



TEXTO PARA DISCUSSÃO

ISSN 0103-9466

327

**Uma razão a mais para se pensar o porquê
de a taxa de juros ser tão alta no Brasil**

Francisco Luiz C. Lopreato

Março 2018

Uma razão a mais para se pensar o porquê de a taxa de juros ser tão alta no Brasil

Francisco Luiz C. Lopreato ¹

1 Introdução

Os juros elevados e a alta liquidez do mercado monetário tornaram-se partes integrantes da dinâmica da economia brasileira e marcam as relações entre a política monetária, política fiscal e gestão da dívida pública, oferecendo aos investidores condições de conciliarem, sem risco, aplicações de curto prazo e alta rentabilidade.

A atratividade dos títulos da dívida pública restringe a presença dos títulos privados e a capacidade de alongar as aplicações e de garantir o financiamento de longo prazo, uma vez que o risco de abandonar a rentabilidade obtida no curto prazo não compensa o ganho adicional possível.

A oferta de títulos públicos, ao lado do controle de liquidez por meio de operações compromissadas, coloca esses papéis na posição de ativo por excelência do mercado, responsáveis por atrair parte substancial da poupança financeira e garantir altas taxas de valorização.

O resultado é um mercado que se define pela especificidade de assegurar, quase sem risco, a reprodução da riqueza financeira, com níveis de taxas de juros e de liquidez elevados.

O País acostumou-se a viver, mesmo em momentos favoráveis, com patamar alto de taxa de juros básica e estruturar as relações econômicas a partir deste seu elemento constitutivo. A definição da taxa de juros baliza o processo de transferência de renda e favorece os setores com ganhos atrelados à rentabilidade dos títulos públicos.

A situação de juros altos conforma o *modus operandi* e define o movimento da dinâmica econômica. As convenções aglutinam os interesses de diferentes agentes e dificultam a adoção de medidas contrárias a esse padrão dominante. Não se trata simplesmente de impor perdas a um único setor, o

(1) Professor Livre Docente do IE-Unicamp.

sistema bancário, o ator mais visível do jogo financeiro. As alterações dos juros mexem com um dos preços básicos da economia e interferem com interesses variados, desde trabalhadores – donos de contas em fundos de pensão – até bancos públicos, passando por famílias, rentistas, indústrias e outras atividades que, com liquidez, obtêm ganhos financeiros que ajudam a compor a rentabilidade.

O uso de taxas de juros baixas alteraria a estruturação dos negócios e de gestão da riqueza financeira. Os caminhos de valorização financeira seriam diferentes e interferiria na dinâmica econômica. O menor patamar de ganhos com a gestão da moeda, referência de rentabilidade esperada de muitos, indicaria a necessidade de buscar outros caminhos para ser rentável. As mudanças, não por acaso, enfrentam resistências. O longo tempo de convivência com juros altos cristalizou o modo de gerir a atividade econômica e se tornou usual a defesa da continuidade do *status quo* como o meio de conter a inflação e de garantir a estabilidade, sem dar a atenção devida aos efeitos gerados sobre as contas públicas e a distribuição de renda. Com isso, a medida acaba por beneficiar pequena camada da população e setores específicos da sociedade, além de reforçar a tendência observada em um mundo de finanças globalizadas.

O objetivo do texto é entender como a política de juros elevados colocouse como alicerce da economia e conectou a gestão monetária e a colocação de títulos da dívida pública, criando ativos de curto prazo, com rentabilidade e liquidez. O entendimento do processo levou, como primeiro passo, à busca das características do desenvolvimento inicial do mercado de títulos da dívida pública e, particularmente, do período de alta inflação, quando a gestão da moeda, na luta contra a hiperinflação aberta e a desorganização econômica, garantiu liquidez diária e a valorização da riqueza financeira.

Os itens seguintes visam mostrar que o período de estabilização monetária, apesar de não ser mais necessário girar diariamente a dívida pública no *overnight*, não rompeu com a essência do mecanismo de valorização da riqueza financeira da fase anterior. A dinâmica pouco mudou no governo Lula. O avanço dos benefícios sociais não mexeu na convenção estabelecida e conviveu com os juros altos, sem interferir com os interesses consolidados em torno dos ganhos financeiros.

O quadro deu sinais de mudança no governo Dilma, durante o curto espaço de tempo em que vigoraram juros reais baixos. A situação apontou na direção de alterações econômicas, com impactos na gestão dos negócios e nos

ganhos de diferentes setores, com reações que, sem dúvida, contribuíram para a perda de apoio político e a desestabilização do governo. Não obstante, o resultado final foi praticamente nulo, pois, com a retomada da escalada dos juros, prevaleceu a gestão tradicional da liquidez.

2 A reestruturação das condições de financiamento e a criação do mercado de dívida pública

A política de juros altos e o mercado de dívida pública de curto prazo, com elevada rentabilidade, constituem velhas características da economia brasileira, presentes, pelo menos, desde as reformas do governo militar (1964/1966) consubstanciadas no PAEG – Plano de Ação Econômica do Governo.

O conjunto de medidas anunciado no limiar do regime militar teve por objetivo imediato combater a inflação, diagnosticada como inflação de demanda, e alterar as condições de financiamento monetário do déficit público, considerado como o fator responsável da alta de preços. Segundo o arcabouço teórico monetarista, a ampliação do gasto público e o financiamento por expansão monetária provocavam o aumento das reservas bancárias e do crédito, soldavam a solidariedade entre o setor financeiro e os interesses da indústria e da agricultura, sustentando níveis de demanda agregada superiores a capacidade de oferta de bens.

O PAEG, como parte do programa oficial de combate à inflação e de reestruturação das condições de financiamento da economia brasileira, criou o Banco Central e adotou um sistema de programação monetária anuais, o chamado orçamento monetário, em que as autoridades monetárias (Banco Central e Banco do Brasil) definem as metas quantitativas de créditos público e privado compatíveis com o volume “desejado” dos meios de pagamento, capaz de manter o controle inflacionário.

O balancete consolidado das autoridades monetárias, conforme expresso no quadro 1 abaixo, definia o “crédito líquido total das autoridades monetárias” (“A”) como variável estratégica de controle. Como colocou Ferreira (1973), nesse sistema “A” é exógeno e determinado pelo conjunto das operações ativas e passivas das autoridades monetárias. No lado ativo, as principais operações responsáveis por determinar a expansão dos meios de pagamento são as ligadas ao comércio exterior, ao financiamento do déficit de caixa do Tesouro Nacional, as operações ativas do Banco Central (BC) e a variação dos empréstimos do

Banco do Brasil (BB), cujo caixa passou a refletir o conjunto de suas operações ativas e passivas, como banco comercial e agente financeiro do Tesouro.

Quadro 1
Balancete consolidado das autoridades monetárias

Ativo	Passivo
I - Aplicações	Passivo monetário
1. Financiamento do déficit do Tesouro Nacional	1. Encaixe total dos bancos comerciais (Z)
2. Operações cambiais	1.1 Voluntário (Z1 + Z2)
3. Empréstimos do BB ao setor privado	1.1.1 Em moeda (Z1)
4. Empréstimos a autarquias	1.1.2 Em depósito nas Autoridades Monetárias (Z2)
5. Redescontos	1.2 Compulsório em moeda
6. Compra e venda de produtos agrícolas	2. Depósitos do público à vista nas Mas
7. Repasses ao BNDE de recursos da reserva monetária	3. Papel-moeda em poder do público (M1)
8. Outras contas (saldo líquido)	
Menos	
II - Recursos não monetários	
1. Recursos da conta Café	
2. Recursos próprios das autoridades monetárias	
3. Fundos de reservas monetárias	
4. Depósitos para fechamento de câmbio	
5. Depósitos a prazo	
6. Contrapartida em Cr\$ de recursos externos	
Crédito líquido das autoridades monetária = ("A")	Total do passivo monetário = ("A")

Fonte: Ferreira (1973).

A expansão do crédito líquido das autoridades monetárias ("A"), diante da inexistência do mercado de dívida pública e das operações de mercado aberto, era compensada, no lado passivo, até as reformas do PAEG, por meio da manipulação do desconto e dos depósitos compulsórios, instrumentos tradicionais de política monetária.

A política de combate à inflação construiu mecanismos de aprimoramento da política de controle dos agregados monetários visando, primeiro, conter o financiamento monetário do déficit do setor público e, segundo, manter a liquidez em níveis considerados adequados aos propósitos da política monetária.

A criação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTNs), título público com correção monetária *a posteriori*, introduziu no mercado um ativo com garantia de taxas de juros reais positivas, atrativo aos donos da poupança financeira, que até então buscavam, majoritariamente, a especulação imobiliária urbana e de terras agrícolas como meio de valorizar a riqueza financeira, enquanto que as empresas industriais e comerciais tinham no patrimonialismo a alternativa de aplicação das sobras de caixa. Por outro lado, o desenvolvimento das operações de mercado aberto, com a colocação, no final de 1969, das ORTNs com prazo decorrido e o lançamento, em 1970, das Letras do

Tesouro Nacional (LTN), deu ao BC outro instrumento de gerenciamento da liquidez, além dos tradicionais redesconto e depósito compulsório.

O lançamento dos novos títulos abriu o caminho para elevar a participação dos ativos não monetários e desenvolver o mercado financeiro. No limiar do regime militar, os ativos monetários, como mostra a tabela 1, respondiam por 88,4% da composição dos principais haveres financeiros em poder do público e o peso dos títulos públicos alcançava apenas 0,7% dos haveres totais.

A decisão de fortalecer o mercado financeiro levou à criação de incentivos à aceitação dos títulos públicos. A opção de não apostar no mercado de tomadores finais transferiu a responsabilidade de carregamento dos títulos públicos às instituições financeiras, que comporiam as suas carteiras com recursos captados junto ao público.

Tabela 1
Principais haveres financeiros em poder do público não-bancário

	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Ativos Monetários	88,4%	86,0%	81,3%	75,4%	70,8%	67,8%	56,8%	49,6%	45,0%	43,6%	43,2%	39,3%	36,3%	33,7%	31,4%	32,5%	32,8%
I - Papel Moeda	18,8%	15,7%	17,2%	13,9%	12,7%	12,1%	10,8%	9,2%	8,1%	7,6%	7,2%	6,8%	6,8%	6,4%	6,1%	6,5%	6,7%
II - Depósitos à vista	69,6%	70,4%	64,1%	61,4%	58,1%	55,7%	46,0%	40,4%	36,9%	36,0%	36,0%	32,5%	29,5%	27,3%	25,2%	26,0%	26,1%
Ativos não Monetários	11,6%	14,0%	18,7%	24,6%	29,2%	32,2%	43,2%	50,4%	55,0%	56,4%	56,8%	60,7%	63,7%	66,3%	68,7%	67,5%	67,2%
III - Depósitos de Poupança	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	1,1%	2,0%	3,3%	4,0%	5,4%	6,6%	10,0%	12,1%	15,7%	17,4%	18,7%	20,3%	22,7%
IV - Depósitos a prazo	2,7%	2,7%	2,9%	3,8%	4,8%	4,7%	7,1%	10,2%	12,0%	12,0%	11,5%	12,0%	10,7%	13,1%	14,7%	15,9%	14,7%
V - Letras Imp/Exp BB	4,2%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
VI - Aceites Cambiais	4,0%	6,4%	6,7%	10,1%	14,4%	14,1%	13,3%	16,2%	15,5%	17,0%	16,0%	13,3%	10,0%	8,0%	8,5%	7,3%	6,3%
VII - Letras Imobiliárias	0,0%	0,0%	0,1%	0,7%	1,5%	2,1%	3,2%	3,4%	3,5%	3,0%	2,9%	2,0%	1,4%	1,1%	0,7%	0,5%	0,4%
VIII - Títulos D. P. Federal	0,7%	3,9%	9,1%	9,7%	7,5%	9,2%	16,2%	16,6%	18,5%	17,8%	16,5%	21,4%	22,5%	23,7%	23,2%	20,3%	19,6%
IX - ORTN	0,7%	3,9%	9,1%	9,7%	7,5%	9,2%	15,1%	12,4%	11,3%	9,7%	11,4%	13,2%	12,3%	11,7%	10,6%	9,8%	13,6%
X - LTN	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,1%	4,2%	7,2%	8,1%	5,1%	8,2%	10,1%	11,9%	12,6%	10,5%	6,0%
XI - Títulos D. P. Est/Muni	nd	3,4%	3,1%	3,0%	3,3%	3,5%											
Total Geral	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fonte: Relatório Anual do Banco Central.

Os mecanismos de incentivo provocaram, na prática, a eliminação do risco de carregamento dos títulos da dívida pública. Primeiro, o BC adotou o instrumento da carta de recompra, por meio do qual vendia os títulos com o compromisso de recomprá-los uma vez decorrido o prazo acordado entre as partes. Segundo, passou a usar como norma operacional o procedimento da zeragem automática, isto é, a instituição atuava no final do dia recomprando, à taxa de mercado, a parcela da carteira de títulos das instituições financeiras que não alcançava financiamento no mercado ou vendia títulos adicionais no caso de existir sobras de caixa. Finalmente, o BC assumiu o compromisso informal de

evitar perdas das instituições financeiras com o carregamento da dívida pública, ao assegurar que a rentabilidade dos títulos em carteira seria superior à taxa de captação no mercado, atrelada ao *overnight*. No caso de as taxas de juros sofrerem alterações significativas, capazes de provocar o desbalanceamento entre as taxas de rentabilidade e de captação, o órgão faria a troca da carteira, oferecendo papéis com remuneração compatível com a nova taxa do *over* (Lopreato, 2008).

Além disso, a legislação aceitou a formação de parte das reservas bancárias com títulos públicos, em substituição aos depósitos compulsórios, dando aos bancos comerciais condições de remunerarem as suas reservas de curto prazo. Por outro lado, as LTNs, na ausência de outro instrumento de boa liquidez ou alternativa de aplicação de curto prazo, ocuparam o lugar do mercado interbancário – inexistente naquele momento – e passaram a atrair o excesso de reservas bancárias voluntárias das instituições financeiras, permitindo que reduzissem o volume de encaixe voluntário e ampliassem os seus ativos lucrativos.

As normas operacionais delimitaram o risco dos agentes de operarem com descasamento de prazos, ou seja, viabilizaram o financiamento de carteiras mais longas com recursos captados diariamente no mercado monetário. A expansão do mercado de títulos da dívida pública logo ocupou lugar proeminente no mercado financeiro graças ao baixo dinamismo do mercado de títulos privados, decorrente do fato de o financiamento privado não se assentar na colocação de títulos e depender da acumulação de capital próprio e da demanda de crédito de bancos públicos ou de capital externo.

O baixo desenvolvimento do mercado financeiro (Tavares, 1972), ao lado da segurança e rentabilidade dos títulos públicos, facilitou a aceitação dos títulos públicos e o aumento de sua participação no conjunto dos haveres financeiros em poder do público. Este crescimento esteve diretamente vinculado às condições econômicas vigentes e à prática do Estado desenvolvimentista. Como discutido em outro lugar (Lopreato, 2013, cap. 2), o uso de enorme conjunto de instrumentos fiscais e financeiros por parte do Estado em defesa do projeto de desenvolvimento sustentou a ampliação da demanda agregada e do crescimento. Por outro lado, o conjunto das operações ativas dos diferentes órgãos públicos, incluindo os vários fundos e programas controlados pelo BC, levou à sistemática superação das metas programadas do orçamento monetário e à crescente dificuldade de controle da oferta monetária.

A prática do Estado, desejosa de levar adiante o II PND, trouxe embaraços à vigência da programação monetária quando o estouro das metas desejadas de expansão monetária tornou-se recorrente e cresceu o conflito com os defensores da proposição teórica do modelo monetarista de controle dos agregados monetários.

O excesso de liquidez ganhou vulto como característica do mercado monetário brasileiro. As autoridades monetárias responderam, de um lado, com a criação de instrumentos *ad hoc* voltados a se contrapor à ampliação das operações ativas. A construção do que Ferreira (1973) denominou de inchação do passivo não monetário tornou a prática do controle monetário ainda mais precária e inconsistente com a continuidade das operações ativas.

A resposta oficial propondo a liberação gradativa da taxa de juros, baseada na crença de que o excesso de expansão do crédito era a causa determinante da inflação, acabou por alimentar o processo em curso de aumento da liquidez porque, primeiro, a vigência do II PND alimentou a demanda de crédito interno subsidiado e, segundo, o diferencial entre as taxas de juros interno e externo compensava o risco cambial e acelerava a demanda de crédito externo em busca de ganhos especulativos, dando lugar à ciranda financeira, alimentadora do excesso de liquidez.

O uso da colocação de títulos da dívida pública como meio de conter esse excesso de liquidez trouxe à tona outro traço marcante do cenário brasileiro: a estreita vinculação entre os mercados monetário e o de dívida pública. O BC, autorizado a emitir títulos do Tesouro Nacional com a finalidade de atender aos propósitos de política monetária (Lei Complementar n. 12 de 8/11/71), recorreu à colocação de títulos públicos como instrumento comum de controle da liquidez. O uso dos títulos públicos deixou, em grande medida, de estar vinculada ao comportamento das contas fiscais e passou a responder diretamente à dinâmica imposta pela gestão da liquidez.

A dívida pública, pouco relevante até o PAEG, ganhou destaque no decorrer do tempo e alcançou participação média de 22,2% entre os haveres financeiros em poder do público na segunda metade dos anos 70, ocupando, ao lado dos depósitos de poupança, parcela preponderante do antigo espaço dos haveres monetários (M1). Os recursos mantidos na forma de papel moeda ou de depósitos à vista, que no triênio 64/66 respondiam por mais de 80% dos haveres em poder do público, perderam espaço e respondem por 32,5% dos ativos em 1979 (Tabela 1).

A construção das relações entre o Banco Central e o Tesouro Nacional, desde o seu nascedouro, favoreceu a confluência dos instrumentos de gestão monetária e o financiamento público, em um mercado caracterizado pelo excesso de liquidez e a dinâmica da dívida pública presa basicamente à gestão de curto prazo da política monetária.

Os anos 80, marcados pela interação das crises externa e fiscal, aliada à alta inflação, irão dar outra dimensão a esse movimento inicial e delinear os traços seguidos na fase pós-estabilização.

3 A herança dos anos 80

A discussão dos anos 80 ocupa lugar importante na análise proposta no texto. Parte-se da hipótese que características do período de alta inflação permanecem na fase pós-estabilização da economia brasileira. Em outras palavras, criaram-se as bases exigidas no controle da inflação, sem romper com os traços de gestão monetária de curto prazo. A dominância da política de altos juros como meio de valorizar a riqueza financeira continuou atuante e marcou a dinâmica econômica dos anos seguintes, mantendo vícios e dilemas da economia brasileira.

As normas institucionais delineadas desde as reformas de 1964 certamente tiveram papel de destaque nas condições da economia dos anos 80, mas não são suficientes para explicar a situação da década. O elemento determinante foi a crise da dívida externa e a política oficial de transferir a quase totalidade do pagamento dos encargos da dívida para o interior do setor público, sem contrapartidas.

A acelerada desvalorização cambial e a obrigação de o setor público pagar montante expressivo de juros externos estiveram na base da situação de alta inflação e de crise fiscal. A manutenção de nível elevado da taxa de câmbio real, a fim de gerar os dólares necessários ao pagamento dos juros externos, aliada à exigência de juros altos para garantir o financiamento do setor público e evitar o financiamento monetário, que seria o caminho mais curto ao quadro de hiperinflação aberta, deram lugar à situação de inflação ascendente e ao modelo particular de gestão monetária, baseada na administração da moeda indexada (Mendonça de Barros, 1993).

A situação anterior, marcada pela alta concentração da poupança financeira e o sobre dimensionamento do papel dos títulos públicos no conjunto dos ativos financeiros, ganhou nova configuração com a queda crescente dos

ativos monetários (Tabela 2) e o desvirtuamento do mecanismo da correção monetária, ao lado da crescente instabilidade de preços e juros. Os agentes correram em busca de aplicações de curto prazo e a taxa de juros dos títulos públicos transmutou-se no fator determinante da preservação do valor da riqueza financeira, enquanto as finanças públicas passaram a ser peça caudatária da gestão monetária, presa basicamente à tarefa de evitar o desenlace da crise.

Tabela 2
Principais haveres financeiros em poder do público não bancário

	1980	1981	1982	1983	1984*	1985*	1986*	1987*	1988*
Ativos Monetários	32,8%	23,7%	18,2%	12,5%	13,8%	13,9%	29,5%	14,9%	9,0%
I - Papel Moeda	6,7%	4,8%	4,2%	2,7%	3,0%	2,9%	5,4%	3,6%	2,7%
II - Depósitos à vista	26,1%	18,9%	14,0%	9,8%	10,7%	11,0%	24,1%	11,3%	6,4%
Ativos não Monetários	67,2%	76,3%	81,8%	87,5%	86,2%	86,1%	70,5%	85,1%	91,0%
III - Depósitos de Poupança	22,7%	23,6%	23,6%	26,2%	31,1%	27,1%	21,4%	31,7%	32,5%
IV - Depósitos a prazo	14,7%	14,3%	14,0%	13,9%	19,5%	18,6%	18,9%	13,8%	12,1%
VI - Letras de Câmbio	6,3%	4,5%	7,4%	6,7%	4,9%	4,1%	3,0%	1,0%	0,5%
VII - Letras Imobiliárias	0,4%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
VIII - Títulos Dívida Pública Federal	19,6%	29,6%	32,4%	36,7%	26,4%	32,2%	23,3%	32,9%	41,0%
IX - Títulos Dívida Pública Est/Mun	3,5%	4,0%	4,3%	3,9%	4,2%	4,2%	4,0%	5,7%	5,0%
Total Geral	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

* os valores correspondem aos títulos da dívida pública federal fora do Bacen

Fonte: Relatório Anual do Banco Central.

A liquidez do mercado monetário e as operações financeiras centradas no curto prazo delinearam o cenário de concentração quase absoluta dos ativos no curto prazo, na posse da moeda indexada. A administração da quase moeda serviu de instrumento para atrair as aplicações em títulos públicos e financiar as contas públicas.

A gestão monetária concentrou os esforços em garantir a atratividade dos títulos públicos, ofertando um ativo sem risco e alta rentabilidade, de modo a atrair as aplicações e garantir a rolagem da dívida pública. Na primeira metade dos anos oitenta, prevaleceram normas semelhantes à de anos anteriores e pouco se alteraram as condições de gestão da dívida pública. O BC seguiu a convenção até então existente de não impor perdas aos tomadores dos títulos públicos, graças ao compromisso de a taxa de juros acompanhar a aceleração inflacionária e o acordo implícito de trocar a carteira caso ocorresse o descasamento entre os juros de carregamento do título e o de captação no mercado, aliado ao mecanismo da zeragem automática.

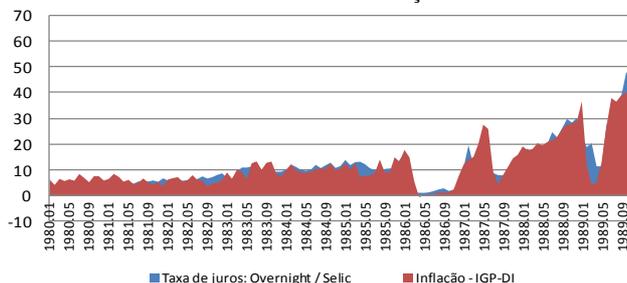
A eliminação do risco e a preservação dos ganhos dos agentes dava segurança à posse dos títulos públicos e garantia as condições de rolagem, mesmo diante da incerteza e da fragilização econômica.

O fracasso do Plano Cruzado agregou novos ingredientes à crise. A instabilidade e a incerteza radical levaram ao quadro de inflação ascendente. A retomada da alta dos preços e a necessidade de subir rapidamente a taxa de juros colocavam em risco as instituições financeiras com carteiras de títulos atreladas a juros pactuados na fase inicial do plano de estabilização de inflação zero. A criação das Letras do Banco Central (LBC) alterou o modelo anterior de títulos atrelados à inflação e passou a valer a indexação pela taxa do *overnight*, definida seguindo a expectativa de inflação corrente.

A LBC eliminou o risco de descasamento de taxas de juros e o BC ganhou liberdade de manipular a política monetária sem se preocupar com o impacto na carteira das instituições financeiras. O ativo se diferenciava dos demais graças à garantia, rentabilidade, liquidez e, sobretudo, estar imune aos riscos de variação da taxa de juros, inerente à crônica instabilidade da economia brasileira, garantindo as melhores condições de valorização da poupança financeira.

Os títulos da dívida pública, sobretudo a LBC, perderam o caráter de instrumento de financiamento público e passaram a servir de lastro da moeda indexada. A garantia de juros reais positivos tornou a moeda indexada a alternativa possível para proteger a valorização da riqueza financeira (Gráfico 1). Os agentes, diante da dificuldade de prever com um mínimo de grau de certeza, as condições de preservação do valor dos ativos, buscavam liquidez e concentravam as aplicações no ativo que melhor respondia as expectativas de acumulação financeira (Belluzzo; Almeida, 2002).

Gráfico 1
Taxas do over e inflação



Fonte: Ipeadata. Elaboração própria.

As operações diárias atreladas ao *overnight*, disseminadas no conjunto das aplicações financeiras, impulsionaram o giro financeiro e o valor da taxa de juros do *overnight* passou a determinar a expansão do estoque de quase-moeda e a ditar o ritmo de valorização da riqueza (Carvalho, 1993).

A definição da taxa de juros diária tornou-se elemento central da gestão da crise. A fixação de taxa de juros abaixo da inflação provocava a depreciação do valor real esperado da riqueza financeira e a fuga do *overnight* em busca de outros mercados (ouro, terra, commodities, dólar), além de postergar a internalização dos dólares resultantes dos saldos comerciais.

A ameaça perene de crise do balanço de pagamento e de não rolagem da dívida deixava pouco espaço à autoridade monetária para defender taxas de juros não condizentes com as expectativas do mercado. O estoque de haveres financeiros com liquidez imediata, passível de fuga, apontava o risco de descontrole inflacionário e os limites da gestão monetária em contrair os interesses da acumulação financeira, alimentando, assim, a preferência pela liquidez e a dinâmica da moeda indexada (Mendonça de Barros, 1993).

A dinâmica do mercado monetário centrada no *overnight*, lastreada por operações com títulos da dívida pública sem risco e de alta rentabilidade, impregnou o conjunto das relações econômicas e transformou-se no *modus operandi* da economia brasileira. A defesa de taxa de juros elevadas, apresentada como meio de conter a inflação, converteu-se em benesse aos donos do dinheiro, em detrimento do Estado, responsável por pagar a conta dos juros, alçada à situação de principal gasto do orçamento público.

Os ganhos dos donos da riqueza financeira dependiam diretamente da taxa de juros definido pela política monetária e da capacidade dos agentes de adaptarem a dinâmica dos seus negócios a fim de usufruírem as vantagens da gestão da moeda indexada. Os agentes teriam de ajustar o comportamento seguido até então, de modo a buscar a liquidez e transferir o conjunto dos recursos ao *overnight*, mesmo aqueles com estrutura em condições de acomodar investimentos de risco e de mais longo prazo, como forma de proteger e valorizar o capital.

O movimento distorceu o modelo de demanda de moeda pensado por Keynes (1936). A demanda de moeda pelos motivos de transação e de precaução ficou subordinada ao motivo especulação, que passou a dominar a lógica de gestão dos negócios e a originar parcela significativa do lucro empresarial.

A realidade definiu arranjos particulares na condução dos negócios. Os bancos, com papel central nesse processo de conservação e valorização da riqueza no contexto de alta inflação, como bem colocou Oliveira (2009), promoveram alterações relevantes na estrutura patrimonial e na dinâmica microeconômica. A flexibilidade permitiu mudanças rápidas e os ajustes ao ambiente microeconômico a fim de acompanharem as variações repentinas dos negócios e obterem níveis elevados de rentabilidade.

A concentração de operações ativas centradas no curto prazo e de alta liquidez facilitou a decisão do sistema bancário de ofertar fundos de investimento com saque diário e contas remuneradas em resposta às demandas de empresas e famílias por quase-moedas, com reflexo na estrutura patrimonial. Os bancos passaram a ter como base de ganho as aplicações em títulos públicos e a absorção do imposto inflacionário (*float*), em detrimento do crédito e dos títulos privados. A rentabilidade, antes fundada nas operações de crédito, assentou-se, progressivamente, na ciranda financeira, por meio da arbitragem entre o dinheiro velho e o dinheiro indexado, com as instituições lucrando com as aplicações de tesouraria e a apropriação dos *spreads* em operações sem risco, garantidas pelo compromisso da zeragem automática.

As empresas privadas, como parte do ajuste decorrente da crise da dívida externa, reciclaram os passivos externos com empréstimos do BNDES e se afastaram do mercado de crédito. Com o mercado protegido pelo câmbio desvalorizado, aliado ao fato de a concorrência no mercado nacional limitar-se aos parceiros internos e exigir baixos investimentos, a reestruturação industrial priorizou como lógica de valorização do capital a ampliação da liquidez e a transformação das empresas em ofertantes de poupança financeira. Os ganhos de tesouraria passaram a ocupar parcela expressiva do lucro empresarial e não foram poucos os casos em que superavam os resultados operacionais, refletindo a crescente dependência das regras de indexação.

O ganho financeiro assumiu dimensão fora do comum antes mesmo de a liberalização financeira dar lugar às discussões locais sobre o novo caráter da acumulação nas finanças globais. As empresas passaram a ter a alta taxa de juros como elemento constitutivo da estratégia de atuação, responsável por delinear o valor do lucro. Por outro lado, a dependência das linhas de crédito oficiais subsidiadas e da acumulação interna de lucros ganhou fôlego em caso de necessidade de realização de novos investimentos e acentuou o afastamento das operações privadas oferecidas a preços de mercado.

As famílias com acesso ao mercado financeiro e ao *overnight* estruturaram-se a fim de obterem proteção do processo inflacionário e garantirem a valorização da riqueza financeira, com aplicações diárias em fundos de investimento da disponibilidade do salário do mês e da poupança financeira, transformadas em quase moeda e reféns da taxa de juros para manter o seu valor em termos reais. Certamente, os ganhos se diferenciavam de acordo com o estoque de riqueza disponível e a classe dos investidores. Os de renda mais alta beneficiavam-se porque conseguiam valores mais próximos à rentabilidade das instituições financeiras com o carregamento dos títulos públicos, enquanto os outros recebiam parcela menor, mas conseguiam, ao menos, recuperar parte das perdas com a inflação.

As aplicações em caderneta de poupança, com caráter mais popular, observaram lógica semelhante. A remuneração, por ser mensal, levou a abertura de várias contas, com vencimento em diferentes dias do mês, de modo a criar uma *proxy* de aplicação diária e ter a flexibilidade de adaptação ao ambiente incerto e de alcançar meios de se defender da corrosão inflacionária.

A moeda indexada constituiu instrumento impar e definiu os traços do modelo de gestão da crise definida nos anos 80. O seu aspecto peculiar é que, simultaneamente, logrou garantir a convivência com a alta inflação sem os traumas da desestruturação econômica, responsável por impor fortes perdas de recursos aos agentes, traço típico do quadro de hiperinflação. Além disso, definiu práticas que, incorporadas à dinâmica econômica, se tornaram perenes porque qualquer tentativa de alteração criaria elevado grau de incerteza na administração macroeconômica, com reflexo nos interesses de setores privilegiados da sociedade.

O mecanismo da aplicação diária, ao envolver o conjunto da disponibilidade financeira, consagrou a lógica do curto prazo como *modus operandi* do processo de valorização do capital e deu liberdade de atuação da política monetária, que, com a manipulação da taxa de juros, conseguiu fidelizar os investimentos em títulos públicos e evitar o desenlace da crise, sem colocar em risco a saúde das instituições financeiras. Por outro lado, a forma de gestão da crise atendeu aos interesses de empresas, instituições financeiras e famílias de alta renda que viram se afastar a ameaça de a inflação impor perdas ao estoque de capital e lucravam com a austeridade da política monetária.

O ônus ficou com o setor público, que respondeu pelo alto custo do pagamento de juros e com os segmentos que, alijados do jogo monetário,

perderam participação na renda. Neste sentido, o mecanismo da moeda indexada, com a sustentação de altas taxas de juros, esteve longe de ser neutro: poupou alguns em detrimento do setor público e mexeu na distribuição de renda, ao evitar a queima de capital e favorecer certos segmentos e interesses particulares no seu interior, com privilégios aos detentores da riqueza financeira.

Os donos do capital são os maiores beneficiários. As empresas industriais, em geral, não se colocaram frontalmente contra a política de juros altos porque, reestruturadas, puderam aliar o ganho financeiro, no lado do ativo, com empréstimos a taxas favorecidas no passivo. As instituições financeiras, protegidas pela institucionalidade definida no modelo de gestão da moeda indexada, alcançaram taxas de rentabilidade elevadas (cf. Oliveira, 2009), superiores às do setor industrial. Em contraposição, os salários perderam participação, embora de forma diferenciada. Enquanto os assalariados de alta renda mantiveram as aplicações diárias e conseguiram sustentar o valor da riqueza financeira, os demais arcaram com o ônus da inflação seja porque estavam fora do mercado bancário seja por receberem taxas menores devido ao baixo nível de poupança financeira, agravando o quadro da disparidade de renda.

4 A estabilização com alta taxa de juros e a continuidade das operações de curto prazo

O sucesso da renegociação da dívida externa, depois do fracasso do Plano Collor, criou as condições necessárias à adoção de um plano de estabilização capaz de dar fim a alta inflação. O Plano Real seguiu o modelo usual de ancorar as expectativas na taxa de câmbio e o seu êxito se deveu, em grande medida, ao cenário de liquidez internacional e a superação do entrave colocado pela dívida externa. A renegociação da dívida, nos termos colocados pelo Plano Brady, permitiu o acesso ao capital externo e o financiamento do déficit em conta corrente, criando condições de sustentar o câmbio e controlar a inflação.

A estabilidade de preços, no entanto, não veio acompanhada de mudanças das regras monetárias. A tarefa, reconhecidamente, não era trivial, mas a opção de seguir a linha de menor resistência e não mexer nos fundamentos do *modus operandi* da economia de alta inflação significou aceitar a convivência com sintomas do período de alta inflação e a decisão de angariar apoios e não afrontar os interesses dos potenciais perdedores com o fim da moeda indexada.

A decisão de não encaminhar a desindexação preservou traços da política do *overnight* e transferiu ao período pós-estabilização características quase

intocadas da fase anterior. As regras de um momento atípico transformaram-se em normas perenes, condenando a economia a conviver com juros elevados e transações financeiras presas às operações de curto prazo atreladas a títulos públicos, imbricados no mercado monetário, diante das dificuldades de ampliar o mercado de títulos privados e o financiamento de longo prazo.

O momento inicial de taxa de juros elevadas era algo esperado e aceito como meio de combater o excesso de consumo e de atrair o fluxo de capital necessário ao financiamento do balanço de pagamentos. Porém, o movimento desdobrou-se e continuou a ser a norma de gestão monetária. As crises da Ásia e da Rússia, ao ampliarem a instabilidade macroeconômica e o risco de não financiamento do déficit em conta corrente, provocaram forte aumento da taxa de juros e acabaram por levar à crise cambial de 1999, que resultou na introdução dos regimes de câmbio flutuante e de metas de inflação. Entretanto, a adoção do regime canônico de política macroeconômica, apesar de ter rebaixado o patamar de juros, pouco alterou o quadro monetário e financeiro.

A contínua política de juros elevados, aliada à abertura do mercado financeiro, agregou outros ingredientes ao quadro anterior. A expansão do fluxo de capital externo atrás do ganho financeiro e demais ativos atrativos, como privatizações, venda de empresas privadas e títulos públicos, fomentou a liquidez do mercado monetário, que, com regras básicas inalteradas, continuou a seguir as aplicações de curto prazo. A usual convivência com *yield curve* invertida tornou maior o risco de alongar a posição em comparação com o possível ganho a ser obtido com o diferencial de juros, o que afeta a disposição dos agentes de alongarem a estrutura de aplicação dos recursos e define a opção por privilegiar o curto prazo, com operações de fácil revisão, sem risco e alta rentabilidade.

A colocação de títulos públicos cresceu, basicamente, como instrumento de gestão monetária, com a tarefa de enxugar a liquidez, desatrelada da situação fiscal. O maior estoque de títulos públicos, com juros atrativos, reafirmou o estreito elo com o mercado monetário e serviu de contrapartida do estoque de riqueza privada, alimentada por condições semelhantes às anteriores de gestão financeira da liquidez. A dívida pública, apesar de não girar mais diariamente, como antes, no *overnight*, permaneceu atrelada ao curto prazo e altamente indexada, com a sua estrutura apresentando diferentes configurações, a seguir *pari passu* as alternâncias da conjuntura, com o setor privado invariavelmente na melhor posição (Lopreato, 2008).

A situação deixou pouco espaço à ampliação do mercado de títulos privados e do financiamento de longo prazo, mantendo a dependência em relação ao crédito oficial (Freitas, 2013). Os papéis privados, com pouca chance de apresentar a mesma atratividade, ocuparam lugar secundário na alocação da poupança financeira. O desaguadouro de parcela substancial da poupança financeira macroeconômica continuou a ter por foco os títulos públicos, base de sua reprodução, preservando, quase intacto, de um lado, a característica de ter imbricados os mercados monetário e o de dívida pública como parte do esforço de enxugar o usual excesso de liquidez e, de outro, o movimento de *financeirização*, com a taxa de juros básica da economia a ditar o ritmo de valorização do capital e a situação fiscal atrelada ao gasto com juros.

A política de juros altos, nessas condições, amplifica o excesso de liquidez e beneficia os interesses dos que apostam na continuidade da austeridade monetária e tem no giro da dívida pública a base de remuneração de seus ativos financeiros, em detrimento do setor público, que se vê forçado a cortar gastos e gerar superávits primários para pagar os juros apropriados por pequena parcela da população e evitar a expansão da dívida pública.

A preservação de características do desenho institucional do mercado financeiro semelhantes ao da fase anterior, ao lado da instabilidade macroeconômica, serviu de base para os atores sociais simplesmente adaptarem a estratégia aos novos tempos sem mudar a sua essência. O jogo de busca do ganho com os juros levou os diferentes atores a se adaptarem a esse *modus operandi*, por meio da definição de estratégias de construção de estruturas flexíveis de ativos, composta de aplicações de alta liquidez, passíveis de rápida troca de posições, capazes de acompanhar as alternâncias de conjuntura sem incorrer em perda de rentabilidade.

Os títulos públicos continuaram a ser o porto seguro e a ocupar lugar privilegiado nas carteiras dos agentes, com mudanças de composição variando segundo a conjuntura, prática facilitada pela política usual de recompra de títulos e pela baixa maturidade das aplicações, de modo a permitir aos investidores melhor se posicionarem, com títulos Selic e/ou câmbio em períodos de grande incerteza² e títulos pré ou pós-fixados a depender do ciclo de juros, conformando

(2) Servem como exemplos os períodos às vésperas da crise cambial, dezembro de 1998, ou pouco antes da posse de Lula, dezembro de 2002, em que os títulos indexados a juros e a câmbio respondiam, respectivamente, por 80,1% e 83,2% do estoque da dívida pública em poder do público.

a composição da dívida pública e obtendo altos ganhos sem risco de perdas em seu carregamento.

A estratégia do setor bancário mudou pouco no ambiente de baixa inflação. Tratou-se de privilegiar a flexibilidade, com operações fortemente concentradas no curto prazo, de fácil adaptação às conjunturas mutantes, comuns em uma economia instável, capaz de manter a rentabilidade em diferentes situações. O ativo composto por expressivo volume de títulos públicos, de curto prazo e juros altos, cumpriu essa tarefa e deram às instituições a flexibilidade necessária para responderem a situações diversas. As operações de crédito na composição do ativo cresceram nos momentos de perspectiva favorável de futuro, mas, graças ao seu caráter predominante de curto prazo, podiam ser rapidamente revistas e cederem o lugar à maior concentração do ativo na compra de títulos públicos responsável por sustentar o nível de rentabilidade bancária nos momentos de queda da atividade econômica.

O carregamento de títulos públicos e as operações de crédito centradas no curto prazo, ao lado da expansão do peso das tarifas, criadas em substituição às receitas do *float*, definiram o a atuação das instituições financeiras e a capacidade de adaptação às mudanças de conjuntura (Freitas, 2007). Como salientou Oliveira (2009, p. 256 e sgs), a presença de um ativo capaz de aliar liquidez e rentabilidade permitiu as instituições sustentarem altas taxas de retorno, mesmo nos momentos de baixo nível de atividade e maior aversão ao risco, recorrendo à prática de reduzir o peso das operações de crédito na estrutura ativa. A forte presença dos títulos públicos, com taxas de juros elevadas, fez com que a rentabilidade do setor bancário fosse pouco afetada com a queda da atividade econômica e o menor grau de alavancagem das operações financeiras.

O setor empresarial na fase pós-estabilização passou por transformações mais profundas em função da abertura comercial, do câmbio valorizado e dos juros elevados, que afetaram a concorrência e elevaram o volume de quebras e de desnacionalização de empresas. O ajuste da estrutura produtiva e a privatização dos serviços públicos promoveram a concentração do capital e ampliaram a presença de empresas estrangeiras, criando a expectativa de alterações do modelo operacional, com elevação dos investimentos e mudanças na estrutura de financiamento.

A reestruturação empresarial não trouxe o efeito esperado. A análise de Almeida et al. (2013) sobre o padrão de financiamento de grandes empresas mostra que, apesar das diferenças de comportamento durante os anos de

instabilidade (1998-2002) e de retomada do crescimento (2003-2008), em que o quadro macroeconômico favorece o aumento de investimentos e do nível de endividamento, a atuação preservou características próximas às do período de alta inflação.

Os recursos próprios e os empréstimos de fontes oficiais permaneceram como base do investimento. O capital de terceiros, apesar de crescer com a expansão econômica, continuou a ser visto como janela de oportunidade, alternativa viável em momentos particulares. Os lucros retidos e os empréstimos do BNDES, segundo o trabalho citado, respondem por cerca de 60% do investimento total do conjunto de empresas investigadas e, caso se considere apenas as empresas da indústria, o porcentual pode alcançar 65% e superar os 70% se a amostra não levar em conta a Petrobras e a Vale³.

Tabela 3
Distribuição de ativos: Indústria, comércio e serviços (em %) – 1998 a 2007

ATIVO	Indústria		Comércio		Serviços	
	média	média	média	média	média	média
	1998-2002	2003-2007	1998-2002	2003-2007	1998-2002	2003-2007
Aplicação financeira	10,5	10,8	15,9	13,6	2,7	6,8
Ativo Circulante (exceto aplicação financeira)	25,0	25,8	32,3	34,2	10,3	14,4
Imobilizado	44,2	48,1	35,4	34,8	71,0	58,4
Investimento	3,8	2,9	1,9	1,3	3,0	3,2
Outros	16,6	12,4	14,5	16,2	12,8	17,2

Fonte: Balanços patrimoniais e dem. Financeiras – apud Almeida et al. (2009, tabela III.3.2.2.1).

Além disso, as empresas seguiram com a estratégia de manter alto o patamar de liquidez. Certamente, a estabilização restituiu as funções da moeda e

(3) Cf. Almeida et al. (2009, p. 8-9) Portanto, o ajuste efetuado pelas empresas não só da Indústria como também do setor Serviços nos anos de maior dinamismo econômico (2003-2007), no sentido de não aumentar em demasia a exposição da sua estrutura passiva aos riscos de um processo de endividamento crescente, implicou em que, mesmo em momentos de expectativas positivas e menor grau de incerteza, as decisões empresariais não foram ousadas em termos de ampliação de inversões produtivas. É claro que outros fatores concorreram para a relativa cautela com que as empresas decidiram seus investimentos, como o nível, apesar de cadente, ainda elevado da taxa de juros básica, a excessiva apreciação do real que, no caso de empresas industriais subtraiu competitividade das exportações e ampliou a concorrência das importações no mercado doméstico. Por isso, a opção predominante entre as empresas foi manter em patamares elevados as aplicações financeiras e reduzir o grau de endividamento, especialmente o de curto prazo, usando sua maior capacidade de aumentar margens de lucro para gerar recursos internamente. E, com isso, financiar os investimentos necessários à manutenção da participação no mercado, com parcela relativamente menor sendo obtida por meio de dívidas.

a demanda pelo motivo especulação perdeu força, mas o foco na geração de liquidez, como meio de obter ganhos com as aplicações financeiras, continuou a ditar o comportamento empresarial, impulsionado agora pela diversificação das oportunidades abertas com a maior integração financeira com o mercado global. Nos anos de expansão pós 2003, a maior geração de lucros serviu para financiar novos investimentos, mas, foi usado, em boa medida, para reduzir o endividamento e ampliar as aplicações financeiras e o ativo circulante (Tabela 3). Ou seja, ocorreu o aumento dos giros dos negócios em razão do maior volume de negócios, ao mesmo tempo em que prevaleceu a estratégia de manter ativos líquidos e ganhar com a remuneração das inversões financeiras.

A ênfase em buscar a liquidez permite repensar o papel dos juros no cotidiano das empresas. Se, de um lado, coloca-se como custo e inibidor dos investimentos, por outro, é um instrumento de valorização dos recursos líquidos e fator de definição do montante de lucro. De modo que, a queda da taxa de juros afeta diretamente a rentabilidade das aplicações financeiras e o ritmo de acumulação interna das empresas, com reflexo na capacidade de financiamento dos investimentos. Ou seja, a baixa da taxa de juros pode restringir o investimento ao invés de favorecer a sua expansão. Vale lembrar, seguindo Keynes (1936), que a redução dos juros não é suficiente em desencadear investimentos se não houver expectativa favorável sobre a renda esperada. Além disso, o fato de a demanda de crédito direcionar-se prioritariamente aos bancos públicos, com taxas de juros subsidiadas, reduz o seu peso na estrutura de custo empresarial.

Se essa hipótese for válida em parcela das empresas, o alto patamar de juros pode ser um problema, no plano microeconômico, menos nocivo à dinâmica empresarial do que se supõe ou até mesmo se constituir em elemento a favor do financiamento dos investimentos, pelo menos para as empresas de menor nível de endividamento. A questão é pertinente, sobretudo, quando se considera a baixa participação dos recursos de terceiros captados via empréstimos em bancos privados ou colocação de títulos no mercado, diante da dificuldade de concorrer com os títulos públicos, no financiamento empresarial.

O efeito dos juros também é significativo caso se pense no aprofundamento da relação das famílias com o sistema financeiro no período pós-estabilização, como parte da abertura econômica e financeira. O ritmo acelerado de venda de empresas, com a crescente desnacionalização do mercado brasileiro, ampliou o grupo familiar de alta renda com interesses ligados à valorização da riqueza financeira, bem como os negócios envolvendo operações complexas para

atender essa nova ordem de clientes e os executivos ligados às empresas estrangeiras e ao próprio mercado financeiro.

A regulamentação da indústria de fundos de investimentos com regras favoráveis à liquidez diária sem perdas relevantes do rendimento, mesmo depois de se implementar o diferencial de tributação de acordo com o tempo de aplicação, permitiu sustentar, em novos termos, o jogo cotidiano do *overnight* e ditar as regras de parte significativa dos ativos no mercado financeiro.

A garantia de liquidez diária deu a tônica do modelo de gestão patrimonial dos fundos de investimentos. A composição do ativo, para manter a consistência com a posição passiva, precisa se basear no carregamento de títulos de curto prazo. Como colocou Filgueira (2014, p. 27): “*as carteiras dos fundos são geralmente mais concentradas em títulos públicos e outros de renda fixa de curto prazo, devido, muitas vezes, à combinação de remuneração elevada, liquidez diária e baixa volatilidade*”. Por esta razão, o maior volume de recursos dirigido aos fundos não se mostrou suficiente para elevar a parcela aplicada em ativos corporativos de longo prazo.

As carteiras dos fundos concentraram-se na compra de títulos públicos e operações compromissadas. Nos anos iniciais da série apresentada na Tabela 4, as aplicações em papéis do governo superaram a casa dos 70%. Nos anos seguintes, a participação caiu graças à melhor situação macroeconômica, mas se manteve acima de 60%, enquanto que a compra de títulos privados, embora tenha crescido, não tem peso expressivo. Caso se considere apenas os cinco maiores gestores das carteiras, a concentração das aplicações em ativos públicos é ainda maior e servem de instrumento fundamental de financiamento da dívida pública⁴. Os fundos de investimentos, segundo Filgueiras (2014), respondiam, ao final de março de 2014, por 41% dos títulos públicos em mercado, seguidos pelas instituições financeiras com 29,7%, além de deterem volume superior a R\$ 640 bilhões em operações compromissadas.

(4) Ferreira (2016) discute com detalhes as decisões de alocação da riqueza dos fundos de investimentos. O trabalho mostra que a participação das aplicações em títulos da dívida pública e operações compromissadas dos 5 maiores gestores de fundos de investimentos, em maio de 2015, alcançou: 77,3% na BBDTVM; 59% no Itaú; 76,6% no Bradesco; 75,7% na Caixa e 69,9% no Santander.

Tabela 4

Composição da carteira dos fundos de investimento – composição percentual

	dez/02	dez/03	dez/04	dez/05	dez/06	dez/07	dez/08	dez/09	dez/10	dez/11	dez/12	dez/13	mar/14	jun/14
Ações	10,90%	10,30%	11,2%	11,2%	15,3%	21,7%	14,4%	17,6%	18,0%	14,7%	14,1%	13,9%	13,0%	12,9%
Títulos da Dívida Privada	5,10%	4,00%	3,6%	5,0%	6,0%	5,8%	7,1%	6,4%	7,3%	7,6%	7,7%	8,2%	8,1%	8,1%
Depósitos Bancários	5,90%	6,80%	8,4%	10,7%	10,2%	9,0%	13,7%	11,4%	10,5%	9,3%	6,0%	5,0%	4,8%	4,5%
Títulos da Dívida Pública	73,50%	75,90%	59,0%	60,6%	54,8%	47,0%	41,5%	40,7%	39,9%	40,3%	40,4%	36,8%	34,4%	35,1%
Tít. de Dv Priv. Captação Bancária	0,00%	0,00%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6,4%	8,2%	9,0%	9,6%	10,1%
Operações Compromissadas	0,00%	0,00%	13,2%	9,4%	11,3%	13,6%	19,1%	19,9%	20,5%	19,6%	21,1%	24,2%	27,0%	26,4%
Outros Ativos Financeiros	4,60%	3,00%	4,5%	3,2%	2,3%	2,9%	4,2%	4,0%	3,9%	2,0%	2,4%	2,9%	3,0%	2,9%
TOTAL DO ATIVO	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Cemec – Contas Financeiras, abril e setembro 2014.

O período pós-estabilização consolidou o papel das entidades de previdência complementar e das seguradoras. Os fundos de pensão, até então restritos basicamente aos das grandes empresas estatais e privadas, com a atuação baseada no princípio do benefício definido, ganharam relevância. A expansão do sistema de previdência complementar e a adoção do modelo de contribuição definida alteraram a forma de valorização do capital desses fundos e estimulou o afluxo de clientes e a criação de novos produtos. Entretanto, o modelo de alocação das carteiras dos fundos de pensão pouco se diferencia das aplicações mais tradicionais. O peso dos títulos públicos na carteira própria caiu por uma questão meramente operacional. Os aportes transferiram-se aos fundos de renda fixa, responsáveis pelas aplicações em papéis do governo. Assim, a soma das aplicações diretas em títulos públicos e as realizadas por meio dos fundos de investimentos, supera a casa dos 70% do total da carteira, ou seja, se reproduz a estratégia dos fundos de investimentos (Tabela 5).

Tabela 5

Composição da Carteira dos Fundos de Pensão (EFPC) e Cias de Seguro – % do total

	dez/04		dez/05		dez/06		dez/07		dez/08		dez/09		dez/10		dez/11		dez/12		dez/13		mar/14		jun/14	
	EFPC	Seguros EFPC																						
Ações	21,0%	3,0%	21,2%	2,1%	21,7%	3,5%	21,3%	0,7%	13,4%	1,7%	17,3%	1,2%	16,9%	2,1%	14,5%	1,6%	14,5%	1,4%	13,8%	0,9%	12,7%	0,9%	12,3%	1,0%
Títulos da Dívida Privada	1,4%	0,0%	1,2%	1,6%	1,4%	1,5%	1,3%	1,3%	1,4%	2,2%	1,3%	1,9%	2,9%	1,2%	3,4%	1,2%	4,3%	1,1%	3,5%	1,2%	3,4%	1,2%	3,4%	1,0%
Depósitos Bancários	0,9%	0,0%	1,2%	2,7%	1,1%	3,5%	0,9%	3,1%	2,0%	4,9%	1,8%	4,6%	1,7%	4,0%	1,6%	3,8%	1,0%	2,3%	0,9%	2,0%	0,8%	1,8%	0,8%	1,6%
Títulos da Dívida Pública	12,2%	33,8%	12,6%	30,3%	12,9%	26,0%	15,3%	27,1%	19,7%	29,0%	18,2%	17,6%	30,3%	16,4%	29,5%	16,0%	34,7%	11,0%	32,1%	11,9%	35,4%	12,2%	36,3%	
Empre. Finance. e Participantes	3,2%	0,0%	2,9%	0,0%	2,6%	0,0%	2,2%	0,0%	2,6%	0,0%	2,5%	0,0%	2,6%	0,0%	2,7%	0,0%	2,7%	0,0%	2,8%	0,0%	2,9%	0,0%	2,8%	0,0%
Fundos de Investimentos	59,4%	63,2%	59,2%	63,3%	58,7%	65,4%	57,4%	67,8%	59,2%	62,2%	56,7%	61,8%	58,0%	62,4%	61,0%	63,9%	61,4%	60,2%	67,6%	63,6%	67,9%	60,6%	68,2%	60,0%
Outros Ativos Financeiros	1,8%	0,0%	1,7%	0,0%	1,6%	0,0%	1,5%	0,0%	1,7%	0,0%	2,1%	0,0%	0,3%	0,0%	0,5%	0,0%	0,5%	0,1%	0,4%	0,1%	0,4%	0,1%	0,3%	0,0%
TOTAL DO ATIVO	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Cemec – Contas Financeiras, setembro 2014.

A proximidade das estratégias estreita-se ainda mais ao se focar as entidades abertas de previdência complementar. A legislação deu a estas entidades condições de se apresentarem como alternativa de aplicação financeira e as aplicações, que deveriam ser encaradas como recursos para a aposentadoria,

transformaram-se em conta de investimento, com a dinâmica presa à busca de rentabilidade, oferecida aos clientes bancários como meio de valorizar a riqueza financeira. As instituições bancárias, pressionadas a oferecer rentabilidade de curto prazo compatível com outras formas de aplicação financeira e sujeitas a elevado *turn over*, seguem lógica próxima a dos fundos de investimentos, com carteiras concentradas em operações de curto prazo, em que predominam os títulos públicos.

A alta rentabilidade, o baixo risco e a facilidade de adaptação à conjuntura faz com que essa estratégia atenda às expectativas dos investidores e seja bem vista nos fundos fechados de pequeno porte porque tem boa chance de responder à meta atuarial.

Os fundos de empresas estatais de grande porte, como mostra Conti (2016), têm uma atuação mais agressiva e diversificam os investimentos, com aportes em operações de longo prazo. No entanto, os títulos públicos seguem no papel de âncora importante de rentabilidade, apesar de terem sido, praticamente, eliminados das carteiras próprias. As aplicações em títulos públicos transferiram-se, por motivo operacional, aos fundos de investimentos exclusivos, utilizados, sobretudo, como meio de ajustar a composição das aplicações ao momento conjuntural.

As companhias de seguro seguem movimento semelhante aos dos demais investidores institucionais. O carregamento de títulos públicos em carteira própria girou ao redor de 30% do total aplicado. Porém, se forem adicionados os aportes nos fundos de investimentos, que, como se viu acima, contam com forte presença de títulos públicos, o valor supera 90% da carteira e reflete o comportamento típico da alocação da riqueza financeira.

Os investidores estrangeiros apresentam comportamento um pouco destoante do que foi visto até agora. O foco principal das aplicações encontra-se em ações, cujo valor atingiu 77,1% do total em dezembro de 2005 e caiu para 52,4% em junho de 2014. A carteira de ações, mesmo perdendo participação, mantém-se à frente das aplicações em títulos públicos, que, no entanto, cresceu desde 2008 e atingiu 42,9% no último dado da série, acompanhando as

turbulências do mercado⁵. A compra de títulos da dívida privada, por sua vez, mesmo incentivada, não conseguiu atrair a atenção e alcançou montante pouco expressivo (Tabela 6).

Tabela 6
Composição da carteira dos investidores estrangeiros – Composição percentual

	dez/04	dez/05	dez/06	dez/07	dez/08	dez/09	dez/10	dez/11	dez/12	dez/13	mar/14	jun/14
Ações	69,8%	77,1%	73,2%	71,9%	54,0%	65,2%	62,0%	59,8%	57,7%	54,2%	51,8%	52,4%
Títulos da Dívida Privada	0,4%	1,5%	0,9%	2,5%	4,3%	3,6%	0,8%	1,3%	2,0%	4,1%	4,3%	4,6%
Depósitos Bancários	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,3%	0,0%	0,2%	0,1%
Títulos da Dívida Pública	5,3%	4,7%	11,1%	12,0%	23,5%	19,6%	25,7%	27,3%	29,5%	32,5%	35,4%	35,7%
Fundos de Inv. (fts. Públicos)	24,5%	16,6%	14,8%	13,5%	18,2%	11,6%	11,4%	11,4%	10,5%	9,2%	8,3%	7,2%
TOTAL DO ATIVO	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Cemec – Contas Financeiras, setembro 2014.

Enfim, quando se toma o conjunto dos atores econômicos fica transparente a alta concentração das aplicações em títulos da dívida pública, que se constituiu, no caso brasileiro, no modelo característico de valorização da riqueza financeira. Estes títulos são, de longe, o ativo mais procurado e dão o tom do mercado privado, forçado a oferecer condições de rentabilidade e liquidez semelhantes às dos títulos públicos para merecerem a atenção dos investidores.

Tabela 7
Estoque de títulos privados por indexador

	dez/10	dez/11	dez/12	nov/13
DI	91,3%	89,2%	87,7%	89,0%
Índice Preço	3,3%	4,5%	6,2%	6,1%
Selic	1,5%	1,4%	0,8%	0,6%
Prefixado	2,0%	2,0%	1,9%	1,6%
TR	0,4%	1,6%	1,7%	1,7%
Outros	1,5%	1,3%	1,7%	1,0%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fonte: Boletim Anbima Renda Fixa: jan. 11 ano II, n. 14; Jan. 12 ano III, n. 26; jan. 12, ano IV, n. 38; jan. 14, ano V, n. 15.

Não surpreende o fato de ampla maioria do estoque dos títulos privados, como mostra a Tabela 7, estarem referenciados à taxa de juros do mercado interbancário (CDI-over). Os agentes, diante da alternativa dos títulos públicos, têm resistência em abandonar o viés de curto prazo. É mais seguro não enfrentar

(5) Em fevereiro de 2006, o governo brasileiro concedeu isenção tributária aos investimentos estrangeiros em títulos da dívida pública interna. Porém, só no contexto internacional de liquidez abundante e taxas de juros próximas de zero do pós-crise, os títulos públicos brasileiros passaram a atrair investidores estrangeiros em busca de retorno elevados.

o risco de projetos de investimentos de longo prazo e priorizar as aplicações atreladas ao DI (Freitas, 2013).

5 O comportamento nos anos de Lula e Dilma

A eleição de Lula gerou certa ansiedade diante da incerteza de como iria se comportar um governo que se propunha a olhar para a população de renda baixa. A divulgação da “Carta aos Brasileiros” deixou evidente que não haveria confronto e o marco geral do regime canônico de política econômica, com a conjugação de interesses aí envolvidos, seria preservado.

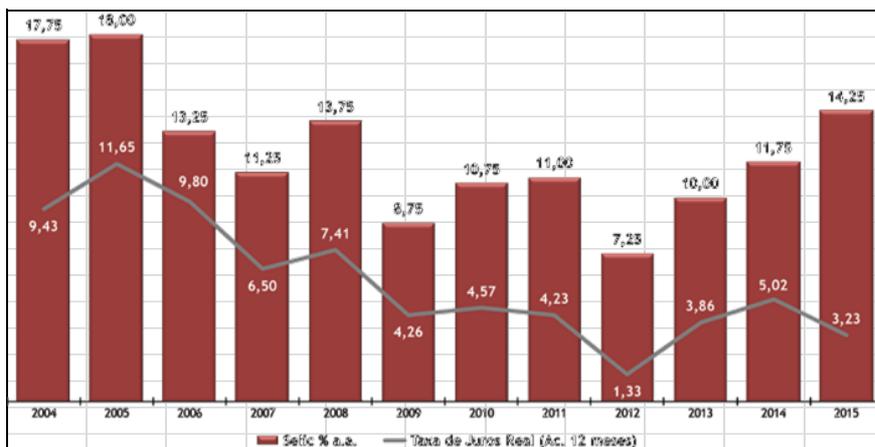
Lula cumpriu as promessas de campanha e privilegiou as camadas mais pobres. O fez, no entanto, sem ameaçar interesses já consolidados. O governo caracterizou-se por avançar pelas linhas de menor resistência e responder, simultaneamente, como colocou Erber (2011), a duas convenções⁶.

A retomada do crescimento, com o auxílio do mercado internacional, viabilizou a convivência das duas convenções. A ascensão das classes mais baixas, apoiadas no aumento do salário mínimo e na ênfase dada aos programas sociais, não mexeu com as articulações envolvendo os interesses financeiros associados à política de juros altos e câmbio valorizado, bem como à rolagem da dívida pública, nem tampouco com as vantagens aos ganhos financeiros presentes na cobrança do imposto de renda.

Os juros reais, mesmo em queda, permaneceram altos, sobretudo, quando se leva em conta o cenário internacional pós-crise de 2008, e deixaram intacta a lógica de valorização financeira anterior (Gráfico 2).

(6) Erber (2011) defende a posição que o governo Lula trabalhou com duas convenções de desenvolvimento. A convenção institucionalista, defendida pelo Ministério da Fazenda e o Banco Central, que “visa ao estabelecimento de normas e organizações que garantam o correto funcionamento dos mercados, de forma que estes cumpram suas funções de alocar recursos do modo mais produtivo, gerando poupanças, investimento e, em consequência, crescimento econômico” (p. 38) ... “A estabilidade de preços e a expectativa dos atores econômicos de que esta é duradoura constituem parte indispensável desta convenção, posto que afetam não apenas as transações correntes como os contratos futuros e, portanto, a poupança e o investimento. ... O cânone liberal condiciona a estabilidade ao estabelecimento de regras formais que disciplinem o comportamento do Governo e dos agentes privados. Tais regras se expressam através de metas, fiscais e de inflação, que permitem a sociedade monitorar o desempenho do Governo.” (pag.39). De outro lado, a convenção “neodesenvolvimentista”, que “tem uma visão de sociedade essencialmente cooperativa, expressa através do conceito de ‘pacto social’ ... que se traduz, na prática, na prioridade à inclusão social. Do ponto de vista econômico, seu núcleo duro e de inspiração keynesiana - o crescimento é impulsionado pelo aumento autônomo da renda familiar dos grupos mais ‘pobres’, via salário mínimo e transferências fiscais, e de investimentos em infraestrutura e construção residencial, rigidos pelo Estado (p. 45).

Gráfico 2
Taxa de juros real



Febraban. Painel Econômico e Financeiro, 2015 (1. Ed.).

A política monetária respaldou a valorização da riqueza financeira e favoreceu os seus beneficiários. A expansão econômica abriu espaço à colocação de títulos privados e melhorou o perfil da dívida pública, embora não tenha alterado as características básicas de gestão. O mercado continuou preso aos papéis públicos e prevaleceu a rolagem no curto prazo. A busca por liquidez continuou a dar a tônica do mercado. Em janeiro de 2010, como rescaldo da grande crise, a soma das LFTs e das operações compromissadas alcançaram 77,3% do estoque de dívida pública e reproduziram sintomas semelhantes aos observados no tempo em que a dívida girava integralmente no *overnight* (Lopreato, 2014).

A acumulação de ganhos financeiros preservou o espaço dos beneficiários de ativos líquidos e de alta rentabilidade. A opção dos bancos privados de não ampliarem o crédito e reterem a liquidez contou com o fato de os juros reais, mesmo diante da crise internacional, manterem-se em patamar elevado e sustentarem o ritmo de acumulação financeira⁷. A indústria, graças ao mercado aquecido e à disponibilidade de crédito do BNDES, teve resultados positivos e se valeu dos ganhos de tesouraria para compensar parte dos entraves

(7) O Banco Central do Brasil elevou os juros em setembro de 2008 praticamente às vésperas da quebra do Lehman Brothers. A opção de títulos sem risco e com liquidez e rentabilidade elevadas contribuiu decisivamente para a contração do crédito doméstico e para o empocamento de liquidez na esteira da crise internacional, no contexto de incerteza, aversão ao risco e crise de confiança (Freitas, 2009).

colocados pela concorrência chinesa. Os interesses dos demais agentes do mercado financeiro não foram afetados. As aplicações em fundos de pensão e fundos de investimentos cresceram com a expansão da renda e, beneficiados com a alta rentabilidade, puderam defender o espaço ocupado no espectro de distribuição de renda.

O governo Dilma, apesar dos traços de continuidade em relação ao papel do Estado e à política de gastos sociais, apontou os limites em simplesmente manter a estratégia anterior e defendeu mudanças de rumo da política econômica, com o objetivo de retomar o papel da indústria como fator de propulsão do PIB e de assegurar condições de sustentar o programa de inclusão social.

A troca do regime de política macroeconômica iniciou-se com a alteração da regra de remuneração da caderneta de poupança. A fixação do rendimento dos novos depósitos em 70% da Selic, no caso de esta ser menor ou igual a 8,5%, retirou o piso até então existente para os juros básicos da economia. O piso existia, na prática, para evitar o deslocamento de aplicações e a concentração de *funding* no mercado imobiliário caso a Selic ficasse abaixo do rendimento da poupança, o que poderia vir a causar problemas à colocação da dívida pública⁸.

A mudança da política de câmbio e de juros, aliada aos incentivos fiscais e o apoio do BNDES, buscou conter o ganho financeiro e elevar o crescimento dos investimentos e das exportações do setor industrial, como meio de impulsionar o PIB. Porém, o movimento produziu efeitos indesejados mesmo na indústria, a quem teoricamente buscava favorecer.

As causas do insucesso não podem ser atribuídas à simples mudanças da política econômica. As alterações dos marcos regulatórios de diferentes setores geraram impasses e controvérsias. Além disso, como colocou Carneiro (2017), as condições do ciclo de liquidez internacional e o papel protagonista da China na constituição das cadeias globais de valor, bem como as restrições em levar adiante o modelo responsável por sustentar o crescimento na era Lula, limitaram os espaços de atuação do governo Dilma e criaram dificuldades em conciliar o arranjo de forças e os interesses específicos em torno do projeto idealizado.

A perda de apoio do governo Dilma prende-se certamente a múltiplos fatores. No entanto, deve-se destacar o fato de que a política econômica, ao alterar juros e câmbio, além de adotar controle de capitais, em particular dos derivativos,

(8) A remuneração de 0,5% ao mês, acumulado de 6,17% a.a. + TR (taxa referencial), livre de IR, determinava um piso para os juros em torno de 8,5%.

tocou em dois pilares do sistema presentes desde o tempo de FHC e interferiu em amplo conjunto de interesses aglutinados em torno desses preços básicos da economia. A proposta apontava alterações significativas da dinâmica econômica e merece atenção. Não se pode descartar a ideia de que o fato de mexer com múltiplos interesses arraigados contribuiu para afastar os apoios e agregou outros elementos ao desarranjo político em curso.

A nova conformação desses preços macroeconômicos mexeu no equilíbrio proposto no governo Lula de avançar apoiado em duas convenções potencialmente antagônicas e infligiu perdas a diferentes atores. A desvalorização alterou a lógica de anos anteriores, com reflexo no custo em reais da dívida externa de diferentes segmentos e no arranjo da indústria responsável por elevar o peso dos componentes estrangeiros na produção, além de afetar o modelo de atuação do comércio de produtos importados e afetar a riqueza, na comparação em dólares, de agentes com estratégias internacionalizadas. Por outro lado, a redução da taxa de juros, que se manteve a 7,25% de outubro de 2012 a abril de 2013, com a taxa de juros real se colocando abaixo de 1,5% a.a, e a não rolagem das LFTs, com a finalidade de reduzir, ou mesmo acabar, com a sua participação na estrutura da dívida pública, pegou vários de surpresa e descontentou aos investidores atrelados a títulos públicos ou ativos indexados ao DI.

A ação do BC gerou intensa reação contra o que os analistas chamaram de ação intempestiva e precipitada. As críticas ganharam fôlego com o repique inflacionário. O simples fato de a queda da taxa de juros ter provocado a alta da inflação, visão defendida por economistas da teoria dominante, é controversa⁹. O aumento dos preços pode ser atribuído a outros fatores: (i) desvalorização cambial de mais de 50%, com reflexo em cadeias produtivas com alta participação de insumos importados; (ii) o impacto no preço dos alimentos no mercado interno provocado pelo aumento das *commodities* no mercado mundial e (iii) a crise do regime hídrico e os efeitos sobre os preços de energia elétrica e alimentos. A ação conjugada desses elementos certamente responde por boa parte da inflação e não os efeitos nocivos de demanda agregada, sobretudo, quando se constata o declínio do ritmo de expansão da atividade econômica.

A razão da desproporcional reação à queda da taxa de juros talvez possa estar nas perdas realizadas por diferentes segmentos do mercado ou mesmo na conscientização de que os novos rumos afrontavam interesses consagrados e

(9) O texto de Cockrane (2016) abriu o debate sobre a relação entre juros e inflação no seio dos economistas tradicionais, com forte repercussão no Brasil a partir da publicação de Lara Resende (2016).

abriam espaço à confrontação de pontos basilares do arranjo vigente há tempo na economia brasileira.

A redução substantiva da taxa de juros real trouxe problemas de duas ordens ao modelo vigente. A primeira refere-se à perda do ritmo de valorização do capital decorrente da menor taxa de juros, com impacto no ganho acumulado dos recursos financeiros. A alteração desse preço-chave mexeu na valorização da riqueza financeira assentada na composição tradicional do portfólio, composta, como se viu acima, de títulos públicos, preferencialmente, de curto prazo. A segunda talvez tenha apelo ainda maior ao elevar o patamar de risco que os agentes estavam acostumados a lidar nas aplicações indexadas à taxa de juros.

A mudança, potencialmente, atingia o *modus operandi* da economia brasileira. A busca por aplicações de mais longo prazo, com a compra de títulos públicos pré-fixados ou indexados à inflação, bem como a necessidade de elevar a compra de ativos privados para obter ganhos de rentabilidade, realçou a obrigatoriedade de elevar a tomada de risco como meio de rentabilizar a carteira, fato comum em outras economias, mas de difícil aceitação por aqui, graças ao peso desproporcional dos títulos público e das operações de alta liquidez, aliado à atuação usual do Tesouro ou do Banco Central de oferecer proteção contra oscilações da taxa de juros e de câmbio.

O movimento, caso fosse mantido, teria impacto relevante no arranjo da indústria e do comércio, mas o efeito dominante seria na gestão do mercado financeiro e nas condições de financiamento da economia brasileira. O movimento retiraria os agentes da zona de conforto e elevaria o risco deles que, premidos pela necessidade de elevar a rentabilidade, teriam de aumentar o carregamento de títulos longos e buscar títulos privados, ampliando, assim, o espaço que esses ativos usualmente ocupam. A maior participação de títulos privados impactaria as condições de financiamento, mas, ao mesmo tempo, elevaria o risco de carregamento da carteira. O resultado possível estaria na maior aproximação do mercado brasileiro à realidade de outros países, cuja possibilidade de ganho está associada à assunção de risco, condição, em grande medida, ausente do cenário brasileiro.

A novidade talvez esteja no fato de o ciclo de juros iniciado em outubro de 2012 mexer em um dos pilares da dinâmica financeira e sinalizar o limiar de mudanças nas práticas do mercado financeiro e na forma de apropriação da renda. A ameaça potencial ao arranjo de interesses aglutinados em torno do elevado

patamar de juros gerou resistências e críticas, contribuindo, provavelmente, para erodir a base precária de sustentação do governo.

O setor bancário sentiu os efeitos negativos da queda dos juros e da perda imposta pela marcação a mercado dos títulos no momento de reversão do ciclo, além de sofrer perdas com o que foi chamado de *guerra dos spreads*, desencadeada pela política dos bancos públicos de reduzir as suas taxas. Os índices de retorno sobre o ativo e sobre o capital caíram no biênio 2012/2013 a níveis comparáveis a períodos de crises internacionais e tiveram comportamento ainda pior em 2014 graças à desaceleração da atividade econômica, (Tabela 8).

Tabela 8

Anos	Taxa de Retorno		Anos	Taxa de Retorno	
	sobre ativo	sobre capital		sobre ativo	sobre capital
1997	0,27	4,92	2006	2,41	24,29
1998	0,22	9,16	2007	2,82	29,27
1999	1,60	15,76	2008	0,54	5,23
2000	1,04	10,18	2009	1,95	17,94
2001	1,02	10,07	2010	1,66	16,84
2002	2,26	21,73	2011	1,26	13,76
2003	2,56	25,19	2012	0,47	5,04
2004	2,14	21,32	2013	0,31	3,24
2005	2,18	22,33	2014	0,09	0,99

Fonte: Global Financial Development Database june 2016

As observações de Oliveira (2016) reforçam o entendimento sobre o baixo desempenho do setor bancário. Os cinco maiores bancos brasileiros reduziram os ganhos com as operações com títulos e valores mobiliários (TVM) em 2012 e, sobretudo, em 2013, período em que a taxa de juros atingiu o seu patamar mais baixo e ocorreram perdas com a marcação a mercado de títulos pré-fixados. As operações com TVM voltaram a subir com a retomada do ciclo de alta dos juros, mas não foram suficientes para evitar as perdas das instituições financeiras decorrentes da retração econômica.

A gestão dos fundos de investimentos enfrentou novos desafios nos poucos meses em que a taxa de juros permaneceu baixa. As taxas de administração de vários fundos tiveram de ser revistas para se adaptarem à situação, bem como a composição das carteiras. A busca de rentabilidade, como meio de evitar a fuga das aplicações, reforçou o processo de alongamento das carteiras, iniciado no governo Lula, e introduziu novo patamar de risco, considerando o quadro tradicional de instabilidade macroeconômica.

A rentabilidade de parte importante dos fundos (curto prazo, DI, renda fixa-crédito livre e multimercados – estratégia específica) caiu em 2012 e, principalmente, em 2013, quando a reversão do ciclo de baixa dos juros penalizou o tímido reposicionamento das carteiras realizado no momento anterior, que, apesar de responder à conjuntura, ainda se manteve fortemente concentrada em títulos públicos e operações compromissadas (Tabela 9).

Tabela 9
Rentabilidade dos fundos por tipo (2008-2014) – em %

Tipo/ano	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Curto prazo	12,37	9,86	9,7	11,54	8,44	8,14	10,81
Referenciado DI	12,11	10,21	9,91	11,85	8,62	8,06	11
Renda fixa	12,85	10,48	11,71	12,48	12,42	5,45	11,51
Renda fixa - crédito livre	11,87	10,67	10,76	11,91	9,45	7,9	10,79
Balanceados	2,53	19,93	9,87	9,13	14,99	1,03	NC
Capital protegido	-0,3	13,99	9,75	-0,49	7,95	5,17	NC
<i>Long and short</i> - neutro	-	8,12	11,95	11,03	12,15	10,03	12,96
<i>Long and short</i> - direcional	-	8,46	11,11	11,23	13,32	10,2	7,86
Multimercados - macro	-	9,43	12,15	12,38	18,21	8,49	8,16
Multimercados - multiestratégia	-	5,06	12,05	9,54	14,43	6,68	9,91
Multimercados - multigestor	-	7,76	10,64	10,55	11,35	6,76	7,84
Multimercados - juros e moedas	-	5,16	10,83	12,51	11,51	5,1	10,44
Multimercados - estratégia específica	-	6,78	12,53	12,15	8,59	0,39	13,97
Ações Ibovespa ativo	-43,47	79,03	1,75	-15,26	14,36	-2,57	-3,64
Ações IBRX ativo	-43,17	74,53	2,06	-13,95	13,43	-3,67	-2,74
Ações setoriais	-28,48	50,11	2,58	-17,47	0,8	-7,99	NC
Ações small caps	-44,21	117,66	18,37	-16,5	22,01	-10,39	-9,34
Ações dividendos	-28,14	59,39	9,24	3,79	15,96	-3,14	-0,71
Ações livre	-37,8	74,81	11,54	-6,82	20,61	1,94	-1,29

Fonte: Anbima ([s.d.] a). Apud Ferreira (2017, p. 307).

A perda de rendimentos dos fundos multimercados teve reflexos na valorização do capital de pessoas de alta renda e de famílias de grandes fortunas, afetando número significativo de famílias que se transformaram em rentistas com a venda das empresas e ficaram dependentes do nível da taxa de juros como meio de rentabilizar o estoque da riqueza financeira.

Os fundos de pensão viveram situação semelhante. Os gestores tiveram de posicionar a carteira à luz da queda dos juros e analisar alternativas de aplicações. A análise de Conti (2016) apontou a ocorrência de alterações marginais nas carteiras, mesmo com a queda de rentabilidade dos títulos públicos. As razões para esse comportamento, possivelmente, está no baixo dinamismo

econômico e dos mercados financeiros ou no fato de a convivência com juros baixos ter durado tempo insuficiente para forçar o reposicionamento. O ciclo de juros iniciado em 2012, embora pouco tenha afetado a composição das carteiras dos fundos, trouxe perda de rentabilidade do conjunto das entidades e forçou a revisão das metas atuariais, sinalizando as consequências possíveis de uma economia com juros baixos.

O impacto sobre o setor empresarial não é homogêneo e pode variar de acordo com o setor ou mesmo das condições de cada empresa. É certo que a alta liquidez constitui-se em característica marcante da economia brasileira e os ganhos de tesouraria ocupam há tempos lugar de destaque na estratégia de lucro empresarial, com os recursos próprios, como mostram os estudos do CEMEC, respondendo por parcela expressiva do financiamento das empresas não financeiras. Por esta razão, a queda dos juros não necessariamente atende os interesses do setor industrial, pois pode afetar os ganhos financeiros e reduzir a taxa de rentabilidade empresarial.

O efeito positivo gerado pelo movimento dos juros no custo normal de financiamento pode não ter o resultado esperado, sobretudo para as grandes empresas, que tem alta parcela dos créditos contratados com juros subsidiados do BNDES. É preciso aprofundar os estudos para melhor se avaliar as consequências sobre o setor industrial, particularmente sobre as grandes empresas, de uma política sustentada de juros baixos.

Considerações finais

A alta taxa de juros é um traço marcante da economia brasileira e os analistas divergem em relação às suas causas. Certamente, não há uma única razão capaz de captar as diferentes dimensões do movimento da taxa de juros e de pensar as mudanças ocorridas em diferentes momentos. Entretanto, a política de juros altos pouco ou nada se alterou no decorrer do tempo. O seu caráter perene sustentou o processo de valorização da riqueza financeira e delegou ao setor público o ônus dos encargos com os juros, em detrimento de outras rubricas das contas públicas.

A tese aqui proposta é que a convivência com a alta taxa de juros, em boa medida, prende-se aos interesses de diferentes segmentos da sociedade brasileira, donos de parcela preponderante dos recursos líquidos, que veem nesse mecanismo a garantia de valorização da riqueza financeira. Como se procurou mostrar, as operações com títulos da dívida pública e os rendimentos atrelados ao

DI definem as condições de rentabilidade das aplicações e alimentam o caráter rentista presente na sociedade.

A queda permanente do patamar da taxa de juros implicaria em alterar traços marcantes da dinâmica econômica atual. De um lado, a redução dos ganhos financeiros traria perdas ao rentismo e aos interesses de parte dos trabalhadores, da classe média e, sobretudo, dos donos de parcela expressiva do capital. Por outro lado, o modelo em vigor teria de ser repensado. Os diferentes atores, na busca por rentabilidade, seriam compelidos a rever as posições presas à posse de títulos públicos e de ativos de curto prazo atrelados à lógica do DI. As aplicações de mais longo prazo e a posição dos títulos privados ganhariam espaços, como é comum em economias de capitalismo maduro.

O movimento afastaria os donos da riqueza da zona de conforto, presa aos títulos públicos, e os pressionaria a assumir maiores riscos em troca de melhorar a performance, fato incomum no cenário brasileiro, com reflexos na gestão da dívida pública e nas condições de financiamento da economia brasileira.

Não surpreende, portanto, a resistência à política do Banco Central de 2012 nem a aceitação atávica à política de juros elevados. A vigência de novas normas no mercado monetário mexeria com interesses consolidados há tempos e daria lugar à outra ordem, com ritmo menor de valorização financeira e ampliação do risco, regras contrárias ao modelo rentista vigente no País.

Referências bibliográficas

ALMEIDA, J. S. G. et. al. Padrões de financiamento das empresas: a experiência brasileira. In: CINTRA, Marcos Antônio Macedo; SILVA FILHO, Edison Benedito da (Org.). *Financiamento das corporações: perspectivas do desenvolvimento brasileiro*. Brasília: Ipea, 2013.

BELLUZZO, L. G.; ALMEIDA, J. S. *Depois da queda: a economia brasileira: da crise da dívida aos impasses do real*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

CARNEIRO, R. *Navegando a contravento: (Uma reflexão sobre o experimento desenvolvimentista do Governo Dilma Rousseff)*. Campinas: IE/Unicamp, 2017. (Texto para Discussão, n. 289).

CARVALHO, C. E. *Liquidez dos haveres financeiros e zeragem automática do mercado*. *Revista de Economia Política*, v. 131, n. 1 (49), p. 25-36, jan-mar, 1993.

COCHRANE, J. H. Do higher interest rates raise or lower inflation? Available at: <http://faculty.chicagobooth.edu/john.cochrane/research/papers/fisher.pdf>. Access: 2016.

DE CONTI, B. Os fundos brasileiros de previdência complementar: segmentações analíticas e estudos preliminares sobre a alocação de seus recursos. In: SANTOS, Claudio H. M. (Org.). *Características estruturais do sistema financeiro brasileiro: um registro da reflexão do IPEA no biênio 2014-2015*. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - IPEA, 2016. v. 1.

DE CONTI, B. Previ, Petros e Funcef: uma análise da alocação das carteiras das três maiores entidades brasileiras de previdência complementar (2003-2013). In: SANTOS, Claudio H. M. (Org.). *Características estruturais do sistema financeiro brasileiro: um registro da reflexão do IPEA no biênio 2014-2015*. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - IPEA, 2016. v. 1.

ERBER, F. As convenções de desenvolvimento no governo Lula: um ensaio de economia política. *Revista de Economia Política*, v. 31, n. 1 (121), p. 31-55, jan-mar, 2011.

FERREIRA, A. N. Fundos de investimentos no Brasil: institucionalidade e decisões de alocação de riqueza (2008-2014). In: SANTOS, Claudio H. M. (Org.). *Características estruturais do sistema financeiro brasileiro: um registro da reflexão do IPEA no biênio 2014-2015*. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - IPEA, 2016. v. 1.

FERREIRA, E. F. Programação monetária a curto prazo no Brasil. *Revista Brasileira de Economia*. Rio de Janeiro, v. 27, n. 2, p. 9-29, abr-jun, 1973.

FILGUEIRA, A. A indústria de fundos de investimentos brasileira e seu papel no desenvolvimento do mercado de capitais. ANDIMA, 2014. (Texto para Discussão, n. 3).

FREITAS, M. C. P. Financiamento de longo prazo no Brasil: avanços e desafios. In: CINTRA, Marcos Antônio Macedo; SILVA FILHO, Edison Benedito da. (Org.). *Financiamento das corporações: perspectivas do desenvolvimento brasileiro*. Brasília: Ipea, 2013.

FREITAS, M. C. P. Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito. *Estudos Avançados* (USP. Impresso), v. 23, p. 125-145, 2009.

FREITAS, M. C. P. Crédito bancário no Brasil: evolução e transformações institucionais. In: CARNEIRO, Ricardo (Coord.). *O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento*. Campinas: Cecon-IE/BNDES, 2007. (Subprojeto VIII, Relatórios I e II).

KEYNES, J. M. (1936) Teoria geral do emprego, do juro e do dinheiro. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1964.

LOPREATO, F. L. C Dívida pública: o limiar de mudanças? In: CALIXTRE, André B.; BIANCARELLI, André M.; CINTRA, Marco Antonio M. (Ed.). *Presente e futuro do desenvolvimento brasileiro*. Brasília: IPEA, 2014.

LOPREATO, F. L. C. *Caminhos da política fiscal do Brasil*. São Paulo: Editora UNESP, 2013.

LOPREATO, F. L. C. Problemas de gestão da dívida pública brasileira. Campinas: IE; UNICAMP, 2008. (*Texto para Discussão*, n. 139).

MENDONÇA de BARROS, L. C. A moeda indexada. *Economia e Sociedade*, Campinas, Instituto de Economia da Unicamp, n. 2, ago. 1993.

OLIVEIRA, G. C. A estrutura patrimonial do sistema bancário no Brasil no período recente (I-2007/I-2014). In: SANTOS, Claudio H. M. (Org.). Características estruturais do sistema financeiro brasileiro: um registro da reflexão do IPEA no biênio 2014-2015. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – IPEA, 2016. v. 1.

OLIVEIRA, G. C. *Estrutura patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos privados no Brasil (1970-2008): teoria, evidências e peculiaridades*. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia da Unicamp - IE, Universidade Estadual de Campinas - Unicamp, 2009.

OLIVEIRA, J. C. Reordenamento financeiro do governo federal: implicações da Lei Complementar n. 12. Brasília: Editora UnB, 1986. (*Texto para Discussão*).

RESENDE, A. L. Juros e conservadorismo intelectual. *Valor Econômico*, Caderno de fim de semana, 13/01/2017.

TAVARES, M. C. Natureza e contradições da evolução financeira recente. In: *DA substituição de importações ao capitalismo financeiro: ensaios sobre economia brasileira*. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1972.