

Teorias de Determinação da Taxa de Juros

José Luis Oreiro

Professor do Instituto de Economia da
Universidade Federal do Rio de Janeiro

Pesquisador Nível IB do CNPq

Presidente da Associação Keynesiana
Brasileira

A Teoria dos fundos de empréstimos de determinação da taxa de juros



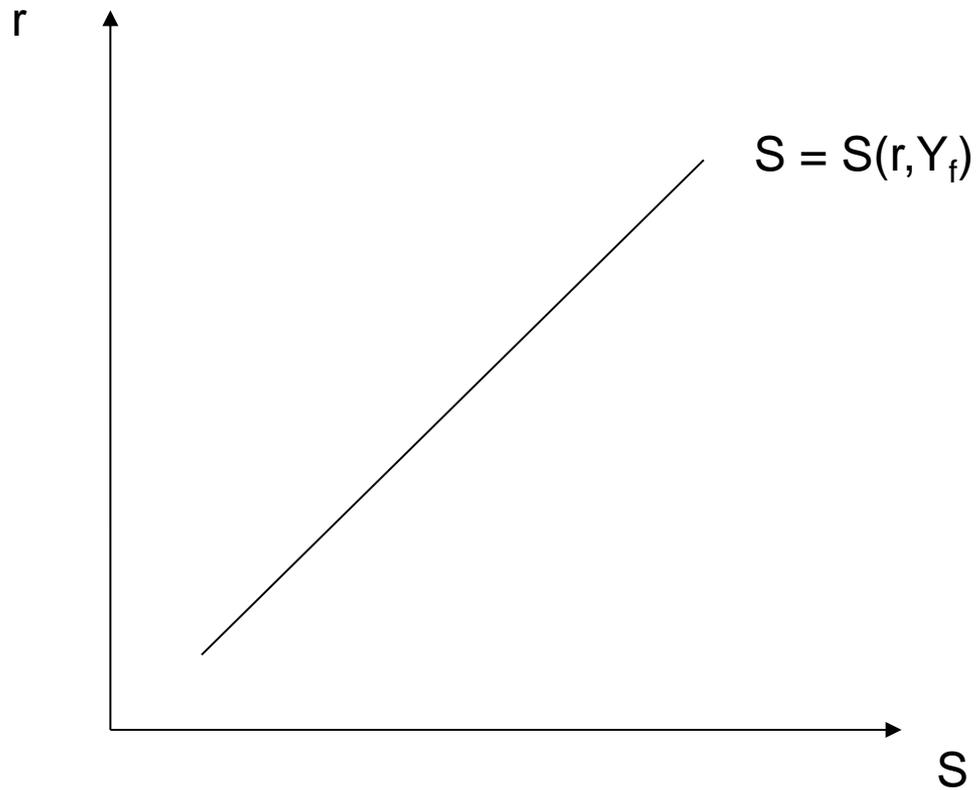
A Hipótese de Poupança Prévia

- ▶ A poupança – entendida como abstenção de consumo – é vista como uma condição necessária a acumulação de capital.
- ▶ Consumo e investimento são tidos como substitutos
 - Para aumentar o investimento é necessário reduzir o consumo de forma a “liberar” recursos produtivos (homens e máquinas) para a produção de bens de capital
- ▶ Essa visão pressupõe uma economia não monetária que opera com pleno-emprego dos recursos produtivos existentes.

A Decisão de Poupança

- ▶ Poupar significa abrir mão de consumo presente em troca de consumo futuro.
 - ▶ Como os indivíduos são “impacientes” essa troca envolve um sacrifício em termos de satisfação pessoal, a qual deve ser recompensada pela taxa de juros.
 - ▶ O volume agregado de poupança é uma função direta da taxa real de juros.
- 

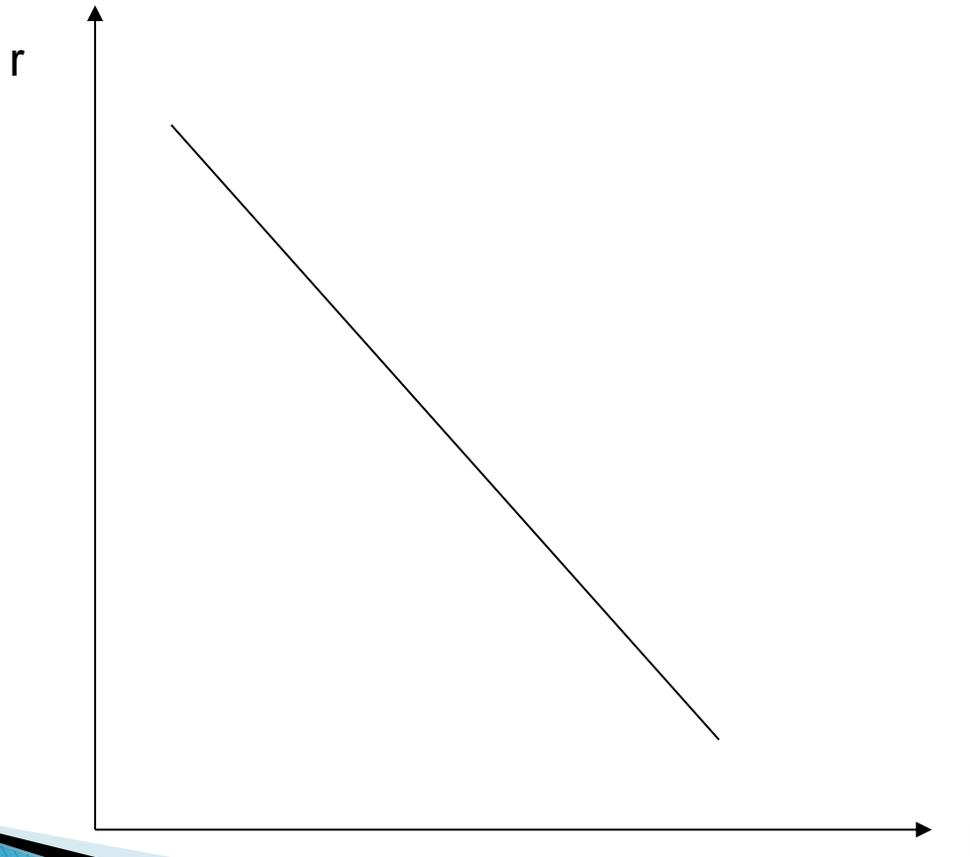
Poupança



A Decisão de Investimento

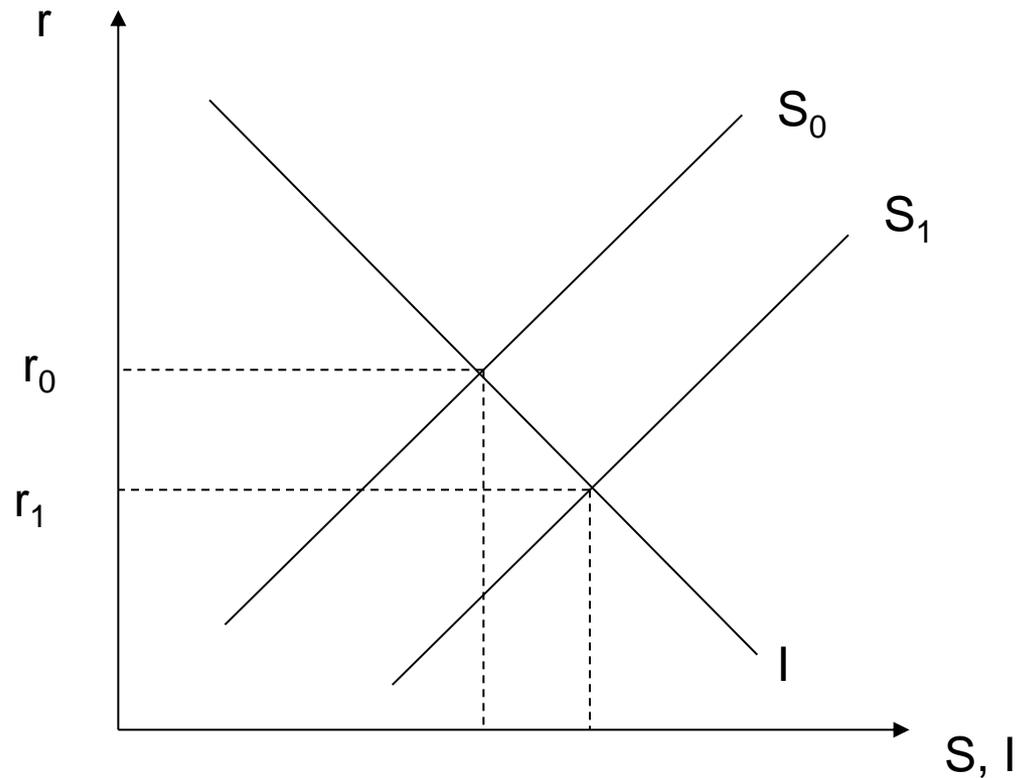
- ▶ As firmas investem com o intuito de ajustar o estoque de capital que elas possuem ao estoque de capital que elas desejam.
 - ▶ O estoque de capital desejado pelas firmas num dado ponto do tempo depende o custo do capital, dado pela soma da taxa real de juros com a taxa de depreciação do estoque de capital.
 - ▶ Quanto mais alto for o custo do capital menor será o estoque de capital que as firmas desejam possuir num dado ponto do tempo e, portanto, menor será o investimento que elas desejam realizar.
- 

Investimento

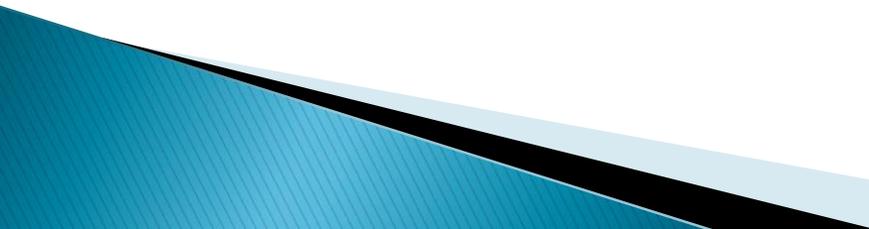


Equilíbrio no Mercado de Capitais

Um aumento da poupança gera uma queda da taxa de juros e um aumento do investimento



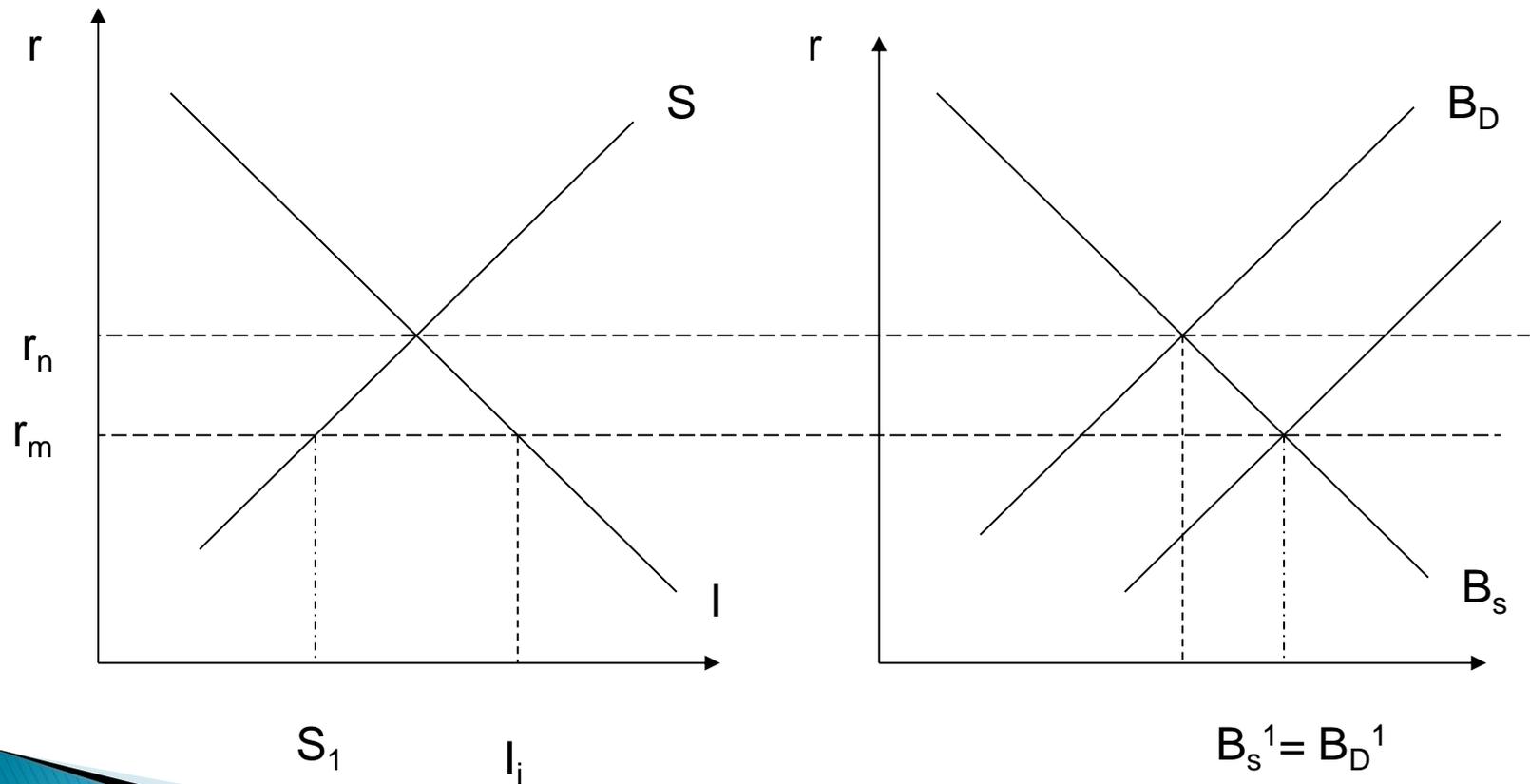
A Teoria dos Fundos de Empréstimos

- ▶ Economia moeda-crédito: bancos fazem a intermediação entre os fluxos financeiros nessa economia.
 - ▶ Três tipos de agentes: bancos, firmas e famílias.
 - ▶ Firmas: financiam o seu investimento em capital fixo por intermédio da venda de títulos (B) para as firmas e os bancos.
 - ▶ Bancos: financiam a sua compra de títulos através da captação de depósitos (D) junto as famílias.
 - ▶ Famílias: Alocam a sua riqueza entre títulos e depósitos bancários.
- 

Fluxos de Demanda e de Oferta

- ▶ Fluxo de oferta de títulos: novas colocações de títulos por parte das empresas para financiar os seus investimentos.
 - $B_s = I$
- ▶ Fluxo de demanda de títulos: compras de títulos pelas famílias (poupança) e pelos bancos comerciais (aumento dos depósitos bancários).
 - $B_D = S + \Delta D$
- ▶ Equilíbrio no mercado de títulos: $B_s = B_D$
- ▶ Se $\Delta D > 0$ então $I > S$ (desequilíbrio macroeconômico).

Taxa de juros natural e de mercado



A Teoria Keynesiana de determinação da taxa de juros



Preferência pela Liquidez

- ▶ Teoria da Preferência pela Liquidez: numa economia onde os agentes econômicos tomam suas decisões num contexto de incerteza forte, a moeda passa a concorrer com outros ativos pela preferência dos agentes na decisão de composição de portfólio.
 - A moeda num contexto de incerteza torna-se um ativo, ou seja, um veículo de transporte de riqueza ao longo do tempo.
 - Essa incerteza garante que a moeda não será um ativo dominado em termo de taxa de retorno pelos demais ativos existentes na economia.
 - Um ativo é dito dominado em termos de taxa de retorno se, para todos os estados da natureza possíveis, ele proporcionar uma taxa de retorno mais baixa do que os demais ativos.
 - Nos modelos de equilíbrio geral do tipo gerações sobre-postas (OLG), a moeda é um ativo que é dominada em termos de taxa de retorno por ativos que rendem juros.
 - Nesse contexto, o uso da moeda como ativo seria uma atitude irracional por parte dos agentes econômicos. O máximo que essas teorias aceitam é o uso da moeda como meio de troca.

Taxa de Juros ...

- ▶ Como a taxa de juros é determinada?
- ▶ Antes de mais nada, deve-se ter em mente que a taxa de juros é conceitualmente distinta da eficiência marginal do capital. A igualdade entre essas duas variáveis é uma condição de equilíbrio, mas isso não quer dizer que a taxa de juros seja determinada pela eficiência marginal do capital.
 - Essa observação se faz necessária para não se confundir a teoria de juros de Keynes com as teorias neoclássicas (wicksellianas) do juro que afirmam que a taxa de juros é determinada pela produtividade marginal do capital.
 - Aliás, o conceito de eficiência marginal do capital também não é equivalente ao conceito de produtividade marginal do capital. Este representa o acréscimo na quantidade produzida decorrente de um acréscimo no estoque de capital. A eficiência marginal do capital é a taxa de desconto que equaliza o fluxo de caixa esperado de um bem de capital recentemente produzido com o seu preço de oferta.

Taxa de juros ...

- ▶ Keynes também afirma que a taxa de juros não pode ser determinada pela “impaciência inter-temporal” dos indivíduos, como ocorre nos modelos de inspiração Fisheriana.
 - A crítica de Keynes a essa idéia é que a taxa de juros não pode ser entendida como uma recompensa pela renúncia ao consumo presente (ou seja, uma recompensa pela poupança) porque se um indivíduo decide manter a sua poupança na forma de moeda (entesouramento) ele não estará obtendo nenhuma remuneração (explícita) pelo seu não-consumo.

Taxa de juros ...

- ▶ Sendo assim, a taxa de juros deve ser entendida como uma recompensa pela renúncia a liquidez.
- ▶ Por que a liquidez é um atributo *desejável* pelos indivíduos? Ou seja, por que razão as pessoas podem estar dispostas a pagar (ou seja, renunciar a obtenção de uma remuneração explícita) para manter ativos líquidos no seu portfólio?
- ▶ É aqui que a *incerteza* assume um papel fundamental na teoria de Keynes. A *Preferência pela Liquidez* é uma decorrência direta da *incerteza forte* que mencionamos anteriormente.

Taxa de juros ...

- ▶ A incerteza gera dois tipos de comportamento: cria demanda por proteção contra eventos imprevistos (motivo precaucional) e cria demanda por flexibilidade, ou seja, capacidade de adaptar-se a mudanças não-previstas no ambiente econômico.
- ▶ A liquidez é a resposta a essas duas necessidades.
- ▶ O que é liquidez?
- ▶ A liquidez é definida como o grau de conversibilidade de um ativo em meio de pagamento. Essa conversibilidade envolve duas dimensões: (i) o intervalo de tempo decorrido entre a decisão de venda de um ativo e a implementação dessa decisão; (ii) o preço de realização de um ativo.
- ▶ Nesse contexto, um ativo será tão mais líquido quanto menor for a influência do prazo de realização desse ativo sobre o seu preço de venda.

Taxa de juros

- ▶ Com base nessa definição, o ativo mais líquido na economia é a moeda, pois se trata do único ativo que é simultaneamente o meio de pagamento da economia, de forma que a sua conversão da função “reserva de valor” para a função “meio de pagamento” está assegurada a priori, a taxa de 1 para 1, 24 horas por dia, 7 dias na semana.
- ▶ Todos os demais ativos tem um grau de liquidez menor do que a moeda, e que varia com base no nível de organização dos mercados secundários nos quais eles são transacionados.

Taxa de juros ...

- ▶ A posse de liquidez permite que o agente econômico lide com os potenciais efeitos negativos de um evento imprevisto (por exemplo, uma queda não-antecipada na receita da firma, a operação inesperada da sogra, etc) pois ativos líquidos podem ser facilmente convertidos em meio de pagamento.
- ▶ Além disso, a posse de ativos líquidos confere flexibilidade ao portfólio dos agentes econômicos.
 - Face a chegada de novas informações, o investidor pode mudar tão mais rapidamente e sem custos o seu portfólio quanto maior for a proporção de ativos líquidos em carteira.

Taxa de juros

- ▶ Na estrutura de agregação suposta por Keynes na Teoria Geral só existem dois ativos financeiros : títulos do governo (longo-prazo) e moeda (inclui as notas de curto-prazo do Banco Central).
- ▶ Nesse contexto, a única alternativa disponível para aqueles que estão dispostos a renunciar a posse de ativos líquidos é a compra de títulos do governo que pagam a taxa de juros.
 - Num modelo mais desagregado (e, portanto, mais realista) deve-se considerar a existência de títulos com diversos prazos de maturidade, ou seja, a assim chamada curva de rendimentos.
- ▶ A preferência pela liquidez se resume, portanto, a uma teoria dos determinantes da demanda por moeda.

Taxa de juros ...

- ▶ Motivos de demanda de moeda:
 - Motivo transação: cobrir o intervalo de tempo compreendido entre a obtenção de receitas e a realização de despesas.
 - Motivo precaução: formar um “buffer stock” a ser usado para se proteger contra a ocorrência de eventos desfavoráveis no futuro.
 - Motivo especulação: apostar num aumento futuro da taxa de juros (e, portanto, numa redução dos preços dos títulos do governo). Esse motivo está relacionado com a diferença entre a taxa de juros corrente e o valor dessa taxa tido como “normal” pelos agentes econômicos.

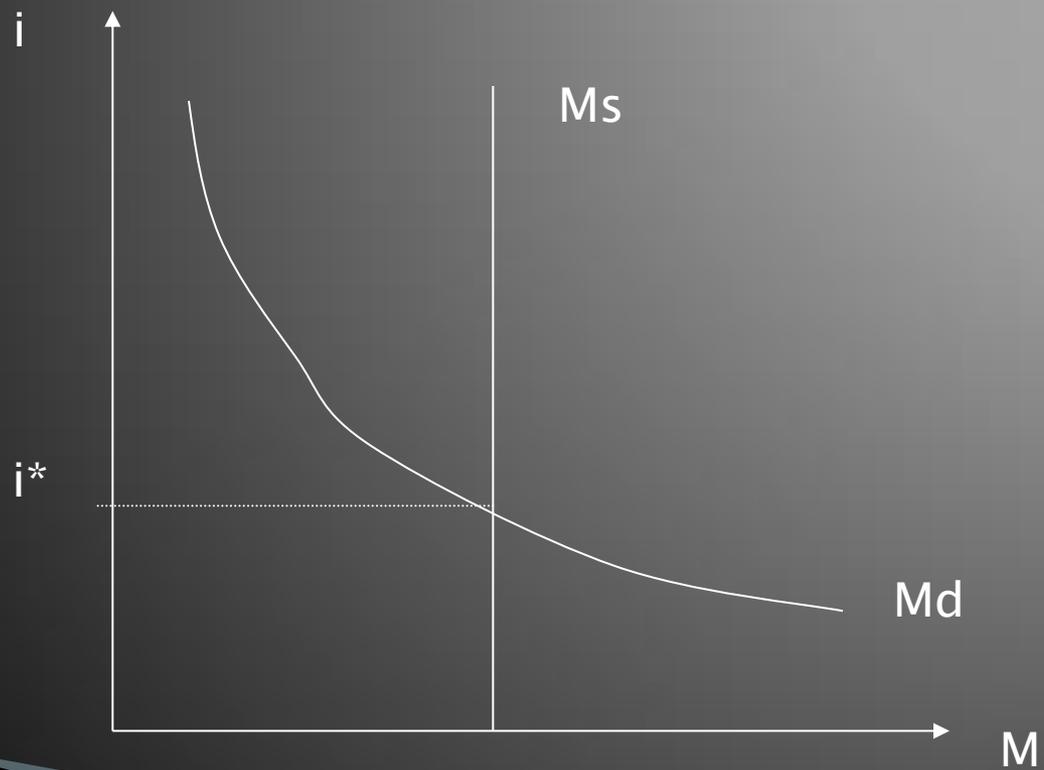
A Demanda Especulativa

- ▶ A demanda especulativa de moeda decorre da divergência de opiniões a respeito do comportamento futuro da taxa de juros, ou seja, a respeito do comportamento futuro da política monetária.
- ▶ Nas palavras de Keynes: *“Este fenômeno tem muita analogia com o que já abordamos, com certa amplitude, ao tratar da eficiência marginal do capital. Assim como achamos que a eficiência marginal do capital não é determinada pela “melhor” opinião e sim pela avaliação do mercado tal como ela resulta da psicologia de massas, assim também as expectativas quanto ao futuro da taxa de juros, fixada pela psicologia de massa, têm seus reflexos na preferência pela liquidez; com o acréscimo, porém, de que o indivíduo, para quem as futuras taxas de juros estarão acima daquelas previstas pelo mercado, tem motivos para conservar em caixa dinheiro líquido, ao passo que quem diverge do mercado em sentido oposto terá motivos para pedir dinheiro emprestado a curto prazo, a fim de adquirir débitos a prazo mais longo. O preço do mercado se fixará no nível em que a venda dos “baixistas” se equilibrar com as compras dos “altistas”* (Keynes, 1936, p.176)

Taxa de juros ...

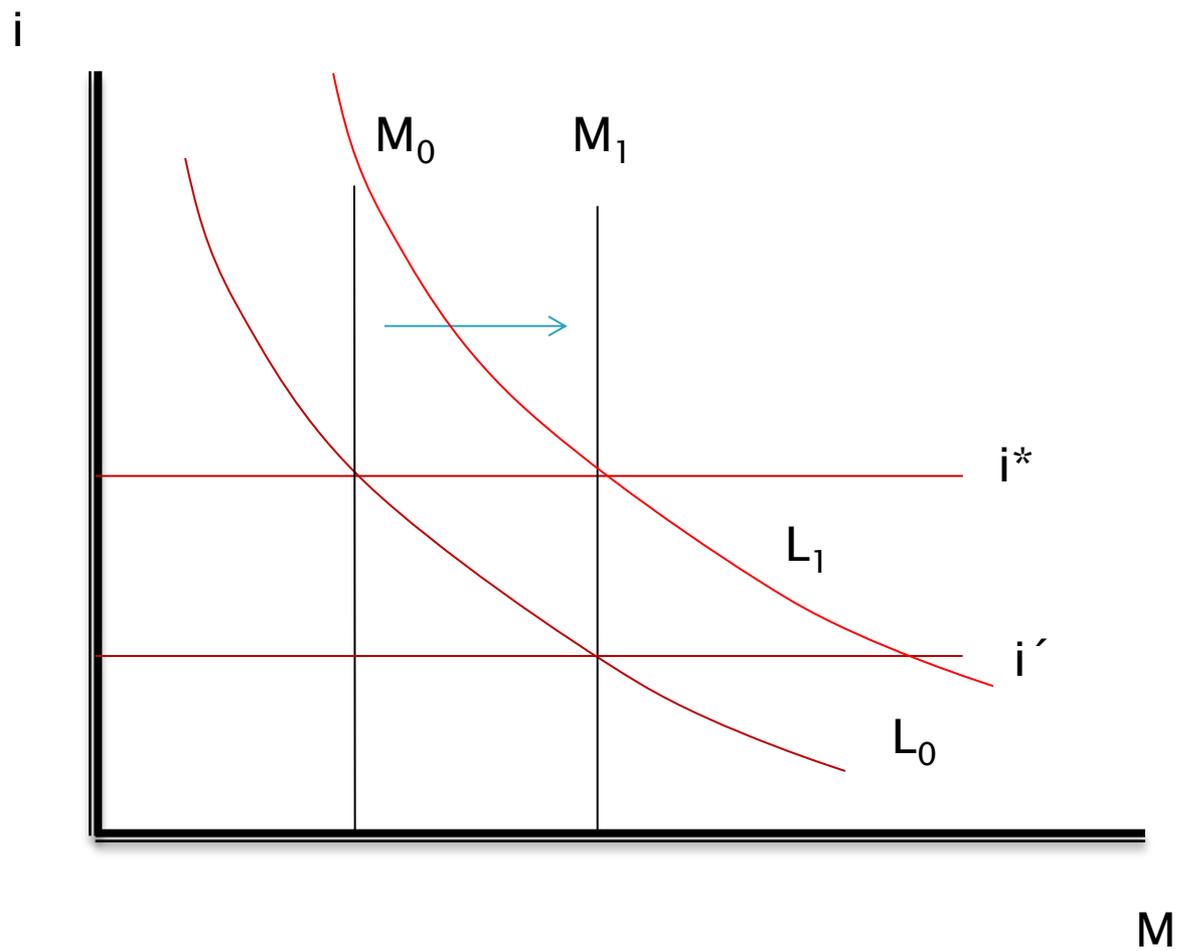
- ▶ $L = L_1 + L_2 = L(Y) + L(i)$
 - Função de demanda de moeda de Keynes
- ▶ Na Teoria Geral, Keynes supõe que o Banco Central conduz a política monetária com base na fixação ou controle da quantidade de moeda
 - A experiência dos bancos centrais no mundo inteiro tem mostrado, desde o início da década de 1980, que Bancos Centrais não conseguem controlar a quantidade de moeda em circulação, mas apenas a taxa (básica) de juros.

Taxa de juros ...



A Taxa de Juros Segura

- ▶ O Banco Central pode manipular a taxa de juros a curto-prazo, mas não a taxa de juros de longo-prazo, pois esta depende da convenção prevalecente a respeito do valor considerado “normal” ou “seguro” no longo-prazo.
- ▶ Nas palavras de Keynes: *“A autoridade monetária controla, com facilidade, a taxa de juros a curto prazo, não só pelo fato de não ser difícil criar a convicção de que sua política não mudará sensivelmente em um futuro muito próximo, como também em virtude de a possível perda ser pequena, quando comparada com o rendimento corrente (a não ser que este chegue a ponto de ser quase nulo). Mas a taxa a longo prazo pode mostrar-se mais recalcitrante no momento em que caia a um nível que, com base na experiência passada e nas expectativas correntes da política monetária futura, a opinião abalizada considera “inseguro”* “ (Keynes, 1936, p.203)



Política Monetária e a Taxa de Juros de Longo-Prazo.

- ▶ Para que a política monetária possa afetar a taxa de juros de longo-prazo é necessário que a mesma seja capaz de alterar as convenções prevalecente a respeito do valor seguro da taxa de juros.
- ▶ Para isso é necessário, contudo, que a autoridade monetária tenha credibilidade, ou seja, o público deve entender que o curso de ação adotado é razoável e compatível com o interesse público.
- ▶ Nas palavras de Keynes: *“Assim sendo, uma política monetária que a opinião pública considere experimental em sua natureza e facilmente sujeita a mudanças pode falhar no seu objetivo de reduzir consideravelmente a taxa de juros a longo prazo, porque M2 pode levar a um aumento quase sem limite em resposta a uma redução de r abaixo de certa cifra. A mesma política, por outro lado, pode ser facilmente bem-sucedida se a opinião pública julgá-la razoável e compatível com o interesse público, baseada em convicção sólida e promovida por uma autoridade que não corra risco de ser suplantada”* (Keynes, 1936, p. 203–204)

A Taxa de Juros Neutra e a Taxa de Juros Segura

- ▶ Definição de taxa neutra: é o valor da taxa de juros que é compatível com o pleno-emprego da força de trabalho.
- ▶ Deve-se observar que a taxa neutra não é um centro de gravidade para o qual a taxa de juros irá convergir inexoravelmente no longo-prazo.
- ▶ Isso porque o valor de longo-prazo da taxa de juros depende da convenção prevalecente a respeito do “valor seguro” a respeito da taxa em consideração, o qual pode permanecer durante décadas acima do valor requerido para o pleno-emprego da força de trabalho.

- ▶ Nas palavras de Keynes: *“Talvez fosse mais exato dizer que a taxa de juros seja um fenômeno altamente convencional do que basicamente psicológico, pois o seu valor observado depende sobremaneira do valor futuro que se lhe prevê. Qualquer taxa de juros aceita com suficiente convicção como provavelmente duradoura será duradoura; sujeita, naturalmente, em uma sociedade em mudança a flutuações originadas por diversos motivos, em torno do nível normal esperado. Em particular, quando M1 aumenta mais depressa que M, a taxa de juros subirá e vice-versa. Mas pode flutuar durante décadas ao redor de um nível cronicamente elevado demais para permitir o pleno emprego — particularmente se prevalecer a opinião de que o ajuste da taxa de juros se faz de maneira automática, se se julgar que o nível estabelecido pela convenção tenha suas raízes em bases objetivas, muito mais firmes que a convenção, uma vez que de modo algum está associada na mente do público ou das autoridades a ideia de não ser possível alcançar um nível ótimo de emprego, com a existência de uma gama inadequada de taxa de juros”* (Keynes, 1936, p.204)