



Henrique Pinto dos Santos

**A Interação Entre a Política Monetária e o Mercado de
Crédito: Uma Análise Empírica**

Dissertação de Mestrado

Dissertação apresentada como requisito parcial para
obtenção do título de Mestre pelo Programa de Pós-
Graduação em Economia da PUC-Rio.

Orientador: Márcio Gomes Pinto Garcia
Co-Orientador: Marcelo Cunha Medeiros

Rio de Janeiro

Abril de 2010

Henrique Pinto dos Santos

A Interação Entre a Política Monetária e o Mercado de Crédito: Uma Análise Empírica

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Economia da PUC-Rio. Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

Prof. Márcio Gomes Pinto Garcia
Orientador
Departamento de Economia - PUC-Rio

Prof. Marcelo Cunha Medeiros
Co-Orientador
Departamento de Economia - PUC-Rio

Prof. Eduardo Henrique de Mello Motta Loyo
Departamento de Economia - PUC-Rio/BTG Pactual

Prof. Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo
Banco Central do Brasil

Prof^a. Mônica Herz
Coordenador(a) Setorial do Centro de Ciências Sociais - PUC-Rio

Rio de Janeiro, 09 de abril de 2010

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem autorização da universidade, do autor e do orientador.

Henrique Pinto dos Santos

Graduou-se em Ciências Econômicas pela PUC-Rio em 2006.

Ficha Catalográfica

Santos, Henrique Pinto dos

A Interação entre a Política Monetária e o Mercado de Crédito: Uma Análise Empírica / Henrique Pinto dos Santos; orientador: Márcio Gomes Pinto Garcia; co-orientador: Marcelo Cunha Medeiros. – Rio de Janeiro: PUC, Departamento de Economia, 2010.

69 f. : il. ; 30 cm

Dissertação (mestrado) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Economia.

Incluí referências bibliográficas.

1. Economia – Teses. 2. Crédito Bancário. 3. *Spread*. 4. Taxa de Juros. 5. Política Monetária. 6. Regra de Taylor I. Garcia, Márcio G. P. II. Medeiros, Marcelo C. III. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Economia. IV. Título.

CDD:330

Agradecimentos

Agradeço ao meu orientador Prof. Márcio Garcia e ao meu co-orientador Prof. Marcelo Medeiros pela ajuda e por todos os ensinamentos adquiridos durante o mestrado e a realização deste trabalho.

Aos membros da banca examinadora, os professores Eduardo Loyo e Carlos Hamilton, pelas críticas, comentários e sugestões importantes.

Aos funcionários do departamento, pela prontidão em ajudar quando necessário.

Agradeço em especial à minha família, pelo apoio, e à Leonora, pelo carinho, compreensão e grande amizade.

À CAPES e à FAPERJ pelo auxílio financeiro concedido durante o mestrado.

Resumo

Santos, Henrique Pinto dos; Garcia, Márcio Gomes Pinto (Orientador); Medeiros, Marcelo Cunha (Co-orientador). **A Interação entre a Política Monetária e o Mercado de Crédito: Uma Análise Empírica**. Rio de Janeiro, 2010. 69p. Dissertação de Mestrado - Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

As condições de crédito da economia têm uma influência direta nas decisões de consumo e investimento tomadas pelos agentes, tendo em vista que em geral eles não conseguem captar recursos pagando apenas a taxa básica de juros fixada pela autoridade monetária. Então, deslocamentos na oferta de crédito, interpretados neste trabalho como alterações no *spread* bancário para uma dada taxa Selic, alteram o preço relativo do consumo futuro e impactam a demanda agregada. Através da estimação de um VAR (*Vector Auto Regression*) para a economia brasileira encontramos evidência empírica de que deslocamentos na oferta de crédito têm efeito significativo sobre a atividade econômica. Em seguida, estimamos uma função de reação do banco central, e os resultados indicam que a autoridade monetária responde a uma queda no *spread* bancário elevando sua meta para a taxa Selic, *ceteris paribus*, de forma a compensar a alteração no *trade-off* intertemporal dos agentes.

Palavras-chave

Crédito Bancário; *Spread*; Taxa de Juros; Política Monetária; Regra de Taylor.

Abstract

Santos, Henrique Pinto dos; Garcia, Márcio Gomes Pinto (Advisor); Medeiros, Marcelo Cunha (Co-advisor). **The Interaction between Monetary Policy and the Credit Market: an Empirical Analysis**. Rio de Janeiro, 2010. 69p. MsC Dissertation - Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

The credit conditions have a direct influence on the investment and consumption decisions made by the agents, considering that they usually can't borrow paying only the basic interest rate fixed by the monetary authority. That being said, movements in the credit supply, interpreted in this work as changes in the credit spread for a given Selic rate, change the relative price of future consumption and have an impact on aggregate demand. Through the estimation of a VAR (Vector Auto Regression) for the Brazilian economy we find empirical evidence that a shock to the credit supply has a significant impact on economic activity. Afterwards, we estimate a central bank's reaction function, and the results suggest that the monetary authority responds to a fall in the credit spread by hiking its interest rate target, *ceteris paribus*, in order to compensate the change in the intertemporal trade-off faced by the agents.

Keywords

Bank Credit; Spread; Interest Rate; Monetary Policy; Taylor Rule.

Sumário

1	Introdução	10
2	Avaliando a Dinâmica da Economia em Resposta a Deslocamentos na Oferta de Crédito	15
2.1.	O Mercado de Crédito no Brasil	15
2.2.	Mudanças Institucionais	17
2.3.	Metodologia de Teste	20
2.3.1.	VAR (Vector Auto Regression)	20
2.3.2.	Base de Dados	24
2.3.3.	Resultados	25
2.3.4.	Restringindo as Respostas a Impulso	28
3	Regra de Taylor Aumentada	32
3.1.	Função de Reação do Banco Central	32
3.2.	Revisão da Literatura	33
3.3.	Estimação da Regra de Taylor Aumentada	37
3.3.1.	Série de Dados	38
3.3.2.	Resultados	40
3.4.	Regra de Taylor Alternativa	45
4	Considerações Finais	50
5	Referências Bibliográficas	52
6	Apêndice	57
6.1.	VAR com Estratégia Alternativa de Identificação	57
6.2.	VAR com Produção Industrial	59
6.3.	Regra de Taylor com Concessão e <i>Spread</i>	60
6.4.	Correlação entre as Variáveis Instrumentais e as Endógenas	64
6.5.	Regra de Taylor com Produção Industrial	65
6.6.	Testes de Raiz Unitária	66
6.7.	Gráficos das Séries	68

Lista de figuras

Figura 1: Captação Interna de Recursos	16
Figura 2: Concessões e <i>Spread</i> Pré	19
Figura 3: Respostas a Impulso Estimadas	28
Figura 4: FRI do <i>Spread</i> a um choque no Hiato	30
Figura 5: FRI do Hiato a um Choque no <i>Spread</i>	31
Figura 6: FRI do Hiato a um Choque na Selic	31
Figura 7: Comparativo das Regras de Taylor	45
Figura 8: Comparativo das Regras de Taylor	49
Figura 9: Respostas a Impulso Estimadas	28
Figura 10: Respostas a Impulso Estimadas	59
Figura 11: Comparativo das Regras de Taylor	63
Figura 12: Gráficos das Séries Utilizadas	68

Lista de tabelas

Tabela 1: Evolução do <i>Spread</i> Bancário das Operações Pré-fixadas	18
Tabela 2: Regra de Taylor com <i>Spread</i> (MQO)	42
Tabela 3: Regra de Taylor com <i>Spread</i> (MQ2E)	44
Tabela 4: Selic Efetiva e Valores Previstos (<i>Spread</i>)	45
Tabela 5: Regra de Taylor com Concessão de Crédito (MQO)	48
Tabela 6: Regra de Taylor com Concessão de Crédito (MQ2E)	49
Tabela 7: Selic Efetiva e Valores Previstos	50
Tabela 8: Regra de Taylor com <i>Spread</i> e Concessão (MQO)	62
Tabela 9: Regra de Taylor com <i>Spread</i> e Concessão (MQ2E)	63
Tabela 10: Selic Efetiva e Valores Previstos	63
Tabela 11: Variáveis Instrumentais Utilizadas	65
Tabela 12: Regra de Taylor (Produção Industrial)	66
Tabela 13: Testes de Raiz Unitária	68
Tabela 14: Testes de Raiz Unitária (Selic e <i>Spread</i>)	68