *Gazeta Mercantil*, de 09/05/83, p. 3.

⁹⁷ Banco Central do Brasil, *Informativo Mensal*, junho de 1983, p. 4.

⁹⁸ Nas áreas da SUDAM, Sudene, Vale do Jequitinhonha (MG) e Espírito Santo, as percentagens estabelecidas foram respectivamente: 70%, 80% e 90%. No caso de financiamento de tratores, máquinas e equipamentos, embarcações, bovinos, florestamento e reflorestamento, passaram a incidir correção monetária plena e juros de 3% a.a. Veja-se “Política Monetária”, in *Conjuntura Econômica*, julho de 1983, pp. 44-47 para as diversas medidas adotadas em 09/06/83, que também é a fonte dos parágrafos seguintes.

empresas também ficaram sujeitas a taxa de juros de 3% ao ano e correção monetária equivalente a percentuais crescentes da variação das ORTNs: 70%, 80% e 85%, respectivamente em 1983, 1984 e 1985 nas regiões incentivadas, e 85%, 100% e 100% nas regiões não incentivadas. Esta redução do subsídio creditício, principalmente no caso do crédito agrícola, atendia exigência do Fundo Monetário Internacional no sentido da redução do déficit consolidado do setor público, e fora reforçada pelo descumprimento de diversas metas acordadas nas Cartas de Intenção de 06/01/83 e de 24/02/83⁹⁹. (Naturalmente, os tetos para os empréstimos às estatais estabelecidos pela Resolução nº 831 também resultaram da preocupação em conter o déficit público).

No entanto, apesar da eliminação do controle quantitativo do crédito, os bancos foram negativamente afetados por outras medidas do Conselho Monetário Nacional da mesma data. A Resolução nº 833 elevou os percentuais dos recolhimentos compulsórios sobre os depósitos à vista dos bancos comerciais (que passaram a 50% para os bancos grandes, 45% para os bancos médios e 36% para os bancos pequenos), enquanto os depósitos compulsórios de bancos de investimento passaram para 10%, alíquota também aplicada a um novo recolhimento sobre os depósitos a prazo dos bancos comerciais e de desenvolvimento¹⁰⁰. Por outro lado, foram reduzidos de 8% para 3% (mais correção monetária) os juros incidentes sobre as operações obrigatórias de crédito agrícola efetuadas pelos bancos comerciais. Criou-se, também, uma antecipação do imposto de renda das instituições financeiras e alteraram-se os prazos de recolhimento da arrecadação dos tributos federais, visando reduzir a sua permanência nos bancos (de 22 para 18 dias). Finalmente, estabeleceu-se um adicional de imposto de renda sobre rendimentos de capital, que incidiu sobre os certificados de depósito bancário (CDB), importante fonte de captação de recursos pelos bancos¹⁰¹.

Nesse contexto, apesar da eliminação do controle quantitativo, pareceria inevitável uma tentativa por parte dos bancos de impedir uma queda significativa da taxa de juros e até mesmo de aumentá-la, para compensar o efeito conjunto dessas medidas¹⁰². As autoridades monetárias de certa forma se anteciparam a um movimento de mais longa duração nesse sentido, instaurando o

⁹⁹ Era esse também o objetivo da Resolução nº 832 de 09/06/83 que elevou de 40% para 60% a.a. até 01/01/84 os custos das operações de financiamento voltadas para a exportação realizadas através da Resolução nº 674. A partir de 02/01/84 sobre tais operações passarão a incidir 3% de juros e 70% da correção monetária aplicada às ORTNs. Veja-se Banco Central do Brasil, *Informativo Mensal*, junho de 1983, p. 7.

¹⁰⁰ Banco Central do Brasil, *Informativo Mensal*, julho de 1983, p. 8.

¹⁰¹ Outra medida de caráter fiscal foi a tributação em 4% na fonte dos ganhos no mercado aberto em operações de prazo inferior a 90 dias, além do aumento de 10% no recolhimento do imposto de renda na fonte sobre rendimentos de capital em geral.

¹⁰² Esta era a expectativa do mercado nos dias seguintes às medidas de 09/06/83. O fim do controle do crédito foi acompanhado por várias medidas já citadas que reduziam a disponibilidade de recursos (liquidez) das instituições bancárias. Veja-se, por exemplo, “Os Efeitos do Pacote”, em *O Globo*, 12/06/83, p. 41. A liberação do crédito bancário, por outro lado, parece ter tido como um de seus efeitos iniciais certa queda de interesse pelas debêntures por parte dos bancos, que esperavam ter “oportunidade de emprestar dinheiro às empresas com ‘spreads’ maiores do que os oferecidos por esses títulos”. No entanto, permaneciam compradores certos, os investidores institucionais, e as debêntures continuavam mais baratas do que operações de crédito, por serem isentas de imposto. Veja-se *Gazeta Mercantil*, 15/06/83, p. 11.

tabelamento das taxas de juros na reunião do Conselho Monetário de 13/07/83, que por sua vez seria "refinado" por medidas posteriores. Esta nova fase, no entanto, é muito recente e escapa ao âmbito do presente trabalho.

III.3. Os Efeitos do Controle do Crédito

Como foi visto anteriormente, desde a sua introdução em abril de 1980 até a sua eliminação em 09/06/83, o controle quantitativo do crédito incidiu sobre determinadas aplicações do sistema bancário e foi devidamente cumprido. No entanto, como tal controle não era abrangente, diversas modalidades de empréstimo não contingenciadas levaram sistematicamente a uma expansão do crédito (total e ao setor privado) bastante superior às metas estabelecidas nos vários orçamentos monetários.

Ao se comentarem os resultados do primeiro semestre de 1985 em publicação oficial, em que se registra que o crescimento dos empréstimos dos bancos comerciais alcançou 68,31, menciona-se que "essa expansão teria sido maior, não fosse o controle quantitativo... ao longo dos primeiros cinco meses do ano"¹⁰³. É indubitável que o controle quantitativo do crédito impediu um crescimento do crédito maior do que o efetivamente observado nos últimos anos. No entanto, tal controle não poderia funcionar plenamente, na medida em que não era aplicado de forma global (contrariamente, por exemplo, ao caso do Reino Unido e da Itália em certos períodos). Quanto aos seus efeitos diretos sobre o volume de crédito na economia, portanto, este instrumento de política econômica somente poderia ter um sucesso parcial.

Pode-se considerar que o controle quantitativo foi "bem-sucedido" no sentido de forçar empresas a recorrerem a repasses de recursos externos não sujeitos a controle quantitativo, o que (pelo menos até a crise do sistema financeiro internacional da segunda metade de 1982) serviu aos propósitos do Governo de estimular a captação externa pelos Bancos, com vistas a enfrentar o desequilíbrio do balanço de pagamentos. No entanto, o risco cambial associado a esses empréstimos não permitiu reduzir significativamente a pressão da demanda por empréstimos com base em recursos internos, aos quais grande parte das empresas continuou a dar preferência.

Por outro lado, o controle quantitativo não pode ser exclusivamente responsabilizado pelas taxas de juros elevadíssimas que caracterizaram a economia brasileira nos últimos anos. Como se mencionou anteriormente, uma vez eliminado o controle dos juros na passagem de 1980 para diversos outros fatores contribuíram, provavelmente com intensidade bem maior, para o elevado patamar daquelas taxas. A supressão de alguns fatores de pressão sobre os juros, como recentemente

¹⁰³ Banco Central do Brasil, *Informativo Mensal*, julho de 1983, p. 5.

a eliminação do controle quantitativo e a redução do IOF, em face da criação ou manutenção de outras fontes de pressão, como por exemplo o aumento do compulsório e o elevado rendimento dos títulos públicos, não bastaria para reduzir substancialmente as taxas de juros, especialmente na ausência de uma reversão das expectativas quanto a inflação e a desvalorização cambial futuras¹⁰⁴.

Talvez o efeito mais evidente do controle quantitativo do crédito, tenha sido a busca de fontes alternativas de financiamento (já mencionada em um contexto teórico na seção II), e que no passado recente, no Brasil, explica o grande aumento da emissão de debêntures em 1981 e 1982¹⁰⁵. Cabe notar que as emissões primárias de ações, por se tratar de títulos de diferente natureza, não acompanharam aquele crescimento, enquanto no caso inglês o mercado de ações parece ter sido utilizado com maior intensidade. A existência de alternativas de financiamento (ou seja, a “substitutibilidade” ressaltada na seção II) acaba permitindo *contornar* o controle quantitativo, pelo menos parcialmente, não se efetivando a retração do volume global do crédito e a contenção do dispêndio global objetivadas pela introdução de “tetos” de expansão (que por sua vez visam reduzir as pressões inflacionárias na economia).

Quanto às distorções em termos de efeitos diferenciados dos tetos sobre os diversos setores de atividade da economia, tal “discriminação” decorre não apenas da presença do controle quantitativo, mas principalmente da existência do crédito subsidiado (concedido principalmente pelas Autoridades Monetárias) a certos setores (notadamente à agricultura, exportação e energia). De fato, enquanto os setores não favorecidos por subsídios creditícios são forçados a competir por recursos limitados a custos mais elevados (inclusive pressionados pela presença de controles), os setores beneficiados não enfrentam maiores restrições do volume, gozando de taxas de juros reais muitas vezes negativas. Nesse contexto, os tetos de expansão exacerbam o diferencial de juros pagos pelos vários setores¹⁰⁶.

É notório que, na economia brasileira, existem diversos ativos financeiros que estão muito próximos do conceito de moeda, mas não estão incluídos na estatística de M1. Este é o caso, por exemplo, dos depósitos em cadernetas de poupança (especialmente a partir do crédito mensal dos juros instaurado no 3º trimestre de 1983). Da mesma forma que fica difícil o controle monetário pelo Governo enquanto este não puder exercer uma influência mais direta sobre determinados ativos quase monetários, o controle quantitativo do crédito somente pode ser realmente eficaz (em termos de contenção do volume total dos empréstimos do sistema financeiro), se aplicado de forma mais global do que a que se observou no Brasil entre 1980 e 1983. Enquanto se der margem para certa

¹⁰⁴ Os dados disponíveis sobre as taxas praticadas por um grande banco de investimentos do Rio de Janeiro, mostram taxas de juros de aplicação (acima da correção monetária) substancialmente mais elevadas entre julho e outubro de 1983 do que entre janeiro e junho.

¹⁰⁵ Medida com base nos fluxos acumulados com base no seu valor em ORTNs, a variação das emissões de debêntures no mercado primário foi de apenas 1,3% nos primeiros seis meses de 1983. Veja-se Banco Central do Brasil, *Informativo Mensal*, julho de 1983, p. 5.

¹⁰⁶ Na ausência do crédito subsidiado e de operações com recursos externos não submetidos a controle naturalmente todos os setores competiriam pelos mesmos recursos à mesma taxa de juros.

“substitutibilidade” por outras fontes de financiamento, os efeitos do controle quantitativo tenderão a ser claramente insuficientes. Por não ter tido caráter abrangente, justifica-se o abandono dessa medida em junho de 1983. Caberia examinar, no entanto, se um controle mais severo não poderia, em um novo contexto, e com duração limitada, ser um importante complemento aos instrumentos tradicionais de política monetária.

Quadro 7

Taxa de Participação das Entidades do Sistema Financeiro nos Totais dos Empréstimos, 1982 (%)

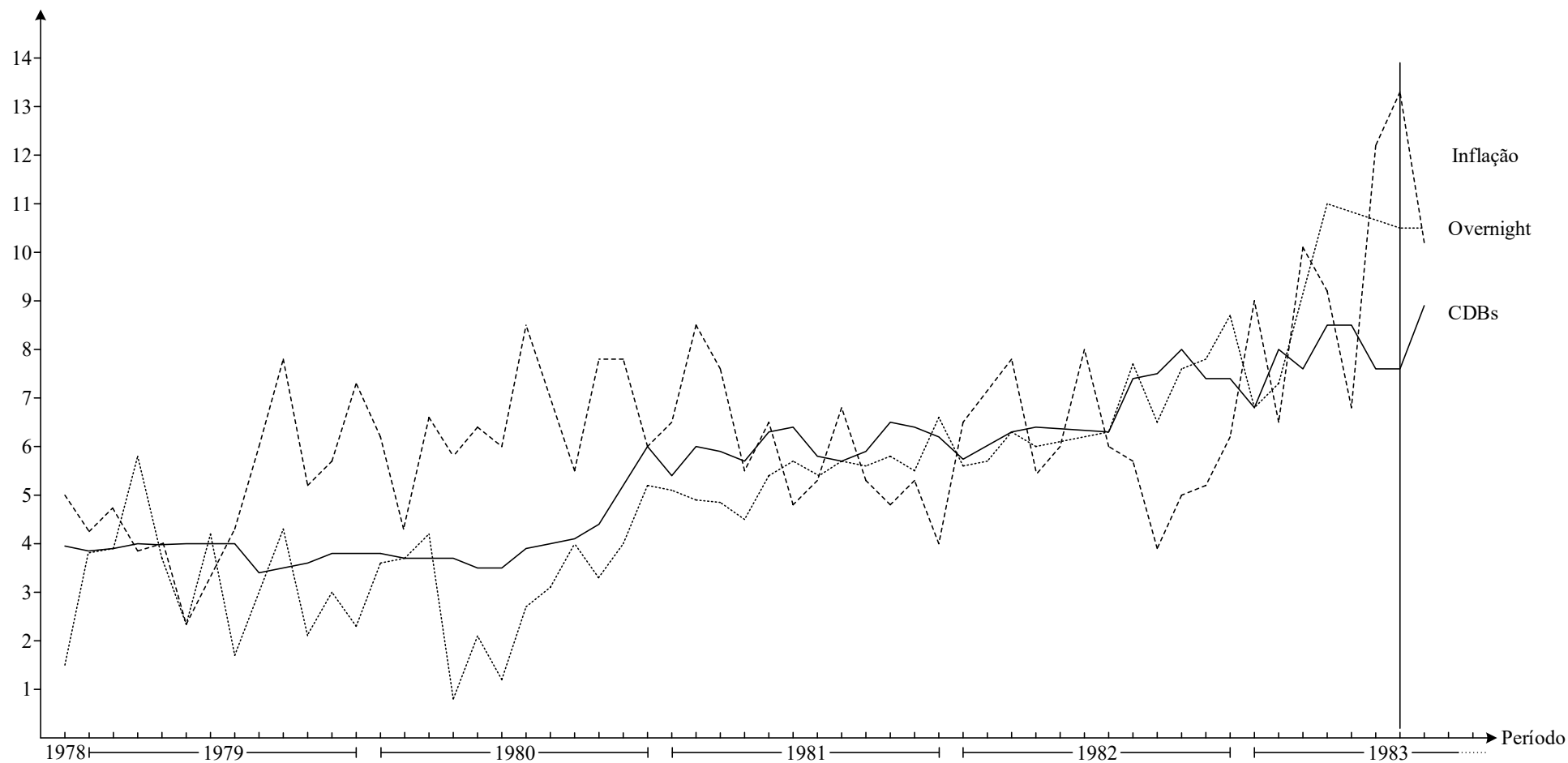
Discriminação	Ao Setor Privado			Ao Setor Publico			Total		
	Indústria	Rural	Total	Indústria	Rural	Total	Indústria	Rural	Total
Sistema Monetário	56,6	93,0	41,6	25,6	-	44,7	49,9	93,0	42,3
BB	13,9	63,1	14,3	-	-	2,7	10,9	63,1	11,8
BCom	42,7	29,9	27,3	25,6	-	42,0	39,0	29,9	30,5
Sistema Não-Monetário	43,5	7,1	58,4	74,4	-	55,3	50,1	7,1	57,7
BNDES	17,6	0,2	4,9	59,4	-	17,2	26,6	0,2	7,6
BD	7,2	1,1	2,5	8,6	-	10,6	7,5	1,1	4,2
BI	17,3	1,6	8,1	6,3	-	6,2	14,9	1,6	7,7
CEF	0,1	-	10,9	-	-	3,9	0,1	-	9,4
CxEE	-	0,7	4,6	-	-	2,5	-	0,7	4,1
BNH	-	-	0,9	-	-	14,8	-	-	3,9
SCFI	1,1	-	9,7	0,0	-	0,0	0,8	-	7,6
SCI	-	-	13,6	-	-	-	-	-	10,6
APE	-	-	2,4	-	-	-	-	-	1,9
BNCC	0,2	3,5	0,8	0,1	-	0,1	0,2	3,5	0,7
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	-	100,0	100,0	100,0	100,0

Siglas: BB – Banco do Brasil; BCom – Bancos Comerciais; BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social; BD – Bancos de Desenvolvimento; BI – Bancos de Investimento; CEF – Caixa Econômica Federal; CxEE – Caixas Econômicas Estaduais; BNH – Banco Nacional da Habitação; SCFI – Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento; SCI – Sociedades de Crédito Imobiliário; APE – Associações de Poupança e Empréstimos; BNCC – Banco Nacional de Crédito Cooperativo.

Fonte: Banco Central do Brasil, *Relatório Anual 1982*, p. 41.

Gráfico 1

Taxa de Inflação e Taxas de Rendimento de Ativos Financeiros Seleccionados (Taxas Mensais)



Fonte: Banco Central do Brasil

IV. Conclusão

De um ponto de vista teórico, como foi visto na seção II, o controle quantitativo do crédito pode ser um importante instrumento complementar de política econômica, no sentido de conter o dispêndio global da economia e, portanto, de atenuar pressões inflacionárias do lado da demanda. Por outro lado, pode ter um objetivo seletivo, visando afetar não apenas o *volume* total do crédito, como a sua *composição*, alterando-se a sua distribuição em favor de atividades e/ou regiões que o Governo queira beneficiar. Esse tipo de controle quantitativo tende a inibir o dispêndio, tanto em função de uma oferta mais restrita de crédito, como também de um aumento do seu custo, ao provocar a elevação das taxas de juros.

No entanto, ao tentar alcançar tais objetivos através do controle direto do crédito, as autoridades econômicas podem, ao mesmo tempo, criar várias distorções na economia. O controle é tanto mais eficaz quanto mais abrangente for a sua aplicação. Se este tiver apenas natureza parcial, como foi notadamente o caso do Brasil no período recente, os agentes econômicos sofrem uma interferência temporária nos seus canais costumeiros de financiamento, mas tentam readaptar-se o mais brevemente possível, voltando-se para fontes alternativas de recursos. Na presença de controles creditícios, verificou-se, por exemplo, um forte aumento da emissão de títulos pelas empresas, principalmente de debêntures. Por outro lado, a ausência de controle rígido sobre empréstimos com base em recursos oriundos do exterior também permitiu contornar “tetos” de expansão de empréstimos. Ou seja, existindo certa “substitutibilidade” entre fontes alternativas de financiamento, controles creditícios impostos apenas parcialmente não impedem necessariamente uma forte expansão global dos empréstimos. Adicionalmente, se determinados setores de atividade (ou regiões) recebem tratamento preferencial, a presença de controles pode exacerbar a discriminação já existente na ausência desses controles (tanto em termos de volume dito como de seu custo) como se exemplificou no caso brasileiro.

Quanto mais longo o período de vigência do controle quantitativo, maior a tendência para o agravamento de distorções e para a busca de fontes alternativas de financiamento que tendem a enfraquecer aquele instrumento. Uma conclusão de caráter geral, que também é comprovada pela experiência de outros países em que vigorou tetos de expansão do crédito, parece ser que a eficiência do controle quantitativo do crédito depende de sua abrangência, e pode ser maior no curto ou médio prazos do que no longo prazo. Aplicados sobre as várias instituições do sistema financeiro e não apenas sobre os bancos, os “tetos” de expansão de empréstimos podem ser um importante fator de contenção de despesas na economia, especialmente quando utilizados conjuntamente com uma política monetária restritiva, durante um período de tempo suficientemente curto para impedir uma “readaptação” por parte dos vários agentes econômicos.

No caso específico do Brasil, se fosse necessário reintroduzir tetos de expansão para o crédito bancário, estes deveriam incluir a *totalidade* das aplicações dos bancos (inclusive repasses de recursos externos) e não apenas uma parcela, como se observou no período 1980-1983, criando-se paralelamente restrições às fontes alternativas de recursos para as empresas, como por exemplo a emissão de debêntures, bem como controles sobre a expansão dos empréstimos das várias instituições financeiras que constituem o sistema não-monetário.

Bibliografia

Arida, P. (org.) *Dívida Externa, Recessão e Ajuste Estrutural*, Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1982.

Amadeo, E., Camargo, J. M. e Fernandes, J. A. C. “A Política Monetária em 1981”, in *Conjuntura Econômica*, Junho de 1982.

Baltensperger, E. “Credit Rationing: Issues and Questions”, in *Journal of Money, Credit and Banking*, Maio de 1978.

Banco Central do Brasil, *Relatório Anual*, vários anos.

Banco Central do Brasil, *Informativo Mensal*, várias datas.

Bank for International Settlements (BIS). *Quantitative Credit Restrictions*, BIS, 1970.

Bastos Marques, M. S. “Orçamento Monetário para 1983”, in *Conjuntura Econômica*, Fevereiro de 1983.

Caligiuri, G. F., Fazo, A., Padoa-Schioppa, T., “Demand and Supply of Bank Credit in Italy”, in *Journal of Money, Credit and Banking*, Novembro de 1974.

Caligiuri, G. F. e Sitzia, B. “Effetti della Manovra delle Riserve Obbligatorie nel Periodo 1963-1973”, in *Moneta e Credito*, Março de 1975.

Comissão de Valores Mobiliários (CVM), *Relatório Anual*, 1982.

Conjuntura Econômica, Maio de 1980, Fevereiro de 1983, Julho de 1983.

Corrêa do Lago, Luiz A. “Orçamento Monetário 1981”, in *Conjuntura Econômica*, Fevereiro de 1982.

Corrêa do Lago, Luiz A. “Taxas de Juros: Características e Opções”, in *Conjuntura Econômica*, Fevereiro de 1982.

Cotula, F. e Padoa-Schioppa, T. “Il Controllo Quantitativo del Credito: I Massimali come Strumento di Politica Monetaria”, in *Moneta e Credito*, Junho de 1971.

Dornbusch, R. e Fisher, S. *Macroeconomics*, McGraw-Hill, New York, 1978.

- Fazio, A. “Base Monetaria e Controllo del Credito in Italia”, in *Moneta e Credito*, Março de 1969.
- Finet, J. “Monetary Policy in Belgium”, in K. Holbik, ed. , *Monetary Policy in Twelve Industrial Countries*, Federal Reserve Bank of Boston, 1973.
- Gurley, J. G. “The Radcliffe Report and Evidence”, in *American Economic Review*, Setembro de 1960, reproduzido em Thorn, R. S., ed., *Monetary Theory and Policy*, Praeger, New York, 1976.
- Hodgman, D. R. “British Techniques of Monetary Policy: A Critical Review”, in *Journal of Money, Credit and Banking*, Novembro de 1971.
- Kent, R. J. “Credit Rationing and the Home Mortgage Market”, in *Journal of Money, Credit and Banking*, Agosto de 1980.
- Lamy, J. A. *Mercado Aberto e Política Monetária: a Experiência Brasileira Recente*, FGV/IBRE/CEMEI, mimeo., 1981 (Tese de Doutorado, EPGE).
- Marcantônio, Roberto. “Política Econômica – Notas sobre o Período Agosto/79-Dezembro/80”, in *Ensaio FEE*, Porto Alegre, 2, 1981.
- Masera, R. S. “Controllo Quantitativo del Credito: Alcune Considerazione Generali”, in *Moneta e Credito*, Dezembro de 1971.
- Modigliani, F. e Jaffee, D. M. “A Theory of Credit Rationing”, in *American Economic Review*, Dezembro de 1969.
- Niccoli, A. “I Massimali di Crescita: Effeti Territoriali e sulla Struttura del Sistema Bancario”, in *Moneta e Credito*, Setembro de 1980.
- Nóbrega, M. Ferreira da. *Taxas de Juros e Credito Subsidiado*, Brasília, 09/04/81.
- Nogueira Batista Jr., P. *Mito e Realidade na Dívida Externa Brasileira*, Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1983.
- Padoa-Schioppa, T. “Il Controllo Qualitativo del Credito: Considerazioni sulla Recente Esperienza Italiana”, in *Moneta e Credito*, Dezembro de 1974.
- Pankratz, A. “Effects of Direct Lending. Controls: an Empirical Case of the United Kingdom”, in *Journal of Economics and Business*, Fall, 1974.
- Rao, D. C. “Selective Credit Policy: Is it Justified and Can it Work”, in *Journal of Finance*, Maio de 1972.

Ramalho de Melo, V. “A Seleção de Agregados Monetários do Ponto de Vista da Controlabilidade”, in *Seleção de Agregados Monetários*, Banco Central do Brasil, 1981.

Rimbara, Y. e Santomero, A. M., “A Study of Credit Rationing in Japan”, in *International Economic Review*, Outubro de 1976.

Rocha, R. de Rezende. *Juros e Inflação: Uma Análise da Equação de Fisher para o Brasil*, FGV/IBRE/CEMEI, mimeo., 1983.

Silber, W. L. “Politiche Selettive dei Credito”, in *Moneta e Credito*, Junho de 1974.