

COPPEAD/UFRJ

RELATÓRIO COPPEAD Nº 258

JUROS, INFLAÇÃO E RECESSÃO:
OS MITOS

Claudio R. Contador*
Março de 1992

* Professor de Economia da COPPEAD/UFRJ.

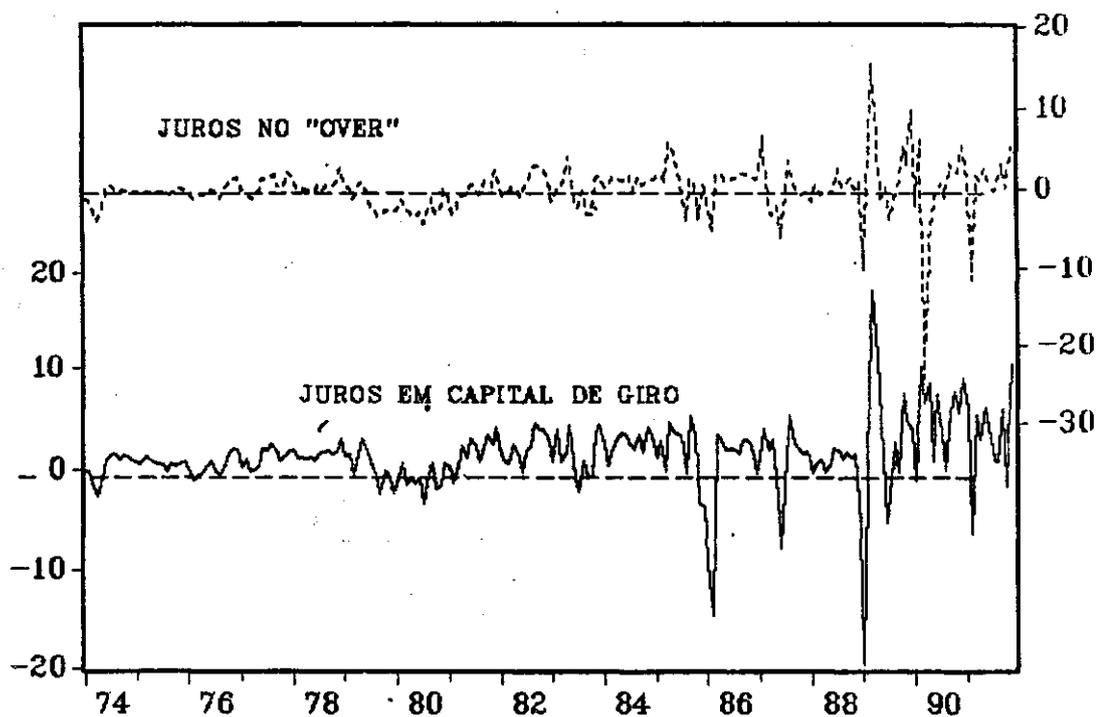
I - INTRODUÇÃO

Como parte do grande choro nacional, as empresas queixam-se e imputam à política de juros a responsabilidade pelas insolvências, pelos apertos financeiros, e pela falta de investimentos fixos. Com os primeiros efeitos recessivos da política de ajustes do Ministro Marcilio, o ambiente ficou ainda mais pessimista. Novo corte nos gastos públicos, o aumento de impostos, e a política monetária austera favorecem a expectativa de um ambiente recessivo para 1992. Como parte da terapia, os juros devem permanecer elevados como instrumento de controle da demanda agregada.

Juros reais elevados parecem novidade, mas a nossa história econômica relembra que as taxas reais de juros cobradas em empréstimos às empresas têm se mantido positivas e em níveis elevados nas últimas décadas. Considerando a persistência de juros reais positivos por mais de dois meses, os períodos de alívio financeiro, com juros reais negativos ou próximos de zero, foram raros e curtos : no início de 1974 e 1976, no final de 1979, e no final de 1985 e início de 1986. Para os aplicadores financeiros, as taxas reais negativas têm sido mais freqüentes : em 114 dos 216 meses do período de 1974 a 1991, a taxa nominal bruta perdeu para a inflação. Poucas vezes no passado, a taxa de juros foi livremente determinada pelo mercado. Descontando os impostos, o saldo de meses com juros negativos é ainda menor. A Figura 1 reproduz a evolução das taxas de juros cobrada nos empréstimos para capital de giro e a paga nas aplicações de **overnight**, livres da inflação, medida pelo Índice Geral de Preços, Disponibilidade Interna.¹

¹ As séries de juros são encontradas na publicação Análise Financeira, da Nova Análise Editora. Para facilitar a visualização, as taxas de juros das figuras seguintes foram compostas por trimestre móvel.

FIGURA 1
TAXAS REAIS DE JUROS EM APLICAÇÕES DO OVERNIGHT
E DE EMPRÉSTIMOS DO CAPITAL DE GIRO
EM PERCENTUAIS MENSAIS
PARA O PERÍODO DE 1974 ATÉ 1991



Ao longo dos dezoito anos, a taxa mensal de juros em capital de giro manteve-se sempre abaixo dos 4 % até o final do Governo Sarney. A partir de março de 1990, a política de juros elevados tem sido empregada com mais severidade, mesmo após a troca da equipe econômica.

As justificativas têm sido variadas ao longo do tempo e a sabor das conveniências: como forma de forçar empresas e indivíduos a retornarem os depósitos e aplicações no exterior; atrair capitais financeiros de curto prazo; apressar as exportações; desestimular a formação de estoques especulativos; inibir o consumo e promover a poupança; ou seja, os juros assumiram o papel de instrumento vital para combater a inflação e de quebra, contornar as crises cambiais. Mas é o combate à inflação o principal motivo apresentado pela equipe econômica atual. Segundo as palavras oficiais, os juros reais permanecerão elevados, enquanto for necessário para reduzir a taxa de inflação.

Por outro lado, os juros elevados não parecem ter bloqueado o surto de valorização na Bolsas de Valores, derrubado a inflação mais rapidamente e abortado a leve reativação econômica. Existem, portanto, pontos de controvérsia sobre o potencial da política de juros elevados.

Neste trabalho, vamos tratar de questões que enriquecem a mitologia em torno da taxa de juros. Mudanças em agregados nominais, como o PIB nominal, têm dois componentes: variações em preços e variações em quantidades. Cada componente é motivo de uma análise separada. Na seção II exploramos o papel da política de juros, na explicação das flutuações na inflação, e na seção III, em afetar a atividade econômica real. Em seguida, a seção IV trata do papel efetivo dos juros elevados nos surtos de insolvências de empresas e indivíduos. Por último, discutimos na seção V o efeito conjunto da taxa de juros com outras variáveis na explicação das insolvências. A seção VI conclui o artigo.

II - PRIMEIRA QUESTÃO : JUROS E INFLAÇÃO

A associação entre inflação e taxa de juros é uma polêmica interminável, com recomendações políticas conflitantes.

Para os monetaristas mais ortodoxos, os juros nominais - se estabelecidos livremente no mercado - incorporam as expectativas de inflação, enquanto os juros reais são ingredientes importantes para a queda da inflação. Se as expectativas de inflação superam a inflação efetiva, e/ou as flutuações nos preços relativos embutidas na inflação crescente refletem um prêmio para risco, os juros reais podem ser positivos e crescentes; ou seja, a causalidade - segundo esta corrente - fluiria predominantemente da inflação para os juros nominais.

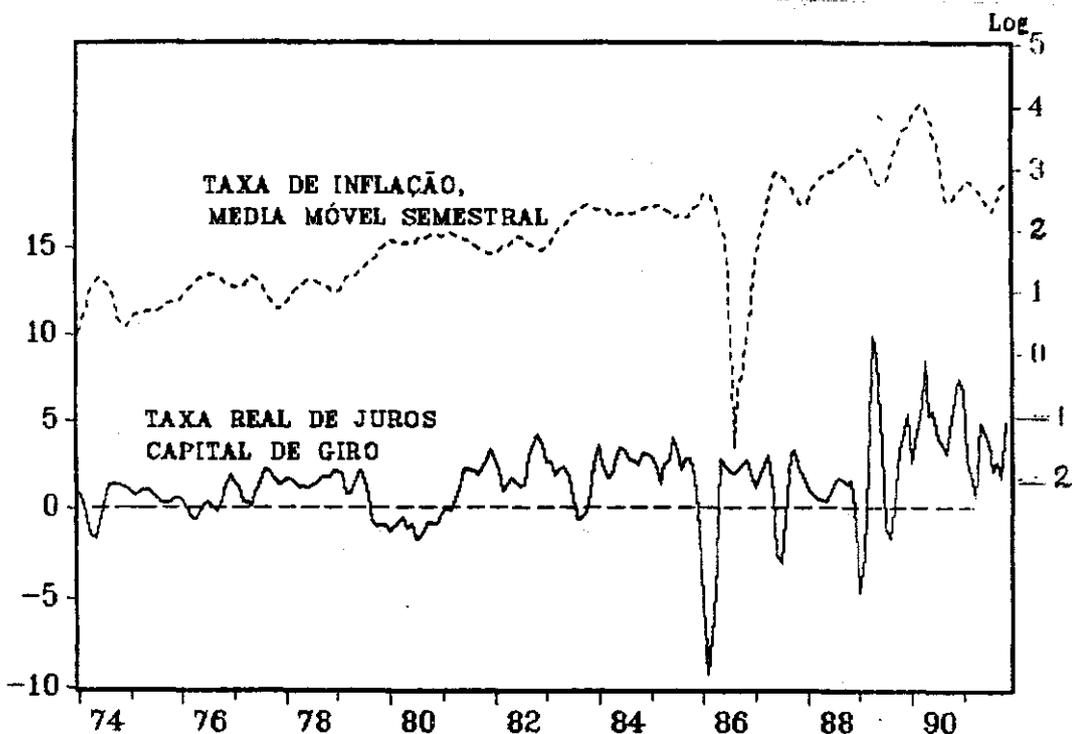
Uma visão ainda ortodoxa, porém menos radical, aceitaria que, no curto prazo, o aumento da taxa de juros permite reprimir o consumo e a desova de estoques. No médio e longo prazos, a política monetária apertada, com a emissão de títulos da dívida pública, e o controle dos gastos públicos são mais eficazes para derrubar a inflação e com ela, a taxa de juros. Por este argumento, a taxa real de juros e a inflação estão negativamente relacionadas.

Um terceiro grupo de economistas, com ampla aceitação no meio empresarial, sustenta que a causalidade flui no sentido dos juros para a inflação, com uma correlação positiva entre as duas variáveis. Como o capital de giro é um fator de produção, o aumento do seu preço força o repasse dos custos para os preços finais. A ampla oferta de liquidez e de crédito, o congelamento e o tabelamento de juros são apresentados como as medidas políticas mais apropriadas para a queda dos custos financeiros e, portanto, da inflação.

A mera comparação visual entre os juros reais nos empréstimos para capital de giro e a taxa de inflação pouco revela, como mostra a Figura 2. O exame gráfico foi facilitado através de alguns cuidados. Primeiro, a taxa mensal de inflação foi composta semestralmente, para amortecer as oscilações e eliminar as taxas negativas de 1986. Em seguida, a inflação foi expressa em

logaritmos, para ampliar as oscilações menores², e a taxa real de juros foi composta em trimestres móveis. A figura deixa a impressão de que a queda dos juros reais no início de 1986 teve efeito semelhante posteriormente na inflação. O aumento da inflação do segundo semestre de 1989 seria, da mesma forma, um resultado do aumento dos juros no mesmo ano. Mas, no primeiro caso, a associação seria resultado do Plano Cruzado, e no segundo, poderia também ser dito que a dispersão dos preços relativos, observada na inflação do segundo semestre de 1989, gerou um prêmio para risco embutido nos juros de 1990. Enfim, precisamos de testes mais rigorosos, inclusive para captar as flutuações menores, de difícil análise visual.

FIGURA 2
TAXA MENSAL REAL DE JUROS E DA INFLAÇÃO (IGP/DI)
PARA O PERÍODO DE 1974 A 1991



² Este é um tratamento pouco tradicional que seria impossível com taxas nulas ou negativas de inflação.

A Tabela 1 realiza os testes empíricos através de correlogramas entre juros e inflação, onde as defasagens negativas assinalam os meses em que a taxa de juros antecipa a inflação; e as defasagens positivas, os juros retardando-se à inflação. Foram consideradas defasagens de até sete meses e o período escolhido foi o mais recente, de 1981 a 1991. Os testes empíricos utilizam as taxas originais, sem o artifício visual da média-móvel.

Tabela 1
Taxa de Inflação e Juros
Correlações em % no período 1981-1991

Defasagens	Taxas de Juros				
	Nominal	Real	Capital de Giro Nominal	Real	Overnight em Meses
-7			19,3	1,2	21,4* 0,8
-6			28,6*	0,6	32,8* 2,2
-5			36,9*	13,9	40,0* 11,5
-4			44,7*	22,5*	47,7* 18,2
-3			52,8*	21,2*	60,7* 17,4
-2			65,1*	9,2	74,4* 13,0
-1			80,7*	2,1	93,3* 11,0
0			93,3*	-12,6	91,5* -32,6*
1			82,3*	6,2	74,8* -26,1*
2			67,3*	13,8	56,8* -21,8*
3			52,3*	20,4*	43,0* -13,5
4			43,6*	17,9	35,4* -9,0
5			36,5*	13,0	30,7* -8,7
6			32,9*	12,3	26,6* -9,6
7			27,4*	8,4	21,7* -5,2

Correlações em valor absoluto maior que 23,6 % são significativamente diferentes de zero ao nível de 99 % (indicados com asterisco), as com valor acima de 18,3 % são significantes ao nível de 95 %.

Pelos resultados da tabela, podemos inferir que:

1 - as maiores correlações entre as taxas nominais são encontradas com a inflação e os juros em capital de giro sem defasagem - ou seja as variáveis têm cronologia coincidente - e o retorno em aplicações financeiras antecipando a inflação em um mês. Juros no **overnight** são bons preditores da inflação do mês seguinte,

talvez pela flexibilidade na sua formação pelo mercado financeiro. Não é possível afirmar que a causalidade flui no sentido da inflação para os juros;

2 - as variações nas taxas reais de juros em capital de giro têm impacto no mesmo sentido na inflação com antecedência de três/quatro meses. A correlação positiva é modesta porém significativa ao nível de 95 %. Este resultado daria razão à corrente que afirma que os custos financeiros afetam a inflação. Porém, a magnitude do efeito é modesta : cada ponto percentual de mudança nos juros reais tem um efeito médio de meio ponto percentual na taxa de inflação. Por sua vez, a inflação corrente determina a taxa nominal de juros no capital de giro.

3 - as correlações negativas e significantes com a inflação coincidindo ou antecipando em um/dois meses os juros reais no **overnight** não fazem sentido. Para que a política de mercado aberto tivesse o impacto desejado no combate à inflação, o resultado empírico deveria mostrar as maiores correlações como negativas e ocorrendo nas defasagens negativas ou nula.

Em resumo, o máximo que podemos afirmar - baseados na experiência empírica - é que a política atual de juros elevados talvez não seja a única responsável pelo controle e queda da inflação. A resposta teria que ser encontrada em outras variáveis. Por outro lado, as evidências também não endossam as opiniões de empresários, que responsabilizam diretamente os juros pelo aumento dos custos e da inflação. Em alguns setores e ramos de atividade, em empresas pequenas e médias, muito endividadas ou sem capital de giro, os juros podem impor aumentos nos custos, mas esta afirmativa não pode ser generalizada.

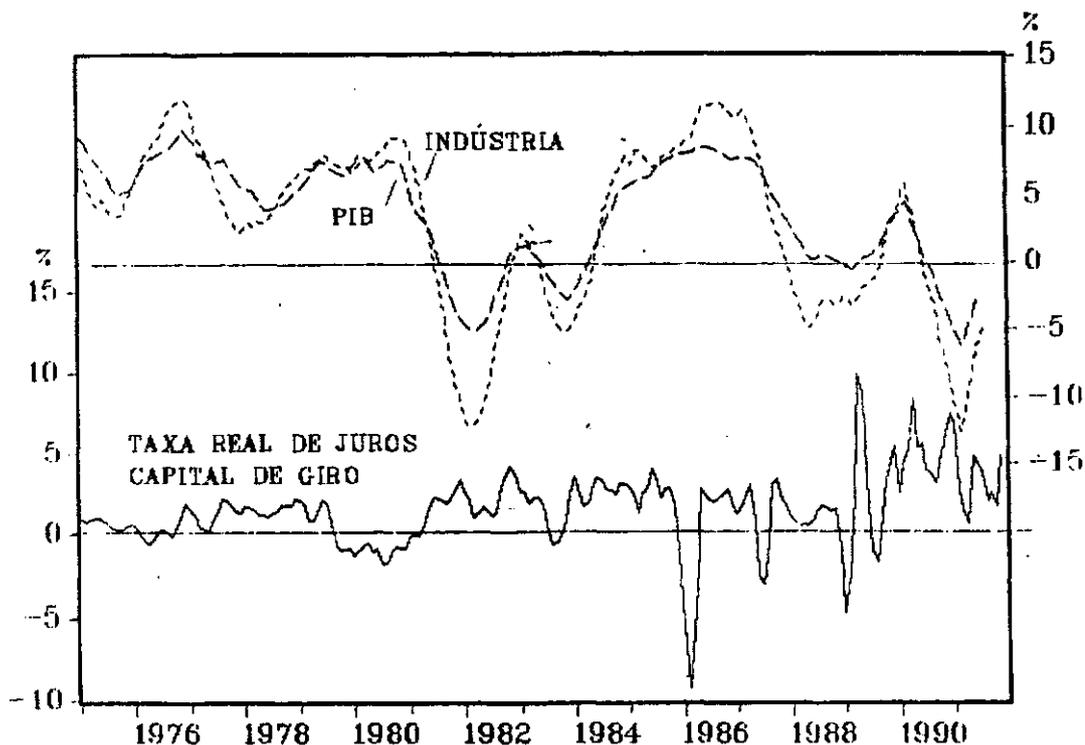
III - TERCEIRA QUESTÃO : JUROS E ATIVIDADE ECONÔMICA

Na análise que se segue, a atividade econômica mensal será representada pelo Produto Interno Bruto³ e a Produção Industrial, do IBGE. A Figura 3 compara o crescimento acumulado em doze meses do produto com os juros reais em capital de giro. Por hipótese a ser comprovada, os juros reais elevados teriam o efeito de inibir a atividade econômica, retraindo a demanda agregada e vice-versa. A figura mostra que a experiência desde 1975 é a mais variada possível.

Diversos ciclos econômicos ocorreram sob as mais distintas condições de juros. É possível identificar apenas um período com a associação esperada, como em 1981 e 1982, em que os juros elevados foram usados no ajuste recessivo; porém nos demais períodos, o gráfico não fornece maiores conclusões, inclusive no período mais recente, o surto de crescimento do final de 1989 a maio de 1990 seria inexplicável pela política de juros.

³ Os dados são publicados regularmente pelo IBGE em base trimestral, a partir de 1980. A série trimestral para o período anterior a 1980, expandida a partir de 1973 pode ser encontrada em CONTADOR; SANTOS FILHO (1987). Os dados foram transformados em estimativas mensais pela repetição do valor pelos três meses de cada trimestre. Este procedimento equivale a um amortecimento, mas como a preocupação é com os ciclos maiores, os danos na cronologia são pequenos.

FIGURA 3
TAXA MENSAL DE JUROS E TAXA DE CRESCIMENTO
MENSAL DA ATIVIDADE ECONÔMICA
MEDIDA PELO PRODUTO INDUSTRIAL E PELO PIB
PERÍODO DE 1975 A 1991



Dividindo o período em partes, temos conclusões distintas. O período 1974-80 compreende a fase de endividamento externo e crescimento econômico elevado, apesar do primeiro choque de petróleo. O período 1980-85 é conturbado pela recessão de 1981-83, pela prática de juros elevados para atrair recursos externos voluntários e da busca obstinada de crescimento econômico; e o último período 1986-1991 é repleto de experiências heterodoxas destinadas a debelar a inflação, com um cardápio variado de políticas de juros e crescimento econômico instável.

A Tabela 2 revela que apenas no período 1974-80 é possível encontrar antecedência significativa dos juros reais em relação à atividade produtiva, exatamente no sentido esperado : aumento (diminuição) das taxas reais de juros causando queda (aumento) do ritmo da produção. Para os subperíodos da década de 80, as correlações não são importantes. Portanto, pelo menos por mecanismos diretos - e ignorando outras variáveis - não há evidências de que a política de juros tenha atualmente efeitos na atividade econômica. Uma explicação seria de que a política de juros perdeu a eficácia que possuía até o final da década de 1970.

Tabela 2
Crescimento da Produção e Juros Reais
Correlações em Vários Períodos

Defasagens em Meses	1974-1980		1980-1985		1985-1991	
	PIB	Indústria	PIB	Indústria	PIB	Indústria
-14	-9,7	-17,4	8,5	13,5	-3,9	-8,6
-13	-11,3	-29,8*	4,5	9,6	-1,3	-5,3
-12	-13,2	-36,4*	3,8	9,7	0,5	-0,1
-11	-21,1	-39,1*	3,2	6,1	1,2	0,7
-10	-29,6*	-40,9*	3,4	2,3	-0,9	-1,8
-9	-35,3*	-43,7*	0,9	-1,6	0,8	-2,9
-8	-34,1*	-42,9*	-0,9	-0,2	-6,7	-3,9
-7	-33,8*	-42,7*	6,7	1,5	-5,7	-6,5
-6	-32,9*	-43,3*	2,2	3,2	-11,3	-9,2
-5	-33,0*	-42,1*	6,8	8,3	-13,2	-9,0
-4	-30,5*	-41,9*	6,5	6,2	-9,9	-6,4
-3	26,5	-36,2*	7,1	8,2	-3,8	-6,0
-2	22,2	-33,0*	10,9	11,3	0,9	-6,3
-1	19,8	-29,7*	11,2	4,9	1,2	-6,0
0	12,6	-27,7	9,8	-4,3	2,5	-5,8

Correlações assinaladas com um asterisco são significativamente diferentes de zero ao nível de 95 %.

IV - TERCEIRA QUESTÃO : JUROS E INSOLVÊNCIAS

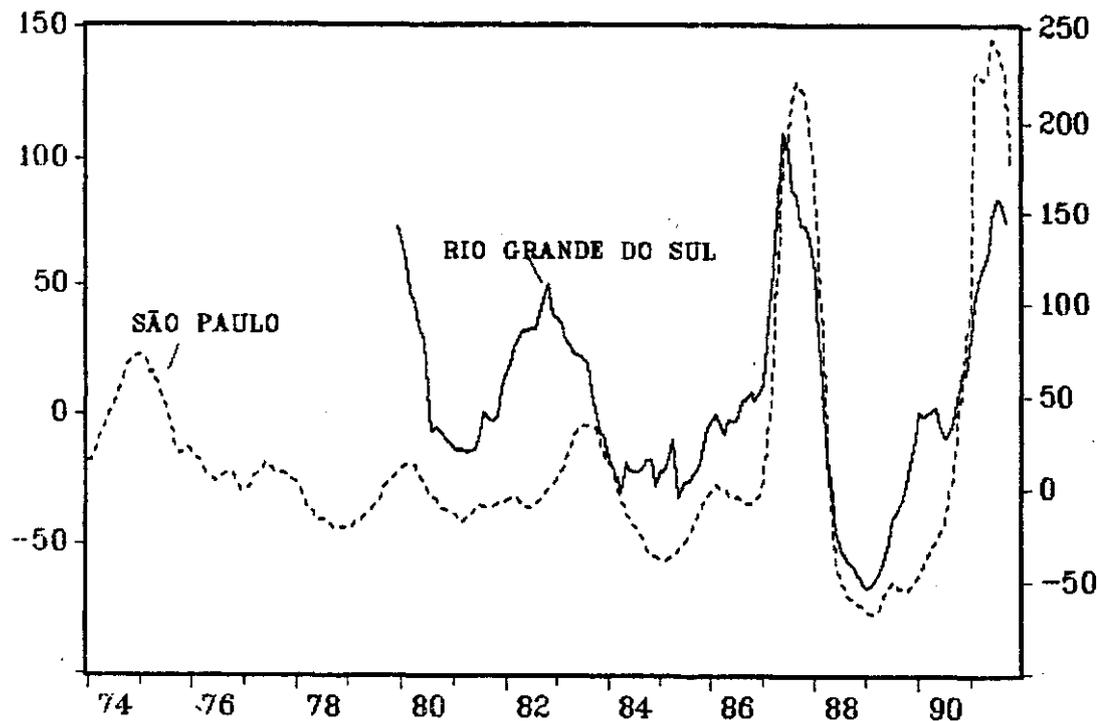
A previsão de insolvências - mormente de empresas - é um tema que possui uma vasta literatura. Em geral, os modelos utilizam informações das próprias empresas para a identificação de critérios - os chamados "termômetros" - que sinalizam com antecedência a probabilidade de uma determinada empresa tornar-se insolvente.⁴ Decisões sobre a concessão de crédito são tomadas com base nestes "termômetros". Aqui o interesse é diferente, pois utilizamos, primeiro, o agregado de empresas - embora passível de decomposição a nível setorial - e segundo, as informações utilizadas são externas às empresas.⁵

A insolvência de empresas e consumidores é um fenômeno complexo e segue cinco níveis no Brasil : títulos protestados, concordatas requeridas, concordatas deferidas, falências requeridas e falências decretadas. Espera-se que os juros reais em capital de giro - afetando mais as empresas com fragilidade financeira - antecipem e estejam positivamente relacionadas com as insolvências. As estatísticas disponíveis compreendem dados abundantes, com séries longas e detalhadas a nível setorial, para São Paulo, coletados pela Associação Comercial de São Paulo, Instituto Gastão Vidigal, e dados agregados para Porto Alegre, da Fundação de Economia e Estatística. Salvo a reversão cíclica do início dos 80, as duas séries têm formato bem semelhante. A Figura 4 exemplifica a questão com o crescimento acumulado do valor real de títulos protestados; isto permite concentrar a análise nos dados de São Paulo.

⁴ A literatura é abundante e não tem sentido listá-la aqui. O artigo clássico é o de ALTMAN; HALDEMAN; NARAYANAN (1977). Para o Brasil, ver KANITZ (1978); BRAGANÇA; BRAGANÇA (1985) e KASZNAR (1987).

⁵ Esta metodologia já foi adotada anteriormente. Ver CONTADOR (1985).

FIGURA 4
CRESCIMENTO DO VALOR REAL DOS TÍTULOS PROTESTADOS
EM TAXAS DE VARIAÇÃO, % AO ANO
PARA OS ESTADOS DE SÃO PAULO E RIO GRANDE DO SUL
PERÍODO DE 1974 A 1981



A Figura 5 compara a taxa real de juros, em capital de giro, com o crescimento acumulado em doze meses do valor total dos protestos de títulos. Até o início de 1988, o protesto tinha pouca relação com os juros reais - mantidos então em níveis modestos. Até mesmo a política de crédito mais cara em 1989 e 1990 não gerou crescimento nos protestos, o que só se tornou possível a partir do segundo semestre de 1990. Complementando a análise, a Figura 6 faz a mesma comparação com as falências. As conclusões são semelhantes, e é interessante notar que o grande crescimento das

falências decretadas em 1985 não tem contrapartida mais estreita com as falências requeridas, nem com o protesto de títulos, como seria esperado. Apesar dos juros elevados de 1989 e 1990, as falências permaneceram em queda, com surto inédito apenas em 1991.

A análise com correlogramas - não reproduzida aqui - tampouco revelou qualquer resultado relevante, para qualquer forma de insolvência, pelo menos a nível agregado. Mesmo em subperíodos, as correlações não foram significantes. Tais conclusões conflitam com as alegações de empresários a nível agregado, mas não excluem a possibilidade de que as empresas mais frágeis, com problemas de faturamento e de capital de giro, tenham suas dificuldades ampliadas pela política de juros. Talvez, a causa primária da insolvência deva ser encontrada em outros fatores; os juros elevados apenas apressam o fato.

FIGURA 5
TAXA REAL DE JUROS E TÍTULOS PROTESTADOS
CRESCIMENTO ACUMULADO EM DOZE MESES

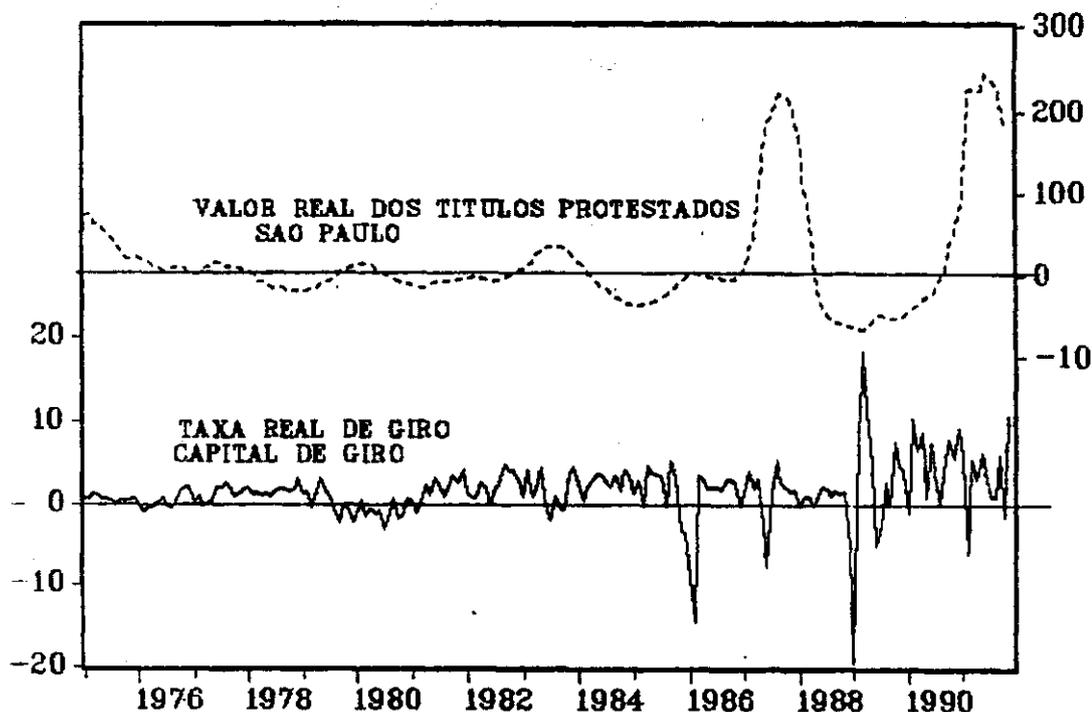
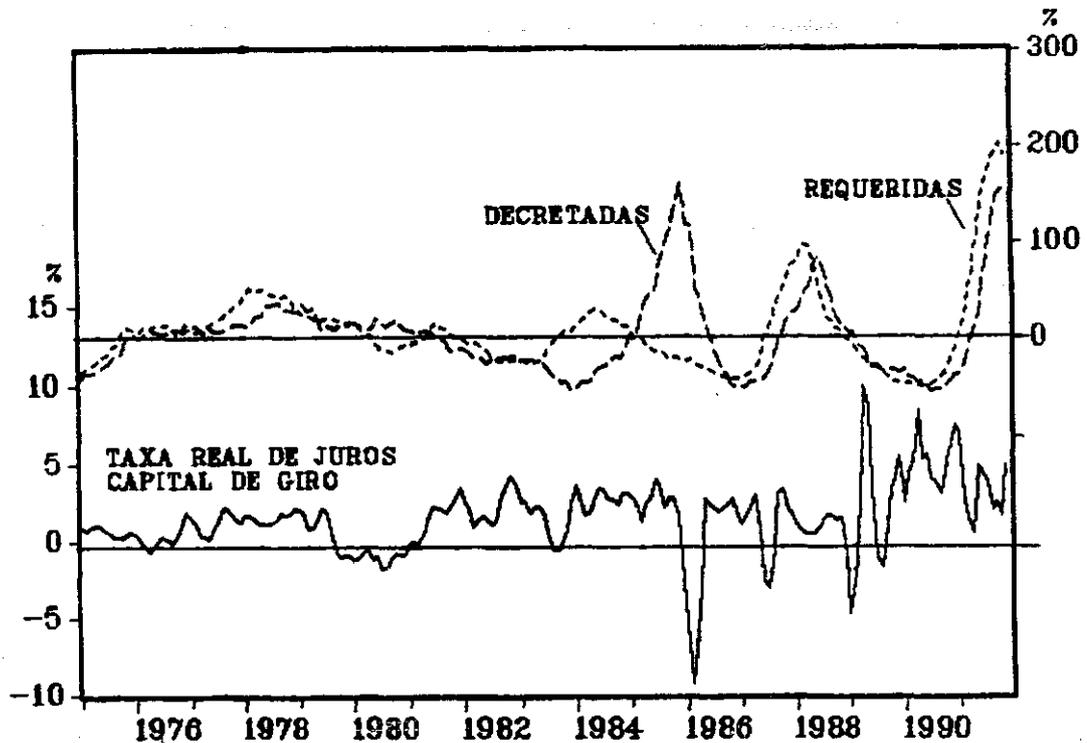


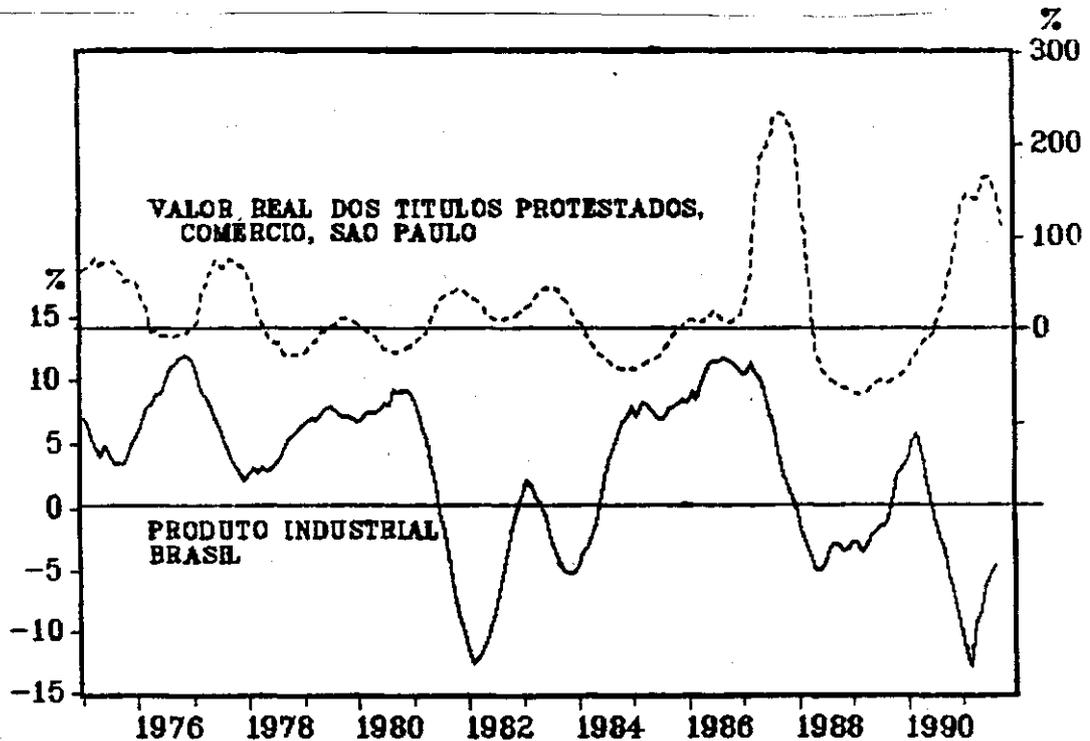
FIGURA 6
 TAXA REAL DE JUROS E NÚMERO DE FALÊNCIAS
 CRESCIMENTO ACUMULADO EM DOZE MESES



V - QUARTA QUESTÃO : INSOLVÊNCIAS E PRODUÇÃO

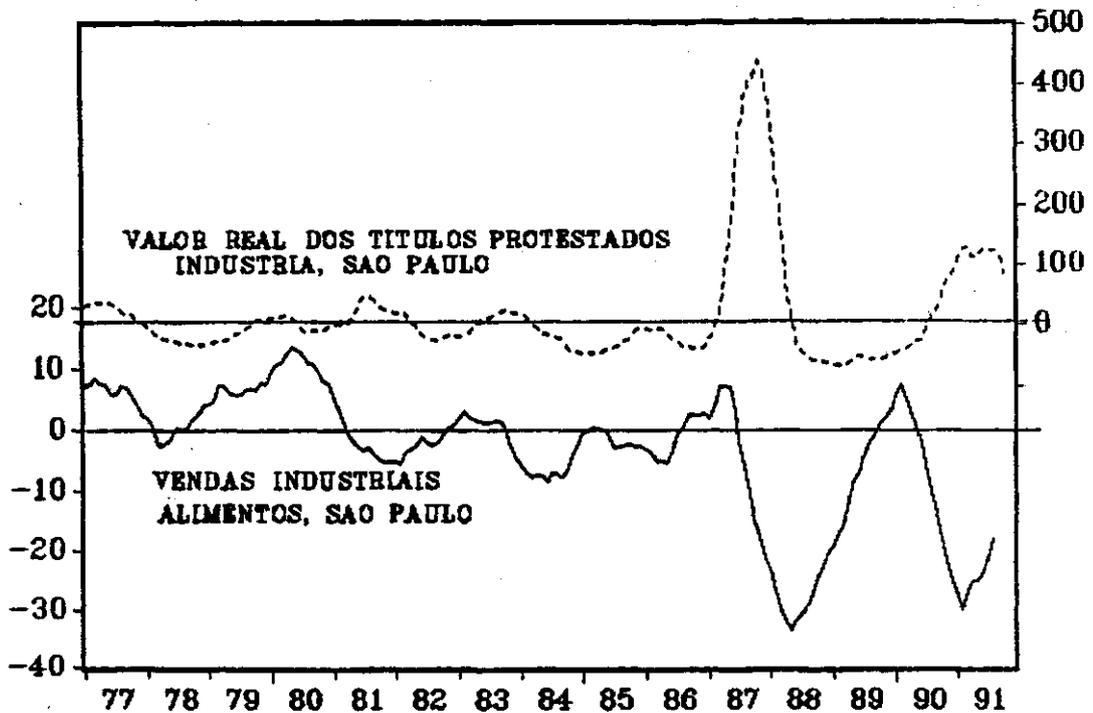
A relação entre as insolvências e a atividade econômica reúne a causalidade nos dois sentidos: as insolvências antecipam a atividade, mas também são afetadas mais tarde pela evolução da atividade. O primeiro tipo de causalidade é bem familiar. Variáveis que refletem a insolvência de empresas e de consumidores participam na composição de indicadores antecedentes; ou seja, a insolvência, sob a forma de títulos protestados, concordatas ou falências, contém informação significativa e antecedente às mais diversas atividades. Dois exemplos estão reproduzidos nas figuras seguintes.

FIGURA 7
CICLO ECONÔMICO E TÍTULOS PROTESTADOS
EM TAXAS DE CRESCIMENTO EM 12 MESES



A Figura 7 compara os títulos protestados com a produção industrial. As flutuações nos títulos protestados no Comércio, em São Paulo, antecedem em cerca de cinco meses e têm uma correlação negativa de 84,4 % com a Produção da Indústria, no Brasil. A estabilidade do avanço permite inclusive que esta variável faça parte do indicador agregado para a produção industrial, agregada. A Figura 8 é outro bom exemplo, onde agora o crescimento do valor real dos títulos protestados na Indústria é comparado com o crescimento das vendas da Indústria de Alimentos de São Paulo. O avanço dos protestos atinge oito meses e a correlação negativa de 82,6 %. Os títulos protestados na Indústria fazem parte da composição do indicador antecedente para as vendas industriais de alimentos.

FIGURA 8
VENDAS INDUSTRIAIS E TÍTULOS PROTESTADOS
EM TAXAS DE CRESCIMENTO EM 12 MESES



O segundo tipo de causalidade diria que as flutuações cíclicas na atividade econômica afetam as condições financeiras das empresas e, desta forma, antecedem às insolvências. Em termos de correlogramas, seria esperado, portanto, que ocorressem dois ramos com correlações negativas e significantes: um nas defasagens negativas e outro nas defasagens positivas. Em geral, o avanço das insolvências sobre a atividade é maior do que o da atividade sobre as insolvências.

Porém, a análise dos correlogramas - não reproduzidos - das variáveis utilizadas nas figuras acima rejeita a segunda causalidade. Em ambos casos, as correlações são positivas e com baixo nível de significância; ou seja, a julgar pelos dois

exemplos, as evidências empíricas não registram que a recessão seja capaz isoladamente de provocar um surto de insolvências. Eis um tema que vale a pena explorar com mais cuidado.

VI - O EFEITO CONJUNTO DA RECESSÃO, DA INFLAÇÃO E DOS JUROS

As conclusões apresentadas nas quatro questões anteriores contradizem muitas opiniões e observações isoladas. Porém, no caso das insolvências, são incompletas por ignorarem o efeito conjunto de variáveis. Um raciocínio mais completo diria que as insolvências dependem do efeito de diversos fatores, que representaremos pela taxa de inflação, pelos juros reais em capital de giro e pela atividade econômica. Os dois primeiros fatores devem ter um impacto positivo e o terceiro, negativo. Além de testar este argumento, vamos examinar também a diferença da elasticidade das insolvências de alguns setores agregados, na forma de títulos protestados para São Paulo, às três variáveis mencionadas.

A Tabela 3 resume os melhores resultados empíricos. Incorporando os juros e a inflação à análise, o efeito da atividade econômica - representada pela produção industrial - passa a ser negativo e antecedente aos títulos protestados. A classe com condições financeiras mais elástica à taxa real de juros é a das pessoas físicas. Cada mudança de um ponto percentual nos juros reais aumenta o crescimento acumulado em doze meses dos títulos protestados das pessoas físicas em 2,3 pontos percentuais, após cinco meses à mudança nos juros. Este é um resultado inesperado, pois a mídia pouco se preocupa com a insolvência de indivíduos. Em segundo lugar no valor absoluto das elasticidades, encontramos as firmas individuais. Como este é um setor caracterizado por micro e pequenas empresas, as associações de classe têm razão quando protestam contra a política de juros. Em terceiro lugar está o Comércio, composto por médias empresas, seguido dos Serviços e em último lugar a Indústria. Por coincidência ou não, a sensibilidade

da insolvência à taxa de juros é inversamente associada ao tamanho médio dos agentes econômicos; ou seja, a política de juros elevados atinge mais profundamente as menores unidades e é concentradora da renda entre empresas. Este resultado não surpreende.⁶

Quanto ao papel da inflação, o setor com insolvência mais sensível é o das firmas individuais, seguido da Indústria e do Comércio. As pessoas físicas têm a menor sensibilidade e a maior demora a sentir os efeitos financeiros negativos da inflação com retardo de sete meses e o setor de Serviços simplesmente não apresentou resultados significantes.

Finalmente, todos os casos resumidos na Tabela 3 mostram que o ciclo econômico (leia-se Indústria) tem um impacto inverso nas insolvências. As Firms Individuais são as mais sensíveis, com retardo de seis meses, seguidas da Indústria, do Comércio, das Pessoas Físicas e, por último, dos Serviços.

⁶ Um trabalho anterior, também com modelos multivariados, já havia constatado a influência dos juros nos títulos protestados. Ver Contador (1985), op.cit.

Tabela 3

O Efeito dos Juros, Inflação e Produção nas Insolvências
 Valor Real dos Títulos Protestados, São Paulo
 Elasticidades dos Títulos Protestados
 Período : 1981-1991

	Juros Reais ¹		Inflação ²		Produção ³	
	Efeito	Retardo ⁴	Efeito	Retardo ⁴	Efeito	Retardo ⁴
Geral	1,351	4	0,093	2	-1,490	3
Indústria	0,603	3	0,150	2	-1,043	5
Comércio	0,794	2	0,061	3	-0,655	3
Serviços	0,650	3	-	-	-0,321	3
Firmas Indivi- duais	1,328	3	0,222	2	-1,884	6
Pessoas Físicas	2,314	5	0,034	7	-0,401	1

- 1 Juros reais em capital de giro
 2 Taxa mensal de inflação, IGP/DI
 3 Taxa de crescimento acumulado em doze meses, Produção Industrial, Brasil
 4 Em meses.

Desta forma, a insolvência no agregado de empresas e consumidores - representada aqui pelo protesto de títulos em São Paulo - não depende apenas da política de juros. A taxa de inflação e a própria atividade econômica são importantes para moldar as condições financeiras onde os agentes econômicos atuam. Características individuais - ignoradas nesta análise agregada - são também importantes e dentre elas poderíamos citar a qualidade gerencial, a capacidade de antever os movimentos do mercado, a flexibilidade na contratação e na dispensa de fatores de produção etc.

VII - CONCLUSÕES

Este trabalho versou sobre algumas crenças - amplamente divulgadas na mídia e utilizadas muitas vezes como argumentos junto ao governo para pleitos e sugestões de mudanças de políticas.

A análise empírica utilizou séries mensais de taxas de juros (cobradas em empréstimos para capital de giro e remuneradas em aplicações no **overnight**), diversas modalidades de insolvência e outras variáveis agregadas. O período examinado é de 1974 a 1991.

Como conclusões principais, identificamos que a taxa nominal de juros no **overnight** antecipa em um mês a taxa de inflação, mas sem possibilidade de afirmar que a causalidade flui também da inflação para os juros. Por sua vez, o custo real de capital de giro tem impacto na inflação, com antecedência de três/quatro meses, dando - em princípio - razão aos empresários que enxergam nos juros reais fatores de pressão nos custos. Porém, embora com significância estatística, o efeito é modesto, muito menor do que os reclamos empresariais sugerem.

Outro resultado interessante é de que a política de juros elevados não tem eficácia direta - ou seja, excluindo outras variáveis - para o controle e queda da taxa de inflação. Esta assertiva coloca sob suspeita uma opinião reinante no Governo, de que a política de juros elevados tem primazia no controle da inflação. Da mesma forma, os juros reais elevados também não afetam, pelo menos no período mais recente, a atividade econômica, de forma direta. Os testes empíricos mostram significância apenas para o período anterior a 1980. Possivelmente, a política de juros perdeu sua eficácia ao longo do tempo, e/ou outras variáveis tornaram-se mais importantes.

A bicausalidade esperada entre insolvências e atividade econômica foi outra questão examinada. Seria esperado que as insolvências antecipssem e fossem antecipsadas pelo ciclo econômico. No entanto, apenas foi comprovada a causalidade e antecedência das insolvências sobre a atividade econômica.

Um dos mecanismos possíveis da causalidade entre juros e atividade econômica seria a fragilidade financeira das empresas. Porém, os juros - quando testados isoladamente - não se mostraram importantes na explicação das insolvências no agregado. Esta conclusão agregada não exclui a possibilidade de que as empresas mais frágeis, com problemas de faturamento e de capital de giro tenham suas dificuldades aumentadas pela política de juros elevados. Para encerrar, o trabalho ampliou a explicação da insolvência através de diversas variáveis, incluídas simultaneamente no teste. As conclusões modificaram alguns resultados anteriores. As insolvências dependem da taxa de juros, da atividade econômica passada e da taxa de inflação. Procuramos, então, expandir a análise a nível setorial. A maioria dos resultados não contradiz o esperado. As insolvências de pequenas e médias empresas são fortemente sensíveis à taxa de juros, seguidas do Comércio (médias empresas), e por último, da Indústria.

BIBLIOGRAFIA

1. ALTMAN, Edward I.; HALDEMAN, R.G.; NARAYANAN, P. Zeta analysis: a new model to identify bankruptcy risk of corporations. Journal of Banking and Finance, v.1, n.1, p.29-54, June 1977.
2. BRAGANÇA, L. A. de; BRAGANÇA, Sergio Luiz. Rating, previsão de concordatas e falências no Brasil. Revista Brasileira de Mercado de Capitais, v.11, n.33, p.33-48, jan./mar. 1985.
3. CONTADOR, Claudio R. Insolvência de empresas e política macroeconômica, Revista de Administração, v.20, n.2, p.15-17, abr./jun. 1985.
4. _____; SANTOS FILHO, Wilber A.C. dos. Produto interno bruto trimestral: bases metodológicas e estimativas. Pesquisa e Planejamento Econômico, v.17, n.3, p.711-742, dez.1987.
5. KANITZ, Stephen C. Como prever falências. São Paulo: McGraw-Hill do Brasil, 1978.
6. KASZNAR, Istvan Karoly. Falências e concordatas de empresas, Rio de Janeiro: SBERJ, 1987. Tese de Mestrado da EPGE/FGV.