



Texto para Discussão 022 | 2019

Discussion Paper 022 | 2019

Financeirização, coalizão de interesses e taxa de juros no Brasil

Luiz Carlos Bresser-Pereira

Professor Emérito da Fundação Getúlio Vargas – FGV/SP

Luiz Fernando de Paula

Professor do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), Professor Voluntário do IESP/UERJ, e Pesquisador do CNPq.

Miguel Bruno

Professor da ENCE-IBGE, da Faculdade de Ciências Econômicas (FCE/UERJ) e da Mackenzie-Rio.

This paper can be downloaded without charge from

<http://www.ie.ufrj.br/index.php/index-publicacoes/textos-para-discussao>

Financeirização, coalizão de interesses e taxa de juros no Brasil

Outubro, 2019

Luiz Carlos Bresser-Pereira

Professor Emérito da Fundação Getúlio Vargas – FGV/SP

Luiz Fernando de Paula

Professor do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), Professor Voluntário do IESP/UERJ, e Pesquisador do CNPq.

Miguel Bruno

Professor da ENCE-IBGE, da Faculdade de Ciências Econômicas (FCE/UERJ) e da Mackenzie-Rio.

Resumo

Neste trabalho, 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), acrescentando em particular duas sub-hipóteses a ela: (i) a prevalência de altas taxas de juros reais no Brasil por décadas levou à formação de uma coalizão de interesses financeiro-rentista interessada na manutenção de taxas de juros reais elevadas e na resultante “financeirização pelos ganhos de juros”; (ii) existência de um efeito contágio da dívida pública “de mão dupla” entre mercado de reservas bancárias e mercado de títulos públicos. Para tanto, o artigo toma como ponto de partida a concepção de Keynes de que a taxa de juros é um fenômeno eminentemente convencional.

Palavras-chave: financeirização; política monetária; convenção; taxa de juros

Abstract

In this paper, we retake the hypothesis of the existence of a pro-conservative convention of the monetary policy in Brazil, formulated initially by Bresser-Pereira and Nakano (2002) and Erber (2011), adding in particular two sub-hypotheses to it: (i) the prevalence of high real interest rates in Brazil for decades has led to the formation of a coalition of rentier-financier interests in the maintenance of high interest rates, since these favor the valuation of their financial wealth that results in a "financialization by the gains of interest"; (ii) existence of a "double-handed" contagion effect of public debt between the banking reserves market and the public securities market. For this purpose, the paper takes as its starting point the conception of Keynes that the interest rate is an eminently conventional phenomenon.

Key-words: financialization; monetary policy; convention; interest rate

JEL Classification: E43; E52; E58

1 Introdução

Uma questão que tem sido recorrente na discussão da economia brasileira é *por que o Brasil tem uma das taxas de juros reais mais elevadas do mundo*. De fato, seria de se esperar que, a partir do sucesso do Plano Real em estabilizar, em 1994, a alta inflação, as taxas de juros caíssem para patamares próximas das economias desenvolvidas mais o risco Brasil. Tal fato não ocorreu. Mesmo com a forte redução recente da taxa de juros reais em contexto de aguda e prolongada recessão e elevado nível de desemprego, o Brasil ainda tem uma das maiores taxas de juros reais do mundo: em outubro de 2018 a taxa de juros ex-ante (descontada a inflação projetada para os próximos 12 meses) estava em 3,71% a.a., sendo a sexta maior do mundo, bem acima da média geral de 0,56% a.a.¹

Vários são os motivos que têm sido apontados como fatores explicativos, como existência de canais de política monetária “entupidos” em função da existência de indexação financeira, crédito direcionado, preços monitorados, etc., e outros fatores, como incerteza jurisdicional, fragilidade financeira do setor público, efeito contágio da dívida pública, dúvida sobre a sustentabilidade da dívida pública, etc. Alguns desses fatores têm pouca plausibilidade e lhes falta evidência empírica, mas é bem provável que taxas de juros elevadas no Brasil sejam resultado de um conjunto amplo de fatores, como já havia sido assinalado em um trabalho pioneiro sobre o tema (Bresser-Pereira e Nakano, 2002).

Neste trabalho, retomamos e desenvolvemos a *hipótese da existência de uma convenção pró-conservadorismo na política monetária no Brasil*, formulada por alguns autores, como Bresser-Pereira e Nakano (2002), Erber (2011) e, mais recentemente, por Lara Resende (2017), acrescentando duas sub-hipóteses: (i) formação de uma coalizão de interesses formada por capitalistas rentistas, que recebem juros, dividendos e aluguéis, e profissionais financeiros que são remunerados por salários, bônus, e comissões; (ii) existência de um efeito contágio da dívida pública “de mão dupla” entre mercado de

¹ Conforme dados compilados de <http://infinityasset.com.br/blog/wp-content/uploads/2018/10/rankingdejurosreais301018.pdf> Cabe destacar que nas últimas décadas Brasil tem estado entre as três maiores taxas de juros reais do mundo. Acrescente-se que a tendência das expectativas do mercado (Focus) é de elevação da taxa de juros em 2019/2021.

reservas bancárias e mercado de títulos públicos, em que tanto o conservadorismo do Banco Central na condução da política monetária, quanto as dificuldades de emissão de títulos públicos pelo Tesouro Nacional, podem afetar a remuneração (e condições) das operações financeiras no mercado de reservas, e de títulos.

Em relação ao item “i” acima, nossa hipótese específica é que a prevalência de altas taxas de juros reais no Brasil, por décadas, foi ao mesmo tempo causa e consequência da formação de uma coalizão financeiro-rentista interessada na “financeirização pelos ganhos de juros”. Esta coalizão, acrescenta Erber (2011), não é benéfica somente para os rentistas, mas também ao próprio Banco Central do Brasil (BCB), que tira proveito da reputação de ser um banco central conservador, focado unicamente no controle da inflação.

Para tal propósito, o artigo está dividido em 4 seções, além desta introdução. A seção 2 analisa algumas interpretações sobre as elevadas taxas de juros no Brasil. Já a seção 3 desenvolve a hipótese da convenção pró-conservadorismo na política monetária no Brasil, tomando como ponto de partida a concepção de Keynes de *que a taxa de juros é um fenômeno essencialmente convencional*. A seção 4, por sua vez, avalia a natureza e especificidades da financeirização no Brasil e seus efeitos redistributivos em termos de renda e riqueza, enquanto que a seção 5 analisa os canais através dos quais a coalizão de interesses financistas-rentistas pode afetar a taxa de juros no Brasil. Desenvolve-se a hipótese da convenção pró-conservadorismo da política monetária e, por fim, conclui o artigo com algumas proposições de política.

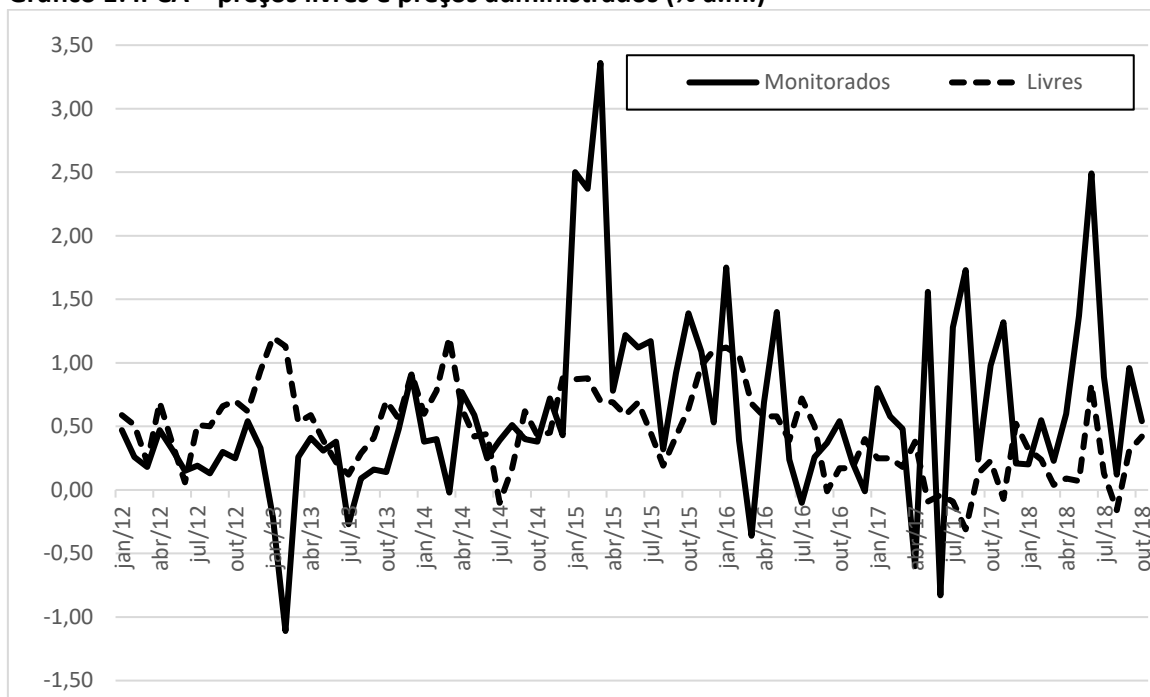
2 Algumas interpretações para as elevadas taxas de juros no Brasil

Entre as interpretações sobre as elevadas taxas de juros no Brasil, mencionamos algumas que entendemos subsidiárias, mas que merecem atenção.

Um conjunto de trabalhos explica as elevadas taxas de juros devido à existência de canais “entupidos” de transmissão da política monetária no Brasil que obrigariam a autoridade monetária a elevar a taxa de juros numa magnitude maior do que seria necessária (para ter efeito sobre a demanda agregada). Um primeiro fator que contribuiria para o mau funcionamento dos canais de transmissão no Brasil seria a participação elevada dos preços administrados na composição do IPCA², que seriam insensíveis às condições de mercado (Modenesi e Modenesi, 2012). Isso porque são regulados por contrato ou por órgão público, seja ele governo federal, estadual ou municipal. De acordo com dados do IBGE, em agosto de 2018, o IPCA era composto por 26,2% de preços administrados e 73,8% de preços livres.

² Preços administrados são compostos, entre outros, dos preços de transporte (inclui petróleo e derivados do petróleo), comunicação (tarifas de telefonia, por exemplo) e planos de saúde. Os preços administrados se referem aos valores insensíveis às condições de mercado (oferta e demanda). Isso porque são regulados por contrato ou por órgão público, seja ele governo federal, estadual ou municipal. Destaque-se que no caso dos preços livres, esses são, em grande parte, determinados em mercados oligopolizados, cujas grandes empresas de serviços praticam formação de preços via *mark up* sobre os custos de produção, sendo pouco ou nada sensíveis ao controle da demanda agregada por aumentos das taxas de juros do Banco Central. Segundo a revista Auto Esporte, o preço do carro zero no Brasil aumentou 55,9% entre 2015 e 2018, apesar de toda retração na produção e nas vendas provocada pelas recessões de 2015 e 2016, e do baixo crescimento econômico de 2017 e 2018.

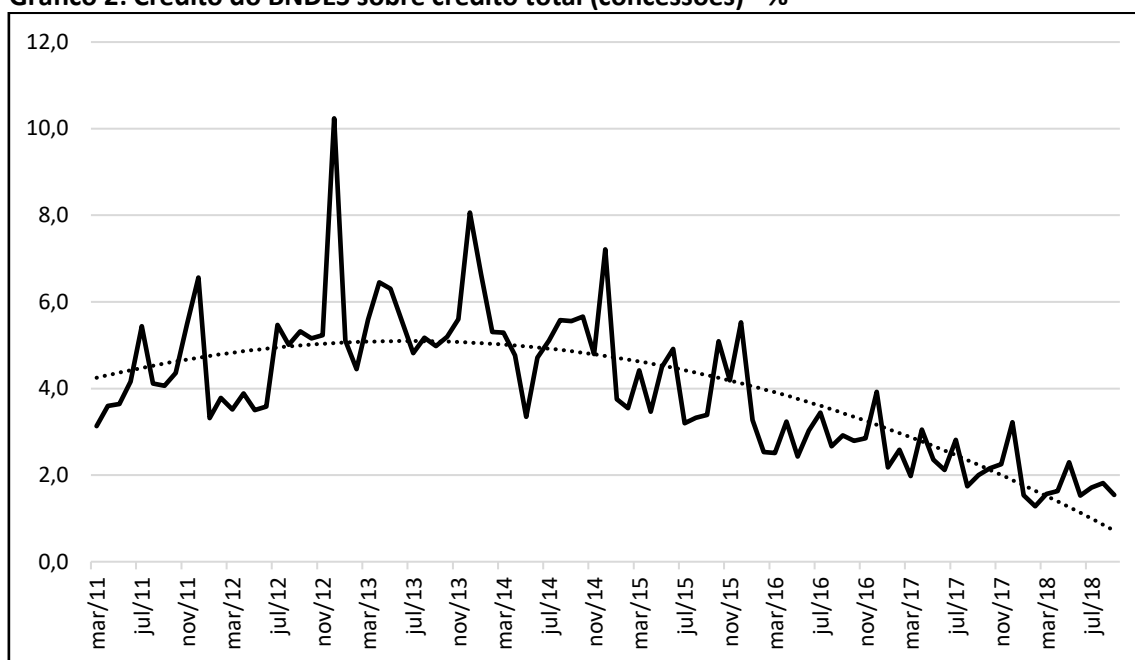
Gráfico 1: IPCA – preços livres e preços administrados (% a.m.)



Fonte: Banco Central do Brasil (2018).

Um segundo fator que contribuiria para o mau funcionamento dos canais de transmissão no Brasil seria o peso dos empréstimos do BNDES sobre o total do crédito, já que tais operações são categorizadas como crédito direcionado, uma parte do crédito sobre o qual a política monetária não afeta (Daniel, 2015). Este fator tem gerado controvérsia. Parece haver uma confusão conceitual quanto à avaliação dos impactos do crédito direcionado sobre a transmissão da política monetária: em geral se menciona que o BNDES teria cerca de 20% do total de crédito, mas esse valor se refere ao volume de crédito. Para efeito de aferir a potência da política monetária, contudo, deve-se considerar as concessões de crédito, e, neste caso, a participação dos empréstimos do BNDES foi de apenas 5,1% do total de crédito em média em 2011/2014, período de auge do boom de crédito deste banco, e caindo para 2,8% do total no período 2015/2018 (até setembro), como poder ser visto no Gráfico 2.

Gráfico 2: Crédito do BNDES sobre crédito total (concessões) - %

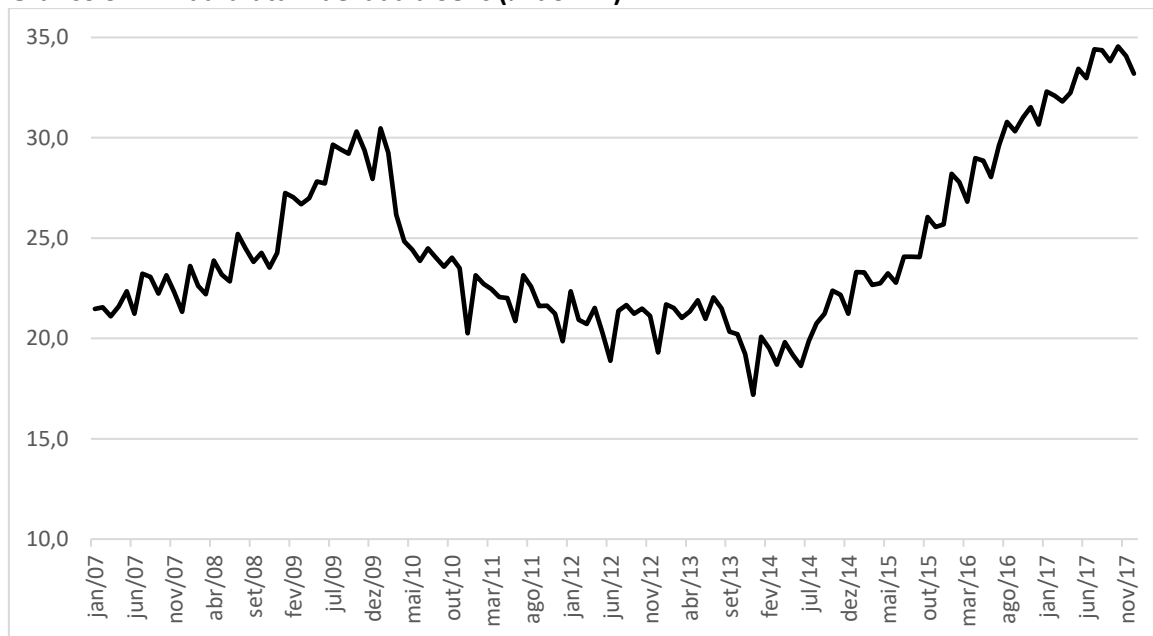


Fonte: Elaboração dos autores com base em dados do BCB

Um terceiro fator que contribuiria para o mau funcionamento dos canais de transmissão da política monetária no Brasil seria a manutenção de um processo ainda amplo de indexação financeira no país. O fato de parte riqueza financeira estar indexada à taxa Selic gera um efeito riqueza “invertido” (Pastore, 1996). O efeito riqueza em condições normais (em que os títulos de dívida são predominantemente pré-fixados) opera da seguinte forma: um aumento na taxa do Banco Central gera um efeito riqueza negativo nos agentes, devido à queda no valor dos ativos financeiro prefixados, considerando que $P = A/r$, onde P é o preço de mercado do ativo, A é o valor do cupom e r é a taxa de juros de mercado. Assim, para um dado A , quando r sobe, P necessariamente se reduz. A perda na riqueza financeira ocasiona uma diminuição nos gastos dos agentes. Contudo no Brasil este efeito é parcialmente anulado em função da existência da indexação de parte da riqueza financeira: neste caso a elevação na taxa de juros gera um efeito riqueza positivo que pode transladar em um aumento na demanda agregada, anulando parcialmente o efeito anterior. O Gráfico 3 mostra os dados relativos a dívida bruta indexada à Selic

(inclui operações compromissadas³, LFTs em poder do público e exclui a dívida das empresas estatais) em relação ao PIB: a média no período de 2007/2017 foi 24,5%!

Gráfico 3: Dívida bruta indexada à Selic (% do PIB)



Fonte: Paula e Marconi (2018) com base em dados do Tesouro Nacional

Algumas outras interpretações são relativas à questão da dívida pública, estando algumas delas relacionadas à indexação financeira. Oreiro e Paula (2011) sustentam que a existência de uma parte significativa da dívida pública é indexada à taxa Selic, o que torna o Tesouro Nacional refém do mercado financeiro para fazer a emissão e rolagem da dívida pública. Esta interpretação se conecta com a hipótese do “efeito-contágio da dívida pública” formulada inicialmente por Barbosa (2006): como a taxa Selic remunera tanto parte das operações compromissadas do BCB para fazer o ajuste fino da liquidez no mercado de reservas bancárias, quanto parte da dívida pública pós-fixada (as LFTs), ela

³ Operações compromissadas são operações de venda (ou compra) de títulos públicos ou privados com compromisso de recompra (ou revenda) dos mesmos títulos em uma data futura. Elas são utilizadas pelo BCB para controlar a liquidez da economia como um todo, de tal modo que a taxa Selic tenda para a meta Selic fixada por ele. Tais operações são de curtíssimo prazo e remuneradas com base na meta do BCB para a taxa Selic.

cumprir duas funções: ela é a taxa de juros que regula os empréstimos no mercado interbancário e ao mesmo tempo é a taxa pela qual o Tesouro rola uma parte significativa da dívida pública. Como a mesma taxa de juros precisa desempenhar duas funções, segue-se que a função de instrumento de política monetária acaba sendo contaminada pela função de rolagem da dívida pública federal, uma vez que o BCB não tem como fixar um valor da Selic para as operações no mercado interbancário e outro valor da Selic para as operações de rolagem da dívida pública. Não é possível ao BCB estabelecer um único valor da taxa de juros que seja compatível, simultaneamente, com essas duas funções. Nesse contexto, a fragilidade ainda remanescente das contas públicas brasileiras acaba por fazer com que a taxa de juros requerida pelo mercado para a rolagem da dívida pública seja "excessivamente alta", sendo transmitida, por arbitragem, para as operações normais de política monetária⁴.

Segura-Ubiergo (2012), por sua vez, sustenta que a baixa taxa de poupança no Brasil eleva a taxa de juros estabelecida pelo BCB. Ela resulta de transferências previdenciárias altas e não suficientemente financiadas, do elevado consumo do governo, e da própria alta remuneração da dívida pública⁵. Por outro lado, argumenta-se que a história de defaults soberanos e a dúvida sobre sustentabilidade da dívida pública obrigariam o país a pagar um *alto prêmio de risco*, resultando, de acordo com a paridade a descoberta,⁶ em elevadas taxas de juros. Ocorre, porém, que, como Bresser-Pereira e Nakano (2002) observaram originalmente, a taxa de juros era então (e continuou a ser) substancialmente maior do que aquela que a paridade descoberta preveria. Além disso, o Brasil não tem história de default da dívida pública; os defaults soberanos não envolveram incapacidade do Estado pagar suas dívidas em sua própria moeda, mas incapacidade do estado-nação, do Brasil, especialmente do seu setor privado, em pagar dívida em moeda estrangeira

⁴ Oreiro e Paula (2011) já assinalavam que o efeito-contágio pode ser dar na direção contrária: o BCB ao definir a taxa de juros no mercado de reservas acaba contaminando o custo do serviço da dívida pública (na parte indexada a Selic). Retornamos a esta questão adiante.

⁵ Está subjacente o argumento de que a queda da poupança do governo deve implicar aumento da poupança de rentistas e do setor privado em geral. Débitos, déficits e dívidas de um agente tem como contrapartida, créditos e superávits de outros agentes.

⁶ Segundo a paridade a descoberta da taxa de juros, a taxa de juros doméstica é igual a taxa de juros internacional (r^*) mais o prêmio de risco país (RP).

devido à suspensão pelos credores internacionais da rolagem dessa dívida. Por outro lado, Reis (2016) mostra que outros países com razão poupança sobre PIB similar à do Brasil, como Colômbia e Filipinas, têm taxas de juros bem mais baixas que a brasileira. Em relação ao risco-país, a Tabela 1, por sua vez, mostra que, em 2020-2014, países com níveis similares de risco-país (EMBI+) apresentavam uma taxa de juros reais bem mais baixa que o Brasil.

Garcia e Didier (2003) identificam alguns componentes importantes para determinação do risco Brasil, dentre eles os resultados esperados das contas fiscais e do saldo em transações correntes do balanço de pagamentos, as condições do mercado financeiro doméstico e as condições do mercado financeiro internacional. A questão central, contudo, é saber quais fatores são determinantes, se os exógenos ou endógenos. Barbosa et al (2016), por exemplo, mostram, de um lado, que a taxa básica de juros continuava superior ao risco Brasil, e, de outro, que as flutuações da taxa de juros norte-americana influenciam a taxa de juros no Brasil.

Tabela 1: 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)		

3 Convenção pró-conservadorismo na política monetária

Convenção é uma crença ou regra de formação de expectativas que é partilhada por um grande número de indivíduos, ou como um acordo entre participantes que decidem em prol de uma estratégia comum. Na sua *Teoria Geral* (1936), Keynes sugere dois conceitos de convenção ou de regra comportamental dos agentes: (i) assumir que o estado existente de negócios se manterá indefinidamente (projeção da presente situação); (ii) propensão de seguir a maioria ou média de opinião (o curso mais seguro de ação pode ser seguir os outros). Mais do que isto, elas são instituições, o que leva Favereau (2002, p.511-520) a acrescentar uma dimensão normativa às convenções, que, assim, “são dotadas de força normativa obrigatória”.

Keynes (1936) sustentou que *a taxa de juros é um fenômeno predominantemente convencional*, ao invés de ser um fenômeno essencialmente psicológico, pois “its actual value is largely governed by the prevailing view as to what its value is expected to be. Any level of interest which is accepted with sufficient conviction as *likely* to be durable will be durable (Idem, p. 203, itálicos no original). Ele entendia que para ser eficaz a política monetária deve dar sinais claros aos agentes: “a monetary policy which strikes public opinion as being experimental in character or easily liable to change may fail in its objective of greatly reducing the long-term rate of interest (...) The same policy, on the other hand, may prove easily successful if it appeals to public opinion as being reasonable and practicable and promoted by an authority unlikely to be superseded” (Idem, p. 203). Assim, as expectativas sobre o comportamento futuro da política monetária dependem do que Keynes chamou de “taxa segura de juros”, isto é, o valor da taxa de juros que o público acredita que prevalecerá no longo prazo, ou seja, depende de uma convenção social.

A *convenção pró-conservadorismo* na condução da política monetária é uma hipótese originalmente sustentada 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*”, para o qual 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”, ou seja, há uma coalizão de interesses da classe de rentistas-financistas para a manutenção da taxa de juros elevadas no Brasil.

Posteriormente, Erber (2011) sugeriu que a excessiva rigidez da política monetária deveria ser explicada pelo viés da economia política, no qual a taxa de juros no Brasil não seria um problema de natureza exclusivamente macroeconômica, mas sim resultado da formação de *uma coalizão de interesses formada em torno da manutenção de taxa de juros em níveis elevados*, coalizão essa que seria benéfica inclusive para a reputação de um banco central de perfil conservador (ver, também, Modenesi e Modenesi, 2012). Neste sentido, cria-se uma convenção ou norma compartilhada tanto pelo mercado financeiro quanto pelo Banco Central. Segundo Erber (2011, p. 43),

existe uma ampla e poderosa constelação de interesses, estruturada ao longo do tempo em torno à combinatória altos juros-câmbio valorizado, que estabeleceu uma convenção que estes elementos são essenciais para o desenvolvimento do país [...] Esta coalizão de interesses tem poderosos instrumentos para consolidar e difundir sua convenção de desenvolvimento. O mais explícito está nas mãos do sistema financeiro [...]. O Banco Central é um membro necessário desta coalizão [...]. Para o estabelecimento da coalizão e da convenção que lhe serve de representação social, basta que o Banco Central e os membros privados derivem benefícios conjuntos da mesma política – no caso, o prestígio de cumprir as metas e os lucros derivados dos altos juros e do câmbio valorizado.

Assim, a manutenção de uma taxa de juros reais elevadas por décadas no Brasil, no contexto da existência e manutenção de um circuito de “overnight” no país, fez com que se criasse uma convenção sobre uma “taxa segura de juros”, formando-se, assim, a crença ou convicção de continuidade de taxas elevadas. Tal “círculo vicioso” contribuiu sobremaneira para o desenvolvimento de um processo de financeirização da economia brasileira “pelos ganhos de juros”, característica central do capitalismo financeiro-rentista que predomina no país.

Recentemente, Lara Resende (2017, p.126-127) sustentou 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 taxa 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. 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?⁷

⁷ A análise de Lara Resende tem como inspiração a seguinte passagem de Keynes (1936, p. 323): “Um aumento na taxa de juros (...) faz parte do remédio que cura a doença matando o paciente”.

4 Financeirização no Brasil: especificidades e efeitos redistributivos

O desenvolvimento de um capitalismo dirigido pelas finanças (“*finance-led capitalism*”) tem como característica central a “financeirização” – que significa, na conhecida definição de Epstein (2005, p.3), “the increasing role of financial motives, financial markets, financial actors and financial institutions in the operation of the domestic and international economies”. O Brasil, medido por vários indicadores, é tido como uma economia altamente financeirizada, mas com características específicas como veremos abaixo (ver também Bruno et al, 2014).

Estudos internacionais mostram que a financeirização reduz, significativamente, a autonomia dos Estados nacionais seja para formularem as políticas econômicas autônomas independentemente das condições internacionais, 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 (Becker et al, 2010).

Bresser-Pereira (2018), por sua vez, mostra que desde o final dos anos 1980 vem sendo criada um novo tipo de organização social que denomina de “capitalismo financeiro-rentista”, “uma sociedade em que os capitalistas são predominantemente rentistas, enquanto os altos tecnoburocratas são ou os mais altos executivos das companhias, ou os financistas” (Idem, p.27). Em tal organização social os rentistas, em sua maioria herdeiros, substituíram os empresários na propriedade das grandes firmas, deixaram a administração das grandes empresas a cargo dos altos executivos profissionais ou tecnoburocratas, e contrataram outra categoria de profissionais, a dos financistas, originados da alta classe média e formados nos principais mestrados em administração de empresas para gerir sua riqueza, ou com doutorado em economia no exterior, que, adicionalmente, usam o liberalismo econômico radical lá aprendido e reduzido a um sistema de fórmulas matemáticas para se os tornarem intelectuais orgânicos dessa coalizão de classes.

Singer (2012, 2015), por sua vez, sustenta que ao longo dos governos do PT no Brasil se estruturaram duas coalizões de classe contrapostas, uma *rentista* que unifica o capital financeiro e a classe média tradicional, que seria mais alinhada ao receituário neoliberal;

e outra *produtivista*, composta de empresários industriais associados à fração organizada da classe trabalhadora. O governo Lula da Silva (2003-2010) logrou alguma arbitragem entre ambas. Durante o primeiro governo Dilma, porém, o excesso de intervencionismo gerou desconfiança nos empresários industriais e na alta classe média rentista (cujas rendas derivam em parte de suas aplicações financeiras), que se afastaram do governo a partir do segundo semestre de 2013. Bresser-Pereira (2016) acrescenta outro fator de natureza econômica para o colapso dessa tentativa de coalizão. Citando dados de Rocca (2014), ele sustenta que houve no primeiro governo Dilma (2011-2014) uma forte queda da taxa de lucro das empresas industriais, em grande parte causada pela forte apreciação do real no governo Lula e o consequente vazamento do mercado interno para as importações ocorrido em seguida. Na Tabela 2 vemos a queda da taxa de retorno das empresas entre 2010 e 2014, enquanto a taxa de juros básica permanecia altíssima.

Tabela 2: Retorno sobre investimento e Selic/Over – 2010-2014 (%)

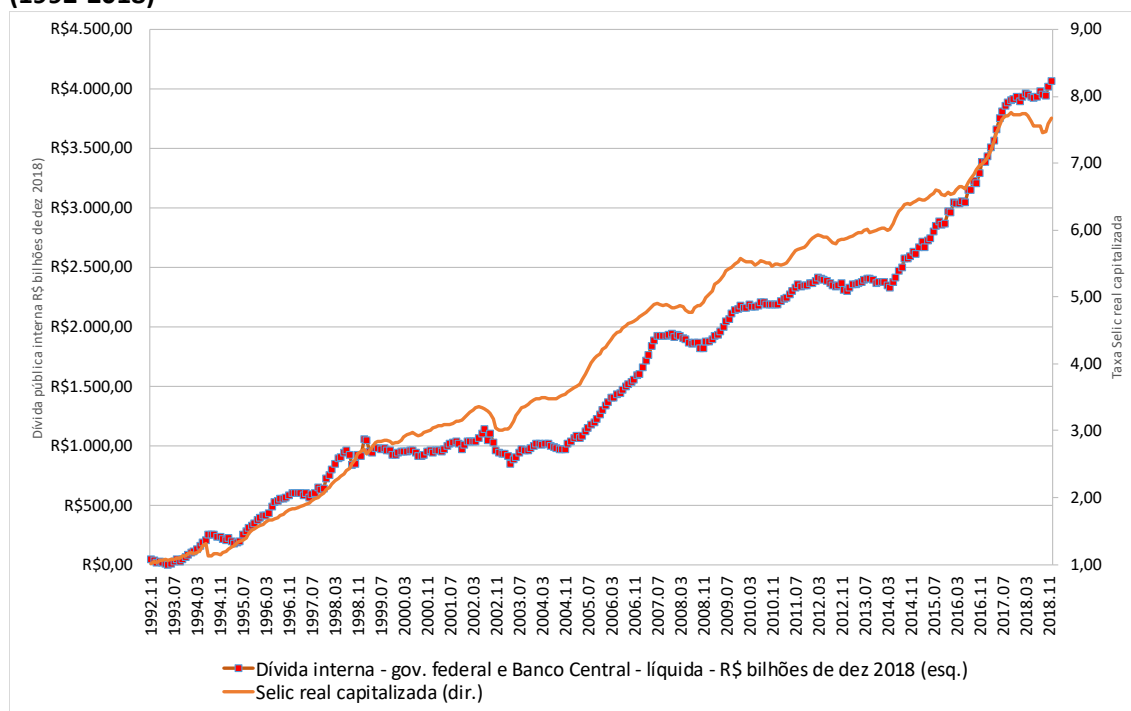
	Retorno	Selic/Over
2010	16,5	9,8
2011	12,6	11,7
2012	7,2	8,5
2013	7,0	8,2
2014	4,3	10,9

Fonte: Rocca (201) e Oreiro e d'Agostini (2017). Taxas medias.

No Brasil, no quadro de um regime de política econômica basicamente liberal desde a abertura comercial de 1990 e a abertura financeira de 1992, a financeirização, conforme Paula e Bruno (2017), ocorreu pelos ganhos com juros que substituiu o regime monetário anterior, caracterizado pela “financeirização pelos ganhos inflacionários”. Ambos processos foram estimulados pela liberalização financeira, tanto em relação à entrada quanto à saída de capitais, e pela natureza especulativa dos fluxos de capitais efetuados tanto por residentes quanto por não-residentes. O Gráfico 4 mostra como a evolução da dívida interna líquida (do governo central e do BCB) acompanha o fator acumulado da

taxa Selic real, o que parece evidenciar que a taxa Selic real capitalizada expande endogenamente a dívida pública interna no período 1990/2018.⁸

Gráfico 4: A taxa Selic real capitalizada expande endogenamente a dívida pública interna (1992-2018)



Fonte: Cálculos dos autores com base nos dados do Banco Central do Brasil. Observação: A taxa Selic real capitalizada é obtida pelo fator acumulado da taxa Selic real, utilizando o IGP-DI, base: dez 2018 = 100, como deflator. A fórmula utilizada para encontrar o fator mensal da Selic real = $\frac{(1+selic\ nominal)}{(1+p)}$. Depois, basta acumular esses fatores mensais ao longo dos anos da série.,

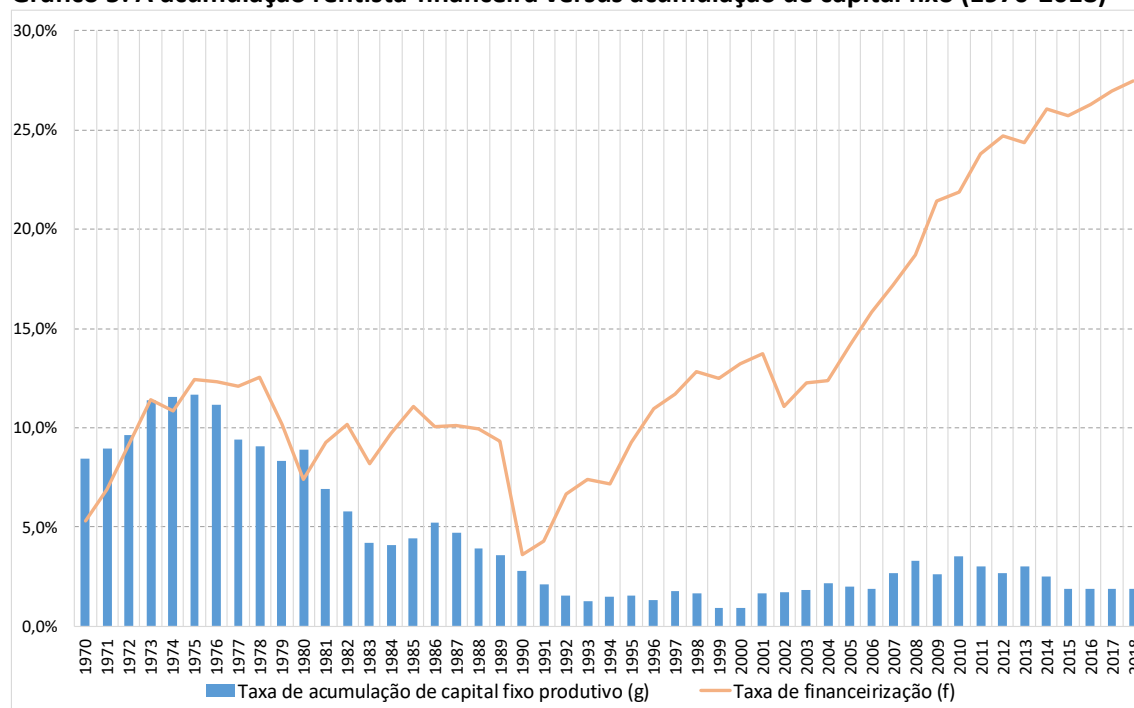
O "regime de financeirização pelos ganhos com juros", dominante no Brasil, difere de "regime de financeirização por ganhos com dividendos", que tem sido uma das principais características da financeirização nas economias desenvolvidas, devido ao fato que as taxas de juros, no contexto de existência de um circuito de "overnight" na economia brasileira têm sido mantidas em níveis muito altos desde a implementação do Plano Real em 1994.

O Gráfico 5 mostra o comportamento do índice de financeirização (calculado com base na relação entre estoque total de ativos financeiros não-monetários sobre o estoque total de capital fixo da economia) e da taxa de acumulação de capital fixo produtivo no período

⁸ Ver, ainda, o Anexo 1.

1970/2015. O índice de financeirização de 1,06 em 1970/1980 não permite sustentar a existência de um processo de financeirização no Brasil nesse período (Tabela 3). Para cada real alocado em atividades diretamente produtivas havia 1,06 real aplicado em ativos financeiros. Já no período 1981/1994, que denominamos como regime de “financeirização pelos ganhos inflacionários”, o índice foi em média 2,04, expressando no plano macroeconômico que para cada real investido em atividades produtivas há 2,04 reais aplicados em ativos financeiros. Já no período 1995/2018, que denominamos de “financeirização pelos ganhos de juros” o índice alcançou um patamar médio bem elevado de 8,63 (para cada real aplicado em atividades produtivas há 8,63 reais alocados em ativos financeiros). Cabe destacar neste período, algo que já aparecia em 1981/1994 mas que se acentua em 1995/2016: um forte e crescente descolamento entre acumulação rentista-financeira e a taxa de acumulação de capital fixo produtivo.

Gráfico 5: A acumulação rentista-financeira versus acumulação de capital fixo (1970-2018)



Fonte: Elaboração própria dos autores. Nota: a taxa de acumulação foi calculada a partir dos dados para estoque de capital fixo de Morandi (2015). Para a taxa de financeirização, foram utilizados os dados do estoque total de ativos financeiros não-monetários disponibilizados pelo Banco Central do Brasil, deflacionados pelo IGP-DI.

Tabela 3: Índice de financeirização em três períodos da evolução da economia brasileira

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

Fonte: Cálculo dos autores.

No contexto do “regime de financeirização por ganhos de juros”, o governo brasileiro buscou até 2016, conciliar os interesses da acumulação rentista com políticas sociais redistributivas, favorecendo segmentos sociais cuja renda é oriunda da receita de juros e outros ganhos financeiros (Paula e Bruno, 2017). Kaltenbrunner e Paineira (2018) sustentam que uma das características da financeirização no Brasil é o que eles denominam de “integração financeira subordinada”, processo que conecta a financeirização com fluxos de capitais internacionais. A subordinação molda as relações dos agentes com os mercados financeiros através do desenvolvimento de operações de *carry-trade* que exploram o diferencial das taxas de juros, derivado das taxas de juros domésticas muito altas no Brasil em comparação com as economias desenvolvidas (por exemplo, as taxas de juros dos fundos federais dos EUA). A conexão com a financeirização da economia brasileira se dá pela política de acumulação de reservas internacionais e pelo intenso uso das operações compromissadas do Banco Central para efetuar a calibragem da liquidez no mercado de reservas bancárias.⁹ Como assinala Pellegrini (2017), o problema não é o uso em si das compromissadas nas operações de

⁹ Outro aspecto a ser destacado é que a acumulação de reservas cambiais é realizada em boa medida via investimentos em carteira (capitais especulativos e de curto prazo) cujos fluxos de entradas são atraídos pelas elevadas taxas de juros reais no Brasil e pela tendência à sobrepreciação cíclica da taxa de câmbio, estimulada em última instância pela política de crescimento com poupança externa (e sua contraface, déficit em conta corrente) e da política de âncora cambial para controlar a inflação. Esses fatores contribuem para manter uma taxa de juros mais elevada do que justificada pelo risco-país. De fato, a apreciação cambial resultante é conveniente às remessas de lucros, juros e dividendos ao exterior, quando da conversão desses ganhos em reais para dólares. Em outros termos, um regime de câmbio flutuante com viés de apreciação real reproduz, e consolida no plano institucional, a integração financeira internacional subordinada da economia brasileira, já que ao se atrair capitais externos em abundância há necessidade de esterilizar tais recursos por parte do BCB, levando a forte aumento das compromissadas que, por sua vez, como já assinalado, estimula a financeirização pelos ganhos de juros no Brasil.

open market pelo Banco Central, mas sim o *volume* de suas operações no Brasil. O forte crescimento das compromissadas no período 2006/2010 se deve principalmente à acumulação das reservas internacionais, que obrigou o Bacen a esterilizar os fluxos de divisas acumuladas, para evitar uma oscilação maior na taxa de juros no mercado interbancário.

Cabe destacar alguns efeitos perversos deste processo 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 aplicação financeiras de curto prazo que competem com aplicações em ativos de capital, ao aumentar o prêmio de liquidez (Gráfico 5). Neste sentido, segundo Carvalho (2005, p. 332), “o foco nas taxas de juros de curto prazo pode se dever simplesmente ao alto rendimento que as aplicações financeiras oferecem em comparação com a rentabilidade esperada de investimentos produtivos, que tornam a escolha entre uma aplicação de curto prazo e o investimento relevante, já que a aplicação pode render em poucos períodos o que o investimento real levaria muito mais tempo para oferecer, mesmo que os riscos muito maiores, de todos os tipos, que cercam a aquisição de bens de capital fossem desprezados.” Conseqüentemente a financeirização leva à expansão e maior importância do setor financeiro (e dos motivos financeiros no portfólio dos agentes) em detrimento da economia real, transferindo renda do setor real ao financeiro, podendo ainda conduzir à estagnação e mesmo declínio da atividade produtiva e ao aumento da frequência de crises sistêmicas.

Por outro lado, a financeirização pelos ganhos com juros aumenta a concentração pessoal de renda. Tal processo tem claros efeitos concentradores nos segmentos de alta renda, considerando que os rendimentos financeiros, dividendos, receitas de aluguéis, e heranças e doações representam quase 40% da renda do país (Menezes Filho, 2017). Estudos recentes (ver, entre outros, Souza e Medeiros, 2017; Morgan, 2017), utilizando dados do Imposto de Renda da Pessoa Física (IRPF), permitiram um novo olhar sobre o topo da distribuição de renda no Brasil, mostrando evidências de persistência da concentração de renda no topo. Souza e Medeiros (2017) mostram que tanto os 10% mais ricos quanto os 1% mais ricos no Brasil mantiveram uma participação na renda total apropriada, de cerca de 50% e 22-24% entre 2006/2014, respectivamente, sendo esta última bem acima de 5%

a 15% da renda total de 24 de 29 países avaliados em 2014¹⁰. Já Morgan (2017) mostra evidências que a participação na renda dos 10% no topo registrou pequena redução de 54,7% para 53,4% em relação aos rendimentos pré-impostos entre 2001 e 2015, enquanto que a participação dos 50% da base de distribuição subiu de 10,6% para 12,5% e os 40% intermediários tiveram sua participação reduzida de 34,7% para 34,1%. O autor conclui que no Brasil “o crescimento da renda (...) foi desigual, com aumento dos ganhos na faixa inferior de distribuição às custas da parte superior, porém sem afetar os grupos da mais alta elite” (Morgan, 2017, p. 254). Assim, os dados mostram que frações da renda recebidas pelos estratos mais ricos permaneceram basicamente estáveis no período recente no Brasil.

¹⁰ Apenas África do Sul, Argentina, Brasil, Colômbia e EUA ultrapassaram o patamar da apropriação de 20% da renda total por parte dos 1% mais ricos.

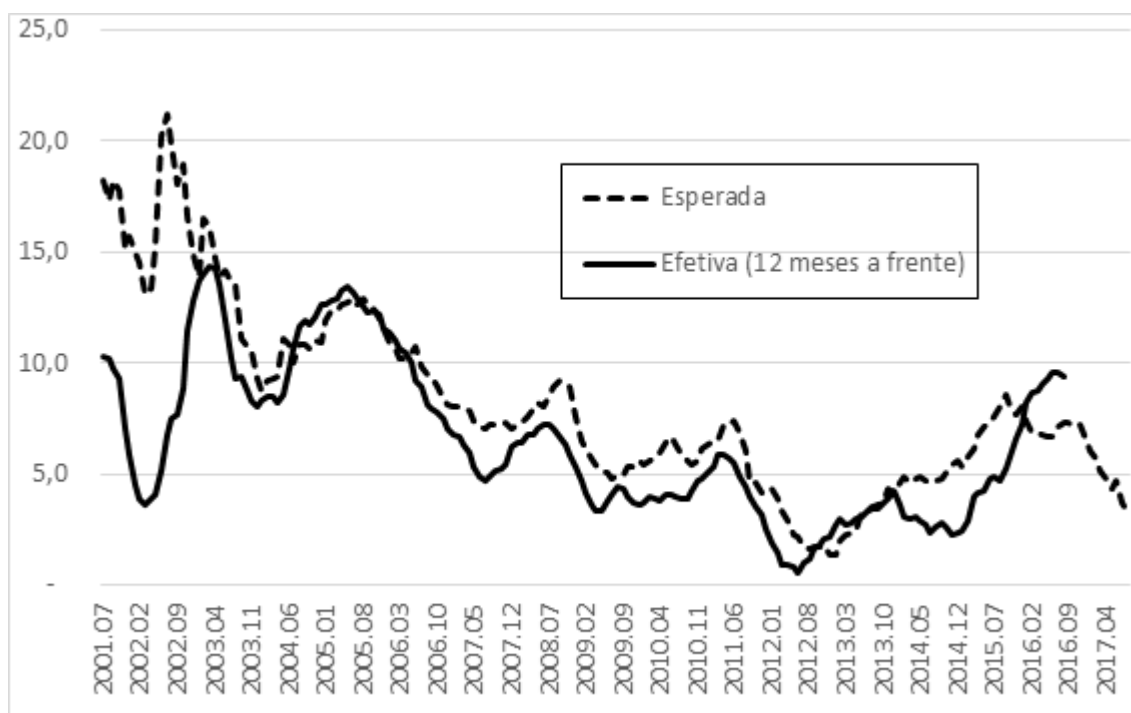
5 Política monetária, financeirização e coalizão de interesses rentistas

A financeirização crescente da economia brasileira está associada, como vimos, à alta taxa de juros. Identificamos dois canais através dos quais a coalizão de interesses financeiro-rentista pode afetar a taxa de juros no Brasil.

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 taxa de juros. Neste particular, há uma tendência do mercado enviar suas expectativas para cima em relação a taxa de juros e a taxa de inflação, de modo a pressionar o BCB a sancionar suas expectativas. Esta tese tem sido sustentada por alguns autores. Oreiro e Passos (2015, p. 163) sustentam que “o sistema financeiro brasileiro pode influenciar a decisão do Banco Central a respeito da fixação da taxa de juros, pois, se os bancos entrarem em acordo entre si, eles podem ‘forçar’ um aumento da taxa de juros por intermédio de uma “revisão para cima” de suas expectativas de inflação.” O Gráfico 6 compara as expectativas da taxa Selic com a taxa efetiva (12 meses à frente) e mostra que: (i) a taxa esperada é um bom indicador da direção da taxa efetiva, o que pode ser entendido como um bom preditor da taxa de juros a ser estabelecida pelo BCB; (ii) contudo, de modo geral, a taxa esperada é maior que a taxa efetiva, o que parece sugerir que o mercado tende a jogar para cima suas expectativas para a taxa de juros no Relatório Focus, de modo que o BCB sancione tais expectativas¹¹.

¹¹ 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%.

Gráfico 6: Expectativas da taxa Selic (Focus) e SELIC efetiva



Fonte: Barbosa (2017), a partir de dados do BCB, IPEADATA e BM&Bovespa.

O segundo canal 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 que faz com que este se torne refém do mercado financeiro para fazer a emissão e rolagem da dívida pública, sobretudo em momentos de estresse financeiro e instabilidade macroeconômica. Como já visto, o Gráfico 4 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 ao próprio efeitos dos juros sobre a dívida¹². Com dívida pública elevada e uma estrutura de dívida pouco saudável (prazos ainda curtos e parte indexada à Selic), o mercado consegue colocar pressão no Tesouro para vender os títulos em condições favoráveis a ele, inclusive no que se refere

¹² Segundo Magalhães e Costa (2017, p.11), “a contaminação da dívida pública pela política monetária cria um mecanismo endógeno de elevação do estoque da dívida pública, que não decorre do crescimento da despesa primária ou do investimento público federal e sim do próprio serviço de juros”.

à remuneração dos títulos. Um corolário negativo deste processo é a existência de uma curva de rendimentos aplainada e relativamente curta no Brasil, com pouca diferenciação entre taxas curtas e taxas longas.

A Tabela 3 mostra, a partir de 2006, a predominância de títulos públicos indexados à Selic e IPCA, e prefixados. Em períodos de maior estabilidade macroeconômica, como 2004/2014, cresce a participação dos títulos prefixados (LTN e NTN-F), enquanto que em momentos de maior estresse aumenta a emissão das LFTs (indexadas a Selic), também conhecido como “papel da crise”; já no período 2011/2015, marcada pela aceleração inflacionária, aumentou a emissão de títulos indexados ao IPCA (NTN-B). Fica claro, portanto, que os detentores da dívida pública federal (fundos de investimento, instituições financeiras, fundos de previdência, etc.¹³) conseguem pressionar o Tesouro Nacional para emitir títulos públicos frequentemente em condições que o favoreçam ao sabor dos acontecimentos econômicos, fornecendo *hedge* para risco de taxa de juros ou risco inflacionário¹⁴. Uma possível implicação deste tipo de “jogo” é que o mercado financeiro consegue arbitrar suas aplicações em títulos com diferentes indexadores conforme sua conveniência, podendo assim pressionar, em alguma medida, o Tesouro Nacional a remunerar os títulos emitidos em condições favoráveis¹⁵. Isto nos remete a nossa hipótese de existência de um “efeito-contágio” de “mão dupla”.

¹³ Em novembro de 2018 os principais detentores da dívida pública mobiliária interna eram os fundos de investimento (26,3%), previdência (24,7%), instituições financeiras (23,1%) e não-residentes (11,7%), conforme dados do Tesouro Nacional.

¹⁴ Evidentemente, o Tesouro Nacional evita pagar um prêmio de risco excessivamente elevado na emissão de seus títulos, preferindo, por exemplo, emitir uma LFT em momentos de estresse do que um título prefixado com juros excessivamente elevados.

¹⁵ Carvalho (2005) sugere que este tipo de comportamento pode resultar da elevada incerteza e instabilidade macroeconômica (numa economia marcada por ciclos de “stop-and-go”), característica da economia brasileira, mesmo após lograr êxito com a estabilização de preços com o Plano Real.

Tabela 3: 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

Fonte: Banco Central do Brasil (2018). (*) Dados referem-se à posição no mês de dezembro, exceto 2018 (outubro)

Barbosa (2006) desenvolveu a ideia da contaminação da política monetária pela dívida pública em decorrência da existência de títulos públicos indexados pela taxa fixada pelo BCB, 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. O Gráfico 7 mostra a evolução das emissões das LFTs e das operações compromissadas, com crescimento bastante alinhado no período 2007/2018¹⁶. Fica claro que os investidores têm a opção de arbitrar suas aplicações em operações de alta liquidez remunerada à taxa Selic, seja no mercado de reservas (compromissadas), seja no mercado de títulos (LFTs). Contudo, o efeito-contágio é uma via de mão dupla (devido à existência

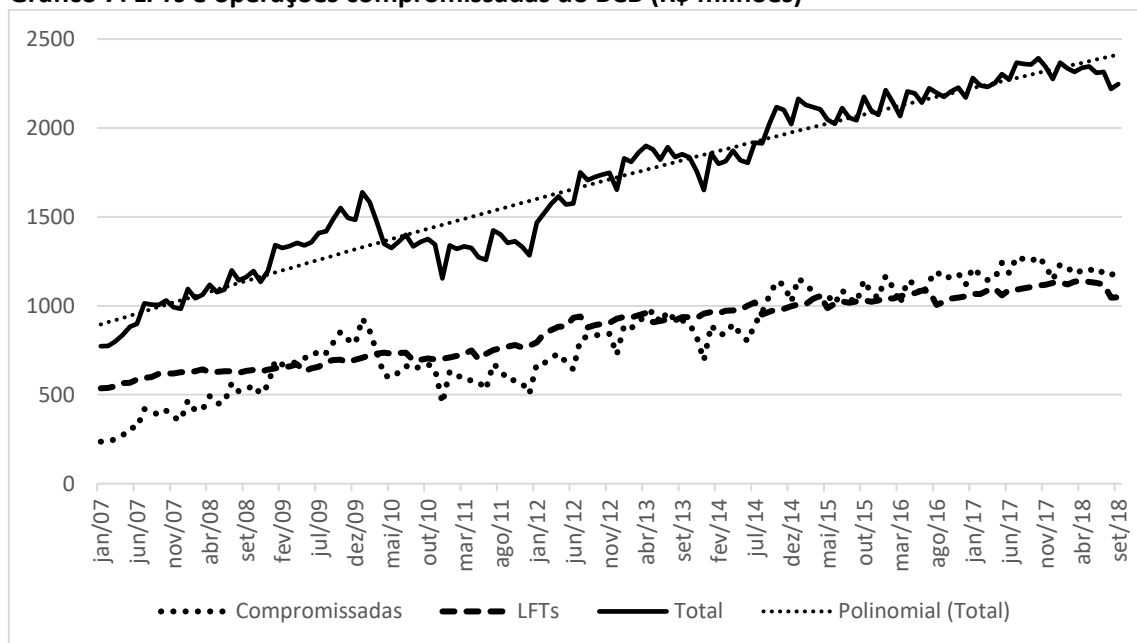
¹⁶ Segundo Magalhães e Costa (2017, p.12), “as operações compromissadas funcionam não só para o controle da liquidez da economia, mas também como alternativa para o encurtamento de prazo das aplicações do mercado financeira em títulos públicos, com remuneração mínima garantida pela taxa Selic. Ou seja, na prática, as operações compromissadas possibilitaram uma alternativa as operações com LFT, com garantia de lucratividade, elevada liquidez e risco mínimo”.

de um efeito-contágio invertido, do mercado interbancário para o mercado de títulos¹⁷), em que o contágio pode tanto vir do mercado de títulos para o mercado de reservas – conforme análise acima devido aos impactos da fragilidade do setor público, pode fazer com que a taxa de juros requerida pelo mercado para a rolagem da dívida pública seja "excessivamente alta"; quanto do mercado de reservas bancárias para o mercado de títulos públicos, em função do comportamento conservador do Banco Central, na condução da política monetária. Esse comportamento ocasiona frequentemente um viés altista na taxa de juros que, por arbitragem, pode acabar contaminando os custos financeiros relativos à emissão e rolagem da dívida pública¹⁸.

¹⁷ Neste caso, uma elevação na taxa Selic pelo BCB afeta a taxa de juros no mercado de reservas bancárias (BCB através de operações compromissadas procura ajustar as condições de liquidez deste mercado de modo a trazer a sua taxa próxima da meta estipulada para a Selic) que, através de arbitragem, afeta o custo financeiro das LFTs, e a elevação em tais custos acaba elevando o risco-país (RP), e, em condições de livre mobilidade de capitais, a taxa de juros dos títulos soberanos brasileiros. Assim, temos que $r_{selic} \rightarrow r_{interb} \rightarrow r_{ft} \rightarrow RP \rightarrow r_{sober}$

¹⁸ Modenesi (2011) apresenta evidências empíricas de que a formação da taxa Selic é pautada em um comportamento pró-conservadorismo, com um comportamento assimétrico do BCB, que eleva a taxa de juros mais fortemente por ocasião de aumento no hiato do produto e/ou hiato inflacionário, e reduz relativamente menos quando tais hiatos diminuem. Modenesi et al (2014), por sua vez, reforça e amplia os resultados alcançados por Modenesi (2011) e também fornece como novidade a evidência de que o BCB reage às taxas de juros externas ao definir sua taxa básica. Deste modo, o BCB tem reduzida autonomia na política: a taxa básica de juros (Selic) é endógena não apenas às condições internas (inflação e hiato do produto), mas também à taxa de juros externa (medida pela Libor).

Gráfico 7: LFTs e operações compromissadas do BCB (R\$ milhões) *



Fonte: BCB (2018). (*) Valores deflacionados pelo IGP-DI de setembro de 2018.

6 Conclusão e algumas proposições de política

Neste trabalho, 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”.

Concluimos que a redução sustentável da taxa de juros reais no Brasil requer um conjunto amplo de políticas, que deve incluir a eliminação gradual da indexação financeira no Brasil¹⁹, através da substituição das operações compromissadas do BCB por depósitos voluntários remunerados e o 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.

Essas medidas envolvem tanto a reconfiguração institucional do padrão de liberalização financeira na economia brasileira, quanto a consolidação de um novo regime monetário-financeiro.

¹⁹ Para uma proposta de desindexação financeira no Brasil, ver Paula e Marconi (2018).

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 significa também resgatar os papéis do Estado nacional no processo de desenvolvimento brasileiro, eclipsados e politicamente esvaziados, pela natureza e lógica da acumulação financeiro-rentista que a financeirização reproduz no plano estrutural e macroeconômico. Em conclusão, redução da taxa de juros no Brasil é um assunto apenas econômico; é um assunto de economia política.

Referências

Balassiano, M. (2019). “BC e setor privado superestimaram sistematicamente a inflação”, <https://blogdoibre.fgv.br/posts/bc-e-setor-privado-superestimaram-sistematicamente-inflacao>

Banco Central do Brasil (2008). Séries Temporais, <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>, acesso em 11/12/2018.

Barbosa, F.H. (2006). “The contagion effect of public debt on monetary policy: the Brazilian experience”. *Brazilian Journal of Political Economy* 26(2):231-238.

Barbosa, F.H., Camêlo, F.D. e João, I.C. (2016). “A taxa de juros natural e a regra de Taylor no Brasil: 2003-2015”. *Revista Brasileira de Economia* 70(4): 399-417.

Barbosa, N. (2017). “Taxa básica real de juro: evolução e perspectivas”. Apresentação no 14o Fórum de Economia da FGV, São Paulo, 12 de setembro de 2017.

Becker, J., Jager, J., Leubolt, B. e Weissenbacher, R. (2010). “Peripheral financialization and vulnerability to crisis: A regulationist perspective”. *Competition and Change* 14(3-4): 225-247.

Boyer, R. e Saillard, Y. (org.). (2002). *Théorie de la Régulation: l'état des saviors*. Paris: La découverte.

Bresser-Pereira, L.C. (2007). *Macroeconomia da Estagnação: Crítica da Ortodoxia Convencional no Brasil pós-1994*. São Paulo: Editora 34.

Bresser-Pereira, Luiz Carlos (2016) *A Construção Política do Brasil*, São Paulo: Editora 34. Terceira edição, 2016.

Bresser-Pereira, L.C. (2018). “Capitalismo financeiro-rentista”. *Estudos Avançados*, 32 (92): 17-29.

Bresser-Pereira, L.C. e Nakano, Y. (2002). “Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade”. *Revista de Economia Política*, 21(2):146-177.

Bruno, M., Diawara, H., Araújo, E., Reis, A.C. e Rubens, M. (2011).”*Finance-Led Growth* Regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas”. *Revista de Economia Política* 31(5): 730-750.

Carvalho, F.C. (2005). “Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil”. *Revista de Economia Política* 25(4): 323-336.

Daniel, A.L. (2015). As políticas de crédito direcionado do BNDES: Calcanhar de Aquiles da política monetária do Banco Central do Brasil. Monografia. São Paulo: INSPER.

Epstein, G., (org.). (2005). *Financialization and the World Economy*. Cheltenham: Edward Elgar.

Erber, F. (2011). “As convenções de desenvolvimento no Brasil: um ensaio de economia política”. *Revista de Economia Política*, 31(1):31-55.

Favereau (2002), O. “Conventions et regulation”. Boyer, R. e Saillard, Y. (org.). *Théorie de la Régulation: l'état des saviors*. Paris: La découverte.

Garcia, M. e Didier, T. (2003). “Taxa de juros, risco cambial e risco-país”. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 33(2): 253-297.

Kaltenbrunner, A. e Paineira, J.P. (2018). “Subordinated financial integration and financialisation in emerging capitalist economies: The Brazilian experience”. *New Political Economy* 23(3): 290-313.

Keynes, J.M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Houndmills: Palgrave MacMillan (edição de 2007).

Lara-Resende, A. (2017). *Juros, Moeda e Ortodoxia*. São Paulo: Portfolio-Pinguim.

Magalhães, L.C. e Costa, C.R. (2017). “Desequilíbrio fiscal, dívida pública e taxa de juros: notas sobre o ajuste inevitável e a despesa ‘ausente’”, mimeo.

Menezes Filho, N. (2017). “A desigualdade caiu no Brasil?”. *Valor Econômico*, 22/09/2017.

Modenesi, A. (2011). “Conservadorismo e rigidez na política monetária: uma estimativa da função de reação do BCB (200-2007)”. *Revista de Economia Política* 31(3): 415-434.

Modenesi, A. e Modenesi, R.L. (2012). “Quinze anos de rigidez monetária no Brasil pós-Plano Real: uma agenda de pesquisa”. *Revista de Economia Política* 32(3): 389-411.

Modenesi, A., Modenesi, R.L., Oreiro, J.L. e Martins, N.M. (2013). “Convention, interest rates and monetary policy: A post-Keynesian-French-conventions-school approach”. *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, 10(1): 76-92.

Modenesi, A., Martins, N.M. e Modenesi, R., (2014). “A modified Taylor rule for the Brazilian economy: convention and conservatism in eleven years of inflation targeting (2000-2010)”. *Journal of Post Keynesian Economics*, 35(3): 463-482.

Morgan, M. (2017). “Desigualdade de renda, crescimento e tributação da elite no Brasil: novas evidências reunindo dados de pesquisas domiciliares e fiscais”. In Afonso, J.R., Lukic, M.R., Orair, R.O., e Silveira, F.G. (org.). *Tributação e Desigualdade*. Belo Horizonte: Letramento.

Oreiro, J.L. e Paula, L.F. (2011). “A escolha de Sofia”. *Valor Econômico*, 24/06/2011.

Oreiro, J.L. e Passos, M. (2005). “A governança da política monetária brasileira: análise e proposta de mudança”. *Indicadores FEE* 33(1): 157-168.

Oreiro, J.L. e L. D'Agostini (2017) "Macroeconomic policy regimes, real exchange rate overvaluation, and performance of the Brazilian economy (2003-2015)". *Journal of Post Keynesian Economics* 40(1): 27-42.

Pastore, A.C. (1996). “Por que a política monetária perde eficácia?” *Revista Brasileira de Economia*, 50(3), p. 281-311.

Paula, L.F. e Bruno, M. (2017). “Financeirização, coalizão de interesses e taxa de juros no Brasil”. *Revista Princípios* 151: 66-71;

Paula, L.F. e Marconi, N. (2018). ”Uma proposta de extinção da indexação financeira na dívida pública no Brasil”. In Prates, D. e Terra, F. (org). *Dossiê V da AKB: O Brasil pós-recessão: das origens da crise às perspectivas e desafios futuros*. Porto Alegre: Associação Keynesiana Brasileira.

Pellegrini J.A. (2017). “As operações compromissadas do Banco Central”. *Estudo Especial* no. 3, Brasília: Instituição Fiscal Independente - IFI.

Reis, T.B. (2016). Why are policy interest rate so high in Brazil? A political economy analysis of the determinants of the Central Bank of Brazil real interest rate. Master’s dissertation. Paris: Université Paris XXX.

Rocca, C.A. (2014) “Ajuste fiscal e a recuperação do investimento”, Centro de Estudos do Instituto IBMEC, São Paulo, 25 de junho de 2014.

Singer, A. (2012). “Raízes sociais e ideológicas do lulismo”, in *Os Sentidos do Lulismo: reforma gradual e pacto conservador*. São Paulo: Companhia das Letras.

Singer, A. (2015). “Cutucando onças com varas curtas: O ensaio desenvolvimentista no primeiro mandato de Dilma Rousseff (2001-2014)”. *Novos Estudos Cebrap*, 102: 39-67.

Souza, P.H.G.F e Medeiros, M. (2017). “A concentração de renda entre os ricos no Brasil, 2006/2014”. In Afonso, J.R., Lukic, M.R., Orair, R.O., e Silveira, F.G. (org.). *Tributação e Desigualdade*. Belo Horizonte: Letramento.

Anexo 1: Relação entre taxa de juros real e dívida pública total – jan/1991 a dez/2018

Para se investigar a relação entre a Selic (real capitalizada para refletir a capitalização em juros compostos) e a dívida pública total, foi estimado um modelo ARDL. As séries foram tomadas a preços constantes pelo IGP-DI de dezembro de 2018.

Date: 03/20/19 Time: 12:29
 Sample (adjusted): 1991M06 2018M12
 Included observations: 331 after adjustments
 Trend assumption: Linear deterministic trend
 Series: DIVPUB SELICRCAP
 Lags interval (in first differences): 1 to 4

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized		Trace	0.05 Critical Value	Prob.**
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic		
None *	0.064968	25.64135	15.49471	0.0011
At most 1	0.010240	3.406757	3.841466	0.0649

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized		Max-Eigen	0.05 Critical Value	Prob.**
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic		
None *	0.064968	22.23460	14.26460	0.0023
At most 1	0.010240	3.406757	3.841466	0.0649

Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b'S11*b=I):

DIVPUB	SELICRCAP
-2.445416	2.616243
7.365152	-2.441042

Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):

D(DIVPUB)	0.007457	-0.003384
D(SELICRCAP)	-0.002344	-0.000935

1 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 1539.745

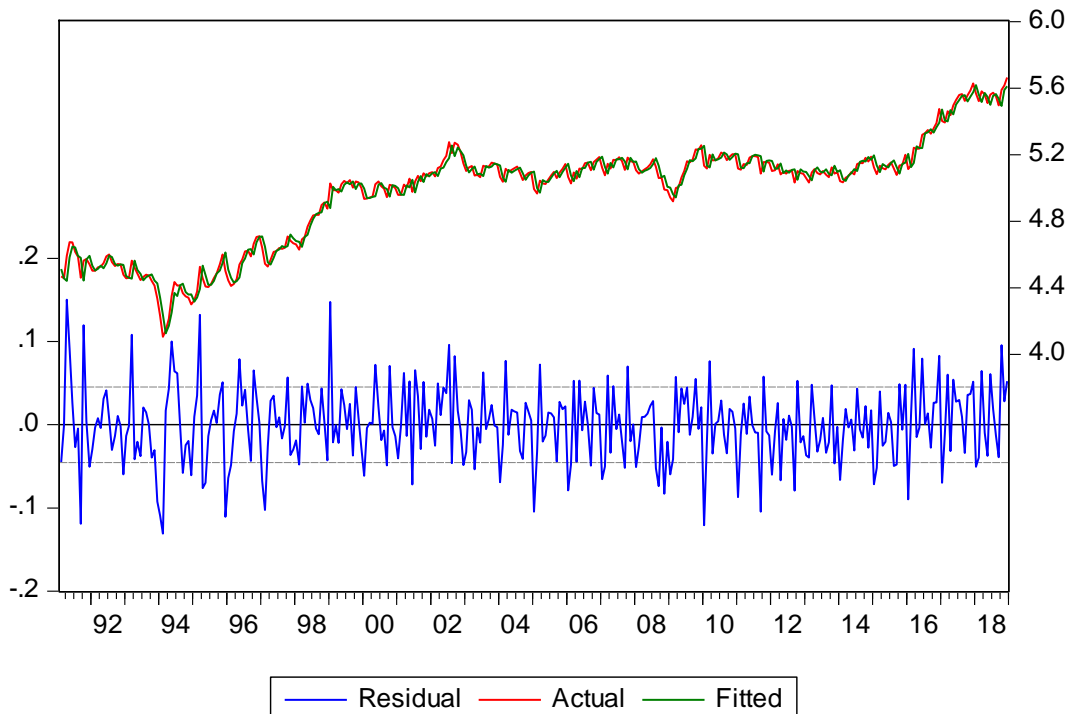
Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

DIVPUB	SELICRCAP
1.000000	-1.069856 (0.14839)

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(DIVPUB)	-0.018236 (0.00598)
D(SELICRCAP)	0.005732 (0.00175)

O ajustamento de um modelo ARDL apresentou resultados estatisticamente significativos e os resíduos foram estacionários. O gráfico a seguir mostra as séries reais e ajustada.



Os resultados mostram que as séries da Selic real capitalizada e do estoque de dívida pública total cointegram. Isso significa que compartilham uma tendência comum de

evolução. Resta saber a direção de causalidade. O teste de causalidade de Granger a seguir mostra que são as variações da taxa Selic real capitalizada que causam variações no estoque da dívida pública total e não o contrário²⁰. Deste modo, numa dinâmica de curtíssimo prazo, aumentos da Selic real capitalizada causam aumentos do estoque da dívida pública total. Mas o contrário não ocorre.

Observe-se que o coeficiente estimado da relação entre a taxa Selic real capitalizada e o estoque da dívida pública total foi de 1,069856, expressando uma elasticidade praticamente unitária entre essas duas variáveis. A título de exemplo, um aumento de 1% da Selic real capitalizada *causa* um aumento de 1% no estoque da dívida pública total. E é nesse sentido que o endividamento público torna-se o principal eixo da acumulação rentista-patrimonial no Brasil. Compreende-se, portanto, a forte pressão político-institucional dos detentores de título da dívida pública, notadamente, grandes bancos e a elite rentista, sobre o Banco Central do Brasil, em prol da manutenção de taxas reais de juros extremamente elevadas pelos padrões internacionais ou, como tem sido frequente, de sua elevação, caso a percepção de risco atinja níveis que possam ameaçar a rentabilidade real de suas carteiras de ativos. Essas regularidades macroeconômicas e estruturais são, deste modo, expressão do processo de financeirização pelos ganhos de juros da economia brasileira, que a distingue das modalidades de financeirização observadas em países desenvolvidos.

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 03/20/19 Time: 12:23

Sample: 1991M01 2018M12

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
SELICRCAP does not Granger Cause DIVPUB	334	4.46512	0.0122
DIVPUB does not Granger Cause SELICRCAP		0.75235	0.4721

²⁰ Os testes de estabilidade estrutural realizados foram satisfatórios.