

Financeirização, coalização de interesses e taxa de juros no Brasil

Luiz Fernando de Paula* e Miguel Bruno**

No Brasil, desde 1994, a financeirização ocorre pelos ganhos com juros substituindo o regime monetário anterior caracterizado pela “financeirização pelos ganhos inflacionários.”. Ambos processos foram estimulados desde o início dos anos 1990 pela crescente liberalização da conta capital, dada a natureza especulativa dos fluxos de capitais tanto por residentes quanto por não residentes





Apesar de estarem com tendência de queda, em meio à forte e prolongada recessão, as taxas de juros reais no Brasil são extremamente elevadas em termos de comparação internacional. A Tabela 1 mostra que países com risco-país em níveis semelhantes ao do Brasil, como Bulgária, Peru e Panamá, têm taxas de juros reais bem menores. Seria de se esperar, pela teoria da paridade – segundo a qual a taxa de juros doméstica é igual à taxa de juros internacional mais o prêmio de risco-país e o risco cambial –, que tivéssemos taxas de juros bem mais baixas, mas sabemos que esta não é a evidência brasileira. Relaciona-se a isso a questão: Por que o Banco Central tem que elevar tanto a taxa de juros para reduzir a taxa de inflação no Brasil? Ou ainda: Por que a inflação é tão resiliente em nosso país?

Levantamos aqui a hipótese de que a prevalência de altas taxas de juros reais no Brasil por décadas levou à formação de uma coalização de interesses dos rentista-financistas na manutenção de taxas de juros elevadas, já que estas favorecem a valorização da sua riqueza financeira

tendo sido pioneiramente sustentada há tempos por Bresser-Pereira e Nakano (2002, p. 169): “depois da persistente manutenção da taxa de juros em nível muito elevado é natural que surja o medo de redução, e que esse nível se torne uma *convenção*” (1); e Bresser-Pereira (2007, p.200) acrescenta: “a Selic é alta no Brasil porque, com o argumento de que é necessária uma taxa de juros muito alta ‘para combater a inflação’, [ela] é estabelecida em nível artificial, de forma a remunerar os rentistas e o setor financeiro.”. Recentemente Lara Resende (2017, p.126-127) sustenta que a manutenção de taxa de juros elevadas no Brasil acaba por se revelar ineficaz para baixar a inflação, e levanta a hipótese de que taxas de juros altas podem levar a taxas de inflação maiores: “Suponha o caso de um paciente com doença crônica para a qual se ministra um remédio há décadas. Há unanimidade médica de que, no caso desse paciente, a doença é resistente.

Tabela 1: Risco-país e taxa de juros
(média de 2010-2014)

País	Risco-país	Taxa real de juros
África do Sul	215	-0,03
Brasil	916	4,25
Bulgária	881	-1,73
Colômbia	766	1,19
Filipinas	399	0,16
México	532	0,10
Panamá	1029	0,88
Perú	923	0,16
Rússia	659	0,67
Turquia	416	-3,55

Fonte: Datamarket (EMBI+) e IMF; (*) Governo Central

Levantamos aqui a hipótese de que a prevalência de altas taxas de juros reais no Brasil por décadas levou à formação de uma coalização de interesses dos rentista-financistas na manutenção de taxas de juros elevadas, já que estas favorecem a valorização da sua riqueza financeira, a qual depende de parte importante de seus rendimentos. Esta coalização, acrescente-se, não é benéfica somente para os rentistas, mas também para o próprio Banco Central do Brasil (BCB), que tira proveito da reputação de ser um banco central conservador (ERBER, 2011).

A convenção pró-conservadorismo na condução da política monetária não é uma hipótese nova, já

Doses maciças vêm sendo receitadas sem resultado. Os efeitos secundários negativos são graves, debilitam e impedem a recuperação do paciente, que agora se encontra na UTI. Novos estudos, ainda que preliminares, questionam a eficácia do remédio. Pergunta: deve-se continuar a administrar as doses maciças do remédio ou reduzir rapidamente a dosagem?.”.

A coalização de interesses rentistas foi formada no Brasil em função do desenvolvimentismo de um capitalismo determinado pelas finanças com especificidades nacionais, cuja característica central é a prevalência de um processo conhecido como “financeirização” – entendida como “o aumento do papel dos motivos financeiros, mercados financeiros, atores financeiros e instituições financeiras nas operações de economias nacionais e internacionais” (EPSTEIN, 2005, p.3), ou ainda “um padrão de acumulação no qual a realização de lucros ocorre crescentemente através de canais financeiros ao invés do comércio e produção de mercadorias.” (KRIPPNER, 2005, p. 174). De forma mais ampla, o trabalho pioneiro de Braga (1985) define a financeirização como norma sistêmica de riqueza, uma vez que produz uma dinâmica estrutural articulada de acordo com os princípios da lógica financeira. O “*finance-led capitalism*” (capitalismo liderado pelas finanças) tem se disseminado no mundo em função da adoção de políticas neoliberais, que inclui um con-

junto de políticas como liberalização financeira, flexibilização do mercado de trabalho, esvaziamento do Estado social e desenvolvimentista etc. Seu resultado frequentemente é a busca de ganhos financeiros de curto prazo por parte dos agentes (inclusive através do “shareholder value”, valor para o acionista), expansão precoce do setor de serviços, desindustrialização e precarização do trabalho.

No Brasil, desde 1994, a financeirização ocorre pelos ganhos com juros substituindo o regime monetário anterior caracterizado pela “financeirização pelos ganhos inflacionários”. Ambos processos foram estimulados desde o início dos anos 1990 pela crescente liberalização da conta capital, dada a natureza especulativa dos fluxos de capitais tanto por residentes quanto por não residentes. No regime de “financeirização pelos ganhos com juros” o governo buscou, até 2015, conciliar os interesses da acumulação rentista-patrimonial com políticas sociais redistributivas, favorecendo os segmentos cujos rendimentos derivam das rendas de juros e demais ganhos financeiros (derivados do endividamento público e privado). Assim, financeirização foi estimulada por dois fatores inter-relacionados: taxa de juros reais elevadas e permanência de um circuito de “overnight” na economia brasileira, herdada do período de alta inflação, mas mantida no pós-real, para onde são canalizadas as aplicações de alta liquidez dos agentes econômicos. (Gráfico 1)

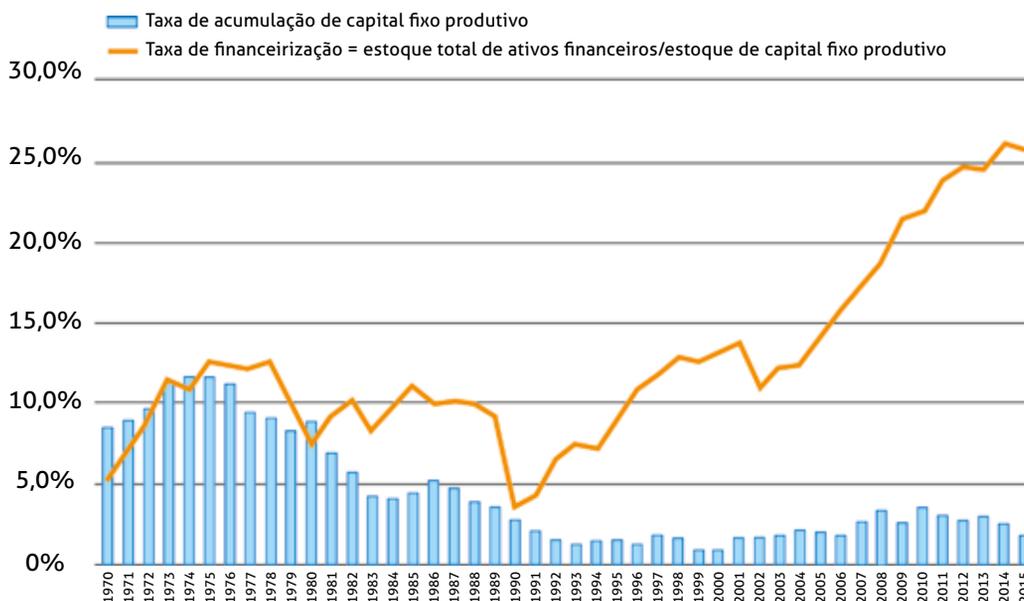
Cabe destacar alguns efeitos perversos deste pro-

cesso no Brasil. Por um lado, a financeirização eleva a um paroxismo a preferência pela liquidez dos detentores de capital (inclusive o empresário industrial que se torna rentista), reduzindo a formação bruta de capital fixo em função das possibilidades de aplicações financeiras de curto prazo que competem com aplicações em ativos de capital, ao aumentar o prêmio de liquidez (ver Gráfico 1). Por outro lado, ela tem claros efeitos concentradores nos segmentos de alta renda, considerando que os rendimentos financeiros, lucros dividendos e heranças e doações representam quase 40% da renda do país. Segundo Morgan (2017), em 2001-2015, a renda média dos 1% mais ricos cresceu 31,4%; a dos 50% mais pobres (favorecidos pela política de crescimento real do salário-mínimo) 28,7%; enquanto a da classe média (40% que ganham entre R\$ 1,4 mil e R\$ 5,0 mil) apenas 11,5%.

A tendência a uma financeirização crescente da economia brasileira, e, em particular, a existência de um grande volume de aplicações financeiras com remuneração denominadas a taxa de juros (lastreadas nas Letras Financeiras do Tesouro (LFTs) e compromissadas) – uma “jabuticaba brasileira” –, fazem com que a política monetária seja pouco eficiente no Brasil, sendo uma das razões para termos uma taxa de juros elevada, pois requer juros maiores para se ter o mesmo efeito sobre a demanda agregada. Como parte das aplicações dos agentes é vinculada à taxa de juros, e uma elevação nesta ocasiona um aumento na riqueza financeira, neutralizando parcialmente

Gráfico 1: A acumulação rentista-financeira versus acumulação de capital fixo

(1970-2015)



Fonte: Atualização de Bruno e Caffé (2015).



os seus efeitos sobre os gastos agregados dos agentes. Acrescente-se que a estrutura a termo da taxa de juros, através da qual a taxa de juros de curto prazo afeta as taxas mais longas, fica deformada no Brasil – com pouca diferenciação na remuneração a taxas curtas e longas, além de ser descontinuada, uma vez que se inviabiliza a emissão de títulos com maturidades mais longas (teriam que pagar um prêmio de risco elevadíssimo).

Um estudo recente (MODENESI *et al*, 2017) investigou a assimetria do repasse cambial sobre IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo), através da decomposição da série da taxa de câmbio em apreciação e depreciação cambial em 1999-2016 com um modelo SVAR (vetor estrutural autorregressivo), e estimou um “*pass-through*” de 16% no caso de depreciações e 5,8% no caso de apreciações cambiais. Deste modo, o efeito inflacionário da depreciação é compensado apenas parcialmente pelo efeito deflacionário de uma apreciação na mesma magnitude no Brasil, no que resulta na existência de um viés inflacionário decorrente da volatilidade da taxa de câmbio no Brasil, contribuindo para um comportamento a la “*fear of floating*” na condução da política monetária. (Figura 1)

Identificamos três canais através dos quais a coalizção de interesses rentistas pode afetar a taxa

Figura 1: Financeirização e taxa de juros



de juros no Brasil (Figura 1). O primeiro está relacionado ao *Relatório Focus* do BCB, através do qual este apura as previsões do mercado financeiro sobre diversos indicadores econômicos, incluindo a taxa de inflação e a taxa de juros. Neste particular, há uma tendência do mercado de puxar para cima a taxa de juros e a taxa de inflação, de modo a pressionar o BCB a sancionar suas expectativas. O segundo refere-se à relação entre o mercado financeiro e o Tesouro Nacional no processo de negociação dos títulos públicos, onde o mercado faz valer o seu poder de pressão sobre o Tesouro. O Gráfico 2 mostra que os juros reais acumulados em 1992-2016 foram acompanhados pelo crescimento da dívida pública, o que sugere que boa parte do aumento desta se deve aos próprios juros. Com dívida pública elevada

e uma estrutura de dívida pouco saudável (prazos ainda curtos e parte indexada ao Sistema Especial de Liquidação e Custódia, Selic), o mercado consegue colocar pressão no Tesouro para vender os títulos em condições favoráveis a ele, inclusive no que se refere à remuneração dos títulos. Por último, os rentista-financistas, em função de o Brasil operar com uma conta de capital aberta, podem exercer seu poder sobre o BCB em momentos de maior instabilidade macroeconômica “colocando o pé na porta”, isto é, comandando a saída de capitais externos que resulta numa desvalorização abrupta da taxa de câmbio – o que pode obrigar o BCB a manter taxas de juros elevadas para refrear eventuais saídas de capitais. (Gráfico 2)

Barbosa (2006) desenvolveu a ideia de uma contaminação da política monetária pela dívida pública em decorrência da existência de títulos públicos in-

A financeirização reduz, significativamente, a autonomia dos Estados nacionais seja para formularem as políticas fiscal e monetária, seja no que concerne a uma estratégia de desenvolvimento de longo prazo

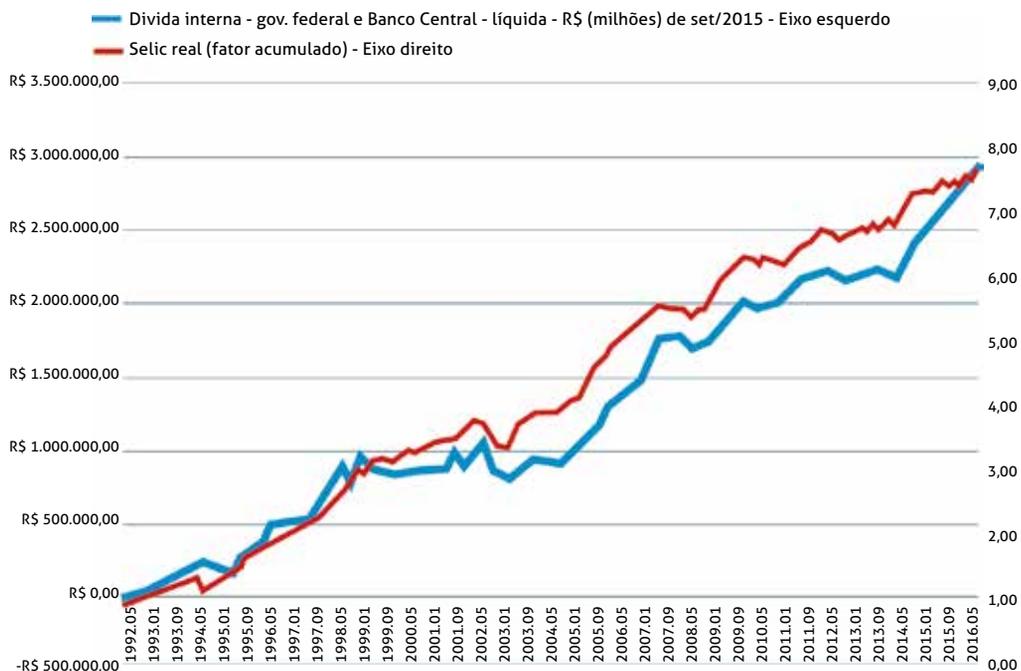
dexados pela taxa fixada pelo BCB nas operações de política monetária, o que torna títulos públicos e reservas bancárias substitutos perfeitos, e faz com que a taxa do mercado interbancário incorpore o prêmio de risco da dívida pública brasileira. Barbosa *et al* (2016), por sua vez, sugerem a existência de um “componente jabuticaba” incorporado ao prêmio de risco dos títulos públicos. Conforme a análise acima, a coalização de interesses rentistas pode pressionar a taxa de juros no Brasil nos dois mercados (supondo também a existência de um efeito-contágio invertido, do mercado interbancário para o mercado de títulos),

isto é, de títulos públicos e de reservas bancárias, ocasionando um viés altista na taxa de juros.

Essa constatação encontra amplo apoio nos estudos internacionais, pois os resultados encontrados são unânimes quanto ao fato de que a financeirização reduz, significativamente, a autonomia dos Es-

Gráfico 2: A taxa Selic real capitalizada expande endogenamente a dívida pública interna

(1990-2016)



Fonte: Cálculos próprios com base nos dados do Banco Central do Brasil.

tados nacionais seja para formularem as políticas fiscal e monetária, seja no que concerne a uma estratégia de desenvolvimento de longo prazo, consistente com as condições de produção e os interesses dos setores não financeiros (2).

Concluimos que a redução sustentável da taxa de juros reais no Brasil requer um conjunto amplo de políticas, que deve incluir a eliminação da indexação financeira no Brasil, através da substituição das operações compromissadas do BCB por depósitos voluntários remunerados e do fim das LFTs, implantação de uma política factível de consolidação fiscal de longo prazo (sem as amarras de um teto de gastos fictício), criação de mecanismos que reduzam a volatilidade da taxa de câmbio (dada a ligação câmbio-juros), revisão da institucionalidade do regime de metas de inflação (com a mudança do horizonte da meta para um prazo mais longo que o ano calendário), e, não menos importante, a implantação de uma gestão menos conservadora na condução da política monetária pelo BCB.

Essa nova agenda, contudo, envolve não apenas reconsiderar-se os interesses de detentores de capital pelas comodidades da revalorização financeira em ativos de curto prazo (combinando rentabilidade, liquidez e baixo risco), obtidos fora das imobilizações mais arriscadas em atividades diretamente produtivas, mas também resgatar os papéis do Estado nacional no processo de desenvolvimento brasileiro, eclipsados e politicamente esvaziados, pela natureza e lógica da acumulação rentista-patrimonial que a financeirização reproduz no plano estrutural e macroeconômico. Enfim, redução da taxa de juros no Brasil é um assunto de economia política!

* Luiz Fernando de Paula é professor titular da FCE/UERJ e IESP/UERJ

**Miguel Bruno é professor da ENCE-IBGE, FCE-UERJ e Mackenzie-Rio

NOTA

(1) A definição de *convenção* que utilizamos refere-se a um acordo entre participantes que decidem em prol de uma estratégia comum que os beneficia em conjunto. Conforme Boyer e Saillard (2002), assim definida, a convenção "é dotada de força normativa obrigatória, sendo apreendida como resultado de ações individuais e como um quadro constringendo os sujeitos envolvidos.". Ou seja, seguir a convenção passa a ser não apenas obrigatório, mas sobretudo porque é lucrativo, rentável segui-la e perpetuá-la.

(2) Ver, entre outros, Becker *et al* (2010).

REFERÊNCIAS:

- BARBOSA, F. H. The contagion effect of public debt on monetary policy: the Brazilian experience (O efeito contágio da dívida pública sobre a política monetária: a experiência brasileira). *Brazilian Journal of Political Economy* 26(2):231-238, 2006.
- BARBOSA, F. H.; CAMÊLO, F. D.; JOÃO, I. C. A taxa de juros natural e a regra de Taylor no Brasil: 2003-2015. *Revista Brasileira de Economia* 70(4), 2016: 399-417.
- BECKER, J.; JAGER, J.; LEUBOLT, B.; WEISSENBACHER, R. Peripheral financialization and vulnerability to crisis: A regulationist perspective (Financiamento periférico e vulnerabilidade à crise: uma perspectiva regulacionista). *Competition and Change* 14(3-4), 2010: 225-247.
- BOYER, R.; SAILLARD, Y. (org.). *Théorie de la Régulation: l'état des savoirs* (Teoria da Regulação: o estado do conhecimento). Paris: La Découverte, 2002.
- BRAG, J. C. *Temporalidade da Riqueza: Teoria da Dinâmica e Financeirização do Capitalismo*. Tese de Doutorado. Campinas (SP): Instituto de Economia da UNICAMP, 1985.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. *Macroeconomia da Estagnação: Crítica da Ortodoxia Convencional no Brasil pós-1994*. São Paulo: Editora 34, 2007.
- BRESSER-PEREIRA, L. C.; NAKANO, Y. Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade. *Revista de Economia Política*, 21(2), 2002:146-177.
- BRUNO, M.; CAFFÉ, R. Indicadores macroeconômicos de financeirização. In: BRUNO, M. (org.). *População, Espaço e Sustentabilidade: contribuições para o desenvolvimento do Brasil*. Rio de Janeiro: ENCE-IBGE, 2015.
- EPSTEIN, G. (ed.). *Financialization and the World Economy* (Financiarização e a Economia Mundial). Cheltenham: Edward Elgar, 2005.
- ERBER, F. As convenções de desenvolvimento no Brasil: um ensaio de economia política. *Revista de Economia Política*, 31(1), 2011:31-55.
- KRIPPNER, G. The financialization of the American economy (A financiarização da economia americana). *Socio-Economic Review*, 3(2), 2005:173-208.
- LARA-RESENDE, A. *Juros, Moeda e Ortodoxia*. São Paulo: Portfolio-Pinguim, 2017.
- MODENESI, A.; LUPORINI, V.; PIMENTEL, D. *Asymmetric exchange rate pass-through: Evidence, inflation dynamics and policy implications for Brazil (1999-2016)* [Taxa de câmbio assimétrica pass-through: Evidência, dinâmica da inflação e implicações políticas para o Brasil (1999-2016)]. Trabalho selecionado para 45º Encontro Nacional de Economia, 2017.
- MORGAN, M. Extreme and persistent inequality (Desigualdade extrema e persistente). *WID. World Working Papers Series* 2017/12.