

**Juro a termo e ciclo de preços de
ativos**

**Fernando Nogueira da Costa
Simone Silva de Deus**

**Texto para Discussão. IE/UNICAMP
n. 87, set. 1999.**

Juro a termo e ciclo de preços de ativos

Fernando Nogueira da Costa¹
Simone Silva de Deos²

Resumo

O objetivo deste artigo é discutir a estrutura de termo da taxa de juros – a relação existente entre a maturidade e o retorno dos títulos – e o ciclo de valorização dos ativos. Em termos metodológicos, o artigo segue de acordo com três níveis de abstração. Parte do mais abstrato: a teoria pura dos juros a termo. Depois, na análise do ciclo de preço (inflação e deflação) dos ativos, incorpora as instituições contemporâneas, necessárias a uma aplicação das teorias. Entretanto, discorrer a respeito de taxa de juros ignorando a política de juros adotada pela autoridade monetária – no caso, o Banco Central do Brasil – seria incompleto. Nesse sentido, completamos o percurso dando um *flash* sobre a realidade localizada e datada: aqui e agora.

Palavras-chave: Juros – Brasil; Taxas de juros; Brasil – Política econômica; Avaliação de ativos; Banco Central do Brasil – Política de juros.

Abstract

The purpose of this paper is to discuss the term structure of interest rates – the relationship among yield and maturity of securities – and the assets' valuation cycle. Methodologically, the paper has three levels, going from “pure” theory to an analysis of current issues in the Brazilian economy. It begins with the theory of long-term interest rates. After that, it analyzes asset price cycles (inflation and deflation) and includes contemporary institutions required to the application of theory. However, to deal with interest rates ignoring the interest rate policy adopted by the monetary authority – in this case, the Brazilian Central Bank – would not be complete. That is the reason why we conclude this article looking at the current reality, here and now.

Key words: Interest rates; Assets' valuation cycle; Brazilian Central Bank.

Introdução

A *securitização* de títulos de dívida de longo prazo, através da organização de mercado secundário para negociá-los, é considerada uma das maiores inovações financeiras recentes (Deos, 1997). Porém, com a flutuação de suas cotações – os preços desses títulos financeiros – as taxas de juros de longo prazo passam a ser

(1) Professor Livre-docente do Instituto de Economia da UNICAMP, Campinas, SP, Brasil. E-mail: <fercos@eco.unicamp.br>

(2) Mestre em Economia pelo IEPE/UFRGS. Doutoranda do Instituto de Economia da UNICAMP. E-mail: <simonedd@eco.unicamp.br>

voláteis, afetando a “dinâmica financeira” da economia contemporânea. O presente trabalho insere-se nesse contexto, posto que nosso objetivo é discutir a estrutura de termo da taxa de juros – a relação existente entre a maturidade e o retorno de um mesmo título ou de títulos da mesma qualidade – e o ciclo de valorização dos ativos. Analisaremos também, com base em alguma evidência empírica, a estrutura de termo da taxa de juros relevante para a economia brasileira.

Em termos metodológicos, o artigo segue de acordo com três níveis de abstração. Parte do mais abstrato: a teoria pura dos juros a termo. Depois, na análise do ciclo de preços (inflação e deflação) dos ativos, incorpora as instituições contemporâneas, necessárias a uma aplicação das teorias. Entretanto, discorrer a respeito de taxa de juros, ignorando a política de juros a curto e a longo prazo adotada pela autoridade monetária – no caso, o Banco Central do Brasil – seria incompleto. Nesse sentido, completamos o percurso dando um *flash* sobre a realidade localizada e datada: *aqui e agora*.

A organização do artigo reflete essa opção metodológica. Iniciamos apresentando, nas seções de 1.1 a 1.3, as teorias tradicionalmente concorrentes acerca da relação entre taxas de juros de curto e longo prazo: a teoria das expectativas, a teoria da preferência pela liquidez e a teoria da segmentação do mercado.

Quanto ao debate pós-keynesiano, que será apresentado em seguida, nossa atenção estará voltada para a conexão entre as taxas de curto e longo prazo, ainda que dediquemos espaço para a polêmica sobre a determinação das taxas de referência, de curto prazo. Essa discussão está polarizada entre as chamadas posições *horizontalista* (apresentada na seção 1.4) e *fundamentalista* (seção 1.5). Concluiremos a resenha teórica, articulando-a com a parte seguinte, com uma breve recordação de porque Kalecki não deu importância à taxa de juros a longo prazo como um dos determinantes do investimento, em sua teoria do ciclo econômico (seção 1.6).

A seção 2 analisa o ciclo de valorização dos ativos na economia contemporânea, com foco nas transformações ocorridas na órbita financeira. Este ciclo será esboçado a partir do *modelo de dois preços* (P^k e P^i) de Hyman Minsky, adaptado para uma economia de mercado de capitais – com *securitização* dos títulos financeiros – e aberta. Além disso, contrapondo-se à análise kaleckiana, evidencia-se que o mercado financeiro é, crescentemente, indicador e também indutor da trajetória da economia.

Na seção 3, concluiremos o trabalho. Optamos por dedicar nossos comentários finais ao episódio recente de “bolha de ativos” na economia brasileira. Trataremos da articulação entre a taxa de juros básica de curto prazo, a taxa de juros de longo prazo no mercado interno (TJLP) e a taxa de juros longa dos títulos da dívida externa brasileira, isto é, no mercado internacional.

Ao longo do texto, fazemos algumas observações sobre as evidências empíricas acerca do formato da curva de rendimentos de títulos financeiros a termo, a *yield curve*.

1 Debate teórico acerca da estrutura de termo da taxa de juros

São três as teorias sobre a estrutura de termo de taxa de juros tradicionalmente apresentadas. A primeira é conhecida como *teoria das expectativas*, a segunda como *teoria da preferência pela liquidez* e a terceira como *teoria da segmentação de mercado*, ou do “habitat preferido”. Após apresentá-las, serão resgatadas as teorias pós-keynesianas e a kaleckiana.

1.1 Teoria das expectativas

Conforme Malkiel, Irving Fischer (1896, apud Malkiel, 1989) foi um dos primeiros formuladores da teoria que propõe que *a taxa de juros de longo prazo é governada pelas expectativas sobre o futuro da taxa curta*. Mais especificamente, *a taxa de juros de longo prazo seria apenas reflexo das taxas curtas esperadas para o futuro*. Seus desenvolvimentos mais importantes foram obtidos com os trabalhos de Hicks (1939, apud Malkiel, 1989) e Lutz (1940, apud Malkiel, 1989). Mas de que forma as expectativas quanto ao futuro das taxas de curto prazo estão refletidas nas taxas de longo prazo?

De acordo com a teoria, o processo desenvolve-se da seguinte maneira. Partindo de uma situação em que os retornos dos títulos de curto e longo sejam equivalentes, se os investidores entendem, por exemplo, que a taxa de juros corrente de curto prazo está muito elevada, devendo reduzir-se no futuro, então os títulos de longo prazo parecerão mais atraentes aos investidores. E isso porque, aos preços atuais, os títulos longos permitiriam que seus detentores obtivessem, por um

período relevante, um retorno mais alto que o oferecido pelos títulos de curto prazo no futuro.

Essa maior atratividade dos títulos longos fará com que aumente sua demanda e seus preços, diminuindo, conseqüentemente, seu retorno. Assim, por um processo de “arbitragem”, o mercado faz com que as taxas longas igualem-se às expectativas para o futuro das taxas curtas – que, nesse caso, são cadentes. Nesse momento, as taxas longas ficarão menores que as curtas, refletindo as expectativas de juros declinantes.

Assim sendo, a chamada *curva de rendimentos de títulos financeiros* [*yield curve*] pode ter, em princípio, qualquer inclinação. Será *negativamente inclinada* se a expectativa é de uma queda na taxa curta para o futuro, *positivamente inclinada* se é esperada uma elevação e, finalmente, será *horizontal* se espera-se que a taxa curta permaneça no mesmo patamar.

1.2 Teoria da preferência pela liquidez

É certo que a teoria da preferência pela liquidez, como teoria para explicar a relação entre taxa de juros de curto e longo prazo, inscreve-se na tradição da teoria monetária de Keynes. Contudo, Hicks é apontado por Malkiel (1989) como um de seus precursores.

Por que o *motivo especulação*, para a retenção de moeda, era tão importante para Keynes? Segundo Hicks, porque constituía um grave obstáculo para a política de provocar uma queda de longa duração na taxa de juros de longo prazo. O governo poderia tentar forçar a elevação do preço dos títulos de longo prazo mas, enquanto os aplicadores se recusassem acreditar num preço mais alto, eles iriam reter dinheiro esperando o preço cair (e o juro subir), para adquirirem títulos. Só então liberariam a *liquidez represada*, para os bancos repassarem-na sob forma de empréstimos (ver Costa, 1995: 715).

A discordância de Hicks com Keynes é na questão do longo prazo. Se bem que possa compreender-se que por motivos especulativos possam ser mantidos grandes saldos ociosos durante longos períodos, o que não pode dizer-se é que possam ser mantidos *indefinidamente*. Um ativo para investimento é mantido, inclusive para o especulador, em razão do rendimento que possa produzir. Não se justifica a retenção a longo prazo de um ativo monetário que não produz

rendimento. A *armadilha da liquidez* dificilmente pode ser argumento para o longo prazo, tal como é no curto prazo.

O que a teoria da preferência pela liquidez passou a apontar é que a *yield curve* é influenciada por algo mais que as expectativas quanto ao futuro das taxas curtas. Como teoria que explica a estrutura de termo das taxas de juros, ela enfatiza que, num ambiente onde existe incerteza, ativos de curto prazo são preferíveis aos de longo, porque aqueles são mais líquidos. Ser mais líquido significa que títulos de curto prazo podem ser rapidamente convertidos em moeda sem que se incorra em perda apreciável no valor do principal, mesmo que as taxas variem inesperadamente. Assumindo, por esse motivo, que a maioria dos agentes prefira reter títulos de curto prazo, é necessário que um prêmio lhes seja oferecido para que adquiram títulos mais longos. Caso contrário, é provável que a maioria dos agentes prefira reter títulos de menor prazo, para minimizar a variação no valor de seus *portfolios*.

Se é este o comportamento típico da maioria dos agentes superavitários, os que aplicam seus recursos em títulos, dos agentes que demandam recursos espera-se comportamento oposto. Preferirão emitir títulos (passivos) de prazo mais longo, isentando-se dos riscos do refinanciamento. Essa assimetria de comportamento entre devedores e credores no mercado só seria “equilibrada” se uma categoria especial de agentes, os “especuladores”, viesse a compensá-la, assumindo os riscos. Mas a teoria apresenta ainda o argumento de que os “especuladores” só assumem esse risco de “descasamento” mediante um prêmio, um *liquidity premium*.

Assim, independentemente das expectativas quanto ao futuro das taxas curtas – que, inegavelmente, têm influência sobre o comportamento da taxa longa – é esperável, de acordo com a teoria da preferência pela liquidez, que a *yield curve* seja positivamente inclinada, dado que o retorno dos títulos de longo prazo tende a incluir um “prêmio”.³ Isso não impede que a curva se “inverta”, com as taxas longas menores que as curtas, se for esperada uma queda significativa destas para o futuro. Mas a teoria aponta que a *yield curve* normal é aquela na qual as taxas são tanto maiores quanto maior a maturidade do título.

(3) Por isso alguns autores chegam a sustentar que a teoria da preferência pela liquidez pode ser considerada uma extensão da teoria das expectativas, na medida em que a primeira afirma que o prêmio de (i)liquidez dos títulos longos deve ser “adicionado” ao comportamento futuro esperado das taxas curtas para formar a taxa longa (Reilly & Brown, 1997). Também por isso a teoria das expectativas é muitas vezes denominada teoria **pura** das expectativas.

1.3 Teoria da segmentação do mercado ou “*habitat* preferido”

Uma alternativa ao debate apresenta-se aqui, tendo como precursores autores críticos à teoria das expectativas, tais como Culbertson (1957, apud Malkiel, 1989) e Modigliani & Sutch (1966, apud Malkiel, 1989).⁴ Estes argumentam que a liquidez é variável importante nas decisões dos investidores, mas não é a única. Ponto importante que deve ser levado em consideração, segundo os autores, é que a maturidade diferenciada dos passivos dos distintos investidores faz com que estes procurem, na busca de uma posição *hedge*, ativos com prazos compatíveis.

Assim, enquanto ativos de elevada liquidez são necessários para o “equilíbrio patrimonial”, por exemplo, dos bancos comerciais – cujos passivos são, majoritariamente, de curto prazo –, o mesmo não acontece, digamos, com fundos de pensão e seguradoras. Se esses quiserem proteger-se do risco de variações na taxa de juros, *tenderão a preferir ativos de prazo maior. De acordo com a teoria, os investidores só abandonarão seu “habitat preferido” em troca de um retorno superior ao que teriam com um título de maturidade compatível com sua estrutura de passivos.*⁵

Para resumir essas breves considerações sobre o debate “convencional”, vale a referência à síntese de Brigham & Houston (1998). Para eles, alguns acadêmicos e “operadores de mercado” entendem que, para a formação das taxas longas, *a maturidade relativa dos títulos é bem menos significativa que as expectativas sobre o futuro das taxas curtas.* Isso por entenderem que os *traders*, que dominam o mercado, fazem suas operações de compra e venda diária de papéis buscando retornos de curto prazo, menos preocupados com risco. Contudo, a maior parte dos acadêmicos e *traders* entenderia que os riscos associados à variação no valor desses papéis são relevantes “e, ainda mais, que o mercado vê os títulos de longo prazo como mais arriscados que os títulos de curto prazo.”(Brigham & Houston, 1998: 137).

Os mesmos autores afirmam, ainda, que as evidências empíricas sugerem uma *yield curve* positivamente inclinada, indicando a importância tanto das expectativas quanto da liquidez. Disso se poderia deduzir que, quando a curva se inverte, há uma manifestação do mercado de que a taxa futura vai variar na direção

(4) Ainda que esta teoria tenha, conforme Reilly & Brown (1997), escasso suporte empírico.

(5) Uma radicalização desse argumento é apresentada por Culbertson, para quem os mercados de ativos de curto e longo prazo seriam completamente separados, com suas respectivas taxas determinadas pela oferta e demanda nos distintos segmentos do mercado. (Malkiel, 1989)

contrária ao que era até então esperado, ou de que o prêmio de liquidez se modificou ou, ainda, que há uma conjugação desses dois fatores.

1.4 Determinação de taxas curtas e longas de acordo com a posição “horizontalista”

O debate pós-keynesiano contemporâneo a respeito de determinação de taxa de juros contempla modificações importantes, por certo necessárias, em relação à abordagem de Keynes, na *Teoria geral*. Nesta, a taxa de juros é determinada pela demanda por uma dada quantidade de moeda – demanda essa governada tanto por motivos transacionais quanto especulativos e precaucionais – relativamente a uma quantidade, também dada, de títulos.

Os pós-keynesianos contemporâneos basicamente concordam com o fato de que, diferentemente do que está posto na *Teoria geral*, a oferta de moeda relevante para o sistema, que é a moeda creditícia, é endógena a esse. Isso equivale a dizer que *só é criada se houver demanda do mercado*. Mas discordam no que diz respeito à determinação da taxa de juros. A discordância gira em torno do descarte, ou não, do conceito de preferência pela liquidez.

De um lado do debate entre os pós-keynesianos temos os chamados *horizontalistas*, que têm em Moore, Kaldor e Rousseas seus nomes mais conhecidos. Esses autores propõem uma modificação radical da teoria da taxa de juros no âmbito keynesiano. Para eles, a taxa de juros *básica* de curto prazo é determinada de maneira exógena às forças do mercado, pelo banco central, sendo referência para a fixação, via *mark-up*, das taxas de juros do próprio mercado. Sendo a oferta de moeda creditícia *interdependente* com a demanda, através de uma relação contratual de débito e crédito, ela é, em consequência, endógena.

A taxa de juros de referência é fixada pela autoridade monetária de acordo com os objetivos da política econômica e com as condições “reais” da economia. Quando o banco central modifica sua taxa de juros de curto prazo, a função oferta de moeda, horizontal, irá deslocar-se para cima ou para baixo, ao longo do eixo vertical de uma representação gráfica que tem no eixo horizontal a quantidade da moeda – e não o *tempo*.

No que diz respeito às taxas de longo prazo, de acordo com Moore (1998), *a arbitragem garante que, em mercados competitivos, estas igualem-se à média das*

taxas curtas esperadas para o futuro. Para este autor, as expectativas dominam de tal maneira a formação das taxas de longo prazo que, mesmo se os bancos centrais conduzissem suas operações de *open-market* com títulos de longo prazo, ainda assim *as taxas longas seriam dependentes das expectativas futuras das taxas curtas.* Sendo assim, não haveria um comportamento padrão para a *yield curve*.

Tal como na denominada *teoria pura das expectativas*, as taxas de longo prazo, aqui, são governadas pelo que se espera para as taxas curtas. Se essas são determinadas pelo banco central, a expectativa das taxas futuras é, em última instância, *a expectativa quanto à política monetária a ser adotada.* Como veremos, essa política *de juros* atinge a valorização dos títulos financeiros, em seus mercados secundários.

1.5 Determinação de taxa de juros de curto e longo prazo de acordo com a posição pós-keynesiana “fundamentalista”

Na outra ponta do debate, travado entre os pós-keynesianos, temos a chamada posição *fundamentalista*, sustentada por autores como Wray e Dow. Estes concordam com os horizontalistas quando ao fato de que a teoria monetária de Keynes não pode ser adotada tal como originalmente formulada. Contudo, para os *fundamentalistas*, o conceito de preferência pela liquidez ainda tem importância teórica, mas às custas de modificações relevantes.

Conforme Wray (1990), numa economia contemporânea, a idéia restrita de liquidez como atributo exclusivo da moeda (M1) é inadequada, dada sua participação restrita no estoque de ativos financeiros. De acordo com a abordagem da endogeneidade da oferta de moeda, a idéia expressa na Teoria Geral, de que a taxa de juros é determinada pela interação entre uma quantidade de moeda dada e a demanda por esta moeda – no caso somente por motivos transacional e *finance*, relacionados a fluxos e não a saldos ociosos (estoques) –, não é rigorosa, teoricamente. Segundo o citado autor, quando há demanda de moeda por motivo *finance*, a preferência é por *imobilização* e não por *liquidez* (Costa, 1999: 68). Descartada essa idéia, como é determinada a taxa de juros, segundo os pós-keynesianos *fundamentalistas*?

Para esses autores, dada a taxa de juros de referência, fixada pelo banco central, a *taxa de mercado* é determinada pela preferência por liquidez dos bancos. À medida que estes aumentam a oferta de moeda (crédito), em resposta ao aumento

da demanda, tendem a exigir taxas de juros mais elevadas como compensação pela assunção de posições menos líquidas. Num plano cartesiano que tem taxa de juros no eixo vertical e quantidade de moeda no horizontal, a função oferta de moeda pode ser vista como positivamente inclinada, dado que os bancos cobram o preço do seu *leverage* – alavancagem financeira e/ou grau de exposição – crescente.

Nesse caso, a preferência pela liquidez manifesta-se como um prêmio requerido pelos bancos em troca da menor liquidez de seus *portfolios*, que tende a ocorrer quando aumentam seu grau de alavancagem. Portanto, o atributo de liquidez dos ativos tem importância, para os *fundamentalistas*, para a própria determinação da taxa de juros de curto prazo. A partir daí, como concebem a relação entre a taxa de curto e a de longo prazo?

Wray vale-se da idéia do circuito *finance-funding* para expor o argumento, baseado no conceito de preferência pela liquidez. De acordo com o circuito, são os bancos comerciais os agentes que, tipicamente, fornecem o *finance*, o financiamento de curto prazo. Na seqüência, este deve ser convertido em financiamento de longo prazo, com a obtenção de *funding*.

Mas, para que esse alongamento do perfil da dívida de curto prazo (*finance*) seja concretizado, é necessário que os agentes, bancários e/ou não bancários – dependendo do formato institucional do sistema financeiro – estejam dispostos a reter títulos de longo prazo em seus *portfolios*. A preferência pela liquidez refletiria, dessa forma, o diferencial de taxa de juros requerido pelos agentes para trocarem posições de curto prazo por ativos mais longos. Assim, segundo a teoria da preferência pela liquidez – devidamente incorporada na construção contemporânea dos pós-keynesianos *fundamentalistas* – a *relação normal esperada é de taxas longas superiores às curtas*. Isto é, uma *yield curve* positivamente inclinada.

Gostaríamos de observar ainda que, como aponta o próprio Wray, a noção de preferência pela liquidez assume conotação diferenciada em distintos momentos dessa construção teórica. Antes de mais nada, a própria liquidez se “ampliou”, representando não mais a moeda *strictu sensu*. A partir daí, como vimos, a preferência pela liquidez manifesta-se, de um lado, como aversão ao maior grau de alavancagem de parte dos bancos, implicando na inclinação positiva da curva de oferta de moeda com endogenia da taxa de juros. Finalmente, a preferência pela liquidez é a expressão do desejo dos agentes superavitários de reterem, preferencialmente, títulos de curto prazo em seus *portfolios*. Nesse sentido, a preferência pela liquidez explicaria a inclinação positiva da *yield curve*.

Cabe apontar também que, de acordo com os *fundamentalistas*, a intensidade da preferência pela liquidez varia inversamente à lucratividade esperada: o prêmio de liquidez reduz-se na fase ascendente (não próxima do auge) do ciclo econômico, com impacto tanto sobre a taxa curta quanto sobre a longa e a própria relação entre ambas. Consequentemente, seus efeitos são também variáveis ao longo do ciclo. Isto é algo bastante distinto do que sugere Kalecki, como veremos em seguida.

1.6 Taxa de juros a curto e a longo prazo segundo Kalecki

Na *Teoria da dinâmica econômica*, Kalecki (1954) não considera a taxa de juros como co-determinante das decisões de investir. Essa sua simplificação baseou-se no fato de que a taxa de juros a longo prazo – a que deve ser considerada, já que os empréstimos para investimento são efetuados a estas taxas – não apresenta flutuações cíclicas nítidas.⁶

Numa primeira aproximação, o autor considera a taxa de decisões de investimento (**D**) uma função crescente da acumulação interna de capital – isto é, da “poupança bruta das firmas” (**S**) – e da taxa de modificação do montante dos lucros (**DL / Dt**), e função decrescente da taxa de modificação do estoque de equipamentos (**DK / Dt**). Supondo uma relação linear, teremos o investimento em capital fixo $F_{t+1} = D = a S + b (DL / Dt) - c (DK / Dt) + d$, onde **d** é uma constante sujeita a modificações de longo prazo dos “fatores de desenvolvimento”, refletindo, principalmente, as inovações tecnológicas.

Para Kalecki, dada a velocidade de circulação da moeda (**V**), a taxa de juros a curto prazo é determinada pelo valor das transações (**T**) e pela oferta de moeda (**M^s**) que, por sua vez, é determinada pela política bancária. Contudo, a velocidade de circulação da moeda não é constante, sendo função crescente da taxa de juros a curto prazo – a *remuneração da renúncia à liquidez*. Em outras palavras, as transações podem ser realizadas com uma quantidade de moeda maior ou menor. No entanto, a acomodação com crédito (*endógena*) do volume de negócios significa, normalmente, uma realização mais “suave” das transações.

A taxa de juros a curto prazo, normalmente, cai num período de depressão e sobe num de prosperidade, porque a oferta de moeda por parte dos bancos sofre,

(6) Tomando como medida os rendimentos dos títulos de dívida pública.

segundo Kalecki, flutuações menores que as do valor das transações. De fato, *a taxa a longo prazo se baseia na média de taxas a curto prazo esperada para os próximos anos*, e não na taxa de juros a curto prazo corrente. Mas a taxa de juros a longo prazo não reflete integralmente as flutuações na taxa curta: “a taxa a longo prazo se modifica bem menos que a taxa a curto prazo esperada, porquanto sua elevação, isto é, a queda nos preços dos títulos, torna menos provável o risco de uma sua depreciação adicional” (Kalecki, 1954: 130).

Kalecki aponta dois fatores que explicam a relativa estabilidade da taxa a longo prazo. Primeiro, as modificações de curta duração na taxa de juros, a curto prazo, refletem-se apenas em parte na estimativa da *taxa média a curto prazo esperada* para os próximos anos. Segundo, a taxa de juros a longo prazo modifica-se em proporção menor que essa última taxa média esperada.

É a taxa a longo prazo que seria relevante no que diz respeito à determinação de uma decisão de longo prazo, como é o investimento. Mas, tendo em vista que não apresenta flutuações cíclicas pronunciadas, Kalecki minimiza sua importância no mecanismo do ciclo econômico. Com isso, parece inserir-se na tradição que coloca como o fato fundamental do ciclo a flutuação característica na produção de instalações e equipamentos. “A maior parte das teorias dos ciclos nada mais é do que diferentes ramos de um tronco comum – ‘instalações e equipamentos’ ” (Schumpeter, 1964, v. III: 430).

As teorias do ciclo podem incluir-se entre as teorias do investimento, pois mesmo nas que identificam as *causas* do movimento cíclico na esfera monetária, os *efeitos* sobre as indústrias de instalação-equipamento têm de desempenhar algum papel. Vejamos a teoria do ciclo de Minsky que, aparentemente, atribui aos ciclos econômicos a característica de fenômeno puramente monetário. No entanto, ela pode ser rerepresentada através do modelo de “dois preços” de ativos de capital.

2 Ciclo de preços dos ativos em economias abertas

2.1. Modelo de “dois preços” de ativos de capital

No modelo dos “dois preços”, derivado de Minsky, P^K é o preço de *mercado* dos ativos *existentes*, ou seja, uma variável *subjativa*, e P^I é o preço de *produção* de ativos *novos*, ou seja, uma variável *objetiva* (ver Costa, 1999: 223). O *preço de demanda* P^K deriva-se da relação entre a demanda e a oferta de ativos de

capital ($\mathbf{K}^d / \mathbf{K}^s$), sendo esta última *dada*, a curto prazo, e aquela função da rentabilidade, do custo de manutenção e da *liquidez esperadas* (expectativas em relação aos atributos dos ativos): $\mathbf{K}^d = f(\mathbf{q}^a, \mathbf{c}^a, \mathbf{l}^a)$. O *preço de oferta* \mathbf{P}^I é a soma dos custos primários mais uma margem de lucro ($\mathbf{c} + \mathbf{ml}$).

Quando $\mathbf{P}^K / \mathbf{P}^I > 1$, compensa investir ($\mathbf{D I}$) em ativos novos. Quando a oferta de moeda creditícia cresce mais do que o aumento da produção ($\mathbf{D M}_c^s / \mathbf{D Y} > 1$), é sinal de que está havendo elevação do valor patrimonial ($\mathbf{D a}$) e, conseqüentemente, da margem de garantia ($\mathbf{D mg}$), oferecida pelo devedor. Isso provoca uma reflexividade (ou “círculo vicioso”), com novo aumento da oferta do crédito ($\mathbf{D M}_c^s$). Com o aumento da demanda por ativos de capital ($\mathbf{D K}^d$), face a uma oferta (\mathbf{K}^s) dada, o resultado é uma *inflação de ativos* ($\mathbf{D P}^K$).

Nessa circunstância, o ganho de capital torna-se maior do que a rentabilidade da produção ($\mathbf{D a} / \mathbf{D q} > 1$), ou seja, a *inflação de ativos* torna-se maior do que a *inflação corrente* ($\mathbf{D P}^K / \mathbf{D P}^I > 1$), devido à especulação com ativos existentes. Quando o custo do serviço da dívida torna-se superior à rentabilidade esperada, agrava-se a *fragilidade financeira*: $\mathbf{D c} / \mathbf{D q}^a > 1$.

A reversão de expectativas precipita a *crise financeira*. Sem refinanciamento das dívidas no futuro ($\mathbf{N} \mathbf{M}_c^s$ em $t + 1$), há deflação de ativos ($\mathbf{N} \mathbf{P}^k$ e $\mathbf{N} \mathbf{a}$) até que $\mathbf{P}^K \leq \mathbf{P}^I$. Aí, então, ocorre um processo de fusões e aquisições dos ativos existentes ($\mathbf{D K}^d$), isto é, em termos marxistas, “a queima do capital excedente”. Quando, novamente, há aumento do *preço de demanda* ($\mathbf{D P}^K$) e este torna-se superior ao *preço de oferta* ($\mathbf{P}^K / \mathbf{P}^I > 1$), há investimento ($\mathbf{D I}$) em ativos novos, ou seja, há retomada do crescimento econômico.

Se $\mathbf{D P}^K / \mathbf{D P}^I > 1$, e não há $\mathbf{D I}$ (investimento) em ativos novos, sugere-se aqui, diferentemente do *modelo de “dois-preços”* original de Minsky, que há dois *preços de demanda* (\mathbf{P}^K) – um calculado, subjetivamente, pelo *empreendedor* e outro inflacionado pelo *mercado*. Com a inflação de ativos ($\mathbf{D P}^K$), ocorre um maior crescimento dos *preços de mercado dos ativos* do que do *fluxo de rendimentos esperados* pelo empreendedor.

2.2 Modelo pós-keynesiano com endogeneidade da moeda no ciclo econômico

“A causa única da depressão é a prosperidade”, disse Clément Juglar, em 1862. Médico de profissão, Juglar desenvolveu uma morfologia do ciclo em termos de fases – *ascensão, explosão, liquidação*. Essa famosa sentença epigramática

significa que as depressões nada mais são do que adaptações do sistema econômico às situações criadas pela prosperidade precedente. Por consequência, o problema básico da análise dos ciclos se reduz à questão de saber aquilo que causa a prosperidade.

As teorias monetárias do ciclo focalizam, em geral, a instabilidade inerente a uma *economia de crédito*. Partem da hipótese de que os bancos dão início à atividade anormal, facilitando as condições para empréstimos. As reações às pequenas variações das taxa de juros vão no sentido do aumento dos estoques dos atacadistas e das encomendas de novas instalações e equipamentos. A expansão conduz à posterior expansão, e daí a maiores rendas e a maior demanda por moeda creditícia, motivada pela elevação do valor das transações. A incapacidade dos bancos de prosseguir expandindo os empréstimos indefinidamente, devido ao aumento do grau de exposição, conduz, então, a uma elevação das *taxa de juros do mercado*, que inverte o processo. A taxa de juros básica, fixada de maneira exógena pelo banco central, também pode desempenhar um papel decisivo nessa reversão.

Para Schumpeter (1964: 424), “as similaridades [entre as teorias monetárias do ciclo] são suficientemente grandes para autorizar-nos a falar de uma teoria monetária única”. Exemplo disso é o modelo pós-keynesiano com endogeneidade da moeda no ciclo econômico, elaborado por Dow (1988), a partir de Minsky. Seu ponto de partida é uma melhoria significativa nas expectativas de longo prazo, impulsionando a economia a um movimento de expansão. Com a recuperação da confiança no restabelecimento das atividades, os bancos atendem à demanda dos investidores cujos projetos merecem “crédito”. As expectativas de elevação dos preços dos ativos estimulam um redirecionamento, nos *portfolios*, de ativos líquidos para ativos menos líquidos.

A percepção de aumento dos riscos pelos credores é aplacada pelo acréscimo estável nos preços dos ativos. Novos instrumentos e instituições financeiras emergem para gerar fontes adicionais de oferta e de demanda de crédito – por exemplo, os *fundos hedges* alavancados em suas posições especulativas. Em economias abertas, o capital estrangeiro é atraído pelos altos retornos, enquanto os residentes nacionais que, anteriormente, fizeram remessa de capital para o exterior, são encorajados a repatriá-lo para aquisição de ativos domésticos.

Ao longo desse processo de expansão, surge a tendência de desvio da atividade produtiva para a especulativa, pois os retornos esperados nesta superam os

aquelas.⁷ A atividade especulativa é atraente, particularmente, para manutenção de ativos com oferta inelástica – por exemplo, ativos não produzíveis (divisas) e aqueles cuja produção exige um longo tempo (imóveis). Com o choque de demanda nos mercados desses ativos, aumenta o atributo da liquidez face ao custo de manutenção. Assim, seus atributos aproximam-se mais dos possuídos pelos ativos monetários. Nessas condições (temporárias), a crescente disponibilidade de *substitutos da moeda* logo reduz a vontade de reter, ociosamente, a própria moeda: cai a preferência pela liquidez.

Quanto maior a resposta da oferta de moeda às expectativas de aumento dos preços dos ativos, mais potencialmente destrutivo torna-se o processo; quanto mais a euforia especulativa é abastecida pelo financiamento fácil, maior o colapso e o pânico decorrente. Os empréstimos altamente atrelados podem somente persistir com refinanciamento se o crescimento dos preços dos ativos – a *bolha* – sustentar seu ritmo. Qualquer moderação implica em crescimento relativo dos débitos contratuais face à receita esperada dos devedores, aumentando o risco dos credores.

Tal situação torna-se altamente sensível aos acréscimos das taxas de juros. Qualquer tentativa da autoridade monetária em refrear o crescimento do crédito, via aumento da *taxa básica de juros* – dado que as posições precisam ser refinanciadas – pode precipitar o colapso financeiro. Uma vez que se inicie a deflação dos ativos, os calotes e as quebradeiras decorrentes têm múltiplos efeitos através do sistema econômico.

A expansão entra em reversão, definhando a euforia, por causa da moderação das expectativas quanto ao ritmo de crescimento dos preços dos ativos, da maior seletividade na escolha da carteira de ativos ou, ainda, pela intervenção da autoridade monetária. As instituições financeiras encurtam o crédito para aqueles que oferecem maiores riscos, prevenindo-se contra a inadimplência dos devedores. A até então inesperada baixa nos preços de venda dos ativos leva à rápida tentativa de realização dos lucros porventura ainda existentes, agravando a deflação.

Os capitais retornam para o exterior, onde os retornos esperados não são necessariamente maiores, mas os riscos de inadimplência, menores. Extingue-se o crédito internacional. A situação é seriamente exacerbada se o colapso da bolha

(7) Especulativo tem aqui o sentido definido por Kaldor: atividade de compra ou venda de um ativo com vistas a posterior revenda (ou recompra), exclusivamente em função de uma antecipação de mudança no preço deste ativo.

especulativa ocorrer de maneira tal que solape a confiança em todo o sistema financeiro. Então, o atributo de liquidez dos ativos especulativos se esvai e a preferência pela liquidez pode tomar a forma de demanda por uma moeda estrangeira forte. A crise cambial é o resultado imediato.

2.3 Macroeconomia aberta sob a dominância de ativos financeiros

A intenção de Belluzzo & Coutinho (1998) é contribuir para a formulação de uma nova macroeconomia aberta, sob a dominância de ativos financeiros. Esses autores tentam ir além de uma leitura exegética de Keynes e Minsky, analisando o ciclo comandado pela *inflação de ativos*, uma forma exacerbada do ciclo minskyano, numa economia de mercado de capitais.

As decisões de investimento, segundo estes autores, sofrem uma tripla influência da *inflação de ativos*:

(1) O superaquecimento do consumo, devido ao *efeito riqueza*, eleva a eficiência marginal do capital do setor produtor de bens de consumo;

(2) O aumento do valor do patrimônio líquido – via aumento do valor de mercado da empresa – amplia a capacidade de endividamento empresarial (declínio da relação dívida / capital próprio);

(3) A redução dos custos de capital para a empresa, que passa a ser melhor avaliada pelas agências de *rating*, baixa a percepção do risco para credores.

Numa economia aberta, o aumento do preço de demanda dos ativos de capital e a perspectiva de ganhos com a valorização dos ativos intensifica o ingresso de capitais estrangeiros. Mas esse influxo contribui para uma valorização da moeda nacional, com impacto sobre o balanço comercial. A facilidade de importações a custo mais baixo amortece, temporariamente, as pressões inflacionárias, típicas dos estágios avançados dos ciclos expansivos. No entanto, com o agravamento do déficit no balanço de transações correntes, aumenta a possibilidade dos investidores internacionais se recusarem a continuar absorvendo ativos ou títulos de dívida denominados na moeda do país deficitário, mesmo sob o aval do Tesouro Nacional desse país.

Uma alternativa para a autoridade monetária do país é compensar a queda do *cupom cambial* para os investidores estrangeiros – dado o aumento no risco de perda, pela depreciação da moeda nacional, no momento de retirada de capitais –

com um aumento no diferencial entre juros domésticos e juros internacionais ($i - i^* = \hat{e}$, isto é, *taxa de depreciação esperada*). Mas, como alertam Belluzzo & Coutinho (1998):

“As autoridades monetárias, nestas circunstâncias, são colocadas diante de uma escolha difícil. O temor de uma aceleração da inflação e da saída de capitais recomendaria a subida dos juros de curto prazo. Esta medida poderia, no entanto, deflagrar um perigoso colapso na bolha formada pelo crescimento desmesurado dos preços dos ativos” (p. 6).

Na próxima seção, analisaremos um caso concreto. Trata-se de refletir sobre a economia brasileira contemporânea à luz do debate existente na literatura. Focalizaremos a relação entre taxa de juros de curto e longo prazo e inflação ou deflação no mercado de títulos de dívida externa brasileira.

3 Comentários finais a respeito do caso brasileiro

Belluzzo (1997) nos chama atenção para a necessidade de se levar em consideração os diferentes contextos histórico-institucionais antes de qualquer tentativa de aplicação “direta” da teoria. Para o autor, no que chama de período da “*finança regulada*”, ou da “*economia de endividamento*”, os mecanismos de transmissão evidenciavam uma maior influência de movimentos das taxas de curto prazo – controladas pelas autoridades monetárias – sobre as taxa de juros de longo prazo. Afirma também que a estabilidade institucional vigente nesse período levou muitos autores a negligenciarem a relevância teórica do conceito de preferência pela liquidez.

A ruptura institucional e do estado de convenções, sustentáculo de um determinado padrão de acumulação e de financiamento da economia, levou-nos ao período da “*finança direta*”, a também chamada “*economia de mercado de capitais*”. Nessa, dado o imenso volume de ativos financeiros existentes – entre os quais os títulos financeiros resultantes da renegociação da dívida externa brasileira – *os ciclos são, em larga medida, comandados pela dinâmica de preço desses ativos*. Paralelamente a isso, assistimos ao decantado processo de globalização financeira.

Para Belluzzo (1997), nessa economia onde há uma enorme massa de ativos financeiros, a determinação do espectro de taxas de juros pelas autoridades monetárias adquire maior complexidade. Sua influência é mais “indireta” e passa pelas convenções do mercado. É fato que os bancos centrais administram, com toda a sorte de constrangimentos, o custo da liquidez de curto prazo no mercado de

reservas. Mas, dada a magnitude assumida pelo mercado secundário de títulos públicos de prazo mais dilatado, *o comportamento do juro mais longo passaria, em certa medida, ao largo das ações diretas e de “curtíssimo prazo” do banco central.* Esse mercado secundário de títulos refletiria, por excelência, as expectativas dos agentes.⁸

3.1 Juros a termo nos títulos de dívida externa brasileiros

Quando se fala, genericamente, em *yield curve*, tem-se como cenário, no mais das vezes, o mercado norte-americano de títulos de dívida pública, papéis considerados *risk free*. Entretanto, a *yield curve* para títulos privados (títulos de curto, médio e longo prazo emitidos por empresas) e títulos públicos de outros países é também influenciada pelos mesmos fatores: expectativa quanto ao futuro dos juros e preferência pela liquidez.⁹

No caso brasileiro, a peculiaridade é a inexistência de um mercado interno de títulos de longo prazo. O perfil da dívida em moeda nacional, tanto do setor público quanto do setor privado – financeiro e não financeiro – é eminentemente de curto prazo. A única referência para operações de longo prazo no Brasil é a TJLP, aplicada em cerca de 80% dos financiamentos do BNDES – e que não envolve o “mercado”. Essa taxa é calculada pelo Banco Central mas, num aparente paradoxo, situa-se sistematicamente abaixo da taxa básica de curto prazo, também definida pelo BC.

Contudo, se não há mercado de títulos de longo prazo, em reais, no Brasil, chama atenção a existência de um mercado significativo de títulos da dívida externa brasileira, de longo prazo, denominados na moeda reserva internacional. Vamos detalhar mais como funciona este mercado.

Em 15 de abril de 1994, o governo brasileiro fechou acordo com seus credores externos privados (bancos internacionais) e com o FMI – Fundo Monetário Internacional – para renegociação de parte da dívida externa brasileira. Pelo acordo, o Brasil ~~tocava~~ *trocava* dívida bancária por títulos do governo brasileiro, numa operação

(8) Entre os participantes desse mercado secundário de títulos financeiros, incluiríamos não só os bancos internacionais *market-makers* e os investidores institucionais, mas também as corporações que detêm parcela significativa de ativos financeiros em suas carteiras.

(9) Porque esses papéis embutem o risco de *default* de seus emissores, suas *yield curves* tendem a situar-se “acima” da *yield curve* de referência.

conhecida como *securitização*. Foram emitidos seis tipos distintos de bônus (*bonds*),¹⁰ num total de US\$ 43 bilhões, ou 83% da dívida negociada. O restante do valor era composto por títulos não-*bradies*, papéis emitidos anteriormente.

Bond é um título financeiro de renda fixa, cuja remuneração é predeterminada em termos de taxa de juros nominais. Suas principais características são:

- **Valor de face** – *valor referencial* do título, sobre o qual os juros são calculados; geralmente é também seu *valor de resgate*. Por exemplo, inicialmente foram emitidos US\$ 7,4 bilhões em *C-bonds*. Por conta da acumulação dos juros, hoje esse valor já passa de US\$ 8,6 bilhões.
- **Taxa de juros** – remuneração aplicada ao valor da face, que determina o rendimento do título, cujo pagamento se efetua conforme o tipo de papel. A taxa de juros nominais dos *C-bonds* é, inicialmente, de 4% ao ano, aumentando 0,5 ponto percentual a cada ano, até que passa a render, a partir do 7º ano, 8%.
- **Vencimento** – data em que o título vence e o investidor recebe o valor de face. Os *C-bonds* têm prazo de 20 anos – vencimento em 14 de abril de 2014 – com carência de 10 anos, ou seja, apenas em 2004 o governo brasileiro deve começar a amortizar o principal dessa dívida.
- **Lastro** – o Brasil garante a remuneração de parte de seus bônus em *T-bonds*, títulos de dívida do governo norte-americano, considerado pelo mercado como o mais seguro. Os *C-bonds* não têm garantia em *T-bond*.

Todos os *bonds* que o governo brasileiro lançou, em 1994, estão no mercado secundário. São renegociados por seus compradores com vendas no “balcão”, isto é, através da intermediação de corretores. Há registros das transações em casas de custódia internacionais, como as *Euroclear* e *Cedel*. Um proprietário de um lote de *bonds* abre uma conta em uma delas e registra seus títulos. Em caso de venda, a documentação é enviada para a instituição, que formaliza o registro em nome do novo proprietário.

As flutuações dos *C-bonds* refletem o grau de credibilidade no Brasil, porque esse título é o de maior giro e de mais fácil negociação entre todos os bônus

(10) Esses títulos receberam o nome de *bradies*, em referência ao secretário do Tesouro dos Estados Unidos de 1989 a 1992, Nicholas Brady, que ofereceu o suporte norte-americano aos países devedores para a renegociação da dívida com os bancos, o FMI e o Banco Mundial.

da dívida externa brasileira.¹¹ Não estando garantido em *T-bonds*, o *C-bond* possui risco elevado em caso de inadimplência. Isto significa alta possibilidade de lucro ou de prejuízo, o que atrai o típico *player* internacional, disposto a apostar em sua flutuação.

A medida do risco influi na captação de recursos internacional. Por exemplo, numa situação em que o governo e/ou as empresas brasileiras queiram lançar novos títulos financeiros, uma desvalorização do *C-bond* no mercado secundário – interpretada como uma alta da taxa de juros de longo prazo para os títulos brasileiros em dólares – obrigará esses agentes a emitirem títulos com juros maiores, para obter aceitação no mercado.

A cotação pela qual o *C-bond* é vendido e comprado é dada em forma de deságio sobre o valor de emissão dos títulos. A magnitude do deságio reflete a confiança de que o governo brasileiro vai honrar a dívida no vencimento. Quanto maior o deságio, menor a confiança e maior o rendimento a ser recebido. Isto porque o investidor estará desembolsando menos para comprar um título com o mesmo valor de face, sobre o qual incidem os juros pagos.

A relação entre a taxa de juros de longo prazo e o preço desses títulos financeiros pode ser facilmente compreendida através de um exemplo numérico estilizado. Suponhamos que um investidor internacional adquira um título de longo prazo e de renda fixa, cujo *valor de face* (ou *de resgate*) seja de US\$ 100,000, pagando juros de 8% ao ano em relação a esse valor nominal, o que possibilita um rendimento fixo anual de US\$ 8,000. Se, pelas flutuações decorrentes da instabilidade inerente ao mercado financeiro internacional, esse título vier a ser negociado, em várias ocasiões diferentes, a preços superiores e inferiores ao seu valor nominal, as taxa de juros a serem efetivamente recebidas pelos diferentes compradores estarão relacionadas aos preços pagos pelos títulos, quando esses foram transacionados nesse mercado secundário.

Preços de mercado do título em US\$ (PT)	Rendimento fixo (RF) anual (8% ao ano sobre valor nominal)	Taxa de juros efetiva (i)
120.000,00	8.000,00	6,66 %
110.000,00	8.000,00	7,27 %
100.000,00	8.000,00	8,00 %
61.500,00	8.000,00	13,00%
53.160,00	8.000,00	15,05%

(11) Segundo um boletim do banco ING Barings, no primeiro trimestre de 1998, os *C-bonds* giraram US\$ 145 bilhões, quase o triplo do segundo título mais negociado, o Cetes do México, que movimentou US\$ 56 bilhões.

A fórmula $PT = VA = RF / i$, onde **PT** é o preço do título que o agente está disposto a pagar, **VA** é o valor atual estimado a partir dos rendimentos esperados do título, **RF** é o rendimento fixo do título por unidade do tempo, e **i** é a taxa de juros, expressa uma relação inversamente proporcional. A expansão (ou redução) da taxa de juros efetiva implica a redução (ou expansão) do preço do título financeiro.

O mercado financeiro costuma medir o rendimento do *C-bond* na forma de prêmio (*spread*) em relação aos juros dos títulos do Tesouro dos Estados Unidos, considerados os títulos com menor risco no mercado financeiro internacional e, por isso, parâmetro para os demais – uma espécie de indicador de “preferência pela segurança”. Quanto maior o *spread* que o *C-bond* paga sobre o *treasury*, maior o *risco Brasil* que os investidores esperam.¹²

Para os investidores internacionais que se arriscam a ficar com “papéis” brasileiros, os títulos da dívida externa renegociada são uma boa alternativa, quando seus juros estão acima dos praticados no mercado interno brasileiro. Têm outra vantagem: não possuem nem risco político nem de perda cambial, no caso de depreciação da moeda nacional, pois são negociados no mercado internacional em dólares.¹³ Por isso, para tentar segurar os investidores no país, desestimulando-os a fazer essa arbitragem, o governo brasileiro, além de oferecer títulos de dívida pública interna que variem de acordo com o câmbio, tem que pagar juros de curto prazo compatíveis com os pagos, efetivamente, pelos títulos de dívida externa. **Está aí o “elo perdido” entre a taxa de juros básica de curto prazo, fixada pelo Banco Central do Brasil, e a taxa de juros de longo prazo, estipulada, efetivamente, pelas flutuações do mercado de títulos de dívida externa.**

Para evitar a fuga de capitais (a remessa de lucros e dividendos por filiais de multinacionais pressionadas pelas matrizes), a recompra dos próprios bônus lançados no exterior (a preços baixos e face a juros que impossibilitam a renovação da emissão) e a saída pelo câmbio flutuante (por motivo precaucional ou arbitragem), o Banco Central do Brasil tem de atuar, ativamente, estipulando a “taxa curta” de acordo com a “taxa longa”.

(12) Antes da “crise da Rússia”, em julho de 1998, o *C-bond* fechou pagando 6,17 pontos percentuais acima do título dos Estados Unidos. Após a referida crise, em agosto de 1998, pagou 11,76 p.p., o maior *spread* desde abril de 1995, quando o país estava em plena “crise do México”. Após a depreciação da moeda nacional, em fevereiro de 1999, subiu para 13,17 p.p.. Em 16 de abril de 1999, após o anúncio de nova emissão de bônus do Brasil, no mercado internacional, caiu para 8,20 p.p., atingindo 71,125% do valor de face, a cotação mais alta desde a “crise da Rússia”.

(13) O que estamos aqui referindo como risco político, muitas vezes também denominado de risco país, compreenderia as situações adversas porventura decorrentes de mudanças na taxação, regulamentação, regra de conversão da moeda nacional para a divisa estrangeira, risco de expropriação de propriedade, entre outros.

Assim, a própria taxa longa doméstica, que poderia parecer “relativamente autônoma”, era influenciada pelo comportamento do mercado. O cálculo da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) teve sua metodologia modificada, em 30 de dezembro de 1998. Até então, os títulos de longo prazo da dívida externa balizavam seu comportamento. Ela era definida a partir da média ponderada da rentabilidade média anualizada dos títulos da dívida externa (com prazo de resgate mínimo de 1 ano), emitidos pela República do Brasil, e dos títulos de dívida pública mobiliária interna federal (quando de sua emissão no mercado primário, com prazo de resgate igual ou superior a 6 meses). Porém, em função do quadro de incerteza em relação ao país, a TJLP, assim calculada, chegaria a 18,06%, no primeiro trimestre de 1999, sustentada pelo movimento dos preços dos títulos da dívida externa. Esta taxa representava uma significativa mudança de patamar, dado que a TJLP do período imediatamente anterior, foi de 11,68%.

A mudança introduzida no final de dezembro permite uma alternativa para a definição da TJLP que irá vigorar. Seu valor será o menor entre o calculado de acordo com o rendimento médio ponderado dos títulos da dívida interna e externa – como era até então – e o valor calculado pela média aritmética simples da taxa vigente nos últimos 12 (doze) meses, multiplicada pelo fator 1,1. A nova TJLP para o período janeiro/março de 1999, calculada “alternativamente”, ficou em 12,84%.¹⁴

Conclusão

Qual é a conclusão geral que podemos chegar a respeito do realismo das teorias da taxa de juros a longo prazo, no que diz respeito ao Brasil? Todas dizem uma parte da verdade – *o todo* –, colocando cada qual seu foco em uma determinada dimensão da realidade.

O Banco Central do Brasil, instituindo a TJLP, faz, de certa forma, uma *segmentação de mercado*, buscando “isolar” a *taxa longa* da *taxa curta*. Cria a situação desta ser sistematicamente superior àquela. Em momentos críticos, “isola” a TJLP da própria taxa longa do mercado – alterando a fórmula de cálculo, por exemplo. Como o BNDES tem uma estrutura de passivo mais longa e capta a custo inferior ao de mercado, consegue viabilizar suas operações de longo prazo, em

(14) Ao fazê-lo o Banco Central do Brasil, automaticamente, estabeleceu como valor para o segundo trimestre uma taxa de 13,48% e para o terceiro, 14,90%, levando-se em conta a nova fórmula.

reais, com taxas a esse nível, concedendo uma subsídio creditício (juros abaixo dos de mercado) aos seus tomadores.

De outro lado, também se pode concluir que a taxa de juros de longo prazo, dos títulos de dívida externa, sofre influência das *expectativas* dos investidores em relação ao movimento das taxa de juros de curto prazo. Mas o interessante aqui é que essas expectativas podem ter impactos distintos em diferentes momentos do ciclo de preço dos ativos. Em momentos de “normalidade”, se é esperado que as taxas curtas no Brasil subam, a expectativa é que os investidores migrem dos títulos externos e sejam atraídos pelos internos, determinando um aumento da taxa longa. Contudo, num momento de maior “apreensão”, pode-se imaginar que a expectativa de elevação das taxas curtas internas se reflita em uma queda nas taxas longas. Essa conexão, de aparência contraditória, se explica pelo medo de que o aumento dos juros internos inviabilize a capacidade de pagamento dos devedores, forçando a fuga dos investidores para títulos em dólares.

Obviamente, a preferência pela liquidez dos investidores internacionais significa aumento da demanda por papéis que representam a liquidez por excelência – o que, num contexto de mercado “globalizado” não são os papéis curtos do governo brasileiro, tampouco os *bradies*, mas os *treasuries* (títulos de dívida pública norte-americana). Nesses momentos de extrema incerteza, o aumento da preferência pela liquidez “sistêmica” implicará em queda dos preços dos títulos de dívida externa brasileira, ou, o que é o mesmo, aumento da nossa taxa de juros de longo prazo.

Finalmente, deve ser grifado que os títulos da dívida externa brasileira, entre os disponíveis no mercado dos títulos dos países emergentes, vêm desempenhando, hoje, as funções de liquidez por excelência, em momentos críticos. Temos que refletir sobre a alta relação custo/benefício resultante dessa posição de submissão ao mercado financeiro internacional em que os *policy makers* incautos colocaram a economia brasileira, acentuando sua vulnerabilidade a *efeitos contágios*, devido a crises alhures.

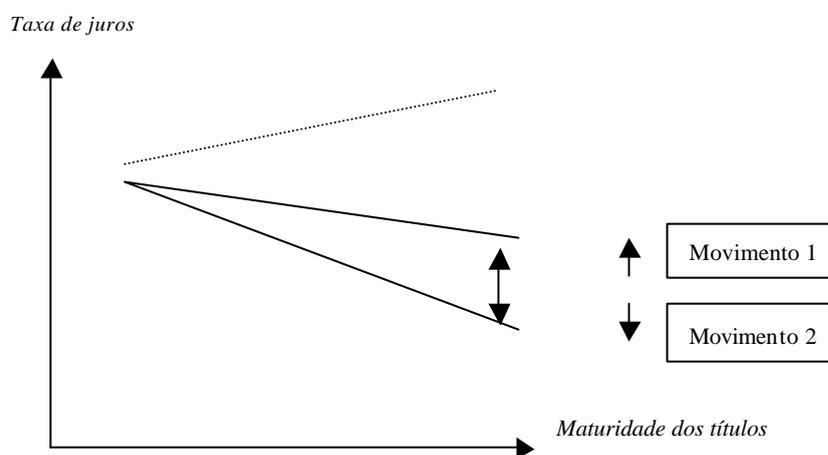
Bibliografia citada

BELLUZZO, L. G. Dinheiro e as transfigurações da riqueza. In: TAVARES, M. C., FIORI, J. L. (Org.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Rio de Janeiro: Vozes, 1997.

- BELLUZZO, L. G., COUTINHO, L. *Financeirização da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economia aberta*. Campinas: UNICAMP, IE, set. 1998.
- BRIGHAM, E., HOUSTON, J. *Fundamentals of financial management*. Orlando: Dryden, 1998.
- COSTA, Fernando Nogueira. Hicks e a liquidez. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, v. 16, n. 2, p. 703-26, 1995.
- _____. *Economia monetária e financeira: uma abordagem pluralista*. São Paulo: Makron Books, 1999.
- DEOS, Simone S. *A hipótese da instabilidade financeira de Minsky numa economia de mercado de capitais*. Porto Alegre: UFRGS, 1997. (Dissertação, Mestrado).
- DOW, Sheila. Money supply endogeneity. *Economie Appliquée*, tome XLI, n. 1, p. 19-39, 1988.
- KALECKI, Michal (1954). *Teoria da dinâmica econômica*. São Paulo: Abril Cultural, 1976.
- MALKIEL, B. Term structure of interest rates. In: THE NEW Palgrave: a dictionary of economics. New York: Macmillan, 1989.
- MOORE, B. *Horizontalists and verticalists: the macroeconomics of credit money*. New York: Cambridge University Press, 1988.
- REILLY, F., BROWN, K. *Investment analysis and portfolio management*. Orlando: Dryden, 1997.
- SCHUMPETER, Joseph A. (1954). *História da análise econômica*. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1964.
- WRAY, R. L. *Money and credit in capitalist economies: the endogenous money approach*. London: Edward Elgar, 1990.

Anexo

Figura 1
Movimento da curva de termo dos títulos da dívida brasileira ⁽¹⁾



..... Curva de termo padrão: positivamente inclinada.

———— Curva de Termo para o Brasil: negativamente inclinada.

Movimento 1 – Deslocamento da curva de termo “Brasil” no caso de elevação da taxa curta (situação 1: “normalidade”) e no caso de elevação da demanda por *treasuries* .

Movimento 2 – Deslocamento da curva de termo “Brasil” no caso de elevação da taxa curta (situação 2: “apreensão”)

⁽¹⁾ Estamos cientes do uso não estritamente rigoroso do conceito de curva de termo nessa circunstância, posto que não se trata da relação entre a taxa curta e longa de um mesmo título ou de títulos de mesma qualidade, e sim de títulos que têm o mesmo emissor, mas uma diferença importante: a moeda na qual são cotados, negociados e serão liquidados.