

Garcia, Marcio Gomes Pinto

Working Paper

Política monetária, depósitos compulsórios e inflação

Texto para discussão, No. 323

Provided in Cooperation with:

Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Suggested Citation: Garcia, Marcio Gomes Pinto (1994) : Política monetária, depósitos compulsórios e inflação, Texto para discussão, No. 323, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio), Departamento de Economia, Rio de Janeiro

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/186568>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

PUC-RIO

**TEXTO PARA DISCUSSÃO
N.º 323**

**POLÍTICA MONETÁRIA, DEPÓSITOS COMPULSÓRIOS E
INFLAÇÃO**

MÁRCIO GOMES PINTO GARCIA

SETEMBRO 1994

POLÍTICA MONETÁRIA, DEPÓSITOS COMPULSÓRIOS E INFLAÇÃO

0. Resumo Executivo	1
I. Introdução.....	3
II. As Funções Macroeconômicas dos Depósitos Compulsórios	4
II.1. Controle monetário.....	4
II.2. Controle do crédito.....	6
II.3. Fonte de recursos para o financiamento dos gastos do governo	7
II.3.1. Seignorage sobre reservas bancárias	7
II.3.2. Encaixes obrigatórios a juros baixos	8
II.3.3. Mercado cativo de títulos públicos.....	8
III. O Compulsório e as Inovações Financeiras.....	9
III.1. A experiência internacional	9
III.2. Depósitos Compulsórios no Brasil: O perfil atual	13
III.2.1. Reservas bancárias não remuneradas	13
III.2.2. Encaixes obrigatórios remunerados	14
III.2.3. Recolhimentos em títulos públicos.....	14
III.2.4. Limites mínimos de aplicação em títulos públicos e depósitos no BC dos investidores institucionais.....	14
III.3. Depósitos Compulsórios no Brasil: Avaliação	15
III.3.1. Tetos monetários, compulsório e restrição de crédito	15
III.3.1.1. Restrição de crédito.....	15
III.3.1.2. O viés contra os depósitos à vista	18
IV. Perspectivas e Recomendações	20
ANEXO 1.....	24
ANEXO 2.....	27

Agradeço os comentários de Dionísio Dias Carneiro e Rogério Werneck, bem como a eficiente assistência de pesquisa de Hamilton Kai e Patrícia Aquino.

0. Resumo Executivo

A elevação dos depósitos compulsórios sobre os ativos financeiros (os passivos das instituições financeiras) foi uma das armas utilizadas para arrefecer a expansão dos agregados monetários e creditícios, tornando bastante restritiva a política monetária, sobretudo após as recentes medidas de 31/8/94 (vide anexo 2). Tais medidas—que elevaram o compulsório sobre os depósitos a prazo e eliminaram a “faixa livre” das cadernetas de poupança—devem ocasionar significativa restrição do crédito na economia, além de criar problemas localizados de liquidez para alguns bancos, sobretudo algumas instituições oficiais. A restrição ao crédito será generalizada, atingindo também o crédito via cheque pré-datado, via diminuição e encarecimento dos recursos para financiá-lo.

Embora a intenção de restringir a liquidez após a reforma monetária seja correta, o **perfil**¹ dos recolhimentos compulsórios dos diversos ativos é inadequado, pois grava totalmente os depósitos à vista, que são precisamente os que mais deveriam crescer no processo de remonetização da economia pós-real.

No que tange à determinação legal de controlar a base monetária contida na MP que criou o real, o compulsório marginal de 100% sobre depósitos à vista tem dois efeitos:

- a) para uma **dada** demanda por depósitos à vista, um compulsório mais elevado torna **maior** a base monetária; e
- b) frente a uma restrição forte de liquidez, a impossibilidade de utilizar os recursos captados em depósitos à vista faz com que as instituições financeiras tentem influenciar seus clientes para redirecionar tais depósitos para outras aplicações.

O efeito (a) acima torna mais apertados os tetos monetários da MP, enquanto o efeito (b) tende a torná-los inócuos. Isso porque quando os fundos para transação passam a ser transferidos para outras aplicações, o controle da base monetária perde o sentido. A

¹ Entende-se como o perfil dos depósitos compulsórios a estrutura relativa das alíquotas do compulsório entre as diversas aplicações.

política monetária estruturada da forma atual—isto é, a conjugação do controle sobre a base monetária com um compulsório marginal de 100% sobre depósitos à vista—é **auto-destrutiva**. Caso o controle da base monetária funcione, tornando restritivos a moeda e o crédito, os meios de pagamento tenderão a ser transferidos para outras aplicações, menos gravadas pelo compulsório do que os depósitos à vista. A possibilidade de tal movimento torna o controle da base monetária cada vez **menos** significativo.

A outra consequência negativa de (b) é distorcer a demanda pelos diversos ativos monetários e financeiros. Isto faz com que a estrutura da demanda por moeda (M4) se afaste daquela que deve vigorar sob inflação baixa. Ou seja, prevê-se que haja no futuro novas alterações na composição dos portfólios privados, o que introduzirá distorções nas séries de agregados monetários e dificultará o desenho de uma regra de controle monetário ou de juros compatível com inflação baixa.

Sugere-se, portanto, que se reduza a alíquota do compulsório sobre depósitos à vista. Modificações frequentes nos compulsórios devem ser evitadas, mas a próxima modificação deverá ter como objetivo prover um desenho do perfil dos compulsórios compatível com a demanda por ativos monetários e financeiros em uma economia de baixa inflação. Isto permitirá se reduzir paulatinamente o grau de aperto monetário, sem alterar demasiadamente a distribuição relativa entre os diversos componentes do M4, possibilitando um desenho mais preciso e eficaz da política monetária.

I. Introdução

A política monetária do plano real trouxe um notável aumento dos depósitos compulsórios das instituições financeiras junto ao Banco Central (BC). Tal aumento visou garantir o caráter restritivo da política monetária, evitando a expansão demasiada da moeda e do crédito que poderia pressionar a demanda, e, conseqüentemente, elevar a inflação, colocando o plano em risco. Após dois meses de execução do plano, os recolhimentos compulsórios foram novamente aumentados para fazer frente a uma expansão do crédito e do consumo.

Este *paper* visa discutir a racionalidade de tais medidas dentro da lógica do plano real, bem como sugerir alternativas. Na próxima seção, analisam-se as funções macroeconômicas dos depósitos compulsórios. Estas são a de possibilitar algum controle sobre os agregados monetários e creditícios, bem como o de servir de fonte de financiamento barato para os gastos governamentais.

Na terceira seção estuda-se o caso brasileiro atual sob a perspectiva da experiência de países industrializados (EUA, Canadá, Alemanha e Inglaterra), enfatizando-se o papel das inovações financeiras em reduzir acentuadamente a importância dos depósitos compulsórios na política monetária. Para o caso brasileiro atual, apresentam-se as diversas formas de recolhimento compulsório ao BC. Embora as formas sejam distintas, sobretudo quanto à existência ou não de pagamento de juros sobre os depósitos no BC, todas as formas de recolhimento compulsório junto ao BC têm em comum o fato que restringem a aplicação voluntária dos recursos ativos das instituições financeiras, diminuindo o crédito ao consumo, produção e investimento. Mostra-se que o atual perfil assimétrico dos depósitos compulsórios, o qual grava fortemente os depósitos à vista, torna ainda mais

inadequados e pouco relevantes os tetos sobre a base monetária impostos pela MP que criou o real.

Por fim, a última seção resume as principais conclusões e apresenta recomendações quanto aos depósitos compulsórios junto ao BC e quanto à política monetária.

II. As Funções Macroeconômicas dos Depósitos Compulsórios

Analizamos aqui as principais funções macroeconômicas dos depósitos compulsórios, quais sejam a de exercer o controle da quantidade de moeda e de crédito da economia, bem como a de servir de fontes de recursos para o financiamento dos gastos do governo.

II.1. Controle monetário

A quantidade de moeda da economia é afetada pelos requisitos de depósito compulsório junto ao BC. No caso mais simples, suponha-se que estejamos interessados apenas nos meios de pagamento, $M1$. O conjunto de equações abaixo permite derivar o multiplicador bancário para o caso brasileiro atual, isto é, o fator que relaciona a base monetária com a quantidade de meios de pagamento.

$$M1 = DV + PMPP$$

$$BM = RB + PME$$

$$PMPP = PME \times (1 - \Delta)$$

$$RB = \delta \times DV$$

$$DV = \gamma \times PMPP$$

A primeira equação define os meios de pagamento ($M1$) como a soma do papel moeda em poder do público ($PMPP$) com os depósitos à vista (DV). A segunda diz que a base

monetária (BM) é a soma das reservas bancárias (RB) com o papel moeda emitido (PME). A terceira equação mostra que o papel moeda em poder do público ($PMPP$) é o papel moeda emitido (PME) menos uma fração Δ que representa o papel moeda que constitui o caixa dos bancos e que pode ser usado para satisfazer parte dos requisitos compulsórios (o qual aumentou significativamente com o real). A quarta equação diz que as reservas bancárias (RB) são uma fração δ (a alíquota do compulsório) dos depósitos à vista (DV). A última equação mostra a relação de preferências dos agente econômicos, que dividem o $M1$ entre depósitos à vista (DV) e papel moeda ($PMPP$) de acordo com o coeficiente γ . Após alguma álgebra, chega-se à expressão:

$$M1 = \left\{ \frac{(1 + \gamma) \times (1 - \Delta)}{1 + \delta \times \gamma \times (1 - \Delta)} \right\} \times BM$$

Na expressão acima pode-se ver claramente o papel dos depósitos compulsórios; quanto maior for δ , menor será $M1$ para uma dada base monetária (BM). Usando-se os dados mais recentes publicados pelo BC para o final de julho/94, temos que a alíquota média do compulsório sobre depósitos à vista (δ) foi **0,39**, a fração do papel moeda emitido retido nos caixas dos bancos (Δ) foi **0,14**, e a relação entre depósitos à vista e papel moeda (γ) foi **1,76**. Assim, o chamado multiplicador da base monetária—a expressão entre chaves na equação anterior—é de **1,49**, ou seja cada R\$1,00 adicional de base monetária fará com que os meios de pagamento se expandam em R\$1,49. Naturalmente tal relação não é exatamente esta, porque os números usados representam médias de um período no qual ocorreram diversas modificações, enquanto deveríamos ter usado coeficientes marginais. Além disso as taxas de juros e as expectativas, entre outros fatores, alteram os valores dos parâmetros do modelo, γ , Δ , e até mesmo δ . De todo modo, fica clara a relação que

quanto **maior** o requisito de depósitos compulsórios (δ), **menor** o $M1$ para uma **dada** base monetária (BM).

II.2. Controle do crédito

O crédito da economia não se origina só dos depósitos à vista, mas em geral de todos os passivos das instituições financeiras. Assim, um aumento do compulsório apenas sobre os depósitos à vista tem efeito limitado sobre a oferta de crédito das instituições financeiras. Por essa razão, a MP que criou o real instituiu compulsório também sobre os depósitos a prazo. As medidas recentes (Resolução do CMN nº 2.106 e Circulares nºs 2.474 e 2.475 do BC, todas de 31/8/94, reproduzidas no anexo 2) que aumentaram os recolhimentos compulsórios sobre depósitos a prazo e cadernetas de poupança também objetivaram restringir a quantidade de crédito. Ao se restringir a quantidade de crédito, freia-se a demanda por bens, notadamente os bens de consumo durável, diminuindo-se a pressão sobre a inflação.

Um ponto frequentemente levantado é que a onda de consumo recente baseia-se fortemente no crédito via cheque pré-datado. Por este motivo, restrições adicionais via maiores recolhimentos compulsórios não seriam efetivas, uma vez que o crédito via cheque pré-datado não se daria via nenhuma instituição financeira. Tal argumento é **falho**, pois esquece o importante na operação de crédito via pré-datado (como em todas as outras) é que alguém ou alguma instituição está pagando à vista pelo bem financiado.

Ou seja, quando se dá quatro cheques pré-datados para se financiar a compra de uma geladeira, o dono da loja que recebeu os cheques está comprometendo seus recursos para financiar o bem. Ao comprometer tais recursos, o lojista diminui a oferta de recursos no

mercado financeiro. Caso o lojista **não** tivesse financiado o comprador via os cheques pré-datados, ele provavelmente aplicaria no mercado financeiro os recursos utilizados para pagar pelo bem financiado. Ao financiar o bem, tais recursos não mais acorrerão ao mercado financeiro, diminuindo a oferta de fundos emprestáveis, e, consequentemente, restringindo o crédito pelas vias tradicionais. Por outro lado, os lojistas frequentemente recorrem às instituições financeiras para poderem financiar os compradores que pagam com pré-datados. Assim, o aumento do compulsório afetará também a oferta de crédito via pré-datado.

Em suma, o fato do crédito via pré-datado **não** ser oficialmente dado por uma instituição financeira **não** o torna imune ao aumento do compulsório. Mais ainda, o volume de crédito via pré-datado impacta o mercado de crédito como um todo. Quanto mais crédito for dado via pré-datado, menos crédito as instituições financeiras poderão dar sob as formas usuais.

II.3. Fonte de recursos para o financiamento dos gastos do governo

A outra função macroeconômica dos recolhimentos compulsórios é a de funcionar como uma fonte de financiamento barato para os gastos do governo.

II.3.1. *Seignorage* sobre reservas bancárias

Seignorage é o poder de gasto que o governo se dá ao emitir moeda. Como as reservas bancárias **não** são remuneradas, toda vez que essas aumentam, tal aumento constitui uma receita líquida do governo. Tecnicamente, as reservas são um passivo do BC, mas quando as instituições financeiras passam a demandar **de forma estável** mais reservas, tal passivo **não** será, na prática, mais passível de resgate. Ainda que as reservas fossem resgatadas, o BC as resgataria pagando em moeda que ele emitiria para tal fim. Assim, elevações nas

alíquotas do compulsório **dado um volume de depósitos à vista** geram uma receita *once-and-for-all*² para o governo.

II.3.2. Encaixes obrigatórios a juros baixos

Já os recolhimentos em espécie remunerados pelo BC não provêem um financiamento tão barato quanto as reservas bancárias. O ganho do governo se dá na medida que os juros pagos sobre tais depósitos sejam inferiores àqueles pago pelo governo para rolar sua dívida no mercado. Por exemplo, a Circular do BC nº 2.475 de 31/8/94 determina que os juros pagos sobre os valores recolhidos ao BC referentes aos depósitos em cadernetas de poupança sejam 3% ou 6,17% a.a.. Estas taxas de juros são em muito inferiores ao juros no mercado SELIC, proporcionando um financiamento barato ao governo.

II.3.3. Mercado cativo de títulos públicos

Quando o recolhimento pode ser feito em títulos públicos, isso também gera uma economia de recursos para o governo. A obrigatoriedade do recolhimento em títulos públicos cria uma demanda cativa para tais títulos, elevando a demanda e o preço de tais títulos, e, conseqüentemente, reduzindo os juros pagos pelo governo para rolar sua dívida. O mesmo se aplica aos limites mínimos de aplicação das carteiras dos investidores institucionais em títulos públicos.

² Tal receita ocorre apenas uma vez, quando do aumento da alíquota do compulsório; ao contrário das receitas causadas pela inflação. A inflação aumenta constantemente a demanda por reservas dos bancos.

III. O Compulsório e as Inovações Financeiras

Sobretudo a partir da década de 70 o fenômeno das inovações financeiras alterou em muito a política monetária dos países centrais. Na medida em que novos ativos financeiros surgiram e tornou-se maior o grau de substituição entre eles, o controle dos agregados monetários tradicionais passou a ser cada vez menos eficaz para promover a estabilidade de preços e o crescimento econômico. Neste contexto é que se situa a ênfase cada vez menor que é dada às reservas compulsórias como elemento de controle monetário.

III.1. A experiência internacional

Os países industrializados têm reduzido os requisitos de reservas compulsórias incidentes sobre depósitos à vista e a prazo. Canadá e Inglaterra eliminaram por completo as reservas compulsórias sobre depósitos à vista.³ Estados Unidos e Alemanha têm reduzido significativamente os requisitos de reservas compulsórias. A tabela 1, extraída de Weiner (1992) ilustra tal fato.

A redução generalizada dos requisitos compulsórios de reserva se justifica pela crença cada vez maior que o mecanismo de transmissão da política monetária se dá predominantemente pelos impactos das taxas de juros de curto-prazo controladas pelos bancos centrais, e apenas secundariamente através do controle quantitativo de um agregado monetário.

³ A Inglaterra mantém um requisito de 0,5% apenas para gerar a senhoriagem suficiente para pagar as despesas do Banco da Inglaterra (o banco central inglês). Tal objetivo está expresso claramente por escrito, sendo de conhecimento geral.

TABELA 1
REQUISITOS LEGAIS DE RESERVAS COMPULSÓRIAS,
ANOS SELECIONADOS (%)

Depósitos para Transação	1974	1989	1992
EUA	18 ^a	12	10 ^b
Canadá	12	10	0 ^c
Alemanha	19,1 ^d	12,1	12,1
Depósitos a Prazo			
EUA	8 ^a	3	0
Canadá	4	3	0 ^c
Alemanha	13,25 ^d	4,95	4,95

^a Efetivo de 1º de janeiro a 11 de dezembro de 1974.

^b Efetivo a partir de 2 de abril de 1992.

^c O requisito marginal de reservas é zero. Os requisitos de reservas totais estão sendo eliminados num período de 2 anos a partir de meados de 1992.

^d Efetivo de 1º de janeiro a 30 de agosto de 1974.

Nota: As cifras citadas são as taxas marginais mais elevadas; em alguns casos, as taxas marginais aplicáveis podem variar segundo o tipo específico de depósito, a localização da instituição depositária, ou o nível daquele tipo de depósito.

Fonte: Federal Reserve System; Bank of Canada; Deutsche Bundesbank. [Traduzido de Weiner, Stuart E. (1992). The Changing Role of Reserve Requirements in Monetary Policy, *Economic Review*, 4º trimestre.].

Recentemente o banco central alemão (Deutsche Bundesbank) desistiu de fato de guiar sua política monetária pelo controle do M3. Este agregado havia se expandido grandemente sem que a economia tivesse demonstrado estar superaquecida. Apesar do crescimento do M3 acima da meta, o Bundesbank decidiu reduzir a taxa nominal de juros seguindo as perspectivas de inflação e PIB nominal declinantes.⁴ No ano passado, o chairman do banco central americano (FED), Alan Greenspan, anunciou que o FED não mais tentaria fazer o *targeting* de algum agregado monetário.

Em suma, é cada vez maior a tendência nos países centrais em pautar a política monetária pelo controle dos juros, ao invés do controle de algum agregado monetário. Dentro dessa perspectiva internacional, a existência dos tetos monetários criados pela MP do real parece ir de encontro aos movimentos registrados nos países centrais, o mesmo ocorrendo com a recente elevação das alíquotas do compulsório.

O que justifica a elevação tão significativa dos compulsórios na virada do plano é a pouca importância dos juros de curto prazo, controlados pelos bancos centrais, nos mecanismos de transmissão da política monetária no Brasil em comparação com a importância dos juros de curto prazo nos países industrializados. Embora tal assunto não seja o tópico deste paper, vale mencionar algumas das razões de tal diferença:

a) No Brasil praticamente não há ativos financeiros de longo prazo, e os poucos que há são via de regra indexados às taxas de juros de curto prazo (via TR). Assim, elevações

⁴ Vide Goodhart, Charles (1994). *Private Financial Dynamics and the Challenge for the Policies of the Central Banks*, paper apresentado no seminário Os Desafios à Reorganização do Sistema Monetário Internacional, São Paulo, 29 e 30 de Agosto.

das taxas de juros de curto prazo não causam uma **perda** de portfólio via redução do preço dos ativos de longo prazo, como nos países industrializados. Além disso, o impacto fiscal negativo sobre a dívida pública de tal elevação pelo BC é imediato;

b) O crédito (ao consumo, ao investimento, à produção) tem muito menos importância no Brasil do que nos países industrializados;

c) A pouca previsibilidade da inflação no momento da transição (a confusão dos índices de inflação de julho e agosto) faz com que a sinalização de juros real pelo BC seja bastante prejudicada. Uma taxa real de juros fortemente positiva calculada por um índice pode ser interpretado como negativa se outro índice for usado.

Com a estabilização da inflação em níveis reduzidos, espera-se que estes três fatores tornem-se progressivamente **menos** relevantes, cada vez mais aproximando a realidade do Brasil à dos países industrializados. Para isso, é fundamental a volta de ativos financeiros de longo prazo, bem como a recomposição do mercado de crédito de longo prazo para investimento.

III.2. Depósitos Compulsórios no Brasil: O perfil atual

Há três formas sob as quais as instituições financeiras têm que cumprir recolhimentos compulsórios junto ao BC: reservas compulsórias, encaixe obrigatório (remunerado), e recolhimento em títulos públicos. Os compulsórios são calculados em relação aos itens de **passivo** das instituições financeiras. Além dessas três formas de compulsório, há também limites **mínimos** de aplicação em títulos públicos federais de **ativos** de fundos, entidades de previdência e seguradoras. Embora tais limites mínimos não sejam considerados compulsórios, eles têm em comum com os compulsórios a função de limitar o potencial de crédito ao setor privado. Por isso, tais limites mínimos são também aqui analisados.

Abaixo são relacionados os recolhimentos compulsórios atualmente vigentes para cada tipo de passivo das instituições financeiras, bem como as aplicações obrigatórias dos diversos fundos. A fonte básica de referência é o Informativo-Semanal Especial da ANDIMA de Setembro de 1994, que relata e comenta as principais alterações sofridas pelo sistema financeiro após o real. O anexo 1 reproduz limites de enquadramento das carteiras dos investidores institucionais, publicados na supra-citada fonte. O anexo 2 contém a íntegra das recentes medidas que afetaram o recolhimento compulsório.

III.2.1. Reservas bancárias não remuneradas

A Circular nº 2.441 do BC de 30/6/94 fixou em 100% o recolhimento compulsório na margem sobre depósitos à vista e sob aviso, e 60% sobre os demais recursos à vista. O período base de cálculo para definir a margem é 23 a 29/6/94 para as instituições do grupo “A”, e 27 a 30/6/94 para as instituições do grupo “B” (vide anexo 2).

III.2.2. Encaixes obrigatórios remunerados

A Resolução do CMN nº 2106 e a Circular nº 2.475 do BC, ambas de 31/8/94, elevaram para 30% o percentual de encaixe obrigatório dos recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). Tal percentual pode ser reduzido caso a instituição financeira tenha destinado para o financiamento habitacional mais do que o mínimo de 70% dos recursos.

III.2.3. Recolhimentos em títulos públicos

A Circular nº 2.474 do BC de 31/8/94 alterou a exigibilidade de recolhimento compulsório sobre depósitos a prazo, aceites cambiais, cédulas pignoratícias de debêntures e operações compromissadas com títulos de emissão própria. O recolhimento do compulsório deve ser efetuado mediante vinculação, no SELIC, de títulos federais da carteira própria das instituições financeiras registrados naquele sistema e não vinculados a compromissos de revenda.

III.2.4. Limites mínimos de aplicação em títulos públicos e depósitos no BC dos investidores institucionais

No anexo 1 são reproduzidos os limites de enquadramento das carteiras dos investidores institucionais, publicados no Informativo Semanal Especial de setembro da ANDIMA. Nesse anexo, vê-se que os limites mínimos de aplicação em títulos públicos e depósitos no BC são os seguintes:

- a) **Fundos de Aplicação Financeira (FAF):** mínimo de 45% da carteira ativa em títulos públicos federais e depósitos no BC, sendo 25% do total do patrimônio, no mínimo, em depósitos junto ao BC, rendendo TR;
- b) **Fundos Mútuos de Renda Fixa:** mínimo de 10%;
- c) **Fundos de Renda Fixa de Capital Estrangeiro:** mínimo de 35%;

d)Entidades de Previdência Privada Fechadas: mínimo de 35%, em NTN-R;

III.3. Depósitos Compulsórios no Brasil: Avaliação

Apesar da tendência internacional ser a de reduzir ou mesmo eliminar os recolhimentos compulsórios sobre os passivos das instituições financeiras, as recentes medidas podem ser justificadas como medidas de emergência, para se fazer a transição entre uma economia megainflacionária e uma economia de baixa inflação. Quando tivermos completado a transição, espera-se que os compulsórios sejam significativamente reduzidos.

As recentes medidas que alteraram os recolhimentos compulsórios devem sem dúvida promover um significativo enxugamento do crédito da economia. Estima-se que **mais de R\$13 bilhões** em títulos públicos sejam recolhidos ao BC até o início de outubro, por conta dos 30% de recolhimento compulsório sobre depósitos a prazo imposto pela Circular nº 2.474 do BC de 31/8/94 (vide anexo 2). No caso das cadernetas de poupança, a ausência de dados sobre o montante que compunha a “faixa livre” impede que se faça uma estimativa mais precisa sobre o recolhimento adicional gerado pelas Resolução do CMN 2.106 e Circular nº2.475 do BC de 31/8/94 (vide anexo 2). Não se crê, contudo, que haja um grande recolhimento adicional por parte das entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE).

III.3.1. Tetos monetários, compulsório e restrição de crédito

III.3.1.1. Restrição de crédito

Para se medir a restrição agregada ao crédito ao setor privado imposta pelos novos requisitos compulsórios, deve-se olhar o total da riqueza financeira da economia (M4) menos o que daí é absorvido pelo setor público sob as três formas supra-citadas, quais

sejam, as reservas bancárias junto ao BC, os recolhimentos compulsórios remunerados e os títulos públicos fora da carteira do BC.

A importância de se aferirem os dados a nível agregado pode ser entendida através de um exemplo hipotético. Suponha que os novos compulsórios gerem uma compra de títulos de cerca de R\$13 bilhões por parte das instituições financeiras com captação em depósitos a prazo. Uma primeira, porém equivocada, conclusão seria a de que o crédito ao setor privado seria reduzido em R\$ 13 bilhões, reduzindo severamente as compras a crédito e diminuindo fortemente a demanda agregada da economia. Tal conclusão seria equivocada porque não tomaria em consideração a realocação dos portfólios frente às mudanças impostas pela legislação, ou seja, tomaria como imutável o comportamento das famílias, firmas e instituições financeiras frente às mudanças ocorridas.

Mas isso **não** é correto, pois os agentes econômicos procuram sempre se adaptar às novas realidades. Por exemplo, suponha um **lojista** que venda a crédito através de uma **financeira**. Suponha também que dadas as novas alíquotas do compulsório, a **financeira** não possa mais financiar os **compradores** do **lojista**. Para continuar a vender, o **lojista** pode ser levado a comprometer seus recursos próprios, por exemplo, dando crédito aos **compradores** através de cheques pré-datados.

Se os recursos do **lojista** estavam antes aplicados em títulos públicos, a demanda por títulos públicos sofrerá um decréscimo. De quanto será tal decréscimo, vai depender do que fará com os recursos pagos pelo **lojista** ao **fabricante** dos bens financiados. No limite, caso o **fabricante** aplique os recursos em títulos públicos, não haverá qualquer decréscimo na demanda por títulos públicos. Caso o **fabricante** deixe os recursos em conta-corrente haverá queda na demanda por títulos públicos substituída integralmente

por um aumento nas reservas bancárias no BC. Caso o **fabricante** aplique em CDBs, haverá então uma queda na demanda por títulos públicos.

O que se pretende enfatizar com este exemplo é que a mudança nos portfólios dos agentes frente às novas alíquotas dos compulsórios pode vir a reduzir o impacto líquido da contração de crédito. Isto é, o recolhimento **líquido** ao BC pode ser inferior aos R\$13 bilhões, pois a realocação de portfólios frente às novas alíquotas dos compulsórios pode gerar uma diminuição da demanda **voluntária** por títulos públicos. Apenas os números agregados do M4 poderão revelar a dimensão dessa realocação dos portfólios e da atenuação do efeito restritivo das novas alíquotas dos compulsórios sobre o crédito privado.

Um outro aspecto referente ao impacto sobre o crédito que é relevante é o efeito **em cascata** dos compulsórios sobre os depósitos a prazo com os limites mínimos de aplicação em títulos públicos dos fundos. **Na ausência de compulsório sobre os depósitos a prazo**, os recursos captados pelos fundos e aplicados em títulos privados poderiam ser usados pelos bancos para alimentar suas carteiras de crédito ao setor privado. Note que ou o limite mínimo de aplicação em títulos públicos pelos fundos, ou o limite máximo de aplicação em títulos privados (vide anexo 1) poderá estar limitando a compra de títulos privados pelo fundo. Suponha se trate de um FAF que gostaria de comprar mais títulos privados mas se vê limitado pelo requisito de destinar 45% de sua carteira ativa a títulos públicos. Então, de cada R\$100,00 reais captados pelo FAF, até R\$55,00 poderiam ser destinados à compra de títulos privados, e, conseqüentemente, alocados ao crédito ao setor privado. Já com o compulsório de 30% sobre os depósitos a prazo, dos R\$55,00 destinados à compra de títulos privados, apenas R\$38,50 poderiam ser alocados ao crédito ao setor privado.

Em suma, crê-se que as novas alíquotas dos compulsórios devam gerar uma significativa restrição sobre o crédito, embora não se disponha dos meios para quantificar *a priori* qual será o impacto total sobre o crédito ao setor privado das novas medidas.⁵ A não divulgação até a presente data das estatísticas monetárias de agosto torna tal quantificação particularmente difícil.

III.3.1.2. O viés contra os depósitos à vista

Um problema do atual perfil dos recolhimentos compulsórios é a forte discriminação contra os depósitos à vista, os quais têm um recolhimento de 100% na margem, imposto desde o início do plano real. Isto faz com que seja inútil para o banco captar em depósitos à vista.

Embora os bancos não tenham controle sobre a alocação de portfólio de seus depositantes, eles certamente podem e têm tentado influir sobre ela. A imprensa tem noticiado que vários bancos estavam induzindo seus clientes a depositar seus salários diretamente em contas de poupança ao invés de usar as contas-correntes. Esse movimento, previsto desde o início do plano real, nada mais é do que a aplicação do princípio de como as inovações financeiras tornam mais difícil separar os diversos conceitos de moeda, tornando muito complexa a administração da política monetária via controle de agregados monetários.

A MP que criou o real criou limites máximos de expansão da base monetária. Com essa medida, acredita-se que ao limitar a expansão base monetária se limite a expansão do

⁵ Para se fazerem previsões sobre o efeito líquido total sobre o crédito seria necessário se construir um modelo econométrico de simulação que levasse em conta a mudança no comportamento dos agentes econômicos frente às novas alíquotas dos compulsórios, bem como as restrições à composição das carteiras dos investidores institucionais.

crédito e da demanda agregada nominal, impedindo a volta da inflação. O pressuposto é que haja uma relação estável entre o M1—a soma do papel moeda e dos depósitos à vista—e a demanda agregada nominal da economia. Isto porque o controle sobre a base monetária é o instrumento à disposição do BC para controlar o M1.

Embora a evidência econométrica anterior ao plano não corrobore a hipótese de uma relação estável entre o M1 e a demanda agregada nominal da economia, admita-se por um momento a sua validade. Ou seja, admita-se que caso o BC conseguisse controlar o crescimento da base monetária, ele estaria controlando o crescimento da demanda agregada nominal, e, por conseguinte, também a inflação. Mas para isso se concretizar seria necessário que o M1 continuasse a representar o seu papel de meios de pagamento. Entretanto, quando os bancos começam a depositar os salários em contas de poupança, componentes do M3 e não do M1, parte do que deveria estar no M1, sob o controle dos tetos monetários da MP do real, passa para o M3, fora desse controle. Com esse procedimento dos bancos, parte dos meios de pagamento migra para o M3, fora do controle dos tetos monetários da MP do real. Ou seja, mesmo em se admitindo como correta a idéia inicial do controle da base monetária, o perfil dos compulsórios, fortemente discriminador contra os depósitos à vista, faz com que o controle prescrito pela MP do real perca muito de sua efetividade.

Embora a eliminação da “faixa livre” de 10% da poupança tenha eliminado muito da atratividade para os bancos da captação através das cadernetas de poupança, o grande arrocho de liquidez que se prevê para o próximos mês deverá fazer com que os bancos tentem formas alternativas de provocar a migração de seus depósitos à vista para depósitos a prazo ou para os fundos de curto prazo.

Tal movimento terá dois efeitos negativos. Do ponto de vista **fiscal**, causará uma perda para o governo, pois estar-se-á trocando reservas bancárias não remuneradas por um compulsório remunerado. Do ponto de vista de **controle monetário**, tornará ainda mais inócuos os tetos sobre a base monetária impostas pela MP do real.

IV. Perspectivas e Recomendações

- O aumento do consumo no segundo mês do plano real, sobretudo através de compras a crédito de bens de consumo durável, fez com que o governo elevasse fortemente as alíquotas do compulsório para conter a elevação da demanda e um possível recrudescimento da inflação. Tais medidas—que elevaram o compulsório sobre os depósitos a prazo e eliminaram a “faixa livre” das cadernetas de poupança—deverão cumprir seu papel de tornar mais caro e escasso o crédito na economia, reduzindo o consumo. É também provável que se registrem problemas localizados de liquidez para alguns bancos, sobretudo algumas instituições oficiais.
- A restrição ao crédito será generalizada, atingindo também o crédito via cheque pré-datado, via diminuição e encarecimento dos recursos para financiá-lo. É difícil neste momento quantificar se a restrição de liquidez foi correta ou excessiva. Espera-se, portanto, que o governo venha a alterar novamente as regras que regem os depósitos compulsórios nos próximos meses, adequando-os à evolução dos agregados macroeconômicos.
- A alteração dos compulsórios é um instrumento de política monetária que deve ser usado com bastante moderação. Sua implementação é lenta dadas as defasagens entre os períodos de cálculo e de movimentação dos recolhimentos compulsórios, e também

por conta do *phase-in* das novas alíquotas. O *phase-in* do novo compulsório sobre depósitos a prazo, por exemplo, deverá se alongar até 7/10/94 (Circular nº 2.474 do BC de 31/8/94, vide anexo 2). As alterações do compulsório também causam mudanças nos comportamentos dos agentes econômicos, como já se explicou anteriormente. Assim, é necessário se esperar algum tempo após a implementação total das alterações para se observar o verdadeiro efeito das mesmas. Por tudo isso, as alterações nas normas dos recolhimentos compulsórios pós-real deveriam se pautar por tentar atingir adaptativamente a estrutura de compulsórios que se espera que vigore na economia com inflação baixa que se espera atingir.

- Infelizmente, o perfil de recolhimentos compulsórios pós-real teve um defeito de nascença, recentemente agravado com as novas medidas, e que terá que ser alterado dentro em breve. A mudança que se faz indispensável é a diminuição do compulsório de 100% na margem sobre os depósitos à vista. O recolhimento ao BC de 100% dos novos depósitos à vista faz com que os bancos tentem redirecionar os fundos para transação que normalmente ocorreriam aos depósitos à vista para depósitos a prazo ou fundos de curto prazo, os quais não estão sujeitos ao recolhimento de 100%. Tal movimento, previsto desde o início do plano real, deverá se acirrar com a restrição de liquidez que se espera para os próximos meses. Isto torna **ainda menos eficaz** o controle monetário prescrito pela MP que criou o real.

Mesmo que se considere o cumprimento das metas contidas na MP que criou o real pouco importante para a política monetária, há que se concordar com a alteração do requisito compulsório marginal de 100% sobre os depósitos à vista. Isso porque qualquer política monetária—quer baseada em regras de controle de agregados (como prescreve a MP do real), quer baseada em regras de controle de taxas de

juros—necessita de parâmetros estáveis para a demanda por moeda. Ou seja, se a demanda pelos diversos ativos financeiros e monetários estiver em constante mutação, fica muito difícil saber qual o efeito da política monetária. Por isso defende-se desde a implantação do real que um dos objetivos da política monetária seja o de permitir que o processo de remonetização conduza o mais rapidamente possível a uma demanda por M4 compatível com a nova inflação de equilíbrio a níveis reduzidos.

- Embora em qualquer sistema financeiro no mundo a demanda pelos ativos monetários e financeiros esteja condicionada pelos recolhimentos compulsórios exigidos (exceto nos países em que estes foram eliminados), a situação brasileira atual é especial. O compulsório marginal de 100% é claramente um obstáculo ao processo de remonetização, pois coloca os bancos como principais interessados em **não** captar em depósitos à vista. Como já se viu, isso fez com que parte dos fundos para transação que deveria estar no M1 fosse transferido para agregados monetários mais altos (M2, M3 e M4), que rendem juros.
- O compulsório marginal de 100% faz com que a demanda por moeda seja viesada contra os depósitos à vista. Não seria surpresa se nas próximas semanas o volume real de depósitos à vista começar a cair como fruto da política dos bancos de transferir recursos para transação para ativos que rendam juros. Tal movimento dependerá do grau da restrição de liquidez que ocorrerá: quanto mais altas as taxas de juros, mais vantagem o banco terá em transferir o depósito à vista para outro tipo de depósito. Note-se que isso é fruto exclusivo da alíquota de 100%, que faz com que captar em qualquer outro tipo de depósito seja melhor do que captar à vista.
- À medida que os bancos redirecionarem os fundos de transação para outras aplicações financeiras não sujeitas ao recolhimento integral ao BC, este então deverá tentar “tapar

os buracos” criando ou elevando os compulsórios e/ou a tributação destas aplicações alternativas. Melhor seria alterar o **perfil** dos depósitos compulsórios, evitando a discriminação dos depósitos à vista.

O mesmo grau de aperto monetário pode ser obtido com diferentes **perfis** de depósito compulsório. Qual o **melhor perfil** dos recolhimentos compulsórios dos diversos passivos das instituições financeiras é uma questão a ser respondida na prática. Entretanto, sabe-se que o melhor perfil **não** terá 100% de recolhimento sobre os depósitos à vista.

Ou seja, sabe-se que em algum ponto a alíquota de 100% será mudada, acarretando uma realocação de portfólios em favor dos depósitos à vista, e tornando mais difícil o desenho da regra de controle monetário. É correto impor um grau maior de aperto monetário neste momento, abrandando-o à medida que o plano evolua. O que **não** é correto é fazê-lo com um perfil de recolhimentos compulsórios que conduz a uma estrutura de demanda pelos componentes do M4 bastante distinta daquela que deve vigorar numa economia de baixa inflação.

- Em suma, sugere-se que seja reduzida a alíquota do compulsório sobre depósitos à vista. Modificações frequentes nos compulsórios devem ser evitadas, mas a próxima modificação deverá ter como objetivo prover um desenho do perfil dos compulsórios compatível com a demanda por ativos monetários e financeiros em uma economia de baixa inflação. Isto permitirá se reduzir paulatinamente o grau de aperto monetário, sem alterar demasiadamente a distribuição relativa entre os diversos componentes do M4, possibilitando um desenho mais preciso e eficaz da política monetária.

ANEXO 1

COMPOSIÇÃO DAS CARTEIRAS DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS

Investidor Institucional

Composição das Carteiras - atualizado até 6/9/94

Aplicações	Aplicação Financeira (FAF) (Circ. nº 2.209/92) (Circ. nº 2.304/93)	Mútuo de Renda Fixa (b) (Res. nº 1.729/90) (Circ. nº 2.008/91) (Circ. nº 1.946/91)	Mútuo de Ações (Res. nº 1.365/87) (Inst. CVM 215/94)	Capital Estrangeiro (Res. nº 1.289/87) Anexo IV (d) (Res. nº 1.832/91) (Res. nº 1.935/93) (Res. nº 2.079/94)	Commodities (Circ. nº 2.265/93) (Circ. nº 2.325/93) (Circ. nº 2.391/93)	Renda Fixa Capital Estrangeiro (Res. nº 2.034/93) (Circ. nº 2.388/93) (Circ. nº 2.389/93) (C.C. nº 2.426/93)	Renda Fixa Curto Prazo (Circ. nº 2.420/94) (Circ. nº 2.432/94)
Ações (comp. abertas)	—	máx. 2%(a)(1)	mín. 51%	máx. 100% (1)	máx. 20%	máx. 20% (7)	—
Títulos Públicos Federais	mín. 45% (c) (Tít. Púb. Fed. e Dep. no BC)	mín. 10% (1)	máx. 49% (1)	—	máx. 60% (1) (Tít. Púb.)	mín. 35%	mín. 50%(c) (Tít. Púb. Fed. e Dep. no BC)
Tít. Púb. Estad. e Municipais	máx. 42% (1)	máx. 90% (1)	máx. 49% (1)	—	máx. 60% (1)	—	máx. 50% (1)
Operações Comprom. (Circ. 2.063/91)	máx. 25% dos 42% não compr. (10,5% do total)	disponibilidades	—	—	—	—	máx. 30% das aplicações do Fundo
TDE	mín. 10%	—	máx. 49% (1)	—	—	—	—
Quotas de FDS	mín. 3%	—	—	—	—	—	—
CDB/LC	máx. 42% (1)	máx. 90% (1)(5)	máx. 49% (1)(5)	—	máx. 60% (1)	máx. 20%	máx. 50% (1)
CDBs vinc. a com. de prod. agríc. pec. e agroind. e/ou fin. de máq. e equip. agrícolas	—	—	—	—	máx. 15%	—	—
Warrants agrícolas	—	—	—	—	mín. 25% (1)	—	—
Debêntures	máx. 42% (1)	máx. 90% (1)	máx. 49% (1)	—	máx. 60% (1)	máx. 65%	máx. 50% (1)
Céd. Pig. Deb.	—	máx. 90% (1)	máx. 49% (1)	—	—	máx. 20%	—
Letras Imob.	—	máx. 90% (1)	máx. 49% (1)	—	—	—	—
Céd. Hipotec.	—	máx. 90% (1)	máx. 49% (1)	—	—	—	—
Letras Hipotec.	máx. 42% (1)	máx. 90% (1)	máx. 49% (1)	—	máx. 60% (1)	—	máx. 50% (2)
Disponibilidades	—	máx. 90% (1)	máx. 49% (1)	—	—	—	—
FND	—	—	—	(4)	—	—	—
Cert. de Privat.	—	—	—	—	—	—	—
Quotas de Fund. de Investimentos	—	máx. 90% (1) (FAF)	máx. 49% (1) (FRF)	(4) (FAF)	máx. 60% (1) (FAF)	máx. 65% (FAF)	—
TDA	—	—	máx. 49% (1)	(4)	—	—	—
Ouro	—	—	—	—	máx. 10%	—	—
Commercial Paper	—	máx. 90% (1)	máx. 49% (1)	—	máx. 60% (1)	máx. 65%	—
Deb. Siderbrás	—	—	—	(4)	—	—	—
Outros Tít. represent. de securit. e créd. no âmbito do PND	—	—	—	—	—	—	—
Mercado Futuro	—	máx. 100% (3) (Taxas de juros)	máx. 49%	Somente hedge (4) (8)	mín. 10% (e) (futuro, termo, opções e agrícola)	máx. 65% (6)	—
Export Notes	—	—	—	—	máx. 10% (f)	—	—
Cert. de Merc. (g)	—	—	—	—	mín. 25% (1)	—	—
Dir. Creditórios	—	—	—	—	máx. 10%	—	—
Cert. Depósito de Ações (i)	—	—	máx. 49% (1) (h)	—	—	—	—

Investidores Institucionais

Composição das Carteiras - atualizada até 6/9/94

Aplicações	Previdência Privada Fechada (Res. nº 1.362/87, Res. nº 1.612/89, Res. nº 2.038/93, Com. Conj. 46/93 Com. Conj. 04/94)		Previdência Privada Aberta (Res. nº 1.947/92)		Seguradoras (Res. nº 1.947/92)	
	Pública	Outras	Não Compr. (2)	Compr. (2)	Não Compr. (2)	Compr. (2)
Ações (comp. abertas)	máx. 65% (75% mín. comp. ab.)	mín. 90% (75% mín. comp. ab.)	máx. 50% (1) (75% mín. comp. ab.)	máx. 50% (1) (75% mín. comp. ab.)	máx. 50% (1) (75% mín. comp. ab.)	máx. 50% (1) (75% mín. comp. ab.)
Títulos Públicos Federais	mín. 35% (NTN-R) rec.remanesc.(1)	rec.remanesc.(1)	máx. 50% (1) (Tít. Púb.)	máx. 50% (1) (Tít. Púb.)	máx. 50% (1) (Tít. Púb.)	máx. 50% (1) (Tít. Púb.)
Títulos Públicos Est. e Municipais	rec.remanesc.(1)	Tít. Munic. rec.remanesc.(1)	máx. 40% (1)	—	máx. 40% (1)	—
Operações Compromissadas (Circ. nº 2.063/91)	rec.remanesc.(1)	rec.remanesc.(1)	máx. 40% (1)	máx. 50% (1)	máx. 40% (1)	máx. 50% (1)
TDE	—	—	máx. 40% (1)	—	máx. 40% (1)	—
CDB/LC	rec.remanesc.(1)	rec.remanesc.(1)	máx. 40% (1)	máx. 50% (1)	máx. 40% (1)	máx. 50% (1)
Debêntures	rec.remanesc.(1)	rec.remanesc.(1)	máx. 40% (1)	—	máx. 40% (1)	—
Céd. Pig. Deb.	rec.remanesc.(1)	rec.remanesc.(1)	máx. 40% (1)	máx. 50% (1)	máx. 40% (1)	máx. 50% (1)
Letras Imob.	rec.remanesc.(1)	rec.remanesc.(1)	máx. 40% (1)	—	máx. 40% (1)	—
Céd. Hipotec.	rec.remanesc.(1)	—	máx. 40% (1)	—	máx. 40% (1)	—
Letras Hipotec.	—	—	máx. 40% (1)	máx. 50% (1)	máx. 40% (1)	máx. 50% (1)
Disponibilidades	rec.remanesc.(1)	rec.remanesc.(1)	—	—	—	—
FND	máx. 65%	—	máx. 50% (1)	máx. 50% (1)	máx. 50% (1)	máx. 50% (1)
Emprést. e/ou Fin.	máx. 17%	máx. 17%	máx. 10% (1)	—	máx. 40% (1)	—
Cert. de Privat.	25%	10%	máx. 10%	—	máx. 10%	—
Imóveis	máx. 20%	máx. 20%	máx. 40%	—	máx. 40%	—
Obrig. Eletrobrás	rec.remanesc.(1)	rec.remanesc.(1)	máx. 40% (1)	—	máx. 40% (1)	—
Tít. do BNDES	máx. 65%	—	máx. 40% (1)	—	máx. 40% (1)	—
Quotas de Fundos de Invest.	rec.remanesc.(1)	rec.remanesc.(1)	máx. 40% (1) (ações máx. 50%) (1)	máx. 50% (1)	máx. 40% (1) (ações máx. 50%) (1)	máx. 50% (1)
TDI	rec.remanesc.(1)	—	máx. 40% (1)	—	máx. 40% (1)	—
Direitos Credit.	—	—	—	—	máx. 90% (1)	—
Poupança	máx. 10%	máx. 10%	—	—	—	—
Ouro	máx. 10% (futuro)	máx. 10% (futuro)	—	—	—	—
Commercial Paper	rec.remanesc.(1)	rec.remanesc.(1)	máx. 40% (1)	máx. 50% (1)	máx. 40% (1)	máx. 50% (1)
Tít. do TN ou BC + FND + Tít. Est. BNDES + Bcos. de Des. + Céd. e Letras Hipotec.	—	máx. 90% (1)	—	—	—	—
Mercado Futuro	ações (C.Conj. 03/91 CVM/SNPSC)	ações (C.Conj. 03/91 CVM/SNPSC)	—	—	—	—
Certif. de compra e venda a termo de Energ. Elétr.	máx. 2%	máx. 2%	—	—	—	—
Certif. de Depósito de Ações (h)	máx. 1%	máx. 1%	—	—	—	—

Observações - (a) - Ações recebidas de conversão de debêntures, somente por até 60 (sessenta) dias; (b) - As aplicações com rendimentos pós-fixados não excederão a 40% do total das aplicações do fundo; (c) - 25% do total do patrimônio, no mínimo, em depósitos junto ao Banco Central, rendendo TR; (d) - O Anexo IV disciplina a constituição e a administração da carteira de valores mobiliários mantida no País por investidores institucionais; (e) - O somatório dos valores correspondentes às margens de garantia, não poderá ultrapassar 30% do PL do fundo; (f) - As *Export Notes* deverão estar, necessariamente, vinculadas a contratos de exportação de produtos agrícolas, pecuários e agroindustriais; (g) - Ou títulos semelhantes; (h) - Emitidas por companhias com sede nos países signatários do Mercosul; (i) - Emitidas por companhias com sede nos países signatários do Mercosul admitidos à negociação pública no País.

Legenda: (1) Isolada ou cumulativamente; (2) Não Comp.: Não Comprometida; Comp.: Comprometida; (3) De acordo com o regulamento do FMRF, pode-se "hedgear" a totalidade dos recursos existentes na carteira desses fundos; (4) Os recursos não destinados à aquisição de valores mobiliários deverão, obrigatoriamente, destinar-se à aplicação nessas modalidades; (5) Incluem-se também as Letras de Câmbio emitidas como caução de Warrants; (6) O somatório dos valores correspondentes às margens de garantia relativas às operações realizadas em mercados organizados de liquidação futura não excederá a 15% do patrimônio líquido do fundo; (7) Ações recebidas de conversão de debêntures.; e (8) Opções e futuro referenciado em vals. mobiliários, juros e câmbio. O valor total das garantias das posições assumidas não poderá exceder o montante das respectivas aplicações em títulos e valores mobiliários por carteira própria ou participante de conta coletiva. **Fontes/Source: ANDIMA e Banco Central.**

ANEXO 2

NORMAS RECENTES RELATIVAS AOS RECOLHIMENTOS COMPULSÓRIOS

Circular Nº 2.441

Redefine regras para efeito do recolhimento, compulsório e do encaixe obrigatório sobre recursos à vista.

A Diretoria do Banco Central do Brasil, em sessão realizada em 30.06.94, tendo em vista o disposto no art. 10, incisos, III e IV, da Lei nº 4.595, de 31.12.64, com a redação que lhe foi dada pelos arts. 19 e 20 da Lei nº 7.730, de 31.01.89, e na Resolução nº 1.857, de 15.08.91,

DECIDIU:

Art. 1º O recolhimento compulsório e o encaixe obrigatório incidente sobre recursos à vista captados por bancos múltiplos com carteira comercial, bancos comerciais e caixas econômicas corresponderão às seguintes alíquotas:

I — 100% (cem por cento) sobre os depósitos à vista e sob aviso; e

II — 60% (sessenta por cento) sobre os demais recursos.”

Art. 2º As alíquotas previstas no artigo anterior serão atingidas gradualmente, fixando-se o recolhimento com base na soma das seguintes parcelas:

I — exigibilidades apuradas, consoante as normas em vigor, para os períodos de cálculo abaixo indicados — “período-base”:

a - Instituições do grupo “A”: de 23 a 29.06.94; e

b - Instituições do grupo “B”: de 27 a 30.06.94.

II - 100% (cem por cento) do acréscimo, acaso verificado, na média de cada uma das parcelas que compõem os valores sujeitos a recolhimento-VSR do período de cálculo sob apuração em relação às respectivas médias do “período-base”.

Parágrafo Único. Em nenhuma hipótese haverá redução da exigibilidade apurada para cada uma das parcelas definidas nos incisos I e II do art. 1º, enquanto não forem atingidas as alíquotas ali previstas.

Art. 3º O “caput” do art. 9º da Circular nº 2.377 de 10.11.93, passa a vigorar com a seguinte redação:

(Incompleto) - O ESTADO DE SÃO PAULO - 2/7/94

RESOLUCAO N. 002106

Altera o art. 6. do Regulamento anexo a
Resolucao n. 1.980, de 30.04.93.

O BANCO CENTRAL DO BRASIL, na forma do art. 9. da Lei n. 4.595, de 31.12.64, torna publico que o CONSELHO MONETARIO NACIONAL, em sessao realizada em 31.08.94, com base no art. 7. do Decreto-Lei n. 2.291, de 21.11.86,

R E S O L V E U:

Art. 1. Alterar o art. 6. do Regulamento anexo a Resolucao n. 1.980, de 30.04.93, com a redacao dada pelas Resolucoes n.s 2.019, de 18.10.93, e 2.088, de 30.06.94, que passa a vigorar com a seguinte redacao:

"Art. 6. O direcionamento dos recursos captados em depositos de poupanca pelas entidades integrantes do SBPE, observado o disposto no art. 9., sera o seguinte:

I - 70% (setenta por cento), no minimo, em financiamentos habitacionais, sendo:

a) 80% (oitenta por cento), no minimo, do percentual acima em operacoes no ambito do SFH;

b) o restante em operacoes a taxas de mercado;

II - 30% (trinta por cento) em encaixe obrigatorio no Banco Central do Brasil;

III - recursos remanescentes, se houver, em disponibilidades financeiras.

"Paragrafo 1. Os financiamentos para a aquisicao de imovel novo, individuais, ou para a construcao de habitacao em lote proprio urbanizado, individuais ou em condominio, deverao representar, no minimo, 25% (vinte e cinco por cento) dos financiamentos habitacionais a serem contratados para o cumprimento da exigibilidade minima prevista no item I deste artigo.

"Paragrafo 2. Os financiamentos para a aquisicao de imovel usado contratados no ambito do SFH ficam limitados a 25% (vinte e cinco por cento) da exigibilidade minima prevista no item I, alinea "a", deste artigo."

Art. 2. Os valores recolhidos ao Banco Central a titulo de encaixe obrigatorio de que trata o art. 6. do Regulamento anexo a Resolucao n. 1.980, de 30.04.93, com a redacao dada por esta Resolucao, nao integraram a base de calculo para fins de contribuicao ao Fundo de Garantia de Depositos e Letras Imobiliarias (FGDLI), a partir da posicao de agosto de 1994.

Art. 3. Autorizar o Banco Central do Brasil a baixar as normas complementares necessarias a execucao do disposto nesta Resolucao, inclusive disciplinando as formas de recolhimento do encaixe obrigatorio.

Art. 4. Esta Resolucao entra em vigor na data de sua publicacao.

Art. 5. Ficam revogados o art. 3. da Resolucao n. 2.019, de 18.10.93, e a Resolucao n. 2.088, de 30.06.94.

Brasilia, 31 de agosto de 1994

Pedro Sampaio Malan
Presidente

RESOLUCAO N. 002107

Veda a negociacao pelas instituicoes financeiras de titulos de renda fixa de emissao ou aceite proprio ou de instituicoes ligadas enquanto nao decorrido o prazo minimo regulamentar.

O BANCO CENTRAL DO BRASIL, na forma do art. 9. da Lei n. 4.595, de 31.12.64, torna publico que o CONSELHO MONETARIO NACIONAL, em sessao realizada em 31.08.94, tendo em vista o disposto no art. 4., inciso VIII, da mencionada Lei,

R E S O L V E U:

Art. 1. E vedado as instituicoes financeiras e demais instituicoes autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil operar na compra ou recompra de titulos de emissao ou aceite proprio ou de instituicoes ligadas, enquanto nao decorrido o prazo minimo regulamentar.

Paragrafo 1. Para efeito do disposto neste artigo, consideram-se ligadas as instituicoes:

I - as quais uma participe com 10% (dez por cento) ou mais do capital da outra, direta ou indiretamente;

II - as quais administradores e respectivos parentes ate o segundo grau de uma participem, em conjunto ou isoladamente, com 10% (dez por cento) ou mais do capital da outra, direta ou indiretamente;

III - as quais acionistas com 10% (dez por cento) ou mais do capital de uma participem com 10% (dez por cento) ou mais do capital da outra, direta ou indiretamente;

IV - que possuam administrador comum.

Paragrafo 2. As operacoes da especie contratadas anteriormente a data da publicacao desta Resolucao terao curso normal ate seu vencimento, vedada sua prorrogacao ou renovacao.

Art. 2. Ficam revogados o art. 29 do Regulamento anexo a Resolucao n. 1.088, de 30.01.86, o art. 9. do Regulamento anexo a Resolucao n. 1.524, de 21.09.88, a Circular n. 1.592, de 09.03.90, e a Carta-Circular n. 2.123, de 27.11.90.

Art. 3. Esta Resolucao entra em vigor na data de sua publicacao.

Brasilia, 31 de agosto de 1994

Pedro Sampaio Malan
Presidente

Redefine alíquota do recolhimento compulsório/encaixe obrigatório sobre depósitos a prazo, recursos de aceites cambiais e cédulas pignoratícias de debêntures de que trata a Circular n. 2.447, de 13.07.94.

A Diretoria do Banco Central do Brasil, em sessão realizada em 30.08.94, tendo em vista o disposto no art. 10, incisos III e IV, da Lei n. 4.595, de 31.12.64, com a redação que lhe foi dada pelos arts. 19 e 20 da Lei n. 7.730, de 31.01.89, e na Resolução n. 1.857, de 15.08.91,

D E C I D I U:

Art. 1. Alterar o art. 3. da Circular n. 2.447, de 13.07.94, que passa a vigorar com a seguinte redação:

"Art. 3. A exigibilidade de recolhimento compulsório/encaixe obrigatório corresponderá a 30% (trinta por cento) da média aritmética dos saldos diários de cada período de cálculo, devendo ser atingida mediante o recolhimento de, no mínimo, 2% (dois por cento) do principal dos títulos emitidos a partir de 01.09.94, de modo que, nas datas de ajuste a seguir, o total recolhido corresponda aos seguintes percentuais da mencionada média:

- I - em 09.09.94: 3% (três por cento);
- II - em 16.09.94: 9% (nove por cento);
- III - em 23.09.94: 16% (dezesseis por cento);
- IV - em 30.09.94: 23% (vinte e três por cento);
- V - em 07.10.94: 30% (trinta por cento).

Parágrafo 1. Para fins do disposto no "caput" deste artigo, define-se o período de cálculo como os dias úteis compreendidos no período de uma semana, com início na segunda-feira e término na sexta-feira.

Parágrafo 2. Define-se como data de ajuste a sexta-feira da semana subsequente ao período de cálculo, esclarecido que, na hipótese de não ser dia útil, o ajuste será efetuado no dia útil imediatamente seguinte."

Art. 2. Esta Circular entra em vigor na data de sua publicação.

Brasília, 31 de agosto de 1994

Alkimar Ribeiro Moura
Diretor de Política Monetária

Claudio Ness Mauch
Diretor de Normas e Organização
do Sistema Financeiro

Redefine regras acerca do recolhimento do encaixe obrigatório sobre os recursos captados pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Emprestimo (SBPE).

A Diretoria do Banco Central do Brasil, com base no disposto no art. 3. da Resolução n. 2.106, de 31.08.94,

D E C I D I U:

Art. 1. Alterar o parágrafo 2. do art. 1. da Circular n. 2.293, de 24.03.93, que passa a vigorar com a seguinte redação:

"Parágrafo 2. Para efeito do recolhimento do encaixe obrigatório sobre os recursos de depósitos de poupança, define-se o período de cálculo como os dias úteis compreendidos no período de uma semana, com início na segunda-feira e término na sexta-feira."

Art. 2. A exigibilidade de que trata o item II do art. 6. do Regulamento Anexo a Resolução n. 1.980, de 30.04.93, com a redação dada pela Resolução n. 2.106, de 31.08.94, deve ser cumprida em espécie, observadas, no que couber, as disposições da Circular n. 2.293, de 24.03.93.

Parágrafo 1. A exigibilidade de que trata este artigo corresponderá ao menor dos seguintes valores:

a) 30% (trinta por cento) da média dos saldos diários dos depósitos de poupança, apurada durante o respectivo período de cálculo; ou

b) soma das seguintes parcelas:

1) exigibilidade apurada no período de cálculo de 22.08 a 26.08.94; e

2) captação líquida de depósitos de poupança verificada desde 29.08.94 até o último dia do período de cálculo considerado.

parágrafo 2. Os valores recolhidos em espécie somente serão liberados após atingida a exigibilidade mencionada no caput deste artigo.

Parágrafo 3. O disposto neste artigo deverá ser observado a partir do período de cálculo com início em 29.08.94, cujo ajuste ocorrerá em 12.09.94.

Parágrafo 4. As instituições que possuem títulos vinculados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC), em cumprimento do disposto na Circular n. 2.435, de 30.06.94, deverão providenciar a desvinculação desses papéis a partir da data de ajuste mencionada no parágrafo anterior.

Art. 3. Alterar o parágrafo 1. do art. 2. da Circular n. 2.293, de 24.03.93, com a redação dada pelo art. 2. da Circular n. 2.435, de 30.06.94, que passa a vigorar com a seguinte redação:

"Parágrafo 1. Os valores recolhidos ao Banco Central, em espécie, farão jus a remuneração diária com base na Taxa Referencial (TR), acrescida dos juros abaixo, considerado, para efeito do cálculo dos juros, o ano civil:

a) 3,0% (três por cento) ao ano, no caso do encaixe obrigatório com base nos depósitos de poupança vinculada;

b) 6,17% (seis inteiros e dezessete centesimos por cento) ao ano, no caso do encaixe obrigatório com base nas demais modalidades de depósitos de poupança."

Art. 4. Esta Circular entra em vigor na data de sua publicação.

Art. 5. Ficam revogadas, a partir de 12.09.94, as Circulares n.ºs. 2.435 e 2.458, de 30.06.94 e 01.08.94, respectivamente.

Brasília, 31 de agosto de 1994

Alkimir Ribeiro Moura
Diretor de Política Monetária

Claudio Ness Mauch
Diretor de Normas e Organização
do Sistema Financeiro

Texto para discussão:

302. Amadeo, E. J. "Retraining under conditions of adjustment . The case of Brazil"
303. Amadeo, E. J. "Entre a lógica particular e a eficiência social.: Grupos de interesse e negociação coletiva no Brasil"
304. Carneiro, D. D.; Garcia, M. G. P. "Capital flows and monetary control under a domestic currency substitution regime: The recent Brazilian experience"
305. Abreu, M.P. "A dívida pública externa brasileira em francos franceses," 1888-1956"
306. Abreu, M.P. "The political economy of protectionism in Argentina and Brazil, 1880-1930"
307. Carneiro, D.D.; Werneck, R.L.F.; Garcia, M.G.P. "Strengthening the financial sector in the Brazilian economy"
308. Bonomo, M.; Garcia, R. "Disappointment aversion as a solution to the equity premium and the risk-free rate puzzles"
309. Gonzaga, Gustavo M. "Assymmetric employment cycles at the firm level: a dynamic labor demand model and some empirical evidence"
310. Amadeo, E. J. "An Economist's political view of democratization in Brazil"
311. Abreu, M. P. "O Brasil na Rodada Uruguai do GATT: 1982-1993"
312. Amadeo, E. J. "Distributive and welfare effects of inflation and stabilization"
313. Bonomo, M. "Optimal two-sided and suboptimal one-sided state-dependent pricing rules"
314. Carneiro, D.D. "Adaptação inflacionária, política monetária e estabilização"
315. Amadeo, E.J. ; Camargo, J.M. "Institutions and the labor market in Brazil"
316. Amadeo, E.J. ; Villela, A. "Crescimento da produtividade e geração de empregos na indústria brasileira"
317. Mello, M. F. "Privatização e ajuste fiscal no Brasil" .
318. La Rocque, E.C. ; Garcia, M.G.P. "O mercado futuro de taxas de juros no Brasil: especificidades teóricas e empíricas do mercado de DI-futuro".
319. Almeida, H. ; Camargo, J.M. "Human capital investment and poverty".
320. Camargo, J.M ; Barros, R. P. de "Porca Miséria II . As causas da pobreza no Brasil".
321. Amadeo, E.J. "Negociações coletivas e desempenho do mercado de trabalho". agosto 1994
322. Amadeo, E.J.; Scanduzzi, J.C.; Pero, V. "Ajuste empresarial, empregos e terceirização" setembro 1994