

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

**BOLHAS E POLÍTICA MONETÁRIA – EVIDÊNCIAS PARA A ECONOMIA
BRASILEIRA**

Mauricio Dias Leister

Orientador: Prof. Dante Mendes Aldrighi

SÃO PAULO
2011

Prof. Dr. João Grandino Rodas
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Reinaldo Guerreiro
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Denisard Cneio de Oliveira Alves
Chefe do Departamento de Economia

Prof. Dr. Pedro Garcia Duarte
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Economia

MAURICIO DIAS LEISTER

**BOLHAS E POLÍTICA MONETÁRIA – EVIDÊNCIAS PARA A ECONOMIA
BRASILEIRA**

Tese apresentada ao Departamento de
Economia da Faculdade de Economia,
Administração e Contabilidade da
Universidade de São Paulo como requisito
para obtenção do título de Doutor em Ciências

Orientador: Prof. Dante Mendes Aldrighi

SÃO PAULO

2011

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Processamento Técnico do SBD/FEA/USP

Leister, Mauricio Dias

Bolhas e política monetária – evidências para a economia brasileira / Mauricio Dias Leister. – São Paulo, 2011.
200 p.

Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2011.
Orientador: Dante Mendes Aldrighi.

1. Política monetária 2. Finanças internacionais 3. Mercado de capitais
I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. II. Título.

CDD – 332.46

Dedico esta tese aos
meus pais Benedito e Celina,
e a minha esposa Glauciene.

Primeiramente agradeço a Deus por ter me concedido a oportunidade de cursar um Doutorado em uma Universidade de reconhecido prestígio. Mas mais do que isso, sou grato a Deus pela saúde, ânimo, equilíbrio e todas as condições necessárias para atingir mais esta etapa da minha formação acadêmica.

Ao professor Dante Aldrighi, orientador, pela paciência, atenção e esclarecimentos dispensados durante toda a elaboração dessa tese. Agradeço também aos professores Leda Paulani e Marcos Eugênio pelas valiosas contribuições durante a etapa da qualificação.

Sou profundamente grato aos meus pais, Benedito e Celina, por oferecerem incentivo incondicional a este projeto. Mas muito mais, por terem transmitido em toda minha vida valores de amor, perseverança, honestidade, companheirismo e respeito.

Aos meus queridos irmãos, Debora e Daniel, verdadeiros amigos que sempre apoiaram minhas decisões e comemoraram cada vitória alcançada.

A minha querida esposa Glauciene que se mostrou fonte inestimável de apoio e por ter tornado os anos de doutorado menos árduos. Certamente, não conseguirei expressar em apenas uma página a minha enorme gratidão a todos aqueles que, direta ou indiretamente, me acompanharam e participaram no desenvolvimento desse trabalho. Assim sendo, peço desculpa aos que, por falta de espaço ou descuido, não foram citados. Mas com certeza todos os meus amigos e familiares, de alguma forma que nem imaginam, me auxiliaram nesta tese de doutorado.

RESUMO

Este trabalho tem como tema os dilemas dos bancos centrais na condução da política monetária quando se vêem diante de bolhas de ativos mobiliários ou imobiliários. Primeiramente será apresentado o conceito teórico de bolha de acordo a tradição da hipótese dos mercados eficientes, por um lado, e segundo as visões que admitem alguma manifestação de irracionalidade/imperfeição no comportamento dos agentes participantes dos mercados financeiros (Keynes, Minsky e Finanças Comportamentais), por outro lado. Em seguida busca-se compreender o comportamento dos principais agentes econômicos no ambiente de finanças desregulamentadas, que surgiu a partir da década de 1970, bem como as vantagens e desvantagens de se adotar uma política monetária passiva diante das bolhas (como prefere a visão neoclássica convencional) ou pró-ativa (como defende a visão alternativa). Por fim, analisam-se como os agentes econômicos brasileiros se comportam nesse contexto, o potencial de geração de bolhas na economia doméstica e quais as dificuldades adicionais do Banco Central do Brasil, em relação às economias centrais, no manejo da política monetária em ambiente de bolhas de ativos.

Palavras-chave: política monetária; finanças internacionais; mercado de capitais.

ABSTRACT

The subject of this work are the trade-offs and challenges faced by Central Banks in the conduction of the monetary policy in the occurrence of a stock or real state bubble. In this thesis are presented the opinions of economists that believe in the random walk theory and in the efficient market hypothesis, and of those that assume some irrationality in the behavior of financial markets (Keynes, Minsky and Behavioral Finance) in respect of how Central Banks should use the monetary policy in the occurrence of bubbles. First it is showed the theoretic bubble concept under these two viewpoints. After that, the second chapter shows the behavior of main economic agents in the environment of deregulation, which emerged from the 1970s, as well as the advantages and disadvantages of adopting an either passive or active monetary policy to combat bubbles. Finally, the last chapter presents how brazilian economic agents behave in this context, the potential to generate bubbles in the domestic economy and the additional difficulties of the brazilian Central Bank in the management of monetary policy on asset bubbles environment.

Keywords: monetary policy; international finance; capital market.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	1
1. AS BOLHAS DO PONTO DE VISTA TEÓRICO	5
1.1 Hipótese dos Mercados Eficientes	5
1.2 A abordagem Keynesiana	10
1.3 A abordagem Minskyana	14
1.4 Finança Comportamental	19
2. CICLO DE ATIVOS E COMPORTAMENTO DOS AGENTES ECONÔMICOS.....	31
2.1 O comportamento das famílias	34
2.2 O comportamento dos investidores institucionais	39
2.3 O comportamento das empresas	45
2.4 O comportamento dos bancos e os impactos sobre o crédito	49
3. POLÍTICA MONETÁRIA E CICLO DE ATIVOS.....	57
3.1 A abordagem convencional.....	60
3.2 A abordagem LATW	65
3.3 Regulação prudencial.....	83
4. A ECONOMIA BRASILEIRA E SEU POTENCIAL DE GERAÇÃO DE BOLHAS .	101
4.1 O comportamento das famílias brasileiras	102
4.2 O comportamento das empresas brasileiras	107
4.3 O comportamento dos bancos brasileiros	112
4.4 O comportamento dos investidores institucionais brasileiros	122
4.5 A regulação prudencial no Brasil	129
4.6 O mercado de ações brasileiro	133
4.7 O potencial de geração de bolhas de ações na economia brasileira.....	140
4.8 O mercado imobiliário brasileiro	150
4.9 O potencial de geração de bolhas imobiliárias na economia brasileira	158
4.10 Indicadores de alerta para a economia brasileira	161
4.11 A política monetária no Brasil	168
CONCLUSÃO.....	183
REFERÊNCIAS	188
APÊNDICE I.....	201

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Taxa de poupança das famílias	35
Tabela 2: Crescimento das ações e das dívidas hipotecárias por parte das famílias ...	36
Tabela 3: Dívidas das famílias como % da renda disponível	38
Tabela 4: Despesa das empresas em P&D	47
Tabela 5: Déficit público e taxa de juros nos EUA	80
Tabela 6: Crescimento da FBKF, PIB e lucro	108
Tabela 7: Ativo do setor industrial	110
Tabela 8: Ativo do setor de serviços e comércio	110
Tabela 9: Fonte de financiamento do setor empresarial brasileiro	111
Tabela 10: Receita inflacionária dos bancos no início dos anos 90	114
Tabela 11: Receita de prestação de serviço e de despesa com pessoal.....	114
Tabela 12: Mercado de IPO em países selecionados	135
Tabela 13: Evolução das condições de financiamento	153

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Riqueza fictícia e renda real mundial	33
Gráfico 2: Declínio da parcela do trabalho na renda das principais economias industrializadas	37
Gráfico 3: Endividamento das famílias como % do PIB	38
Gráfico 4: Investidores institucionais	43
Gráfico 5: Participação dos lucros no setor empresarial.....	46
Gráfico 6: Razão investimento/lucros em economias avançadas	47
Gráfico 7: Inflação ao consumidor	66
Gráfico 8: Variação da produção industrial	66
Gráfico 9: Retorno preço das ações	66
Gráfico 10: Variação da taxa de emprego.....	66
Gráfico 11: Medidas de q e P/L para o setor empresarial não-financeiro dos EUA ...	72
Gráfico 12: Principais índices de ações dos EUA	80
Gráfico 13: Salário Mínimo, pobreza e desemprego	103
Gráfico 14: Índice de Gini x IPCA	103
Gráfico 15: Taxa de poupança bruta das famílias e variação do PIB	104
Gráfico 16: Taxa de poupança bruta (% do PNB)	105
Gráfico 17: Quantidade de investidores pessoa física na BM&FBOVESPA	105
Gráfico 18: Evolução do crédito habitacional	106
Gráfico 19: Crédito imobiliário/PIB	107
Gráfico 20: Fontes de financiamento da FBKF	112
Gráfico 21: Crédito livre PJ/PIB	112
Gráfico 22: Taxas anuais de inflação: 1970 a 2009	113
Gráfico 23: Evolução da relação crédito/PIB 1989-2009	115
Gráfico 24: Número de instituições financeiras do segmento bancário	117
Gráfico 25: <i>Market-share</i> do setor bancário no Brasil	117
Gráfico 26: Comparativo internacional: crédito/PIB x PIB per capita	119
Gráfico 27: Comparativo internacional: crédito/PIB x <i>Spread</i> bancário %	119
Gráfico 28: Crédito PF – Prazo, taxa e <i>spread</i>	120
Gráfico 29: Crédito PJ – Prazo, taxa e <i>spread</i>	121
Gráfico 30: Evolução da carteira dos fundos de pensão	123
Gráfico 31: Mix da carteira dos fundos de pensão	124
Gráfico 32: Ranking dos fundos de pensão segundo a carteira de investimentos	125
Gráfico 33: Ativos dos fundos de pensão em relação ao PIB em países selecionados	125
Gráfico 34: Evolução das carteiras das Entidades de Previdência Aberta.....	126

Gráfico 35: Ranking das Entidades de Previdência Aberta segundo a carteira de investimentos	126
Gráfico 36: Patrimônio Líquido dos fundos mútuos no Brasil (R\$ bilhões)	127
Gráfico 37: Patrimônio Líquido dos fundos mútuos no Brasil (%)	128
Gráfico 38: Participação relativa de cada tipo de fundo em países selecionados	128
Gráfico 39: Índice de Basiléia em países selecionados	129
Gráfico 40: Capitalização de mercado das principais bolsas em 2009	134
Gráfico 41: Evolução da capitalização de mercado da BM&FBOVESPA	134
Gráfico 42: Ofertas públicas no mercado brasileiro de ações.....	134
Gráfico 43: Participação dos investidores no volume negociado na BOVESPA	136
Gráfico 44: Retorno do Ibovespa x atuação dos investidores estrangeiros (anual) ...	137
Gráfico 45: Retorno do Ibovespa x atuação dos investidores estrangeiros (mensal)	137
Gráfico 46: Crédito com recursos livres PF.....	140
Gráfico 47: Composição dos fluxos de capitais externos para o Brasil no período 1985-2010	144
Gráfico 48: Composição dos investimentos estrangeiros em carteira	144
Gráfico 49: Índice preço/lucro do Ibovespa e do S&P500	148
Gráfico 50: P/L de bolsas e risco soberano de países selecionados.....	149
Gráfico 51: Crescimento do PIB e velocidade de vendas.....	150
Gráfico 52: Financiamentos imobiliários via recursos do SBPE.....	153
Gráfico 53: Financiamentos imobiliários via recursos do FGTS	154
Gráfico 54: Total de estoque valorizado registrado na Cetip	157
Gráfico 55: Preço de vendas de imóveis	158
Gráfico 56: Inadimplência do crédito imobiliário	159
Gráfico 57: Taxa do aluguel	161
Gráfico 58: Ibovespa.....	163
Gráfico 59: Crédito/PIB.....	163
Gráfico 60: Formação Bruta de Capital Fixo/PIB	163
Gráfico 56: Taxa de câmbio – efetiva real INPC - exportações	164