

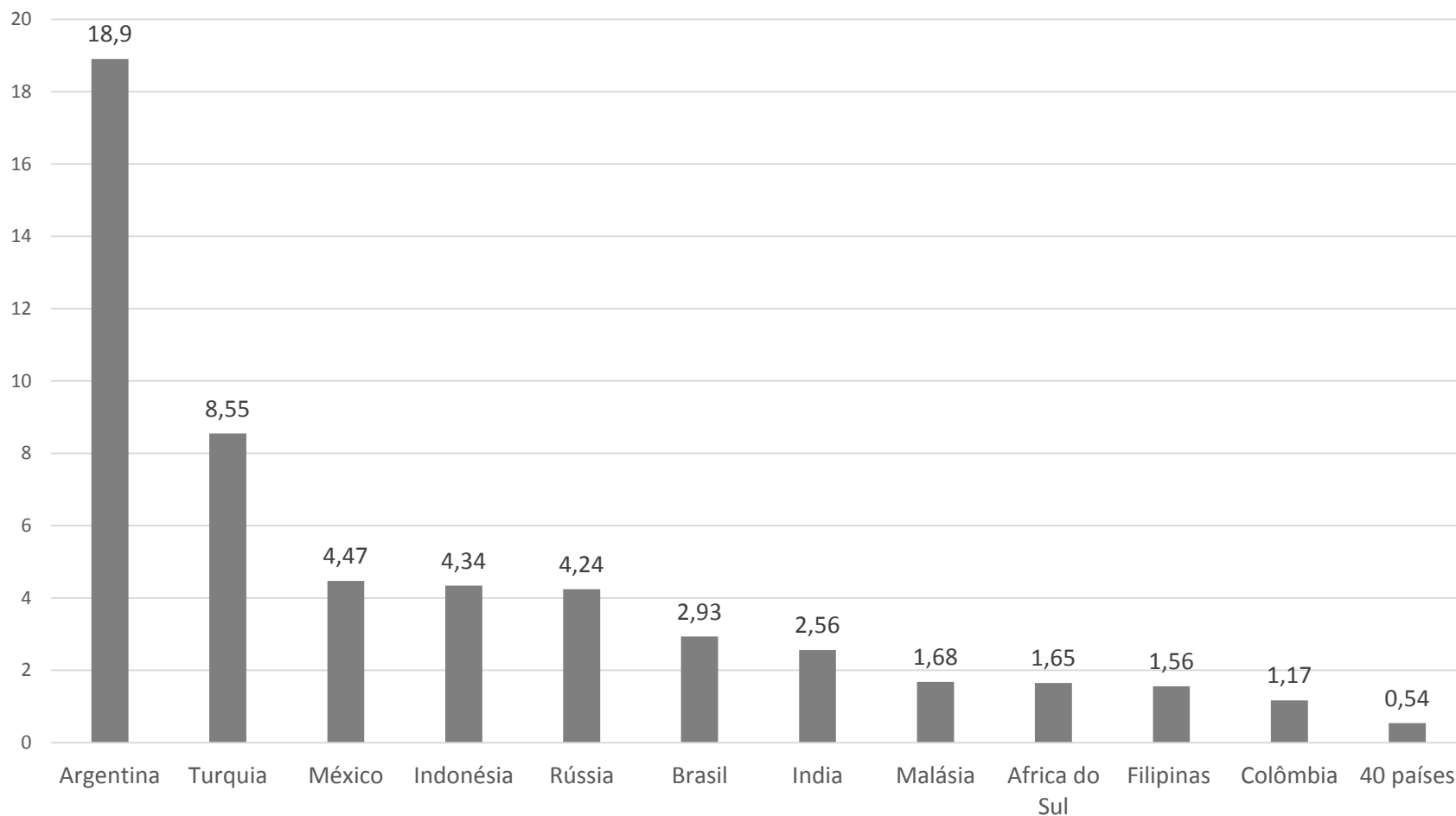
Financeirização, coalizão de interesses e taxa de juros no Brasil

IE/UFRJ, 05/04/2019

Luiz C. Bresser Pereira, Luiz Fernando de Paula e Miguel Bruno

Taxa de juros atuais descontadas a inflação projetada para próximos 12 meses (% a.a.) – outubro 2018

(Fonte: Infinity Asset Management)



Taxa Selic ex-post (fim de periodo deflacionado pelo IPCA 12 meses - % a.a.)



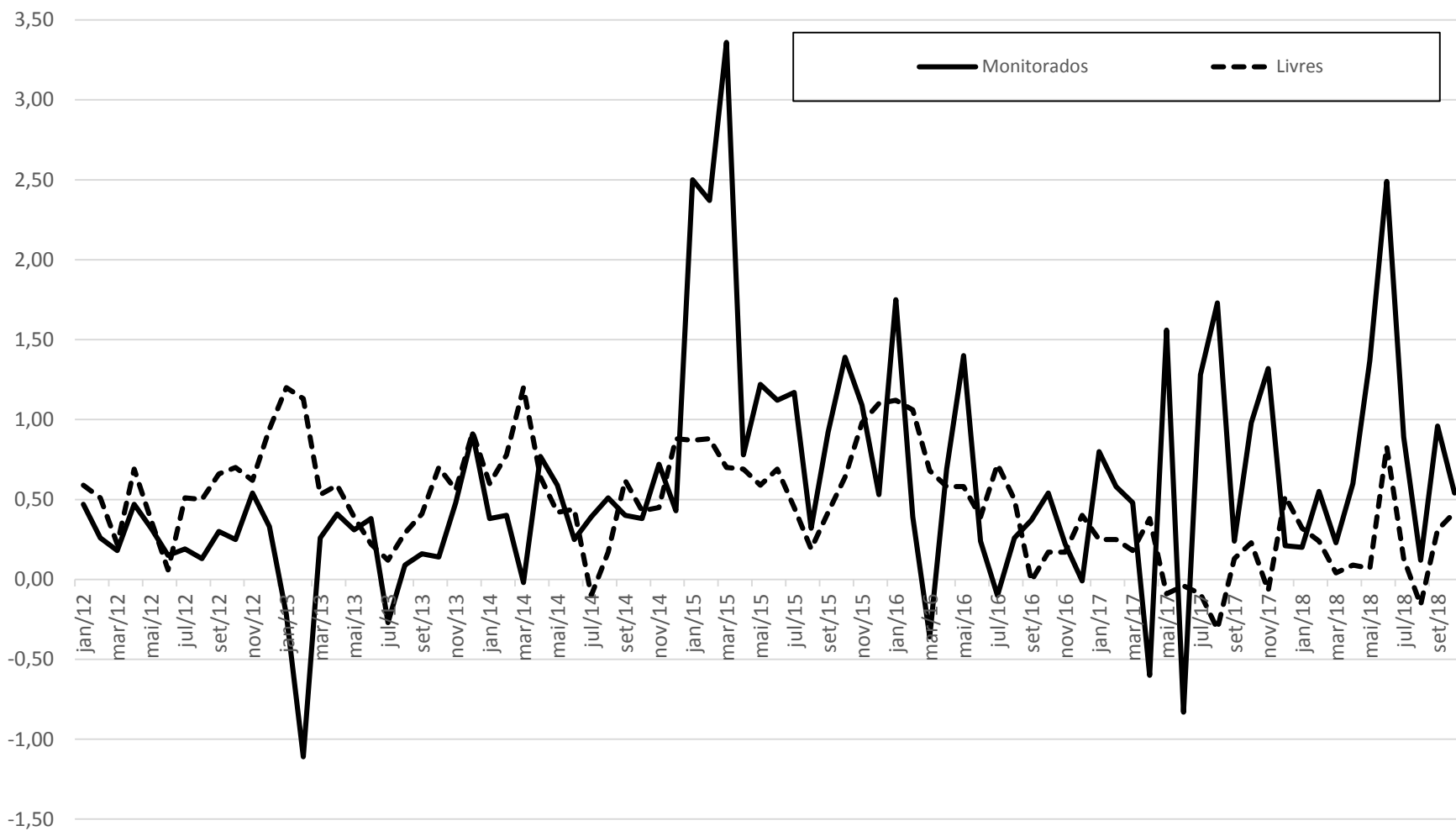
Questão/hipótese

- Porque Brasil tem uma das taxas de juros reais mais elevadas do mundo?
- *Hipóteses:*
 - a) Formação de uma coalizão de interesses rentistas-financistas com objetivo de manter taxa de juros reais elevadas no contexto de uma economia fortemente financeirizada.
 - b) Existência de um efeito contágio da dívida pública “invertido” em função da convenção pró-conservadorismo na política monetária.

Algumas explicações para alta tx juros

- Canais de transmissão da política monetária “entupidos”: (i) preços monitorados – cerca de 26% do IPCA, etc.): insensíveis a política monetária; (ii) crédito direcionado (BNDES: 20% do volume de crédito e 5,1% das concessões em 2011/2014)
- Indexação financeira: efeito riqueza invertido em função de ativos financeiros pós-fixados (Pastore, 1996)
- Fragilidade financeira do setor público (dívida “deformada”): Tesouro se torna refém do mercado (Oreiro e Paula, 2011)
- Efeito contágio da dívida pública: títulos públicos e reservas bancárias são substitutos perfeitos tornando política monetária “contaminada” pelas condições de rolagem da dívida (Barbosa, 2006)
- História de defaults soberanos e dúvida sobre sustentabilidade da dívida pública faz com que país pague um *alto prêmio de risco* (Segura-Ubiergo, 2012)

IPCA (% a.m.)



Paridade a descoberta da tx juros
(+ componente “jabuticaba”, cf Barbosa et al 2016)

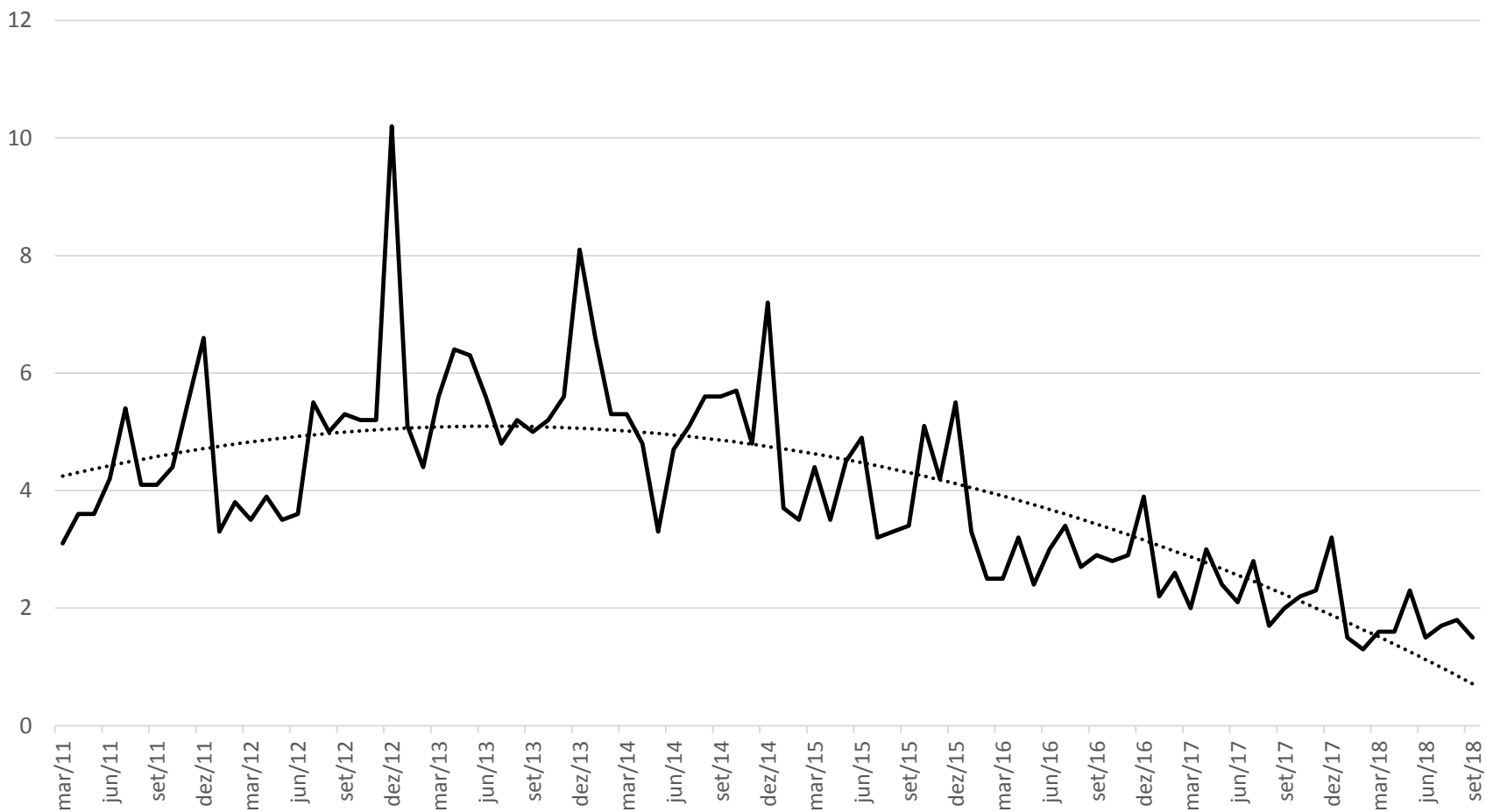
$$r_n = r^* + RP + RC + r_{LFT}$$

- Onde r^* = taxa de juros internacional
- RP = prêmio de risco país
- RC = risco de conversibilidade
- r_{LFT} = taxa de retorno real das LFTs

Taxa real de juros de curto prazo e classificação de risco - média 2010/2014

País	Risco-país	Taxa real de juros
Africa do Sul	215	-0,03
Brasil	916	4,25
Bulgaria	881	-1,73
Colombia	766	1,19
Mexico	532	0,10
Panama	1029	0,88
Peru	923	0,16
Filipinas	399	0,16
Russia	659	0,67
Turquia	416	-3,55
Fonte: EMBI+ (Datamarket) e IMF (Taxa do BC e IPC)		

Crédito BNDES X Crédito total (concessões)- %



Convenção e tx juros (Keynes)

- Convenção é uma *crença ou regra de formação de expectativas* que é dividida por um grande número de indivíduos, um comportamento mimético dos agentes.
- Taxa de juros é *um fenômeno predominantemente convencional*, ao invés de ser um fenômeno psicológico, pois seu “valor atual é fortemente determinado pela visão prevalecente sobre que valor ela é esperada ser” (TG, 203).
- Política monetária para ser eficaz tem que dar sinais claros aos agentes.
- Assim as expectativas sobre o comportamento futuro da política monetária depende do que Keynes chamou de “*tx segura de juros*”, i.e, o valor que a taxa de juros que o público acredita que prevalecerá no longo prazo, ou seja, uma *convenção social*.

Convenção pró-conservadorismo no Brasil

- 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*”
- Bresser-Pereira (2007, p.200) adiciona: “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”.
- Lara Resende (2017, p.126-127) : “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. 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 ministrar as doses maciças do remédio ou reduzir rapidamente a dosagem?”

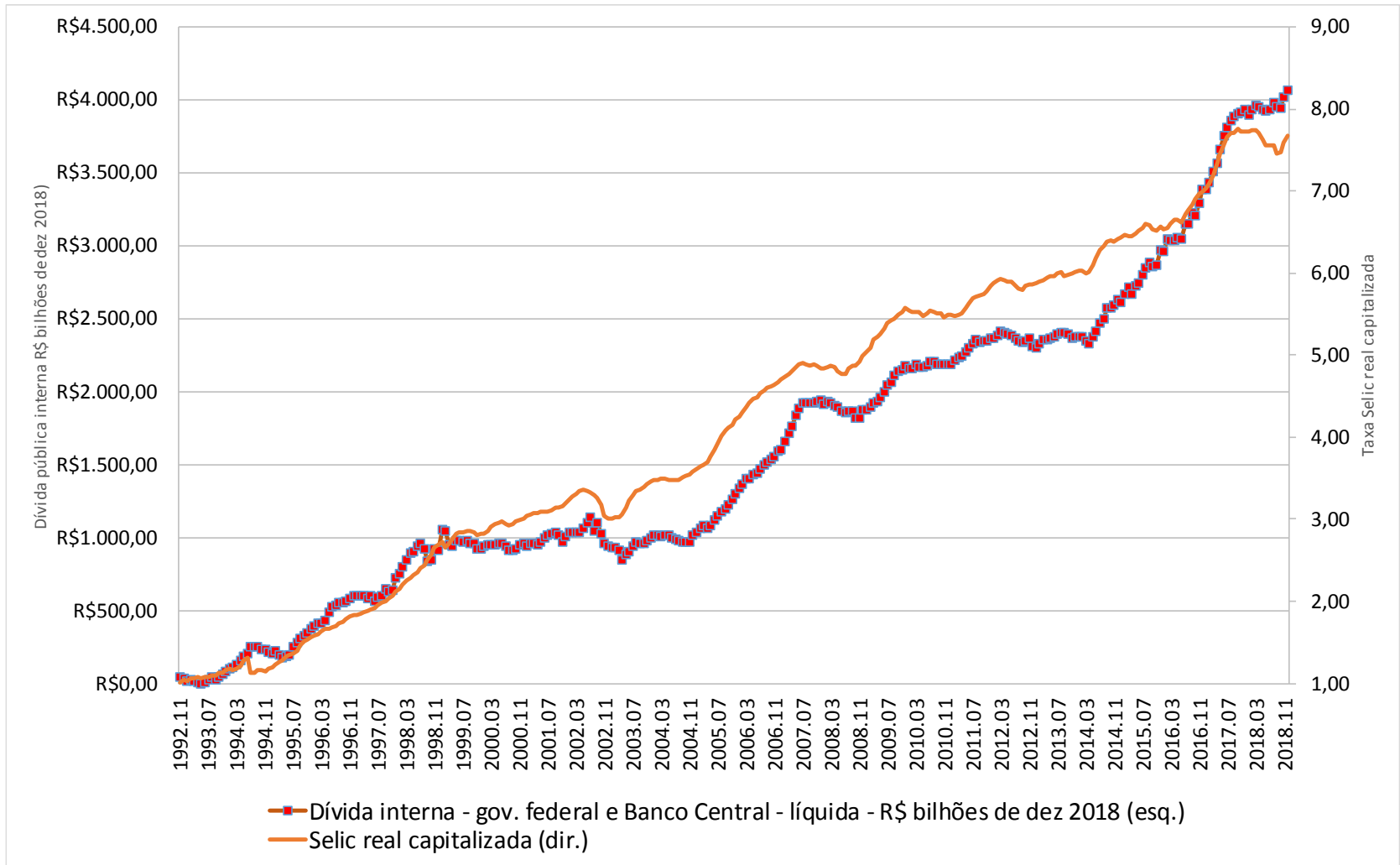
Financeirização

- 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).
- Bresser-Pereira (2018): “capitalismo financeiro-rentista”, uma sociedade em que capitalista são predominantemente rentistas.

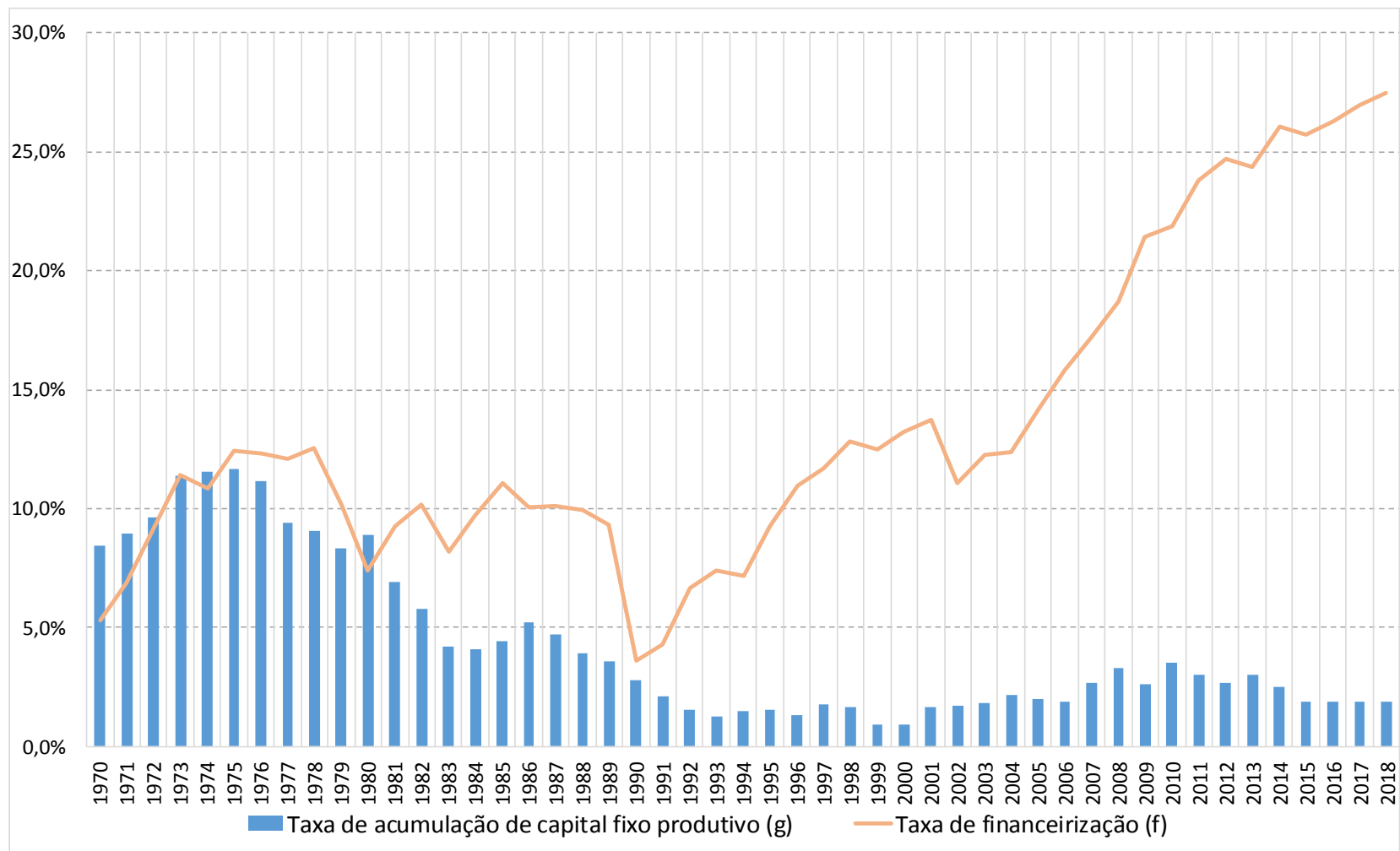
Financeirização no Brasil

- Singer (2012, 2015): coalização rentista (capital financeiro com classe média liberal) x coalização produtivista (empresários industriais e classe trabalhadora organizada), rompida com desconfiança com excesso de intervencionismo da Dilma.
- Kaltenbrunner e Paineira (2018): “integração financeira subordinada” estimula operações de “carry-trade” para explorar diferencial de taxas de juros => acumulação de reservas => operações compromissadas para enxugar liquidez
- *Financeirização pelos ganhos com juros* desde 1994, resultado tanto da liberalização financeira quanto da permanência de um circuito de “overnight” favorecido pelos efeitos de juros elevados expandindo endogenamente a dívida pública.

Financeirização pelos ganhos com juros: taxa Selic real capitalizada expande dívida pública interna



Acumulação rentista-financeira versus acumulação de capital fixo (1970-2018)



Índice de financeirização: estoque total de ativos financeiros não-monetários sobre o estoque total de capital fixo da economia

Períodos	1970-1980	1981-1994	1995-2018
Índice de financeirização = f/g	1,06	2,04	8,63

Efeitos redistributivos da taxa de juros

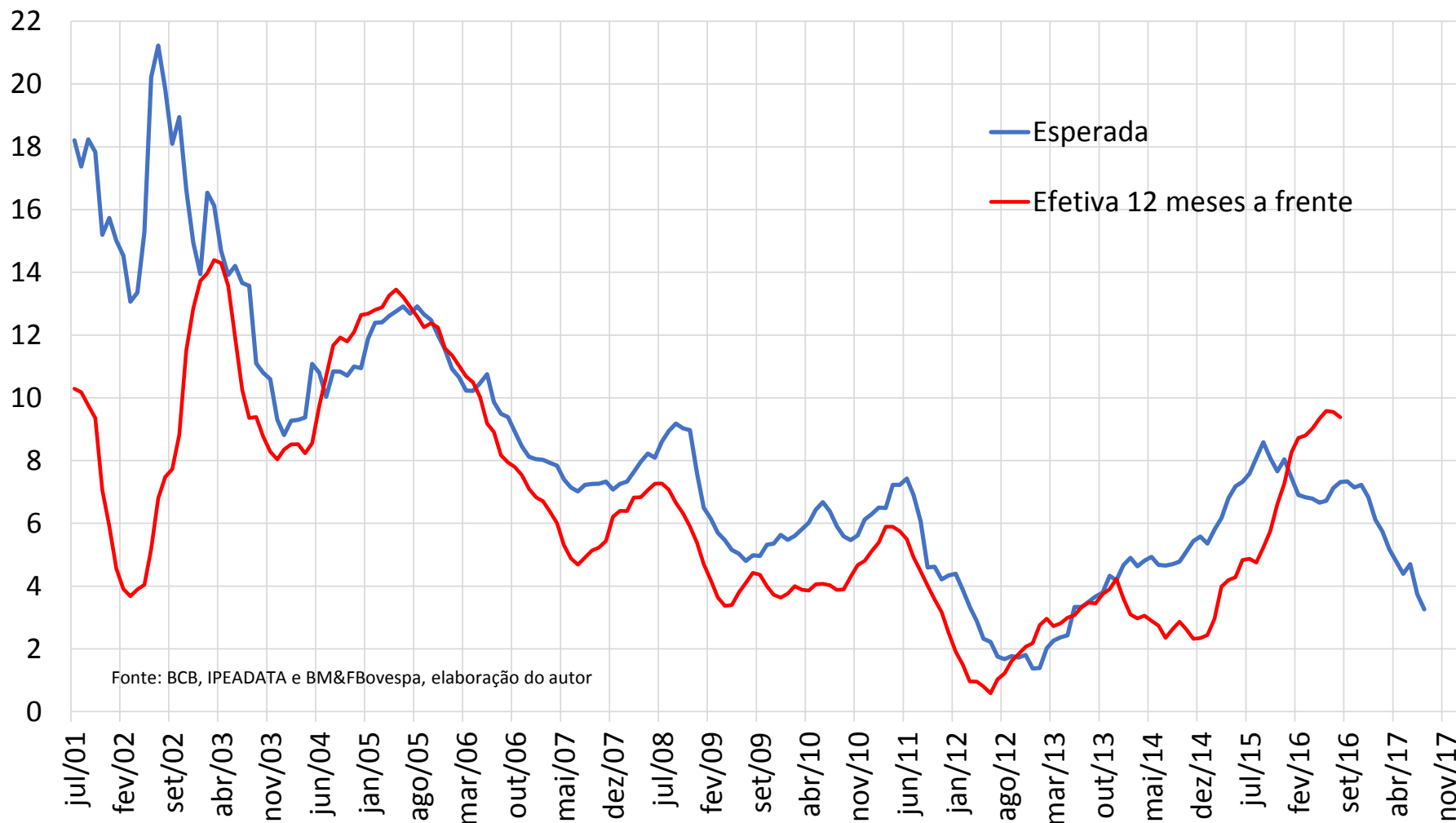
- Taxas de juros altas beneficiam os rentistas e prejudicam trabalhadores e industriais.
- Estudos a partir das declarações do IR: queda na desigualdade na década de 2000 ficou restrita a base da pirâmide, com *fatia dos mais pobres ocupando espaço dos estratos intermediários*.
- Rendimentos financeiros, lucros dividendos e heranças e doações representam quase 40% da renda do país (Menezes Filho, 2017)
- Souza e Medeiros (2017): 10% mais ricos (50% da renda) e 1% mais ricos (22-24%) em 2006/2014 bem acima de 15% e 5% da média de 24 países.
- Morgan (2018) – 2001/2015: Participação na renda dos 10% do topo registrou pequena queda de 55,7% para 53,4% em relação a rendimentos pré-impostos entre 2001 e 2015, enquanto que a participação dos 50% da base da distribuição subiu de 10,6% para 12,5%. Os 40% intermediários tiveram sua baixa participação reduzida de 34,7% para 34,1%.

Financeirização e taxa de juros



Expectativas da taxa Selic (Focus) e SELIC efetiva: SF influencia decisão do BC na fixação da taxa de juros

Brasil: taxa básica de juro real esperada e efetiva 12 meses à frente, % aa



Fonte: BCB, IPEADATA e BM&FBovespa, elaboração do autor

Ainda a convenção pró-conservadorismo

- Um exercício empírico feito por Balassiano (2019) para o período setembro de 2016 a janeiro de 2019 conclui que tanto as projeções do Banco Central quanto as do setor privado (Focus, Top 5 de curto prazo da Focus e Bloomberg) superestimaram sistematicamente a inflação, sendo que no caso da autoridade monetária a superestimação foi em mais de 75% dos meses; nas estimativas da Focus, tanto da mediana quanto do Top 5, em mais de 65%; e segundo as projeções da Bloomberg, quase 70%.

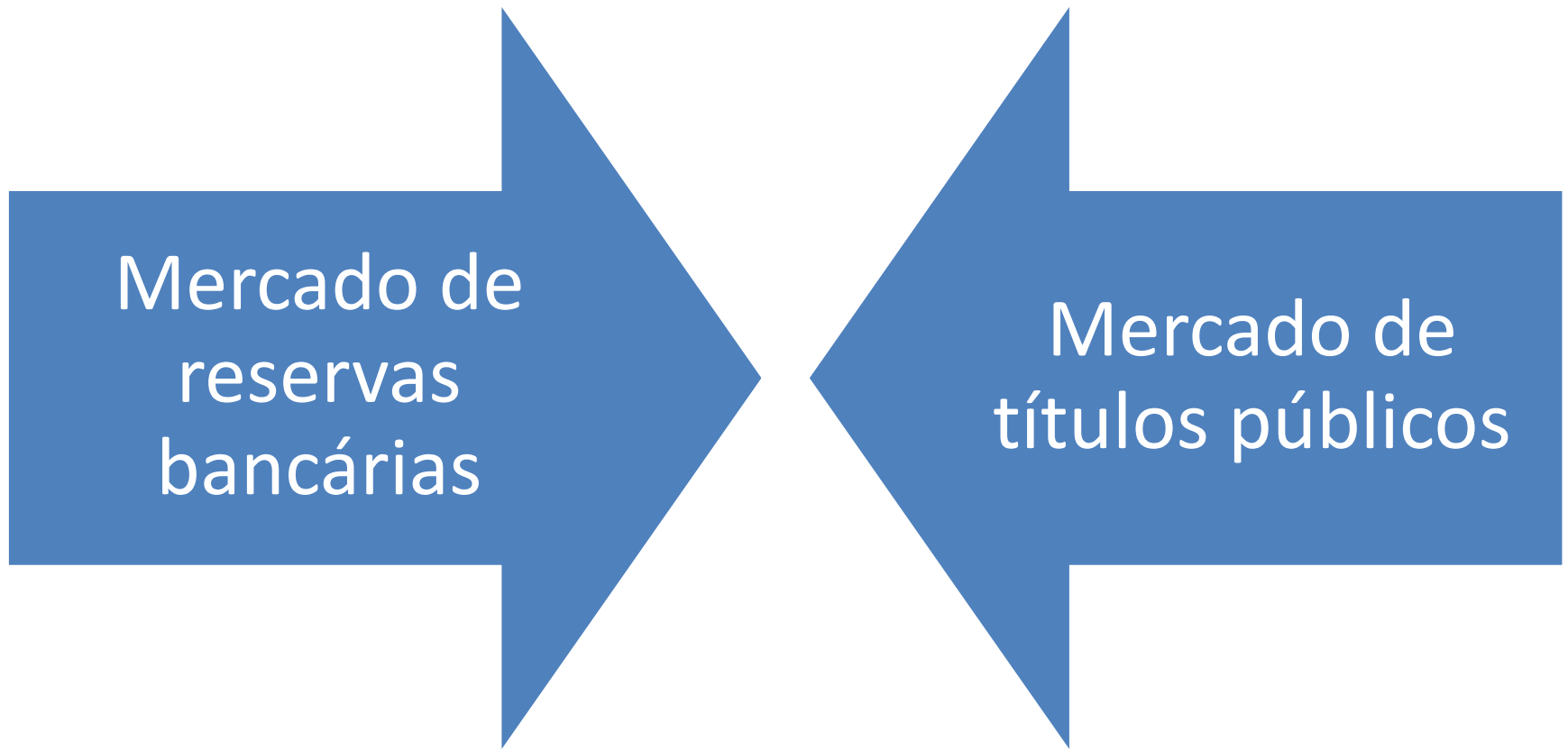
Dívida pública federal por indexador (% do total)

	Câmbio	TR	IGP	IPCA	Selic	Prefixado	Total
2002	22,4	2,1	11,0	1,6	60,8	2,2	100,0
2003	10,8	1,8	11,2	2,4	61,4	12,5	100,0
2004	5,2	2,7	11,8	3,1	57,1	20,1	100,0
2005	2,7	2,1	8,2	7,4	51,8	27,9	100,0
2006	1,3	2,2	7,2	15,3	37,8	36,1	100,0
2007	1,0	2,1	6,5	19,8	33,4	37,3	100,0
2008	1,1	1,6	5,7	23,6	35,8	32,2	100,0
2009	0,7	1,2	5,0	23,6	35,8	33,7	100,0
2010	0,6	0,8	4,8	23,3	32,5	37,9	100,0
2011	0,6	0,8	4,2	25,4	30,8	38,3	100,0
2012	0,6	0,6	4,1	31,4	22,2	41,2	100,0
2013	0,6	0,5	4,1	32,0	19,5	43,3	100,0
2014	0,6	0,5	4,0	32,7	19,2	43,1	100,0
2015	0,7	0,4	3,7	30,6	23,6	41,0	100,0
2016	0,5	0,4	3,7	29,4	29,1	36,9	100,0
2017	0,4	0,3	2,9	27,6	32,4	36,3	100,0
2018	0,5	0,2	2,9	26,4	36,4	33,5	100,0

Relação entre SF e TN na negociação da dívida pública

- Mercado consegue colocar pressão no TN para vender títulos em condições favoráveis ao sabor dos acontecimentos econômicos, fornecendo hedge para risco de taxa de juros ou risco inflacionário.

Efeito contágio da dívida pública
invertido (contaminação em via dupla
em função de viés altista da tx juros)



Conclusão

- Retomamos a hipótese da existência de uma convenção pró-conservadorismo da política monetária no Brasil, formulada inicialmente por Bresser-Pereira e Nakano (2002) e Erber (2011), e acrescentamos ainda a hipótese de existência de um efeito contágio da dívida pública “invertido” e de “mão dupla”, em função tanto das dificuldades do Tesouro Nacional administrar a dívida pública frente a pressão do mercado em contexto de instabilidade macroeconômica, quanto da convenção pró-conservadorismo na política monetária, que gera um viés de alta na taxa Selic.
- Em particular, procuramos mostrar que a prevalência de altas taxas de juros reais no Brasil por décadas, no contexto de uma economia fortemente financeirizada, levou à formação de uma coalizão de interesses dos rentistas-financistas na manutenção de taxas de juros elevadas, já que essas favorecem a valorização da sua riqueza financeira, resultando em uma “financeirização pelos ganhos de juros”.

Desafios

- Janela de oportunidade: taxa de inflação e juros em queda!
- Eliminar resquícios da indexação no Brasil.
- Adotar uma política anti-inflacionária mais abrangente (estoques amortecedores, preços administrados, política de rendas....).
- Reduzir a volatilidade da taxa de câmbio
- A médio prazo rever parcialmente institucionalidade do regime de metas de inflação: mudança no horizonte da meta etc.
- Enfim, redução da taxa de juros no Brasil é um assunto de economia política!