

---

## JUROS E ATIVIDADE ECONÔMICA: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS PARA REFLEXÃO.

RS 054 - Fevereiro de 2007  
Claudio R. Contador

### I – Introdução

A década de 90 marca mudanças importantes na condução da política econômica dos países industrializados e emergentes, e também do receituário proposto pelo FMI e demais agências internacionais. As antigas divergências entre monetaristas e keynesianos – o que quer que estas definições signifiquem – perdem importância perante as novas condições impostas pela globalização, integração comercial e sofisticação dos mercados financeiros. O espantoso desenvolvimento dos mercados financeiros, a criação de novos ativos, o avanço e rápida difusão da tecnologia, os mecanismos de crédito e de canais de transferência de fundos tornam inoperantes e desatualizados os conceitos tradicionais de liquidez.

Por estes motivos, a política de metas inflacionárias ganha crescente espaço nas discussões e um número crescente de países – industrializados e emergentes – adere ao mecanismo. Como tônica geral, a inflação, que atingia níveis galopantes nas décadas anteriores, retrocede e converge para níveis civilizados. A intolerância com a inflação não foi apenas um fenômeno brasileiro.<sup>1</sup> Praticamente todas as economias com processos inflacionários violentos do passado, desfrutam hoje de taxas de inflação civilizada. São poucas as exceções.

Em termos práticos, a política econômica adquiriu mais agilidade e eficiência com os programas de metas inflacionárias, à medida que a ligação de impactos da liquidez para juros e destes para a atividade econômica – com defasagens e efeitos distribuídos entre cada etapa – foi substituída pela manipulação direta dos juros. A antiga endogenia dos juros é eliminada pela intervenção direta na taxa básica. Pelo novo modo de pensar, o impacto dos juros

---

<sup>1</sup> A engenharia financeira do Plano Real foi superior às tentativas anteriores, mas a intolerância da sociedade brasileira com a inflação foi um dos sustentáculos para a consolidação da estabilidade.

sobre a atividade econômica torna-se mais forte e rápido. Ainda assim, a política de juros não pode nem deve ser tratada como *deux-ex-machina*.

No Brasil, considerável esforço, papel e saliva são consumidos na discussão sobre a eficiência e conveniência da política de juros. Antes o debate assumia contornos ideológicos, entre “monetaristas” e “keynesianos”. Hoje, o debate apenas reflete falta de conhecimento sobre a boa teoria econômica, mas ainda assim não foi sepultado como deveria.

Como não poderia deixar de ser, o governo federal alimenta uma discussão estéril. O governo descobriu que a política de juros em queda melhora a popularidade, o que é perigoso, pois tende a conferir o predomínio da política – ou talvez do populismo – sobre necessidades técnicas. Políticos com alguma formação em economia forçam a queda mais rápida dos juros. Pode até ser razoável, se tivermos a garantia de que a inflação permanecerá em queda e se não surgirem nuvens negras no risco-país e no fluxo de capitais externos. Considerando uma taxa de inflação anual (IPCA) de 4 % nos próximos 12 meses, um juro real de 6-7 % (ainda elevado), e ausência de pressões por parte do câmbio e do risco-Brasil, a taxa Selic pode cair para os níveis 10-12 % no final de 2007. Mas é importante garantir que o risco-Brasil permanecerá abaixo dos 200 pontos.

Por enquanto, os sinais externos são favoráveis. O ingresso dos investimentos externos previstos para 2007 é de US\$ 18 bilhões; o saldo comercial fica próximo dos US\$ 40 bilhões; as reservas internacionais, na faixa de US\$ 110 bilhões; e o saldo em transações correntes superavitário em US\$ 8 bilhões (ou seja, o Brasil se tornou um exportador líquido de poupanças!). Para manter a boa vontade dos investidores e da comunidade internacional, o Brasil precisa evitar os maus elementos da vizinhança latina e insistir no saneamento fiscal e na abertura comercial e financeira.

Como todo medicamento, a política de juros enfrenta também limitações e exige pré-condições para efetividade. Este ensaio discute a eficiência da taxa de juros em afetar a atividade econômica, a taxa de inflação e o desemprego. Mostra também que diferentes setores de atividade respondem de forma distinta aos juros. Para tal, utilizamos evidências empíricas de países industrializados e do Brasil.

## **II - Efeitos dos juros**

### **II.1 – Os canais da influência**

A taxa de juros tem impactos significativos na atividade econômica e em outras variáveis, por mecanismos diretos, como no mercado financeiro, ou por mecanismos indiretos, decorrentes das mudanças na atividade. Os efeitos operam basicamente através de quatro canais:

- Na demanda agregada, onde taxas reais de juros mais altas inibem o consumo e os investimentos, e dependendo da capacidade ociosa disponível pode ajudar ao controle da inflação,
- Na composição da carteira de ativos financeiros da economia, onde um aumento dos juros nominais provoca a substituição dos ativos líquidos por menos líquidos, e em alguns casos, ativos de renda variável para os de renda fixa,
- No mercado de crédito – um canal relacionado com os anteriores – onde o aumento dos juros reais desestimula a demanda por novos empréstimos e a rolagem de saldos devedores, além de ampliar os ciclos de inadimplência,
- Na regulação dos fluxos de capitais entre países, onde a variável relevante é o diferencial de juros. Capitais são atraídos para as economias com maior diferencial de juros, incluída na diferença os *spreads* de risco de *default* e de variação cambial. Este canal assume crescente importância para as economias com escassez de poupanças externas ou com dificuldade de ajustar suas contas externas. A fragilidade das contas externas da economia brasileira no passado foi inclusive um dos principais determinantes da política de juros.

## II.2 – A defasagem nos efeitos

Um fato que complica a administração da política de juros é que, embora importante, o efeito dos juros sobre a atividade econômica não é instantâneo, o que pelo lado da política econômica impõe paciência.<sup>2</sup> Os efeitos dos juros nos setores de atividade não são uniformes. Algumas atividades respondem mais rapidamente, outras com lentidão. Em algumas, os impactos são severos, em outras atividades, amortecidos.

De relevante, existe um forte interesse, inclusive normativo, de identificar a defasagem da política de juros sobre a atividade e a magnitude do seu efeito. É uma preocupação válida tanto para o Brasil como para outros países. A tentação da política de “sintonia fina” no curto prazo – ou seja, a busca de resultados imediatos – pode causar efeitos inesperados no médio e longo prazo e ampliar as flutuações cíclicas.

Para a situação atual do Brasil, a queda gradual dos juros nominais terá efeitos sobre o ritmo de atividade, se convertida em queda real. Mas os efeitos se farão sentir ainda em 2007 ou serão relegados para 2008? Para os países industrializados, até onde a política de juros baixos pode reativar as economias? É possível, inclusive, que os ciclos econômicos dos diferentes países estejam fora de

---

<sup>2</sup> Por outro lado, a defasagem de efeitos favorece a utilização dos juros nos modelos de previsão e nos sistemas de indicadores antecedentes.

sincronia, o que pode gerar impactos distintos em cada país, principalmente considerando as condições específicas de cada um.

### **II.3– Os efeitos diferenciados nas atividades**

A magnitude dos efeitos da política de juros numa determinada atividade econômica depende diretamente de três requisitos:

1 – nível de endividamento do setor privado – famílias e empresas – com o sistema financeiro. Quanto maior o grau de endividamento, espera-se que maior seja a magnitude do efeito dos juros sobre a atividade. Porém, algumas evidências empíricas colocam em dúvida esta afirmativa.

2 – oportunidade de acesso de famílias, de diferentes níveis de renda, e de empresas, de diferentes setores e tamanho, ao crédito, inclusive de vários horizontes, o que favorece a criação da estrutura a termo dos juros. Quanto mais pulverizada a distribuição de crédito, tanto ao nível de setores, classes de renda e horizonte, maior o efeito dos juros.

3 – eficiência do mercado financeiro na quantificação do *spread* de risco por característica do tomador, na equalização das taxas de juros, e na difusão da informação. Quanto mais eficiente o mercado, menor o *spread* e o risco, o que significa que as taxas brutas de juros, inclusive os *spreads*, são menores num mercado mais eficiente do que em outro menos eficiente. E quanto menor o *spread* e a cunha fiscal, maior e melhor a percepção das mudanças dos juros.

O crédito concedido pelo sistema financeiro ao setor privado em relação ao PIB é abaixo do que ocorre em outros países. Por esta razão, os efeitos dos juros deveriam ser mais modestos e com maior retardo no Brasil do que em outros países. As evidências empíricas rejeitam esta afirmativa. Por outro lado, os avanços no mercado financeiro ampliam os efeitos, o que pode compensar a queda no nível de endividamento. Sem dúvida, esta é uma questão empírica que merece mais análise.

## **III - Lições da experiência**

### **III.1 – Brasil**

A intensidade dos efeitos diretos da política de juros está intimamente ligada ao grau de endividamento. Para os efeitos diretos sobre a atividade econômica privada, o conceito relevante é o de juros reais, com efeitos tanto mais importantes quanto maior o endividamento das famílias e empresas. Para as contas públicas, o conceito de interesse é a taxa nominal, com efeitos tanto maiores quanto maior o endividamento do setor público. Outro fator relevante é a cunha entre os juros pagos aos poupadores e os cobrados dos mutuários.

### III.1.1 – O grau de endividamento

O crédito concedido ao setor privado pelo sistema financeiro responde por apenas 35 % do PIB no Brasil, contra 74 % nos EUA, 110 % no Japão, e 131 % na Inglaterra. Em 1994, o crédito ao setor privado atingia 45,2 % do PIB, decresceu para 28 % em 2000 e desde então está aumentando, mas ainda assim muito abaixo da comparação com outros países. Não apenas a oferta de crédito é modesta, como a sua distribuição é desigual. O crédito às famílias, exclusive habitação, é de apenas 11 % do PIB, enquanto as empresas e demais setores, os restantes 24 % do PIB.

Tabela 1  
Grau de endividamento do setor privado, em % do PIB.

Ano	Rural	Indústria	Comércio	Pessoas Físicas	Habitação	Total <sup>a</sup>
1970	...	...	...	...	...	33,8
1975	...	...	...	...	...	55,2
1980	6,7	13,2	3,6	4,2	9,5	42,0
1985	4,2	10,1	3,5	5,6	15,3	43,7
1986	4,9	8,1	4,7	2,5	8,9	40,2
1990	4,3	10,7	3,0	1,0	14,7	38,1
1994	5,0	11,9	6,0	4,4	11,3	45,2
1995	3,5	8,8	4,8	2,4	7,3	31,3
1996	2,4	7,7	3,6	2,9	6,1	26,5
1997	2,6	7,7	3,3	3,9	5,8	26,8
1998	2,7	7,9	2,8	3,8	5,9	27,8
1999	2,7	8,6	2,9	4,3	5,4	27,8
2000	2,6	7,8	2,9	5,7	5,1	28,2
2001	2,3	8,2	3,0	6,6	2,0	27,2
2002	2,7	8,6	3,0	6,3	1,8	27,6
2003	3,0	7,5	2,8	6,4	1,6	25,9
2004	3,3	7,1	3,1	7,7	1,5	27,2
2005	3,4	7,2	3,3	9,7	1,5	30,3
2006	3,8	8,0	3,8	11,5	1,7	34,8

Fonte : Banco Central. Elaboração : SILCON. <sup>a</sup> Inclusive Outros.

A comparação do crédito concedido com o PIB não é a estatística mais adequada para identificar a importância do crédito no setor, pois o valor depende da participação do setor no PIB. Comparando o crédito concedido com o valor adicionado pelo setor ou variável similar mostra resultados mais plausíveis. A agropecuária utiliza 45 % de crédito em relação ao seu valor adicionado e de quase 9 % em comparação com o faturamento total do agronegócio. A Indústria demanda crédito no percentual de 20 % do valor adicionado da sua produção; o Comércio, quase 50 %; a Construção Civil, 14,5 % do valor adicionado e 16 % em relação ao faturamento; e as famílias, 18 % dos seus gastos de consumo. Portanto, em termos de sensibilidade aos movimentos dos juros é de se esperar que o Comércio seja o setor mais sensível, seguido pela Agropecuária, Indústria, pessoas físicas, e por último a Construção Civil. O grau de endividamento aponta o efeito direto dos juros no setor, mas a sua atividade é também afetada pelos efeitos indiretos, causados pelos impactos dos juros sobre outras atividades e agentes que absorvem e demandam os produtos fornecidos pelo setor.

Tabela 2  
Importância do crédito nos setores, %

Setor	Participação no :	
	PIB	Valor adicionado pelo setor
Agropecuária <sup>a</sup>	0,92	45,2
Indústria	8,01	20,2
Comércio	3,82	49,3
Construção Civil <sup>b</sup>	1,74	14,5
Famílias <sup>c</sup>	11,5	17,6

Fontes : Banco Central, IBGE. Elaboração : SILCON. <sup>a</sup> Em comparação com o faturamento agronegócio (ESALQ), o percentual é de 8,9 %. <sup>b</sup> Em comparação com o faturamento estimado pela SILCON, o percentual é de 15,8 %. <sup>c</sup> Comparado com o valor do consumo final de famílias.

No curto prazo, a política de juros tem impactos econômicos limitados, mas pode servir para fins políticos ao influenciar os ânimos da sociedade. Se mal dosada, a política de juros pode desarticular os mercados financeiros, ampliar a volatilidade de preços de ativos e do câmbio. No médio e longo prazo, a mudança dos juros básicos é apenas o ponto de partida para uma cadeia de efeitos que podem ocorrer ou não.

### III.1.2 – O conceito relevante de juros

Os juros nominais Selic *per se* pouco importam para a atividade econômica, se estas não forem acompanhados por mudanças paralelas nos juros reais na ponta do mutuário.

Por exemplo, se o objetivo é afetar a atividade econômica geral, representada pelo crescimento do PIB real, o conceito relevante de juros é o de desconto de duplicatas, com retardo de seis meses. A Figura 1 deixa claro visualmente que as duas variáveis estão associadas de forma invertida: em geral um aumento (queda) dos juros diminui (aumenta) o crescimento do PIB real (mantidas constantes as demais variáveis) cerca de dois trimestres após a mudança nos juros. A correlação (-78,9%) entre as duas variáveis é inversa, com significância estatística superior a 5 %.

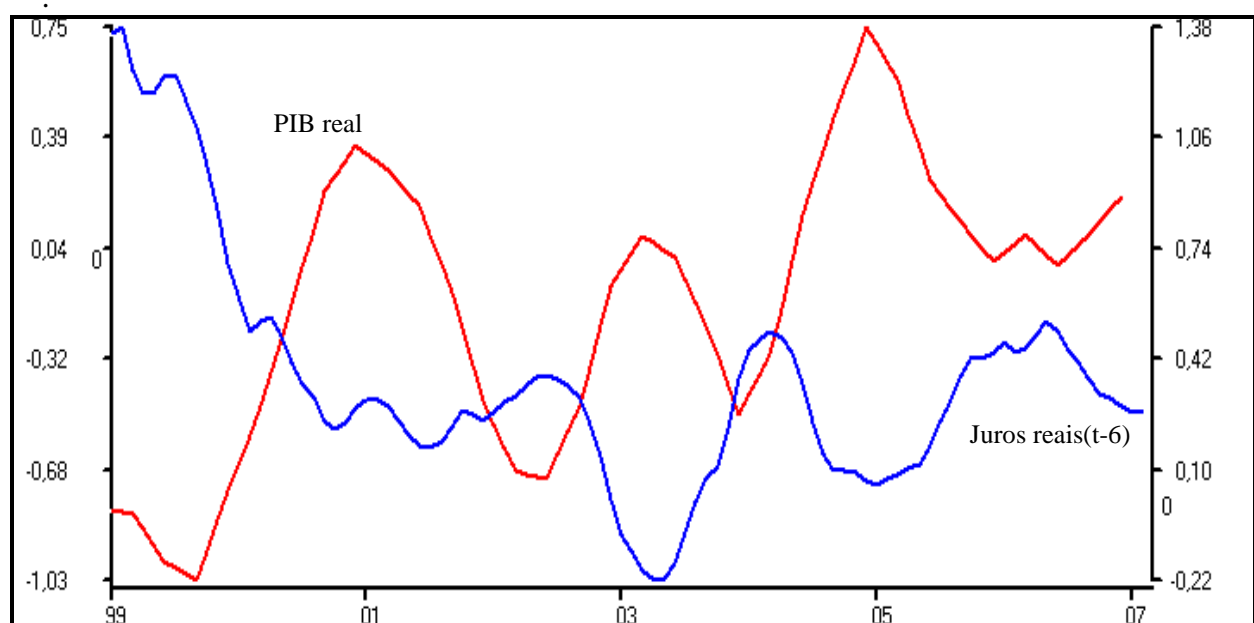


Figura 1 – Movimentos dos juros, descontos de duplicatas, e crescimento do PIB.

A Tabela 3 reproduz a defasagem e a correlação entre os juros e as mudanças na taxa de variação do PIB real. Independente do conceito de juros reais, os efeitos são sempre negativos, significantes e mais fortes após dois trimestres.

Por outro lado, se o objetivo da política de juros for controlar o consumo das famílias, os efeitos do custo real do desconto de duplicatas são mais rápidos, com atraso de apenas três meses. Efeitos ainda mais rápidos são obtidos com a taxa real de juros em capital de giro, com defasagem de apenas um mês. A Tabela 4 apresenta a defasagem entre juros reais e diversas atividades.

A taxa básica de juros Selic só tem efeito (e com menor significância) no PIB, produção industrial e vendas de automóveis. Em igual condição está o conceito de juros de desconto de promissórias. A taxa real de juros para capital de giro tem efeitos mais amplos, com impacto também do consumo de famílias. E o

conceito com efeitos mais significantes e mais amplos é o de juros em desconto de duplicatas. A defasagem é de três meses para o comércio varejista de São Paulo, consumo de famílias, produto da indústria de Construção Civil e vendas de automóveis. O efeito no produto da Indústria demora quatro meses.

Ou seja, a política de juros para ser efetiva necessita de alguns requisitos: (a) rápida transmissão da mudança nos juros reais ao mutuário; (b) paciência do Banco Central até os seus efeitos, e (c) pré-definição da variável que se quer atingir. A importância destes requisitos é fundamental para responder a pergunta sobre como estaria a atividade econômica se a política de juros tivesse sido diferente da praticada. Um erro é apontar a mudança da política de juros como o determinante único ou principal de uma recuperação ou de uma contração. Os efeitos dos juros sobre a atividade ocorrerão se, e apenas se, a queda na taxa básica for transferida também para os juros reais, e ainda assim com defasagem de vários meses.

Tabela 3  
Juros reais e crescimento do PIB no Brasil.

Conceito de juros :	Correlação	Retardo central <sup>1</sup>
Selic, básica	-58,6	2
Capital de giro	-59,3	2
Desconto de duplicatas	-78,9	2
Desconto de promissórias	-51,3	2

Elaboração : SILCON. <sup>1</sup> Em trimestres.

Tabela 4  
Defasagem em meses do impacto dos juros reais em diversas atividades.

	Selic	Cap.giro	Desc.duplic.	Desc.promis.
Produto Interno Bruto <sup>a</sup>	6	6	6*	6
Produto da Indústria <sup>a</sup>	2	3	4*	3
Comércio Varejista SP <sup>b</sup>	-	-	3*	-
Consumo de famílias <sup>a</sup>	-	3	3*	-
Construção civil <sup>a</sup>	-	-	3*	-
Vendas automóveis <sup>c</sup>	3	4	3*	2

<sup>a</sup> Contas Nacionais, IBGE. <sup>b</sup> IBGE, faturamento real. <sup>c</sup> ANFAVEA. O asterisco identifica o conceito de juros reais com maior correlação com as flutuações da atividade.



### III.2 – Outros países

A análise sobre os efeitos dos juros na atividade econômica de alguns países – restrita a amostra à Alemanha, Itália, França, Japão, e EUA, para o período após 1992 - aponta conclusões interessantes e distintas, descritas na Tabela 5.

Tabela 5  
Efeitos dos juros reais no crescimento do PIB real

País :	Juros básicos		Juros ao tomador	
	Correlação	Retardo central <sup>2</sup>	Correlação	Retardo central <sup>2</sup>
Alemanha	-47,2	5	-43,8	5
França	-59,7	5	-50,7	4
Itália	-31,4	5	-52,2	3
União Européia <sup>1</sup>	-77,3	4	-29,0	4
Japão	6,7 <sup>3</sup>	3	2,9 <sup>3</sup>	1
Estados Unidos	-12,4 <sup>3</sup>	3	-18,2 <sup>3</sup>	3
BRASIL	-58,6	2	-68,2	3

Juros reais estimados com os Índices de Preço ao Consumidor para os países industrializados e IGP-M para o Brasil. <sup>1</sup> Período após 1999. Fonte : SILCON. <sup>2</sup> Em trimestres. <sup>3</sup> Não significativa a 5%.

Em resumo :

- No geral, o impacto dos juros reais – básicos e ao tomador de empréstimos – demora entre 6 e 15 meses para o ajuste completo da atividade econômica nos países industrializados.
- Os efeitos são negativos, como esperado, e significativamente diferentes de zero (a 5%), em termos estatísticos, para Alemanha, França, e Itália, mas, surpreendentemente, inconclusivos para os Estados Unidos e Japão.
- As correlações entre juros reais e crescimento do PIB real são sempre mais fortes no Brasil, e com menor retardo do que nos países industrializados. Os efeitos das mudanças dos juros reais no PIB real têm retardo central de dois-três trimestres no Brasil contra três-cinco trimestres nos outros países. Este resultado surpreende, pois era

esperada uma conclusão oposta, devido ao menor grau de endividamento do setor privado no Brasil.

- Devido à causalidade ditada pela teoria e aos efeitos defasados, a taxa real de juros é uma das candidatas mais fortes para compor os sistemas de previsão cíclica com indicadores antecedentes. Sob o ponto de vista empírico, a dificuldade maior é isolar o componente real e a inflação. Pela teoria, a variável relevante é a taxa real de juros exclusiva das expectativas de inflação. Mas este é um tema para outro trabalho.

#### **IV – Resumindo ...**

Algumas lições emergem destas notas. A primeira é óbvia : não há razão para ignorar os efeitos da política de juros sobre a atividade. Mas é preciso aceitar que os efeitos não são instantâneos e podem demorar quase um ano. Nem sempre existe paciência política para esta espera, o que pode gerar dosagem excessiva nas mudanças, o que vai implicar mais adiante em flutuações cíclicas de maior amplitude. Tampouco, os efeitos são idênticos em todas atividades.

A segunda lição é um lembrete endereçado aos envolvidos na polêmica entorno da política de juros no Brasil. A redução da taxa nominal básica de juros é apenas uma condição necessária, mas não suficiente para aumento dos investimentos fixos e da taxa de crescimento do PIB potencial. O estímulo à demanda agregada surge da percepção de consumidores e empresários de que a taxa real de juros está em queda. Portanto, no caso de uma política de queda gradual e cautelosa, o componente real dos juros só pode diminuir se a taxa nominal básica diminuir mais rápido do que a inflação projetada para o futuro. Por enquanto, esta percepção ainda não está clara para muitos segmentos empresariais e políticos no Brasil. Um outro ponto importante para o caso brasileiro é de que o Banco Central pode ser acusado de irresponsável e incompetente por não reduzir os juros em maior velocidade, com o argumento de que o baixo grau de endividamento do setor privado desqualifica este instrumento para o controle da demanda agregada. Nesta linha de argumento, juros elevados impactam os encargos do endividamento público e servem apenas para dificultar o ajuste fiscal. As evidências que encontramos apontam que o efeito dos juros no Brasil é forte e com atraso menor do que de outros países.

A terceira lição é de que o controle da atividade econômica, via política de juros, pode gerar efeitos colaterais não desejados, desde as dificuldades em ajustar as contas externas até o retorno da inflação. Mal conduzida, a política de juros destrói os esforços de um programa de estabilização.

## RELATÓRIOS SILCON

---

A consultoria SILCON Estudos Econômicos produz duas séries de relatórios, distribuídos aos seus clientes:

- 1 - Carta Mensal - Cenários & Previsões, publicação mensal com análise de temas conjunturais, cenários macroeconômicos, e previsões baseadas na técnica de indicadores antecedentes. Disponível apenas aos clientes da SILCON e aos assinantes cadastrados.
  - 2 - Relatórios SILCON (RS), com a divulgação de pesquisas sobre temas diversos, elaboradas pela equipe da Consultoria.
- 

**SILCON** Estudos Econômicos Ltda  
C.R. Contador & Associados  
Av. 13 de Maio, 23 – grupo 2029-31 Rio de Janeiro  
CEP 20031-007 Rio de Janeiro

Para informações sobre as publicações e os serviços prestados pela nossa empresa, acesse a nossa *home-page* : [www.silcon.ecn.br](http://www.silcon.ecn.br)  
ou nos contate pelo e-mail : [diretoria@silcon.ecn.br](mailto:diretoria@silcon.ecn.br)  
Telefone : (0xx21) 2240 2656 – fax: (0xx-21) 2210 1035.