



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 |