

---

## JUROS, MAIS UMA VEZ ! E COM EMOÇÃO.

---

*“É um erro básico teorizar antes de ter os dados”*

Sir Arthur Conan Doyle, 1859-1930

Claudio R. Contador

### I – A INSTIGANTE ATRAÇÃO DO TEMA

Desde a implantação do regime de metas inflacionárias em julho de 1999<sup>1</sup>, a política de juros permaneceu no centro das discussões, que extravasaram a árida polêmica entre os economistas para debates calorosos – alguns pitorescos e puramente emocionais - de políticos e de empresários. A realidade mostra vedetismo e calor exagerado e vazio sem fundamentação teórica e suporte empírico. E sem o alicerce dos números, argumentos falhos e hipóteses românticas acabam se transformando em “teorias” e “verdades”, que alimentam o *non-sense* geral.

Mas Mas todos concordam que, na média histórica, os juros são elevados no Brasil. E não apenas elevados, mas também com forte instabilidade. Como primeira abordagem ao tema, a Tabela 1 reproduz

---

<sup>1</sup> Para os primórdios da implantação do regime de metas de inflação no Brasil ver Bogdanski, Joel; Alexandre Antonio Tombini e Sérgio Ribeiro da Costa Werlang, “Implementing inflation targeting in Brazil”, Working Paper, Banco Central, fevereiro de 2000. O acompanhamento das decisões do COPOM e das suas justificativas está

algumas informações saudosistas desde janeiro de 1979, e a divisão em três períodos: o primeiro desde 1979, o segundo, após o Plano Real, e o terceiro, a partir de 2000. No período completo 1979-2017, a inflação média, medida pelo IGP-DI, atingiu 373 % ao ano, com taxa máxima de 6.600 % e mínima, com deflação de 1,8 %. Com a inflação medida pelo IPCA, as taxas foram 361 %, 6.821 % e 1,6 %, respectivamente. Pelo lado dos juros básicos SELIC, a média nominal foi de 402 % ao ano, com máximo de 6.290 % e mínimo de 7,3 %. Abatendo a inflação observada pelo IGP-DI, as taxas reais de juros atingem 7,5 % na média, com mínimo negativo de 31,5 % e máxima de 43,8 %. Pela inflação IPCA, as taxas reais são de 9,4 %, -37,6 % e 51,3 %.<sup>2</sup>

No período pós-Plano Real, com a inflação mais comportada, os juros reais oscilam entre 8 % e 10 %, na média, influenciada pelos ajustes da mudança do regime cambial em 1999, e a partir de 2000, os juros reais médios, ficam no intervalo 5,6–7 %, dependendo do índice de inflação utilizado. Duas observações pertinentes: primeiro, a média anual histórica de juros real é elevada, acima de 5 %, e segundo, existe ampla disparidade entre as taxas mínima e máxima. Sem dúvida, o intervalo de flutuação das taxas reais alimenta a incerteza quanto ao custo do tempo num horizonte mais longo.

A Figura 1, dividida em dois períodos, reproduz a evolução da taxa real de juros *ex-post*, obtida com os dois índices de preços, que reforça a

---

disponível na publicação trimestral Relatório de Inflação, Banco Central, Comitê de Política Monetária (COPOM).

<sup>2</sup> O ideal seria considerar a expectativa de inflação, o que permitiria gerar a taxa real esperada de juros (*ex-ante*), conceito mais relevante para as decisões. Para simplificar neste ponto e pela ausência de séries de inflação esperada no período, optamos pela discussão com o conceito *ex-post*. Mais adiante, o conceito de juros reais esperados utiliza as expectativas de inflação fornecidas pela sondagem Focus do Banco Central.

conclusão sobre a instabilidade dos juros, principalmente no período anterior ao Plano Real. A parte 1-A mostra o período completo desde 1975<sup>3</sup>; e a 1-B, após 2000.

Tabela 1 – Alguns números da história  
Período : janeiro de 1979 a setembro de 2017

|                          | Inflação em 12 meses, % |         | Taxa anual básica de juros, % |          |           |
|--------------------------|-------------------------|---------|-------------------------------|----------|-----------|
|                          | IGP-DI                  | IPCA    | Nominal                       | Real IGP | Real IPCA |
| <b>Período após 1979</b> |                         |         |                               |          |           |
| Média                    | 373,3                   | 361,5   | 402,1                         | 7,5      | 9,4       |
| Mínimo                   | -1,8                    | 1,6     | 7,3                           | -31,5    | -37,6     |
| Máximo                   | 6.602,5                 | 6.821,3 | 6.289,1                       | 43,8     | 51,3      |
| Desvio-padrão            | 949,2                   | 925,8   | 967,7                         | 11,7     | 11,7      |
| Coef. de variação        | 2,54                    | 2,56    | 2,4                           | 1,55     | 1,24      |
| <b>Período após 1995</b> |                         |         |                               |          |           |
| Média                    | 15,6                    | 13,1    | 25,5                          | 8,7      | 10,1      |
| Mínimo                   | -1,8                    | 1,6     | 7,3                           | -9,0     | 0,6       |
| Máximo                   | 751,1                   | 631,5   | 807,0                         | 34,2     | 27,2      |
| Desvio-padrão            | 59,1                    | 49,6    | 64,0                          | 8,3      | 7,0       |
| Coef. de variação        | 3,8                     | 3,8     | 2,5                           | 0,95     | 0,69      |
| <b>Período após 2000</b> |                         |         |                               |          |           |
| Média                    | 8,3                     | 6,7     | 14,2                          | 5,6      | 7,0       |
| Mínimo                   | -1,8                    | 2,5     | 7,3                           | -9,0     | 0,6       |
| Máximo                   | 32,8                    | 17,2    | 24,7                          | 19,4     | 14,6      |
| Desvio-padrão            | 6,1                     | 2,7     | 4,2                           | 5,3      | 3,6       |
| Coef. de variação        | 0,7                     | 0,4     | 0,3                           | 0,94     | 0,51      |

Fontes dos dados : FGV, IBGE, Banco Central. Elaboração do autor

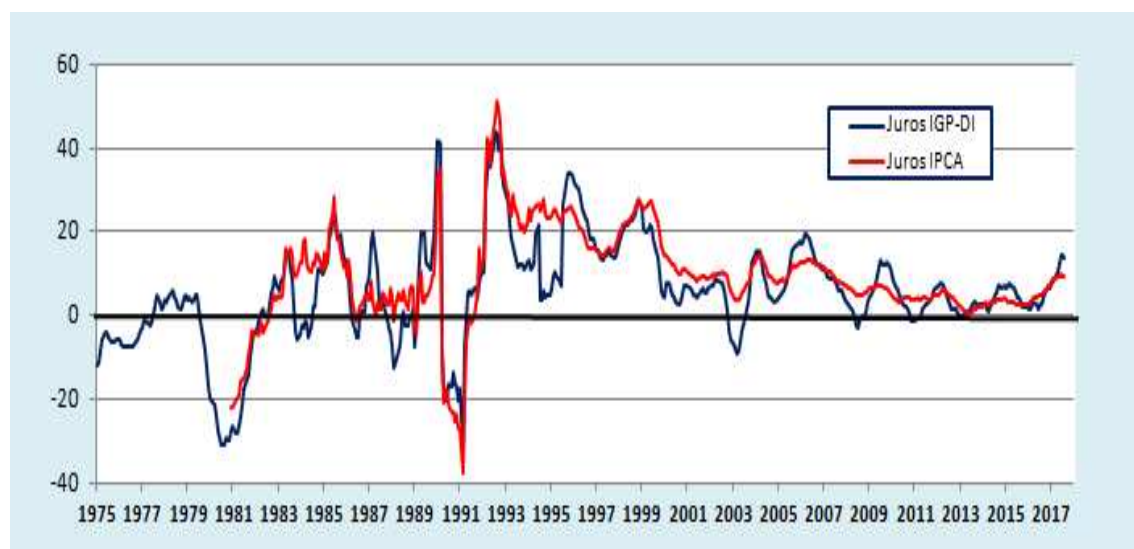
Na busca por suspeitos das causas dos juros reais elevados, surgem explicações variadas, fundamentadas na biologia, na impaciência do sangue latino, no funcionamento deficiente do mercado financeiro, leniência e cumplicidade do Banco Central, e até na religião.<sup>4</sup> Com a saída do PT da administração da política econômica, o regime de metas

<sup>3</sup> Com a ausência do juro real ex-post com o IPCA na parte inicial do gráfico. O IPCA foi criado em 1979 pelo IBGE.

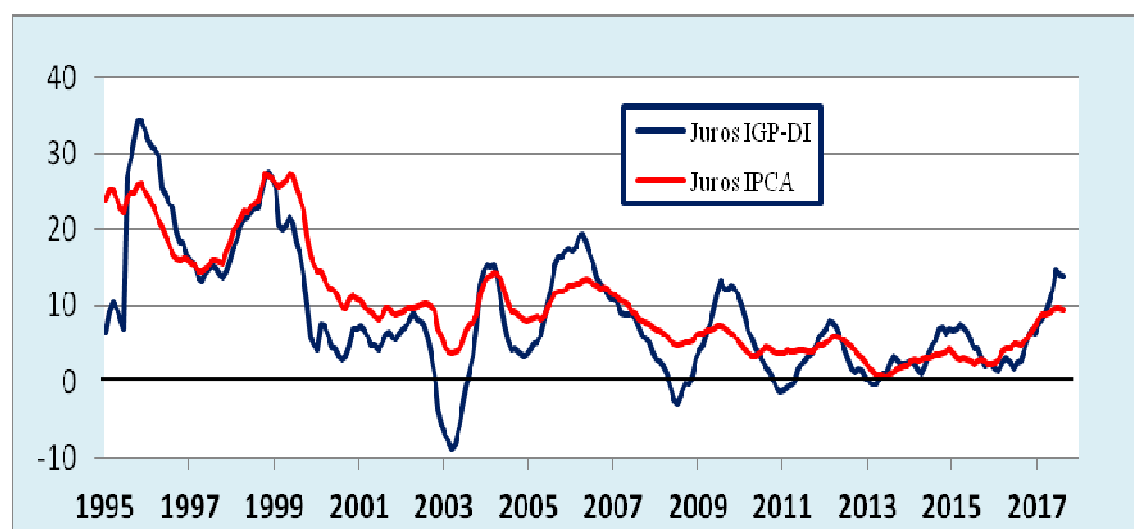
inflacionárias foi resgatado e foi possível estabelecer uma rota de juros decrescentes, mas a sua sustentação necessita de apoio da política fiscal, o que não está acontecendo.

Figura 1 – Taxas reais de juros, capitalizadas em 12 meses, %

1-A Período após 1975



1-B Período após 2000



<sup>4</sup> Giannetti, Eduardo, O valor do amanhã: ensaio sobre a natureza dos juros, (São Paulo, Cia das Letras, 2005).

A falta de suporte fiscal à política de juros tem custos e quebra a coerência da política econômica, entendida como a integração articulada de medidas monetárias, fiscais, cambiais, etc. A política econômica adquire mais agilidade e eficiência com o sistema 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 – é substituída pela manipulação direta dos juros, e os seus impactos sobre a atividade econômica e inflação tornam-se mais fortes e rápidos. Ainda assim, a política de juros não pode nem deve ser tratada como *deus-ex-machina*. Principalmente num ambiente de baixa credibilidade do governo que descobriu que a política de juros em queda melhora a popularidade com os empresários e os endividados, o que é perigoso, pois tende a conferir o predomínio da política – ou talvez do populismo – sobre necessidades técnicas.

A recorrência da discussão sobre juros resulta dos efeitos importantes que geram na economia, tanto por mecanismos diretos, como no mercado financeiro, ou por mecanismos indiretos, decorrentes das mudanças na atividade. Num resumo, os efeitos operam basicamente através de quatro canais:

- Na demanda agregada, onde aumentos dos juros nominais acima das expectativas da inflação aumentam os juros reais que inibem o consumo e os investimentos, e impacta a inflação, tanto maior o efeito quanto menor a capacidade ociosa,
- 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, uma fuga dos 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 e afetar a vulnerabilidade financeira dos devedores líquidos, tanto consumidores como empresas, e
- 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 em vários períodos passados foi um dos principais determinantes da política de juros elevados.

Este ensaio retorna ao tema, ressuscitando discussões anteriores<sup>5</sup>, recheadas com evidências empíricas, algumas pioneiras. Pode ser que aclarem dúvidas. Se não – e mais provável -, estaremos contribuindo para mais confusão. Felizmente, parece que a equipe econômica do Presidente Temer resgatou o bom senso na política de juros, e aos poucos a política monetária retorna ao patamar da sanidade. Tudo se mantendo na rota

---

<sup>5</sup> Sobre o tema, dois trabalhos já foram apresentados pelo autor no Conselho da CNC : Contador, Claudio R.; "Atividade e inflação : o que esperar da política de juros", Carta Mensal CNC, vol.51, agosto de 2005, no.605, pp.31-45; e "Juros e atividade econômica: evidências empíricas para reflexão", Carta Mensal CNC, vol.53, no.627, junho de 2007, pp.29-43. Além destes, do mesmo tema e autor, temos “O horizonte da política monetária”, Conjuntura Econômica, outubro de 2007; e “Inflation targeting and leading indicators: some notes”, Seminar “One Year of Inflation Targeting”, Anais, Banco Central do Brasil, Rio de Janeiro, 10-11 de julho de 2000.

atual, a polêmica sobre juros tende a perder importância nas manchetes, que aliás têm temas mais emocionantes para discussão.

## II – O “NOVO” DEBATE

Em janeiro de 2017, Lara Resende atçou a discussão sobre a política de juros num artigo publicado no jornal Valor Econômico<sup>6</sup>, que gerou *frisson*<sup>7</sup>, embora a mensagem nada tivesse de novo : juros altos podem reduzir a inflação no curto prazo – principalmente num ambiente de demanda agregada pressionada, com baixa capacidade ociosa, e contas fiscais ajustadas - , mas no longo prazo a inflação é ditada pela qualidade das condições fiscais. Se o desequilíbrio fiscal é insustentável ou o governo não dispõe de credibilidade, juros elevados hoje sinalizam que o déficit será crescente, e em algum momento no futuro, a inflação retorna com mais força. Portanto, no curto prazo (ou na alta frequência ou ciclos mais curtos), juros elevados reduzem a inflação, mas dependendo da qualidade das contas fiscais, no longo prazo (na baixa frequência ou ciclos mais longos), os juros reforçam a inflação. São sinais opostos : no curto prazo juros elevados podem reduzir a inflação; no longo prazo, aumentam. O argumento não difere do que tem sido apresentado com frequência nas discussões da Confederação Nacional do Comércio.

O artigo de Lara Resende, se nada contribuiu com novo conhecimento para o tema, teve por outro lado, o benefício de reforçar a

---

<sup>6</sup> Lara Resende, André, “Juros e conservadorismo intelectual“, Valor Econômico, 13 de janeiro de 2017, e a resposta “Teoria, prática e bom senso“, Valor Econômico, 27 de janeiro de 2017

<sup>7</sup> Por exemplo, Lisboa, Marcos e Samuel Pessoa, “Nada de novo no debate monetário no Brasil“, Valor Econômico, janeiro de 2017, Senna, José Júlio, “Taxa de juros e inflação“, Valor Econômico, 10 de fevereiro de 2017.

necessidade de bons fundamentos para a política econômica e ajudar a recolocar a discussão nos trilhos da racionalidade.

### **III – AS PROMESSAS E A REALIDADE**

Se o objetivo central dos juros no regime das metas inflacionárias é administrar a inflação no curto prazo, o que mostram as evidências ? Como moldura geral, a Figura 2 reproduz a evolução da meta de juros em base anual estabelecida nas reuniões do COPOM – Comitê de Política Monetária, do Banco Central, com a sinalização dos períodos presidenciais desde o segundo mandato do FHC. Um dos fatores importantes na decisão do comitê é a expectativa de inflação fornecida pelas sondagens Focus do Bacen. A figura apresenta também a inflação esperada e a observada segundo o índice IPCA.<sup>8</sup>

Nos anos iniciais após a implantação do regime de metas, no segundo mandato do governo FHC, a meta dos juros ficou no intervalo 15-20 %, elevados, mas necessários para debelar os efeitos inflacionários defasados da mudança do regime cambial de 1999. No final de 2002 na fase pré-Lula, a meta de juros sobe para debelar a incerteza sobre a política econômica que seria adotada, as expectativas inflacionárias e de saída de capitais. A gestão Lula no primeiro mandato dá prosseguimento à política econômica de FHC, e a restauração da credibilidade permite reduzir a meta anual de juros dos 25 % para 11,25 %. A redução dos juros se mantém até 2009, já no segundo mandato do Lula, quando o governo é forçado a se render a necessidade dos ajustes corretivos da crise financeira

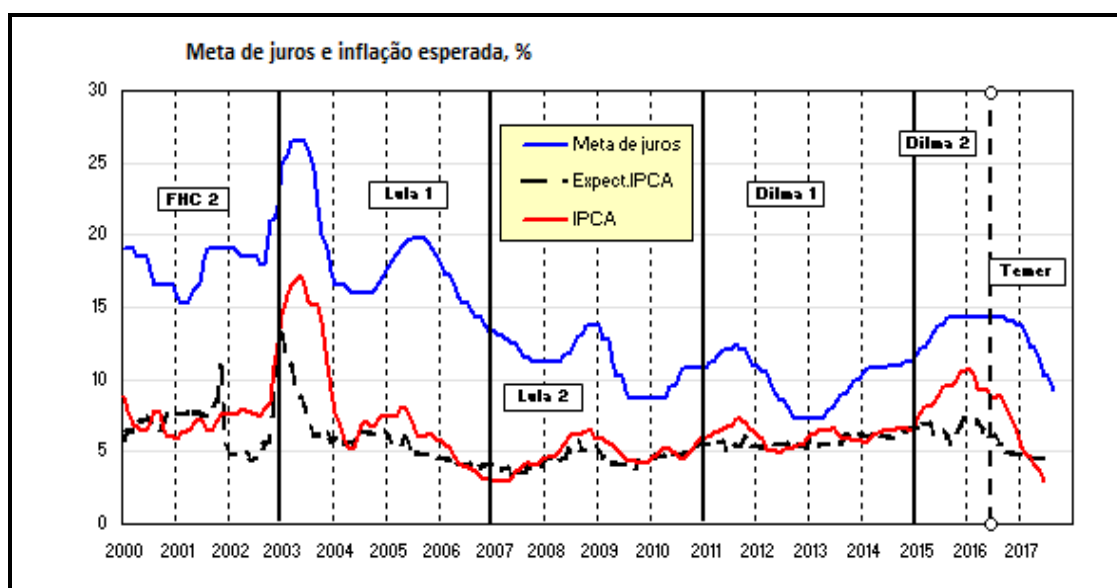
---

<sup>8</sup> Apesar das diferenças na carteira de produtos e na cobertura das classes de renda, os movimentos da inflação pelo IPCA e de outros índices preços importantes (como o IGP-M) têm flutuações e nível de taxas similares no período abordado.



internacional de 2007-08, priorizando o estímulo ao crédito, consumo e subsídios a empresários. Não obstante a crescimento da inflação no primeiro mandato, a gestão Dilma reforça os estímulos à demanda, com ingredientes heterodoxos de administração de tarifas, preços de energia etc. A meta dos juros retorna ao patamar dos 14,25 % até o impeachment da presidente e a posse do vice Temer. Apesar da falta de credibilidade, das denúncias de corrupção e das dificuldades no avanço de reformas importantes, a gestão Temer consegue diminuir a inflação, inclusive para o intervalo da meta, e os juros retrocedem para abaixo de dois dígitos.

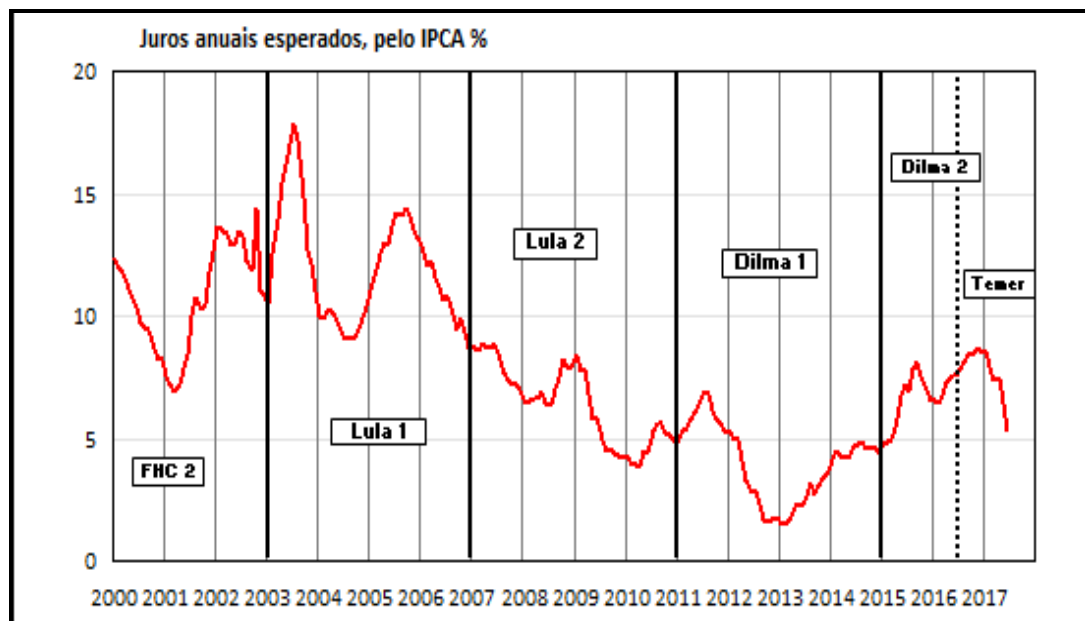
Figura 2 – Decisões do COPOM, em base anual, 12 meses à frente.



O relato sobre a evolução das taxas nominais de juros e de inflação pouco revela sobre a variável que efetivamente interessa para a atividade econômica e inflação : as taxas reais esperadas e efetivas de juros. Com as informações sobre a meta COPOM e a expectativa da inflação obtemos a expectativa dos juros reais, na Figura 3, que serve como sinalizador das

intenções da política monetária sobre os impactos desejados na atividade econômica e inflação.

Figura 3 – Juros reais esperados com a meta do COPOM, 12 meses à frente.

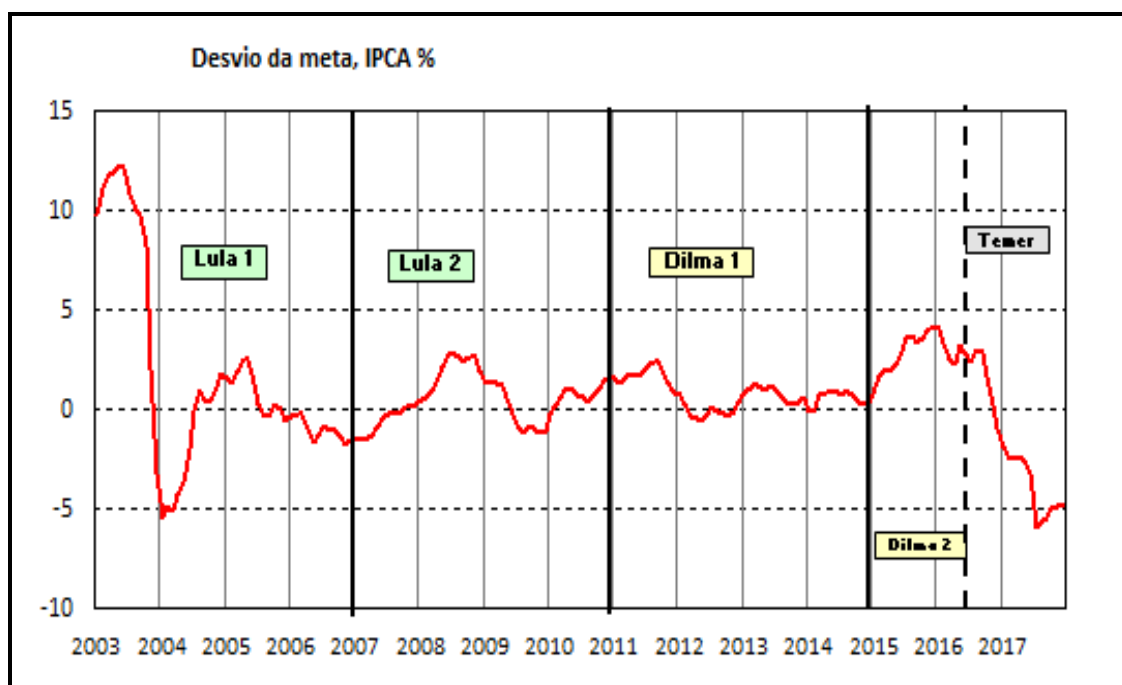


Nos dois mandatos do Presidente Lula, os juros básicos esperados em termos reais mostraram uma tendência de queda, salvo repiques em 2005 e após a crise financeira internacional de 2007-08. Em 2010, a meta de juros aumenta acima da inflação esperada em resposta a atividade econômica acelerada (o PIB cresceu 7,5 %), a baixa capacidade ociosa, o aumento da inflação e o déficit em conta corrente de quase US\$ 76 bilhões (contra US\$ 26 bilhões em 2009). Em 2011, no primeiro mandato da Dilma, esta política se mantém no primeiro semestre, mas é substituída por medidas heterodoxas que acabarão por desencadear a crise econômica e política. No curto segundo mandato, os juros reais implícitos na meta de juros e nas expectativas de inflação continuam aumentando até o

impeachment da Dilma e o resgate (tardio) da racionalidade da política econômica e a queda da inflação.

A Figura 4 resume a diferença entre a expectativa de inflação e a observada, em base de 12 meses. Valores acima de zero significam taxas de inflação acima da meta – decorrente de juros baixos e/ou efeitos de outros fatores - e os menores que zero, meta de juros muito elevada. Os maiores desvios são observados em 2003 e 2004, na fase de adaptação da gestão Lula a continuidade da política econômica do FHC; em 2015 e parte de 2016, com os efeitos da heterodoxia do segundo mandato da Dilma; e restante de 2016 e primeiro semestre de 2017, com os ajustes de o governo Temer.

Figura 4 – Diferença entre a inflação observada e a esperada, base anual.



#### **IV – AS COMPLICAÇÕES**

A política de juros para ser efetiva necessita de quatro requisitos básicos : (a) rápida transmissão da mudança nos juros reais que incidem sobre os mutuários; (b) paciência do Banco Central até os seus efeitos; (c) predefinição da variável que se quer atingir; e (d) as demais condições da economia, como a pequena capacidade ociosa e o apoio da política fiscal. 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.

Mas um erro comum é apontar a mudança da política de juros como o determinante único ou principal de uma recuperação ou de uma contração econômica. Os efeitos dos juros sobre a atividade ocorrerão se, e apenas se, a queda na taxa básica for transferida também para os juros reais, onde é necessário lembrar que os efeitos são sentidos com defasagem de vários meses.

Dois tipos de problemas atrapalham a gestão do regime de metas inflacionárias : (1) os compromissos e pressões políticas, e (2) as restrições técnicas. O primeiro tipo é contornável e evitável quando o governo tem credibilidade, força e apoio parlamentar, e principalmente uma equipe econômica com qualidade. O governo Temer é deficiente na credibilidade, mas se safava no tocante a qualidade da equipe econômica. Pelo lado da deficiência, os avanços têm sido obtidos através de concessões que deterioram as já frágeis contas públicas. O segundo tipo – as restrições técnicas – resulta do comportamento da economia e como tal não pode ser evitado.

As restrições técnicas são identificadas através da estimação empírica e são classificadas em dois aspectos : o tempo que as mudanças nos

juros demoram para surtir efeito, e a magnitude dos efeitos dos juros sobre variáveis importantes. Em alguns casos, isolados ou combinados, os efeitos são perversos, com implicações políticas.

No primeiro aspecto, a evidência que complica a administração da política de juros é que o efeito dos juros sobre a atividade econômica e sobre a inflação não é instantâneo nem uniforme, o que exige paciência. Mais ainda, os juros do COPOM podem não ser o melhor conceito para mensurar os efeitos na inflação e atividade econômica.

Pelo lado dos efeitos na inflação, o conceito dos juros COPOM é o mais adequado. As evidências empíricas apontam um efeito modesto<sup>9</sup> dos juros básicos nominais SELIC sobre a taxa mensal de inflação, medida pelo IPCA, e defasagem de seis-nove meses.<sup>10</sup> Portanto, o efeito não é imediato e exige paciência.

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. Por isso é fundamental identificar o melhor conceito de juros para influenciar a atividade econômica.

O conceito relevante de juros para afetar a atividade econômica geral, representada pelo crescimento do PIB real, é o de desconto de

---

<sup>9</sup> Mas estatisticamente significativa a 5%. Outros conceitos de juros nominais, como a taxa de desconto de duplicatas, de desconto de promissórias e sobre empréstimos de capital de giro, não demonstram efeitos significantes sobre a inflação.

<sup>10</sup> Contador, "Inflation targeting ...", op.cit.

duplicatas, com retardo de seis meses.<sup>11</sup> A correlação (-78,9%) entre as duas variáveis é inversa, com significância estatística superior a 5 %. A Tabela 2 resume os resultados empíricos da associação entre juros e o crescimento do PIB. Independente do conceito de juros reais, os efeitos são sempre negativos, significantes e mais fortes após dois trimestres.

Tabela 2  
Efeitos dos juros reais no PIB

| Conceito de juros :      | Correlação,<br>% | Retardo médio,<br>em trimestres |
|--------------------------|------------------|---------------------------------|
| Selic, básica            | -58,6            | 2                               |
| Capital de giro          | -59,3            | 2                               |
| Desconto de duplicatas   | -78,9            | 2                               |
| Desconto de promissórias | -51,3            | 2                               |

Fonte : Contador, "Juros e atividade...", op.cit.

A comparação entre os resultados gera uma conclusão perversa : os efeitos negativos do aumento dos juros na atividade são mais rápidos e mais fortes do que na inflação. É uma constatação desagradável para a gestão política, pois os efeitos negativos sobre a atividade econômica, emprego etc., ocorrem antes da queda na inflação. Ou seja, antes de observar a queda da inflação, a sociedade sente a diminuição no ritmo de atividade. É inevitável a ocorrência de pressões fortes dos afetados contra a política de juros.

Além disto, os efeitos dos juros nos setores de atividade não são uniformes. Algumas atividades respondem mais rapidamente, outras mais lentas. Em algumas, os impactos são severos, em outras atividades, amortecidos. Portanto, o apoio e as críticas à política de juros tendem a ser distintas pelos setores da economia.

---

<sup>11</sup> Contador, ibid., e "Juros e atividade ...", op.cit.

E diferentes conceitos de taxas de juros apresentam também diferentes efeitos nas atividades econômicas. Pelo menos no grupo de setores examinados, a taxa de desconto de duplicatas tem efeitos significantes, de três meses para o comércio varejista, consumo das famílias, construção civil e vendas de automóveis. Os efeitos no produto da Indústria têm um retardo médio de quatro meses, e para o PIB, de seis meses. A Tabela 3 apresenta a defasagem entre alguns conceitos de juros reais e diversas atividades.

Tabela 3  
Defasagem do impacto dos juros reais em diversas atividades, em meses

|                                    | Selic | Capital de giro | Desconto de |              |
|------------------------------------|-------|-----------------|-------------|--------------|
|                                    |       |                 | Duplicatas  | Promissórias |
| 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 de automóveis <sup>c</sup>  | 3     | 4               | 3*          | 2            |

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

A existência de demora na resposta de mudanças nos juros na atividade econômica não é exclusiva do Brasil, pelo menos no tocante ao crescimento do PIB. A comparação dos nossos resultados com os de outros países (Alemanha, Itália, França, Japão e EUA) apontou que 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.<sup>12</sup> Os efeitos das mudanças dos juros reais no PIB real têm retardo central de

<sup>12</sup> Contador, "Juros e atividade...", op.cit.

dois-três trimestres no Brasil contra três a cinco trimestres em outros países.

## **V – RESUMINDO ...**

Algumas lições emergem destas notas. A primeira é óbvia : não há razão para ignorar os efeitos da política de juros sobre a inflação e a atividade econômica. Mas é preciso aceitar que os efeitos não são instantâneos e podem demorar quase um semestre. 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. E vale aqui lembrar os efeitos opostos da política de juros sobre a inflação no curto e longo prazo, principalmente num ambiente de contas fiscais desarranjadas e com dívida pública crescente.

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 de forma persistente. 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 no Brasil.

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.

Referências :

- Bogdanski, Joel; Alexandre Antonio Tombini e Sérgio Ribeiro da Costa Werlang, “Implementing inflation targeting in Brazil”, Working Paper, Banco Central, fevereiro de 2000.
- Contador, Claudio R.; “Economic activity in 2001: what the leading indicators forecast”, Seminário sobre Indicadores Antecedentes, Anais, IPEA/CEPAL/OECD, Rio, 4-5 de dezembro de 2000
- Contador, Claudio R.; "Atividade e inflação : o que esperar da política de juros", Carta Mensal CNC, vol.51, agosto de 2005, no.605, pp.31-45
- Contador, Claudio R.; "Juros e atividade econômica: evidências empíricas para reflexão", Carta Mensal CNC, vol.53, no.627, junho de 2007, pp.29-43
- Contador, Claudio R.; “O horizonte da política monetária”, Conjuntura Econômica, outubro de 2007
- Contador, Claudio R.; “Inflation targeting and leading indicators: some notes”, Seminar “One Year of Inflation Targeting”, Anais, Banco Central do Brasil, Rio de Janeiro, 10-11 de julho de 2000.
- Giannetti, Eduardo, O valor do amanhã: ensaio sobre a natureza dos juros, (São Paulo, Cia das Letras, 2005).
- Lara Resende, André; “Juros e conservadorismo intelectual“, Valor Econômico, 13 de janeiro de 2017,
- Lara Resende, André, “Teoria, prática e bom senso“, Valor Econômico, 27 de janeiro de 2017
- Lisboa, Marcos e Samuel Pessoa, “Nada de novo no debate monetário no Brasil“, Valor Econômico, janeiro de 2017,

Senna, José Júlio, “Taxa de juros e inflação“, Valor Econômico, 10 de fevereiro de 2017.

---

A **SILCON** Estudos Econômicos/C.R.Contador & Associados produz três séries de textos :

- 1 - Carta Mensal Cenários & Previsões, com análise de temas conjunturais e seus efeitos nos cenários macroeconômicos. Disponível apenas aos clientes da SILCON.
- 2 – Boletim trimestral O que dizem os indicadores antecedentes da SILCON, com apresentação de previsões de variáveis macroeconômicas e setoriais importantes baseadas na técnica de indicadores antecedentes.
- 3 - Relatórios SILCON (RS), com a divulgação de pesquisas sobre temas diversos, elaboradas pela equipe da Consultoria e consultores convidados. Alguns relatórios são distribuídos de forma reservada, apenas para os clientes da SILCON. A lista dos relatórios mais recentes está reproduzida a seguir.

- 
- RS031 “A previsão de ciclos: uma abordagem didática do método dos indicadores antecedentes”, julho de 1995
- RS032 “Parcimônia, informação redundante e multicolinearidade”, março de 1997
- RS033 “Macroeconomia e seguros: a montagem de cenários estratégicos”, setembro de 1998
- RS034 “Carteiras de investimento e imóveis: os ganhos com a diversificação no Brasil”, outubro de 1998
- RS035 “Os efeitos da regulação nos investidores institucionais”, novembro de 1998
- RS036 “Administrando as reservas técnicas das seguradoras: três questões”, dezembro de 1998
- RS037 “Planejamento estratégico, *market share* e a economia”, janeiro de 1999
- RS038 “Ajuste fiscal, câmbio e inflação: cenários 1999-2000”, fevereiro de 1999

- RS039 “Previsões e cenários econômicos: a arte e o engano”, setembro de 1999
- RS040 “Insolvências: acompanhamento e previsão”, fevereiro de 1999
- RS041 “Uma contribuição à história do seguro no Brasil”, outubro de 1999
- RS042 “Mercado de Capitalização: o resgate da história e os cenários futuros”, novembro de 1999
- RS043 A Indústria de TV por assinatura: os fatores de demanda e as perspectivas no Brasil, dezembro de 1999
- RS044 “Previsão com Indicadores Antecedentes”, janeiro de 2000
- RS045 “Eficiência, produtividade e tecnologia: avaliação do desempenho de empresas”, março de 2000
- RS046 “Metas inflacionárias e política econômica: o emprego de indicadores antecedentes”, abril de 2000, apresentado como “Inflation targeting and leading indicators: some notes”, Seminário “One Year of Inflation Targeting, Rio de Janeiro, 10-11 de julho de 2000, Banco Central do Brasil.
- RS047 “Indicadores antecedentes: uma bibliografia básica”, primeira versão, abril de 2000
- RS048 “Economic activity in 2001: what the leading indicators forecast”, novembro de 2000, apresentado no “Seminário sobre Indicadores antecedentes”, IPEA/OECD/CEPAL, Rio de Janeiro, 4-5 de dezembro de 2000.
- RS049 “Identificação e seleção de variáveis na montagem de indicadores antecedentes”, fevereiro de 2001
- RS050 “Cenários macroeconômicos 2001-02: efeitos da restrição energética”, junho de 2001
- RS051 “Financing economic growth in Brazil: challenges and opportunities”, agosto de 2003, publicado como "O financiamento da retomada: desafios e oportunidades", em Dias Leite, Antonio e João Paulo dos Reis Velloso (eds), O novo governo e os desafios do desenvolvimento, (Rio de Janeiro, Jose Olympio Editora, 2002).
- RS052 “Mercado de embalagens e atividade econômica: um sistema de indicadores antecedentes”, dezembro de 2005

- RS053 “A conjuntura pós-eleição : o que dizem os indicadores antecedentes”, setembro de 2006
- RS054 “Juros e atividade econômica: evidências empíricas para reflexão”, fevereiro de 2007, publicado em Carta Mensal CNC, vol.53, no. 627, junho de 2007, pp.29-43
- RS055 “Ambiente macroeconômico no início do segundo mandato : os anos 2007-2008”, março de 2007
- RS056 “Ambiente macroeconômico e a Construção Civil: os anos 2007-2008”, março de 2007, apresentado no III Seminário “A economia Brasileira e a construção civil”, SINDUSCON, Recife, Pernambuco, março de 2002.
- RS057 “O futuro ao passado pertence”, outubro de 2007
- RS058 “O horizonte da política monetária”, outubro de 2007, publicado em Conjuntura Econômica, vol. 61, no.10, outubro de 2007
- RS059 “Sistema de indicadores antecedentes para o setor de turismo: fluxo de passageiros do transporte aéreo - Pesquisa Descrição de perfis e dinâmica da oferta e demanda de serviços turísticos”, Ministério do Turismo, dezembro de 2006
- RS060 “Potencial de consumo de mercados regionais”, agosto de 2002
- RS061 “Atividade e inflação: o que esperar da política de juros”, julho de 2005, publicado em, Carta Mensal CNC, vol. 51, agosto de 2005, no.605, pp.31-45
- RS062 “Previdência e capitalização: previsão com indicadores antecedentes”, maio de 2005
- RS063 “Eficiência das operadoras de Planos de Saúde”, setembro de 2008
- RS064 “2010-2013 : is the worst over?”, março de 2010
- RS065 “Mercados de seguro no Brasil: simulando cenários para o planejamento estratégico” agosto de 2010.
- RS066 “A crise acabou ? E quem paga a conta?”, setembro de 2011, publicado em Carta Mensal CNC, no. 682, janeiro de 2012, pp.42-62, re-impresso em Mello e Souza, Nelson (org.), Contribuições para o pensamento brasileiro: Economia (CNC, 2014), pp.80-105

- RS067 “A fraude no seguro: aspectos econômicos”, outubro de 2011, publicado em RBRSi – Revista Brasileira de Risco e Seguro, vol. 7, no. 13, abril/setembro de 2011, pp. 67-104.
- RS068 “Expansão do mercado de seguros, risco e retorno de carteiras”, setembro de 2012
- RS069 “O efeito dos investimentos em marketing nos resultados das empresas”, outubro de 2012, parceria com NB Consulting Group
- RS070 “Seguro e meio ambiente”, outubro de 2012
- RS071 “O meio ambiente na avaliação de projetos”, novembro de 2012.
- RS072 “Impactos tributários de grandes projetos: metodologia para quantificação dos efeitos diretos e indiretos”, janeiro de 2013
- RS073 “As crises e seus atores: tópicos”, setembro de 2013
- RS074 “Cronologia das reversões e os conceitos de ciclo”, novembro de 2013
- RS075 “Avaliação de empresas e critérios para ordenação do desempenho”, fevereiro de 2014
- RS076 “Indicadores coincidentes para atividade econômica dos estados”, julho de 2014, apresentado em Seminários DIMAC 457, IPEA, Rio de Janeiro, 25 de março de 2015
- RS077 “Reinsurance in Brazil : challenges and opportunities of the opening of the market”, setembro de 2014, preparado para o CEBRI - Brazilian Center for International Relations, Rio de Janeiro. Publicado em RBRSi – Revista Brasileira de Risco e Seguro Internacional, vol. 10, no. 18, abril 2014-março 2015, pp.1-48. Versão em Português “Resseguro no Brasil: desafios e oportunidades da abertura”.
- RS078 “A atual conjuntura: a Economia segundo Stanislaw Ponte Preta”, abril de 2015, apresentado no Conselho de Economia, Sociologia e Política, Federação do Comércio do Estado de São Paulo e dos Conselhos Regionais do SESC e SENAC, São Paulo, 9 de abril de 2015
- RS079 – “Números da história : o caso da América Latina”, maio de 2016, publicado em História e Economia (Instituto BBS), vol.16, no.1, 1º semestre de 2016, pp.15-86

RS080 – “Previsão e simulação de cenários : aplicações nos mercados de seguro”, junho de 2016

RS081 – “Humores do mercado e a gestão dos negócios : o uso de indicadores antecedentes”, setembro de 2016

RS082 – “Juros mais uma vez ! Com emoção”, agosto de 2017

### **Relatórios não numerados :**

- “Previsão de insolvência das empresas brasileiras de transporte aéreo”, preparado para ANAC Agência Nacional de Aviação Civil, setembro/outubro de 2009.
- “O mercado de cola de fibrina: análise do mercado potencial e aspectos regulatórios”, junho de 2011.