

Universidade Estadual de Campinas

Instituto de Economia

INOVAÇÕES FINANCEIRAS E O PAPEL DA AUTORIDADE MONETÁRIA

Um Estudo a partir da Economia Americana

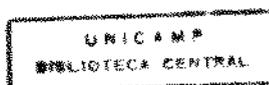
Ana Rosa Ribeiro de Mendonça n.º 528

Dissertação apresentada ao Instituto de
Economia da Universidade Estadual de
Campinas para a obtenção do título de
mestre em economia, sob a orientação do
Prof. Luís Carlos Mendonça de Barros.

Este exemplar corresponde ao original da tese
defendida por Ana Rosa Ribeiro de Mendonça
em 31/08/94 e orientada pelo Prof. Dr. Luís Carlos
Mendonça de Barros.

CPG/IE, 31/08/94

Campinas, agosto de 1994



ÍNDICE

AGRADECIMENTOS	iii
INTRODUÇÃO.....	1
CAPÍTULO 1 o Processo de Inovações Financeiras.....	7
1.1 Introdução.....	7
1.2 Inovações Financeiras: Origem e Conceitos.....	8
1.2 Inovações Financeiras: Motivações	10
1.2.1 Inovações que Procurem Contornar Restrições Legais..	12
1.2.2 Inovações que Permitam a Interligação dos Diferentes Mercados Nacionais	14
1.2.3 Inovações que Procurem Diminuir os Riscos dos Contratos Financeiros Tradicionais.....	15
1.2.3.1 A Diminuição do Risco Crédito	16
1.2.3.2 A Diminuição do Risco Preço	17
1.2.4 Inovações que Procurem Reduzir as Necessidades de Capital Alocado pelos Especuladores	18
1.2.5 Inovações que Procurem Reduzir os Impostos	19
1.3 Inovações Financeiras e Tecnológicas, Permanentes ou Temporárias	20
1.4 Inovações Financeiras a partir de uma Perspectiva Histórica	21
1.4.1 Primeira Onda de Inovações Financeiras - 1960/1972..	21
1.4.1.1 Os Fundos Federais de Trocas de Reservas	23
1.4.1.2 Os Certificados de Depósitos Bancários	25
1.4.1.3 O Euromercado	28
1.4.1.4 Os Fundos Mútuos do Mercado de Dinheiro (Money Market Mutual Funds)	34

1.4.2 Segunda Onda de Inovações Financeiras - 1972/1980...	39
1.4.2.1 O Processo de Securitização	43
1.4.2.2 Os Instrumentos Derivativos	49
1.4.2.2.1 Os Mercados Organizados de Contratos Futuros e de Opções - Bolsas de Futuros	51
1.4.2.2.2 Os Mercados de Balcão	54
1.4.2.2.3 Os Derivativos e a Administração dos Riscos	56
1.4.3 Terceira Onda de Inovações Financeiras - a partir de 1980	59
1.4.3.1 Os Hedge Funds	61
 CAPÍTULO 2 A Autoridade Monetária enquanto Gestor da Liquidez e Agente Regulador e o Processo de Inovações Financeiras	 64
 2.1 Autoridade Monetária e a Gestão da Liquidez	 65
2.1.1 Os Instrumentos de Política Monetária	65
2.1.2 Os Alvos Intermediários da Política Monetária	75
2.1.2.1 A Oferta de Moeda	76
2.1.2.2 As Taxas de Juros	83
2.1.2.3 Mudanças de Alvos da Política Monetária nos Estados Unidos	96
2.1.3 Autoridade Monetária enquanto Emprestador em Última Instância	98
2.2 Autoridade Monetária enquanto Agente Regulador do Sistema Financeiro.....	101
2.2.1 O Esquema de Regulamentação do Sistema Financeiro dos Estados Unidos	104
2.2.2 Os Contratos Derivativos e a Regulamentação	113
 CONSIDERAÇÕES FINAIS	 117
BIBLIOGRAFIA	120

AGRADECIMENTOS

Esta dissertação é o resultado final de um processo onde existiram diferentes "teses" e muitos descaminhos. Gostaria de agradecer a todos que de alguma forma contribuíram para que isto fosse possível.

Ao CNPq e à CAPES, pelo financiamento do período dos créditos do mestrado.

Aos funcionários do Cedoc, e em especial à Dora, pela enorme atenção e paciência com que sempre resolveram minhas dúvidas.

Aos professores Fernando Nogueira da Costa e Macarini, que juntamente com Marco Cintra deram sugestões essenciais de material bibliográfico.

Às professoras Maria Alejandra Caporale Madi e Mônica Baer pela enorme contribuição dada no exame de qualificação.

Aos colegas do Cecon, devo não só agradecimentos como também desculpas pela falta de tempo destes últimos meses.

À Patrícia Magaldi de Figueiredo pela amizade e companheirismo, além de sua colaboração na busca por material bibliográfico.

Aos colegas de mestrado com quem dividi importantes momentos de vida profissional e pessoal. Agradecimentos especiais à Silvia Ferreira Frick.

À grande amiga Eliane, que em muitos momentos se preocupou mais com esta dissertação dos que eu mesma. À Simone, pelos anos de nossa história.

Ao professor Luís Carlos Mendonça de Barros, meu orientador, pelas infundáveis discussões e a enorme atenção que sempre dedicou a esta dissertação. Sua colaboração foi essencial e insubstituível.

Aos meus pais e irmãos, que mesmo sem entender direito o processo de elaboração de uma dissertação foram tão compreensivos e companheiros.

Ao Marcelinho, pela ausência nos últimos meses, devo mais desculpas do que agradecimentos. Não poderia deixar de lembrar de todos que ajudaram a cobrir esta ausência, Fernando em especial, Lígia, Ruth, Teresa, Arthur e Regina.

Ao Fernando, pela sua cumplicidade e companheirismo, elementos essenciais não só para a elaboração desta dissertação como também para minha vida.

A Fernando, meu eterno namorado

INTRODUÇÃO

Esta dissertação tem como objetivo realizar um levantamento acerca das questões que permeiam a discussão do processo de inovações financeiras, tendo em vista suas motivações e resultados.

Parte-se do pressuposto de que os principais estímulos à implementação de inovações são a busca da elevação da liquidez e a redistribuição dos riscos assumidos pelos agentes, associados ao aumento rentabilidade. Acredita-se que a evolução deste processo apresenta dois resultados importantes, que encontram-se correlacionados. A elevação dos riscos do sistema como um todo e a restrição do espaço de atuação da autoridade monetária, seja em sua função de gestora dos níveis de liquidez, ou de garantidora da segurança e solidez dos mercados financeiros.

As inovações financeiras são aqui entendidas como a introdução de novos instrumentos financeiros ou a utilização inovadora de outros já existentes. A análise deste processo será realizada a partir da estratégia de atuação dos diferentes agentes econômicos diante do contexto com o qual se defrontam. Estes agentes podem ser as instituições financeiras, os tomadores de recursos, os investidores ou os especuladores.

A introdução dos instrumentos inovativos, em geral, encontra-se ligada a duas questões: a busca de elevação da liquidez e a redistribuição dos riscos assumidos pelos vários agentes em suas operações. A questão do aumento da rentabilidade não só encontra-se por trás destas duas questões, também da criação de alguns instrumentos financeiros.

Quanto ao objetivo de elevar a liquidez, as inovações financeiras procuram principalmente se contrapor às restrições colocadas pela autoridade monetária, seja em nível de controle das reservas bancárias ou de esquemas de regulamentação e supervisão. Neste sentido são desenvolvidos mecanismos que garantam não só a elevação da liquidez nas economias domésticas, como também uma maior integração dos mercados nacionais através de operações *cross-border*. Isto possibilita uma elevação da liquidez das diferentes economias como um todo.

A outra questão diz respeito à introdução de inovações que procurem a redistribuição dos riscos crédito e preços. O risco crédito resulta da possibilidade de que uma(s) das contra-partes não cumpra com suas obrigações contratuais, ocasionando perdas de principal para o(s) parceiro(s). O risco preço ou de mercado relaciona-se à possibilidade de variações não esperadas nos valores contratuais, resultantes de mudanças nas condições conjunturais da economia em geral e dos mercados financeiros em especial. Diante destas duas fontes de risco os agentes, refletindo comportamento conservador na gestão de seus negócios, procuram criar instrumentos que neutralizem ou atenuem seus graus de exposição. Cabe ressaltar que somente no caso dos agentes especuladores é que a assunção de riscos faz parte dos negócios.

Em algumas situações é possível se observar a associação entre as motivações aumento da liquidez e redistribuição dos riscos. Um exemplo claro são as operações *cross-border*, ou seja, operações entre países estimuladas pela busca de melhores condições de liquidez. No entanto, uma vez que estas operações são realizadas em diferentes moedas nacionais implicam em riscos de variações do preço câmbio. Sendo assim, em geral encontram-se

associadas a mecanismos de proteção à exposição ao risco preço.

Seria interessante destacar duas questões no tocante à implementação das inovações financeiras. Primeiro, a criação de novos instrumentos encontra-se vinculada às demandas dos diferentes agentes da economia. Entretanto, dadas suas características e funções, as instituições financeiras acabam por atuar enquanto criadoras e implementadoras destas inovações.

Por último cabe ressaltar que as inovações são idealizadas a partir da ótica individual dos vários agentes, tendo em vista a resolução de problemas a eles colocados. Todavia, existe um conjunto de resultantes deste processo em nível da economia como um todo que não são contemplados no momento da decisão da criação ou mesmo utilização dos instrumentos inovativos. Neste sentido a busca pela redução dos riscos individuais acaba por elevar as condições de risco do sistema como um todo, em função do elevado potencial especulativo gerado no mercado.

Neste contexto destaca-se a necessidade da atuação da autoridade monetária enquanto gestora dos níveis da liquidez da economia e de agente de supervisão e fiscalização do sistema financeiro.

Em seu papel de gestora da liquidez da economia, a autoridade monetária atua através do controle do nível das reservas bancárias, e no limite, enquanto emprestador em última instância. O controle das reservas bancárias é realizado através da utilização dos instrumentos clássicos de política monetária, como o requerimento de reservas compulsórias, a janela de redesconto e a realização de política de open market. Estes instrumentos são utilizados independentemente do alvo intermediário a ser perseguido

pela autoridade, seja este o controle da oferta de moeda ou uma política de juros. Esta função ganha contornos novos, uma vez que as inovações financeiras sempre surgem no sentido de aumentar os níveis de liquidez, em geral problematizando os instrumentos restritivos através dos quais a autoridade exerce a política monetária. Na medida em que o processo de inovações evolui, esta autoridade defronta-se com dificuldades crescentes na gestão da liquidez da economia. A opção pela busca de *targets* quantitativos para o crescimento da oferta de moeda torna-se cada vez mais problemática. Independentemente dos preceitos teóricos ou ideológicos que embasam a atuação da autoridade, resta a esta a possibilidade de determinar *targets* para taxa de juros nominais. Para complicar ainda mais esta tarefa, a internacionalização dos mercados magnifica o controle da taxa de câmbio, também sob o controle da autoridade monetária.

A função de prestador em última instância está tradicionalmente associada à necessidade da autoridade monetária atuar em auxílio aos bancos comerciais, em situações onde estes se defrontem com problemas temporários de liquidez.

No entanto, o processo de criação e implementação das inovações aumentou a participação das instituições não bancárias no total de ativos financeiros, ampliando o espaço de atuação do prestador em última instância. Dado o elevado grau de alavancagem com que atuam as instituições financeiras, problemas de liquidez localizados em segmentos determinados podem se alastrar para o sistema como um todo. Sendo assim, a autoridade monetária acaba por socorrer, em caráter de excepcionalidade, também as instituições não bancárias com problemas de liquidez, especialmente quando

estas são grandes e importantes¹. Em função de restrições legais e operacionais para o resgate localizado deste tipo de instituições, a autoridade é obrigada a aumentar a liquidez do mercado financeiro como um todo, através de operações com títulos públicos. Esta conduta prejudica a eficácia da política monetária, seja esta centrada na determinação de *targets* de crescimento da oferta de moeda ou de taxa de juros.

A função de supervisão e fiscalização é exercida com o intuito de garantir a segurança e solidez do sistema financeiro. Sendo assim, a autoridade atua no sentido de controlar as exposições dos agentes financeiros aos riscos, tendo em vista que estes tomam decisões a partir da ótica individual e não do sistema. Esta função fica reforçada no contexto de implementação de inovações financeiras. Entretanto, os instrumentos legais e normativos estão aquém das demandas exigidas pelos mercados financeiros modernos. Somente a frequência e gravidade das crises financeiras recentes tem levado a aumentos das pressões para uma readequação do instrumental de controle e supervisão sob controle das Autoridades Reguladoras.

A partir do exposto acima é possível realizar algumas considerações finais. A capacidade da autoridade monetária em administrar o nível de liquidez da economia é restringida pela implementação de inovações que procurem a elevação dos níveis desta. À autoridade cabe a função de gerir a política monetária através da administração das taxas de juros, em especial via operações de mercado aberto. Em função de modificações no modo de funcionamento dos mercados financeiros, a taxa de redesconto deixou de

¹ As próprias instituições bancárias acabam por atuar em socorro às não bancárias, em função da necessidade de preservar a saúde do sistema.

ser a taxa básica para a definição da política de juros². Na economia norte-americana, desde a década de setenta a taxa relevante para o *Federal Reserve* tem sido a *FED rate*, a taxa que prevalece na troca de títulos públicos entre as instituições bancárias³.

O papel exercido pela autoridade monetária no sentido de garantir a segurança e solidez do sistema também tem sido afetado pelas inovações financeiras. Estas não só podem ocasionar a inoperância de mecanismos de regulamentação, como também, e mais importante, serem implementadas fora do espaço de atuação destes mecanismos. Sendo assim, a capacidade da autoridade em administrar a exposição dos agentes aos riscos torna-se mais restrita. Estes limites se mostram mais graves diante do contexto de elevação do risco do sistema resultante das inovações financeiras.

2 A taxa de redesconto deixou de ser representativa em função da pequena expressão dos créditos bancários de curto prazo ao setor produtivo privado, quando comparado ao total dos ativos financeiros. Em geral, estes instrumentos são utilizados como contrapartida aos empréstimos de liquidez concedidos pela autoridade monetária às instituições com deficiência de reservas bancárias, através da janela de redesconto.

3 A forma de atuação do Bundesbank é outro exemplo deste processo. Apesar de ser o último bastião da ortodoxia, a autoridade monetária alemão opera tendo em vista a taxa lombarda, uma espécie de taxa interbancária.

CAPÍTULO 1 As Inovações Financeiras

1.1 Introdução

O objetivo do presente capítulo é realizar uma apresentação acerca do processo das inovações financeiras. Sendo assim será feito um esforço no sentido de mapear as questões mais importantes que permeiam o desenvolvimento de tal processo.

Antes de dar início à discussão proposta, seria interessante realizar algumas considerações com respeito ao sistema financeiro norte-americano, uma vez que é a partir deste que a análise é realizada. A implementação de inovações está intimamente relacionada ao arcabouço institucional dos mercados no qual estas acontecem, o que implica na necessidade de se utilizar um sistema como referencial. A escolha do sistema financeiro dos Estados Unidos justifica-se por algumas razões.

1) O sistema financeiro norte-americano apresenta elevado grau de desenvolvimento e segmentação. Esta última ocupa papel de destaque na discussão, uma vez que garante particularidades importantes para a diferenciação entre instituições bancárias e não-bancárias.

2) A evolução do mercado financeiro norte-americano destaca-se dentre as verificadas em países que apresentaram desenvolvimento significativo nos últimos anos.

3) As instituições financeiras norte-americanas têm apresentado comportamento bastante original e de vanguarda no tocante à implementação de inovações financeiras.

4) Dadas a hegemonia e as proporções desta economia, acrescidos do elevado nível de internacionalização dos mercados financeiros, o potencial de difusão das inovações norte-americanas é bastante elevado.

Inicialmente será feita uma discussão acerca dos conceitos e motivos que estimularam a implementação de inovações. Por fim as inovações serão analisadas a partir de uma perspectiva histórica. Neste item serão apresentados os três grandes movimentos de criação e implementação de inovações, destacando-se os diferentes processos inovativos observados na economia norte-americana a partir dos anos sessentas. Especial atenção será dispensada aos contratos financeiros derivativos, em função do elevado potencial de riscos que estes trazem para o sistema como um todo.

1.2 Inovações Financeiras: Origem e Conceitos

O período compreendido entre o final da segunda grande guerra e o início dos anos sessenta foi marcado por grande estabilidade nos mercados financeiros. Um contexto de elevada e incomum liquidez⁴, onde os agentes financeiros optavam por comportamentos mais conservadores no tocante à criação de crédito e geração de riscos. Esta postura pode ser explicada principalmente por dois fatores: a memória da crise financeira resultante da grande depressão e seus conseqüentes temores, aliada às medidas regulatórias criadas por ocasião daquela⁵; e o sistema herdado de

⁴ Ver a respeito Minsky, H.(1986).

⁵ A grande depressão ocasionou uma série de alterações no sistema financeiro norte-americano através da edição do banking act de 33, que criou medidas para a regulação deste sistema. Dentre estas medidas destacam-se dois grupos: a introdução de seguros federais para depósitos bancários e limitações às atividades bancárias (Wolfson,1990). A discussão do arcabouço de regulamentações do sistema financeiro norte-americano será discutido com maior nível de detalhes no capítulo 2.

Bretton Woods, no qual vigoravam taxas de câmbio fixas, juros baixos e elevada liquidez⁶.

A intermediação financeira estava centrada nas instituições bancárias, que faziam o elo direto de ligação entre os agentes superavitários (poupadores) e os deficitários (tomadores). Ao atuar enquanto intermediadora de recursos, as instituições acabavam por elevar os níveis de liquidez da economia, uma vez que suas operações passivas eram de prazos mais curtos do que as ativas. Em função deste quadro e dada a estabilidade vigente, os bancos arcavam com os riscos de crédito e de descasamento de prazos, uma vez que preocupações com alterações bruscas de conjuntura não se colocavam⁷.

No entanto, com o passar do tempo e o evoluir dos mercados o quadro de estabilidade foi alterando-se, passando os agentes a atuar de forma mais impetuosa.

Começaram a ser constatadas mudanças significativas na forma de atuação das instituições e no funcionamento do mercado financeiro, que ocasionaram, inclusive, mutações sobre o próprio processo de intermediação financeira. O foco da presente análise está centrado neste movimento e no fenômeno que o impulsiona, ou seja, a ocorrência de inovações financeiras. Sendo assim, a discussão proposta neste trabalho parte da idéia de inovações financeiras enquanto processo de mudanças ocasionado pela introdução de novos instrumentos, utilização inovadora de outros já existentes e, até mesmo, da emergência de novas instituições financeiras⁸. Em outras palavras, as atenções

⁶ Para maiores detalhes dos resultados de Bretton Woods, ver Samuel Lichtensztein e Mônica Baer. Fundo Monetário Internacional e Banco Mundial- Estratégias e Políticas do Poder Financeiro. São Paulo: brasiliense, 1987.

⁷ O esquema de intermediação financeira descrito acima será retomado na discussão da primeira onda de inovações financeiras.

⁸ Esta modificações podem ser de origem evolutiva, administrativa ou legislativas.

centram-se no processo das inovações, mais do que em um estudo dos instrumentos financeiros inovativos propriamente dito.

Cabe ressaltar que, mesmo na ausência de divergências ou semelhanças muito delimitadas, o discutido fenômeno pode ser analisado a partir de diferentes prismas em função da diversidade dos objetivos das análises dos autores. Esta questão pode ser observada a partir de algumas definições de inovações financeiras listadas abaixo.

... são basicamente melhoramentos não previsíveis (Miller,1991: 4)

... expediente que tem a capacidade de tornar mais aceitável o crescente nível de endividamento, potencializando a função financeira. (Ferreira e Freitas,1990:5)

Inovações são respostas racionais de maximização de lucros a oportunidades no mercado financeiro que são criadas por altas ou crescentes taxas de juros nominais. (Hester,1987:105)

Inovação financeira é o processo através do qual o sistema financeiro se adapta às novas condições... (Forsyth,1987:141)

1.2 Inovações Financeiras: Motivações⁹

A implementação das inovações respondem à uma série de motivações¹⁰ colocadas aos agentes financeiros, sejam estes

⁹ Este item será analisado a partir da diferenciação das motivações à implementação de inovações financeiras, e não dos instrumentos que resultam de tal processo.

¹⁰ Ao discutir as motivações que levam à implementação de inovações financeiras Silber (1983) destaca a resposta aos constrangimentos externos e internos colocados à atuação dos agentes. O autor parte da ótica microeconômica para analisar estes estímulos. Afirma que a ocorrência destas pode ser entendida como o custo de aderir aos constrangimentos existentes. Isto porque a realização de inovações implica em custos, tais como o desenho de novos contratos, o desenvolvimento de mercados secundários e os equipamentos. Sendo assim, o autor relaciona aumentos de custos e inovações financeiras.

intermediários, investidores, tomadores de recursos ou especuladores. Entretanto cabe ressaltar que, em geral, as mudanças são implementadas através da atuação das instituições financeiras¹¹. Entre estas motivações podem-se destacar: a busca por aumento da liquidez dos mercados; a redução dos riscos colocados pelo contexto das economias; e por fim, a tentativa de auferir maior rentabilidade¹², seja através da diminuição dos custos operacionais, da redução da incidência de impostos sobre as operações financeiras, do crescimento dos volumes transacionados e de atuações especulativas.

Entre as inovações que respondam à motivação pelo aumento dos níveis de liquidez da economia podem ser ressaltadas aquelas que procurem contornar restrições legais e as que permitam a interligação dos diferentes mercados nacionais. Os riscos crédito e preços são alvos das inovações que visem a redistribuição dos riscos dos agentes. Entre as inovações impulsionadas pela elevação da rentabilidade destacam-se aquelas que procurem reduzir o capital alocado pelos especuladores e permitam a redução dos impostos.

Antes de iniciar a apresentação dos fatores mencionados acima, acredita-se ser importante apresentar as relações entre inovações financeiras e tecnologia. O desenvolvimento tecnológico e a conseqüente evolução dos sistemas de comunicação e processamento de dados são fatores importantes na discussão dos condicionantes das inovações financeiras. Se não se pode dizer que este

11 De acordo com Hester, uma vez constatadas alterações nas taxas de ativos e passivos nos balanços das instituições, mesmo quando a motivação original não mais estiver presente - como por exemplo o retorno das taxas de juros aos níveis históricos após período de elevação -, pode-se afirmar que houve implementação de inovações financeiras (1987:80).

12 O caminho utilizado pelas instituições financeiras pode ser embasado nos dois sentidos de uma mesma via, ou seja, tentativas de aumentos da rentabilidade dos ativos e achatamento dos custos do passivo (Minsky, 1982).

desenvolvimento atuou enquanto mola propulsora das inovações, é possível afirmar que, sem a evolução tecnológica do sistemas de informática e de comunicações este processo não teria ocorrido ou pelo menos, não teria tomado as proporções observadas. A evolução tecnológica pode afetar o sistema financeiro através da diminuição dos custos operacionais das instituições, da utilização de técnicas mais eficientes na administração de portfólio e no grau de exposição dos agentes. Além disto, em muitas situações a utilização dos novos sistemas possibilita nova gama de operações (Forsyth,1987; Ferreira e Freitas,1990).

1.2.1 Inovações que Procurem Contornar Restrições Legais

O mais importante grupo de constrangimentos externos ao funcionamento e desenvolvimento não só das instituições como também dos mercados financeiros corresponde à regulação imposta às instituições pelas autoridades governamentais, em especial as monetárias. Os instrumentos de regulamentação incluem a legislação vigente em cada país, assim como os procedimentos adotados pela autoridade monetária, em sua função de regular os mercados¹³.

Os agentes do mercado atuam no sentido de buscar formas e instrumentos alternativos de funcionamento que possibilitem a atenuação ou mesmo neutralização de restrições resultantes da regulação do sistema financeiro. Este comportamento é pautado, na maioria dos casos, pelo objetivo de elevação da liquidez da economia e acaba por ocasionar, em muitas vezes, o sucateamento dos instrumentos de regulamentação. Na verdade, este processo pode mostrar-se mais amplo do que inicialmente idealizado. Isto porque a iniciativa dos agentes pode produzir resultados além da

¹³ Ao se referir ao conjunto da regulação governamental, esta-se destacando desde os instrumentos clássicos de política monetária, como os depósitos compulsórios, até a legislação bastante característica da economia norte-americana, como a Regulação Q.

neutralização de determinado mecanismo restritivo, ultrapassando o objetivo original ao ser aplicado de forma mais abrangente e em outros mercados¹⁴. O movimento de fuga da regulamentação e seus derivados pode ser visto, então, como importantes estímulos à implementação de inovações financeiras¹⁵.

Dentro desta discussão acerca da regulamentação seria interessante destacar duas questões, ou seja, os processos de desregulamentação e re-regulamentação.

A regulamentação dos sistemas financeiros sempre foi alvo de inúmeras críticas, em especial dos agentes financeiros a quem são impostas as restrições e dos teóricos de tradição mais liberal. De fato, dentro do contexto de constante processo de inovações financeiras, onde o sistema de regulamentação acaba passando por elevado processo de obsolescência, observou-se um movimento de atenuação das regras, como a por exemplo a *Regulação Q*, os depósitos de seguros, entre outros. Na verdade, através das inovações não só as regras vigentes são tornadas obsoletas, como novos instrumentos são gerados fora do espaço de regulamentação. Este movimento é particularmente importante no caso norte-americano, mas pode ser tomado como tendência mundial. Entretanto, apesar das restrições às instituições bancárias atuarem como elemento importante no estímulo às

¹⁴ Forsyth (1987) exemplifica este processo de derivados remetendo-se ao motivo de criação das swaps de taxas de juros e câmbio. Segundo o referido autor, este instrumento teria sido originalmente concebido para resolver problemas dos agentes ocasionados pelo controle de câmbio britânico. Posteriormente o desenvolvimento de tal instrumento ultrapassou largamente a este propósito.

¹⁵ Entretanto cabe destacar os resultados de um arcabouço com elevado nível de regulamentação. Parece ser claro e evidente que exista uma relação de causalidade entre regulação e inovações financeiras, ou seja, quanto maior o nível de regulação, maior será o volume de processos inovativos. Porém, segundo Boissieu (1987), a partir de certo nível, o arcabouço de regulação acaba por atuar mais no sentido de bloquear do que de estimular as inovações. A evidência que comprova tal afirmação é de que há no mercado financeiro francês um menor volume de inovações do que no norte-americano, uma vez que o sistema daquele país é mais regulado que o dos Estados Unidos.

inovações, a diminuição destas não atua em sentido inverso. Atualmente a discussão gira em torno da necessidade da regulamentação dos mercados, em função das constantes crises financeiras que têm ocorrido nos países industrializados.

Um vez ressaltada a importância da regulamentação enquanto constrangimento externo a ser vencido pelas instituições financeiras através de inovações, seria interessante destacar os limites colocados aos agentes no âmbito do próprio mercado. Por um lado, o aumento da competição entre as instituições, bancárias e/ou não-bancárias, estimula a implementação de novos mecanismos de captação ou aplicação, com o objetivo de diferenciar os serviços¹⁶. Por outro, o crescente movimento de internacionalização das grandes empresas produtivas forçava as instituições financeiras a se lançarem no mercado internacional, de modo a estarem presentes em outros países e não perderem as contas destas corporações. Sendo assim, observou-se um movimento de internacionalização em função da concorrência bancária e da busca de formas que possibilitassem a fuga da regulamentação ou de condições econômicas e financeiras mais favoráveis.

1.2.2 Inovações que Permitam a Interligação dos Diferentes Mercados Nacionais

Com a crescente internacionalização dos mercados financeiros, as operações entre os diferentes agentes da economia, sejam eles deficitários ou superavitários, expandiu-se para além das fronteiras nacionais. A procura por recursos para financiamento das empresas, seja através

¹⁶ Deve-se ter em mente que o parâmetro aqui utilizado é o sistema financeiro norte-americano, que apresenta estrutura altamente segmentada, onde há nítida separação entre instituições bancárias e não-bancárias. Entretanto esta diferenciação apresenta-se cada vez mais tênue em função das inovações financeiras e modificações resultantes, como será discutido adiante.

de crédito ou de lançamento de títulos, passou a ser realizada a partir de horizontes mais amplos. O agente tomador de recursos passou a ter acesso a diferentes mercados, podendo buscar aquele que apresentasse melhores condições de liquidez e custos. Estes benefícios aplicavam-se também aos investidores, que passaram a ter leque mais amplo para a realização de aplicação de recursos.

Entretanto, a difusão destas operações *cross-border*, acabou por acentuar os riscos de flutuações nas taxas de câmbio, uma vez que os contratos continuaram a ser realizados nas diferentes moedas domésticas. Esta questão colocava-se, em especial, para os agentes tomadores de recursos, em função das perdas resultantes da possibilidade de descasamento entre ativos e passivos. Originou-se, então, contexto que ocasionou estímulos à implementação de inovações financeiras que amenizassem estes riscos. Sendo assim, operações de troca de variação das moedas, em geral *swaps*, passaram atreladas às operações de financiamento dos agentes deficitários.

1.2.3 Inovações que Procurem Diminuir os Riscos dos Contratos Financeiros Tradicionais.

A transformação de mercados estáveis, onde imperavam taxas de câmbio fixas e de juros estáveis, e conseqüentemente estabilidade de preços, em mercados instáveis, com a elevação da volatilidade das taxas de juros e da inflação, ocasionou a elevação dos riscos de crédito e de preços, em especial dos contratos financeiros de prazos mais longos¹⁷. A procura por mecanismos de proteção diante deste quadro de maior instabilidade e volatilidade dos mercados financeiros passou a substanciar

¹⁷ O turning point ocorreu em 1971/1972, quando do rompimento do padrão estabelecido a partir de Bretton Woods. Desde então, as taxas de câmbio que antes eram fixas passaram a variar livremente.

a atuação dos agentes econômicos, em especial os financeiros, que passaram a buscar instrumentos que possibilitassem a redistribuição dos riscos. Neste contexto destacam-se o processo de securitização das dívidas e o desenvolvimento dos contratos derivativos.

1.2.3.1 A Diminuição do Risco Crédito das Instituições Financeiras

A procura por instrumentos que possibilitassem uma melhor administração do risco de suas carteiras de crédito levou as instituições financeiras a realizarem modificações na composição destas. Entre estas alterações destaca-se a securitização das dívidas, que assume então duas formas. As instituições bancárias passaram a emitir títulos a partir de contratos de empréstimo que se encontravam em suas carteiras. Além disto passaram a realizar a substituição de tradicionais contratos de empréstimos por *securities* emitidas pelos agentes tomadores de recursos. As carteiras de ativos dos bancos passaram, então, a incluir títulos de emissão de empresas, negociáveis junto a outras instituições ou investidores não financeiros. Esta substituição garantia maior liquidez ao portfólio das instituições, possibilitando a redução de seus *exposures*¹⁸.

O desenvolvimento do processo de securitização possibilitou aos agentes tomadores de recursos a colocação direta de seus títulos junto aos investidores. Isto se mostrava interessante para os tomadores pois significava diminuição dos custos, uma vez que o *spread* pago às instituições bancárias seria evitado. O surgimento das

¹⁸ Diante de uma crise cíclica previsível de determinado setor da economia, as instituições poderiam diminuir seu *exposure* vendendo títulos de dívida deste setor. A substituição de dívida velha contratada junto aos bancos internacionais por *securities* realizada pelos países da América Latina no âmbito do Plano Brady é outro exemplo claro deste processo.

Credit Rating Agencies foi fundamental para a evolução deste segundo momento da securitização das dívidas¹⁹.

1.2.3.2 A Diminuição do Risco Preço

O novo quadro dos mercados financeiros, onde destacavam-se as flutuações nas taxas de juros, câmbio e portanto variação dos preços dos ativos, implicava em maiores riscos para o agentes demandantes de contratos financeiros tradicionais. A partir deste contexto desenvolvem-se mecanismos que deram origem a uma segunda etapa de evolução das inovações financeiras. Estes instrumentos, conhecidos como derivativos, envolvem a negociação das variações dos contratos financeiros, e não do principal. A título de ilustração pode-se descrever um processo de troca de variações. Determinada instituição bancária norte-americana realiza um lançamento de *securities* no mercado japonês. Sendo assim, passa a ter parte de seu passivo denominado em iene, estando seu ativo em dólares. De modo a evitar o descasamento entre suas contas, a instituição realiza uma operação de troca dos rendimentos de *securities* em iene, por rendimentos em dólares. Deste modo ela se protege de flutuações nas relações entre as moedas japonesa e norte-americana. Para que esta operação ocorra, parte-se do pressuposto de que existam diversidades de opiniões entre os agentes, de modo que a troca da variação dos contratos possa ser realizada. A participação do especulador é de fundamental importância neste processo.

19

O papel desempenhado por estas agências será discutido posteriormente.

1.2.4 Inovações que Procurem Reduzir as Necessidades de Capital Alocado pelos Especuladores

Com a elevação das flutuações no conjunto dos mercados financeiros, em função da maior volatilidade dos juros e câmbio, o circuito entre instituições financeiras e agentes econômicos não financeiros amplia-se com o aumento da importância da atuação do especulador. Este agente não possui capital para a cobertura do valor total da operação de crédito, atuando através dos derivativos, uma vez que operacionalização destes instrumentos não implica em trocas do principais dos contratos. No caso de trocas de taxas de juros fixas por flutuantes ou de dólar para marco, o especulador banca somente a diferença entre as taxas. Em um primeiro momento, a função do especulador era realizada por pessoas físicas ou fundos mútuos de investimentos. Com o processo de securitização e a diminuição do espaço das operações tradicionais de intermediação de recursos, as instituições bancárias passaram a atuar, também, enquanto agentes especuladores²⁰, tornando-se os principais *dealers* dos mercados de derivativos. As motivações que impulsionam a participação dos especuladores no mercado de derivativos persistem, mesmo quando o *dealership* se concentra nas mãos dos bancos. Passam a atuar também enquanto utilitários finais destes instrumentos.

É possível afirmar que entre outros condicionantes, o desenvolvimento destes contratos financeiros que operem sobre a variação dos contratos e não sobre o principal, aparece altamente relacionado às demandas colocadas pelas características e forma de atuação dos especuladores. Inovações são introduzidas com o objetivo de diminuir as

²⁰ Vale citar o exemplo do Bankers Trust, uma das grandes instituições bancárias nova iorquinas que na década de setenta vendeu suas agências transformando-se em agente bancário que bancava os riscos preço de seus clientes financeiros através de operações com instrumentos derivativos.

necessidades de capital alocado por estes agentes em operações que busquem a elevação da liquidez dos mercados, no quais estes atuem no sentido de fornecer instrumentos de *hedge* para os agentes envolvidos em operações financeiras.

1.2.5 Inovações que Procurem Reduzir os Impostos

A criação de inovações financeiras que tenham como objetivo restringir os impostos deve ser entendida a partir de dois mecanismos distintos. Inicialmente pode-se destacar a criação de instrumentos financeiros que atuem fora do espaço de incidência dos impostos. O processo de criação dos *zero coupon bonds* é bastante ilustrativo deste tipo de operação. De acordo com a legislação vigente sobre o mercado japonês nos anos oitentas, os ganhos de capital resultantes da negociação de ativos financeiros não eram tributados, o mesmo não ocorrendo com os juros recebidos. Sendo assim, criou-se um instrumento que não rendia juros apresentando, então, *coupon zero*. Este era vendido mediante taxa de deságio, aparecendo a rentabilidade como resultado da diferença entre os preços de compra e venda do instrumento, ganho este não sujeito à tributação.

Por outro lado destaca-se a expansão do potencial de realização das operações fora dos mercados nacionais, nos chamados mercados *off-shore*, onde não há incidência de impostos. Os agentes passaram a avaliar os diferentes mercados financeiros nacionais também a partir da possibilidade do pagamento de menores impostos. Sendo assim, estimulou-se a criação de instrumentos que possibilitassem a realização de operações entre países, estando a busca pela menor incidência de imposto entre suas motivações.

1.3 Inovações Financeiras e Tecnológicas, Permanentes ou Temporárias

Neste item serão discutidas duas questões pontuais que se apresentam na bibliografia pesquisada. Primeiro, a idéia de que o processo de inovações financeiras assemelha-se, ou não, com o de inovações tecnológicas. Depois, a discussão apresentada por Miller (1991), que diferencia as inovações enquanto temporárias ou permanentes, destacando a importância das últimas.

Em alguns artigos analisados desenrola-se o debate em torno da seguinte questão: as inovações financeiras podem ou não ser comparadas às inovações tecnológicas? De acordo com Silber (1983), os dois grupos de inovações respondem a incentivos da economia e resultam em melhorias do bem estar econômico. Isto porque melhoram a capacidade das instituições, financeiras ou não, em lidar com os riscos, em diminuir os custos de transações e em descaracterizar regulamentações que já não tenham sentido.

Posicionamento oposto é sustentado por Kaufman (1986). Segundo este autor as inovações tecnológicas caracterizam-se por demandar longos períodos para o desenvolvimento, requerer, em geral, grande volume de recursos por este período, além de possibilitar que os direitos de propriedade dos agentes inovadores sejam respeitados. As mesmas afirmações não podem ser sustentadas a respeito do processo de inovações financeiras. É possível coloca-las em prática imediatamente e, dadas as dificuldades de patenteamento, podem se alastrar rapidamente. Somando-se a isto, nem sempre a experiência dos agentes é fator relevante, o que possibilita que novos possam se utilizar melhor das inovações do que os antigos, significando rompimentos com o passado.

De acordo com estudos de séries temporais, Miller realiza um processo classificatório que aponta no sentido de avaliar se determinado processo pode ser considerado inovativo ou não. A primeira indagação realizada é se o processo é de inovativo ou não. Segundo este autor esta questão se responde através da seguinte pergunta: estas resultam em melhorias não previsíveis nos mercados financeiros? Uma vez que a avaliação é positiva, indaga-se se esta inovação é de sucesso ou não. Para tanto, avalia-se se é capaz de estimular mudanças em razão de sua existência, além de impulsionar estímulos a novas inovações. E para avaliar se a inovação é significativa ou não vem a questão: os efeitos da inovação são permanentes ou temporários? Isto se responde através da análise de se as inovações sobrevivem e continuam a evoluir, mesmo quando os estímulos iniciais são alterados.

1.4 Inovações Financeiras a partir de uma Perspectiva Histórica

O movimento de criação de mecanismos financeiros observado na economia norte-americana partir da década de sessenta atuou no sentido de alterar as formas de intermediação dos recursos. Este movimento pode ser aberto em três momentos diferentes.

1.4.1 Primeira Onda de Inovações Financeiras - 1960/1972

O primeiro movimento de inovações foi pautado por tentativas que buscavam contornar as restrições impostas aos agentes financeiros pelo arcabouço de regulamentações instaurado sobre a economia norte-americana na década de trinta, no bojo das medidas de contenção e proteção da crise ocasionada pela grande depressão. Em conjunto com as regulamentações características deste sistema financeiro, atuavam as restrições tradicionais colocadas pela

operacionalização da política monetária. Este grupo de inovações visava, na maioria das vezes, a elevação dos níveis de liquidez da economia. Deve-se entender este objetivo como resposta às alterações no quadro de incomum liquidez nos mercados financeiros vigente no período que se seguiu ao final da segunda grande guerra, de acordo com as características do sistema monetário-financeiro idealizado em *Bretton Woods*. As inovações implementadas neste período eram realizadas em nível dos contratos financeiros, ocorrendo a partir das relações entre intermediários e agentes econômicos não financeiros.

O circuito financeiro tradicional vigente neste período, envolvia três categorias de agentes: os superavitários (poupadores), os intermediários financeiros e os deficitários (tomadores). Os primeiros aplicavam seus recursos junto às instituições bancárias, em instrumentos de curto prazo e a taxas de juros fixas. Já os tomadores demandavam do sistema bancário recursos de prazos mais longos, também pactuados a taxas fixas. As instituições bancárias atuavam enquanto criadoras de moeda e intermediadoras destes dois grupos de agentes. Mediante cobrança de *spread*, estas instituições arcavam com os riscos de crédito do tomador, além daqueles provenientes da dispersão de prazos de seus ativos e passivos. Isto porque, se por um lado sua carteira de passivos era carregada com instrumentos de prazo curto e remuneração fixa, por outro a de ativos era formada por empréstimos de prazos mais longos e taxas fixas. Em sua função de intermediadoras, as instituições arriscavam-se não só a descasamentos de prazos, como também, a divergências na remuneração paga e recebida através dos instrumentos tradicionais, resultantes de qualquer alteração nas taxas de juros.

As inovações financeiras que foram implementadas neste período tinham como principal objetivo a elevação dos

níveis de liquidez. Destacam-se entre estas a criação dos fundos federais, os certificados de depósito negociáveis, o euromercado e os *money market mutual funds*.

1.4.1.1 Os Fundos Federais de Trocas de Reservas

O período posterior à segunda grande guerra foi marcado pela estabilidade dos mercados financeiros, com elevados níveis de liquidez. As instituições bancárias equilibravam suas posições através de operações de compra de venda de títulos do Tesouro norte-americano de seus portfólios. Estes títulos garantiam elevado nível de liquidez aos recursos ociosos dos bancos, dados a inexistência do risco crédito resultante da qualidade do órgão emissor e o grande volume de papéis existentes no mercado²¹. (TABELA 1).

Neste contexto desenvolveram-se as operações de troca de fundos federais, ou seja, um fórum interbancário, onde há troca de reservas entre as instituições bancárias de depósitos realizados junto ao *Federal Reserve*, a serem utilizadas no fechamento de suas posições. Estas operações de troca são realizadas sem a necessidade de intervenção do Fed. As reservas são negociadas entre os bancos como empréstimos de um dia não segurados. Os benefícios para as instituições com excesso e falta de reservas são evidentes. As primeiras passam a receber remuneração de recursos que anteriormente ficariam inativos, uma vez que as reservas depositadas junto às agências do FED não rendem juros. As segundas teriam acesso a forma de financiamento alternativa à venda de ativos ou aos empréstimos de reservas junto à autoridade monetária. As taxas de juros nos fundos federais não ultrapassam aquelas observadas nas janelas de

²¹ O elevado volume de títulos de emissão do Tesouro Nacional no mercado era resultado da necessidade de financiamento dos gastos com a guerra pelo governo dos Estados Unidos

redesconto, aproximando-se destas em casos de volume negativo de reservas voluntárias (Minsky,1982).

Estes fundos já existiam desde o início da década de vinte, quando os bancos acertaram informalmente operações de trocas de reservas (Stigum's,1991). No entanto, ganharam maior importância em meados da década de cinquenta, quando a Garvin, Bantel and Company passou a realizar operações nos fundos federais, atuando ao lado de 79 bancos comerciais e 14 outras instituições financeiras²². As instituições bancárias afiliadas à este sistema eram em sua grande maioria posicionados em New York e Chicago. Entretanto, a participação de bancos fora desta fronteira mostra que este sistema tomava proporções nacionais²³ (Minsky,1982:165).

As economias de reservas bancárias resultantes da implementação deste mercado interbancário são claras. Para dado volume de depósitos, passa a haver uma maior eficiência no recolhimento de reservas junto à autoridade monetária. Isto porque se organiza a distribuição de reservas bancárias de instituições com excesso para outras com carência destas. Sendo assim, a criação ou dinamização do mercado de fundos federais é uma inovação financeira que possibilita uma melhor alocação das reservas bancárias. Pode-se afirmar, inclusive, que este processo resulta em aumentos endógenos da velocidade de circulação da moeda.

²² O fator determinante da possibilidade de bancos participarem do mercado de fundos federais era o tamanho do banco. Isto porque as transações deveriam atingir montantes mínimos de modo a compensar os custos das operações.

²³ Os fundos federais continuaram atuando enquanto principal instrumento de troca de reservas ainda da década de oitenta, sendo as taxas utilizadas nestas relações interbancárias variáveis chave na economia norte-americana.

1.4.1.2 Os Certificados de Depósitos Bancários

O quadro de estabilidade e liquidez incomuns vigente nos mercados financeiros no período pós-guerra alterou-se a partir de certo momento. A diminuição nos níveis de liquidez passou a colocar limites à capacidade das instituições bancárias em administrar seus ativos e acomodar às demandas por empréstimos. Em resposta à erosão dos níveis de liquidez, o City Bank inovou e lançou em 1961 os Certificados de Depósitos Negociáveis (CD).

Este processo foi acompanhado de esforços no sentido de organizar um mercado secundário para estas *securities* (Wolfson, 1990). Isto porque, estes certificados deveriam apresentar maior liquidez do que os depósitos a prazo, uma vez que visavam atrair recursos antes utilizados para transações. Na verdade, os CDs mostravam-se atrativos tanto para os poupadores como para as instituições bancárias. Os primeiros passariam a receber rendimentos a partir de recursos para transações, enquanto os segundos encontravam formas alternativas de captação não sujeitas ao recolhimento de reservas compulsórias.

Os CDs são depósitos a prazo que pagam juros e podem ser negociados no mercado. Ao lançar este tipo inovador de instrumento, as instituições financeiras utilizaram-se de um espaço de exceção na *Regulação Q*²⁴. Depósitos a prazo de volumes superiores a cem mil dólares por períodos maiores que catorze dias não estavam sujeitos às mesmas restritivas que outros depósitos. Grandes investidores tinham recursos suficientes para realizar aplicações de tal montante, mas

²⁴ A Regulation Q foi instaurada entre as medidas de regulação das atividades das instituições bancárias colocadas no âmbito do Banking Act de 1933. Esta medida proibia o pagamento de juros para os depósitos à vista e colocava ceiling de taxa de juros para os depósitos a prazo dentre as restrições colocadas por este Act destacam-se ainda a segmentação das instituições financeiras em tipos e restrições às categorias de crédito que cada tipo poderia oferecer; (Wolfson, 1990).

não se propunham a abrir mão da liquidez por períodos longos. Daí a importância do desenvolvimento do mercado secundário, que imprimia maior liquidez aos CDs²⁵, uma vez que estes poderiam ser vendidos antes do prazo de maturação (Stigum's, 1991).

Seguindo os passos do City Bank, as instituições passaram a oferecer os CDs, diretamente ou através de *dealers*. Estas *securities* eram normalmente vendidas em lotes de um milhão de dólares, sendo em geral emitidas ao valor de face e pagando juros ao vencimento do contrato. O prazo de maturidade mínimo era de catorze dias, chegando a até sete anos, com pagamento de juros semestrais; a média dos prazos era de um a seis meses.

Ao lado dos CDs tradicionais, ou seja, *securities* lançadas no mercado norte-americano por bancos nacionais, surgiram os CDs em eurodólares²⁶ e os Yankee CDs. Estes instrumentos apresentavam as mesmas características que os tradicionais, em geral oferecendo rendimentos mais elevados, uma vez que carregavam maiores riscos e menor liquidez. A diferença é que os primeiros eram lançados no euromercado e os segundos no próprio mercado norte-americano, só que por filiais de bancos estrangeiros (Stigum's, 1991).

No final dos anos sessenta, a utilização dos CDs enquanto instrumento de captação de recursos pelas instituições financeiras passou por períodos problemáticos.

²⁵ No tocante à liquidez, este instrumento garantiu aos depósitos de grandes volumes o mesmo tratamento concedido aos depósitos menores. Isto porque, para estes, era usual a possibilidade de retirada antes dos prazos de maturação e independentemente dos termos legais. Segundo Wojnilower, as penalidades impostas referiam-se somente a perdas nas taxas de juros, e as instituições que se negassem a adotar tal postura poderiam fechar as portas (1987:12)

²⁶ Segundo Ferreira e Freitas (1990:26), as razões que levaram as instituições a lançarem euroCDs foram: responder às demandas dos investidores internacionais, que desejavam realizar compras de papéis negociáveis e atenuar a contração da liquidez internacional de final dos sessenta, diversificando as formas de captação das instituições bancárias.

Isto ocorreu em função da elevação das taxas de juros acima das taxas permitidas pelo *ceiling* para grandes depósitos, em função da política monetária mais restritiva. Esta diferenciação de taxas levou a um *credit crunch* em 1966 e à busca de recursos no euromercado para financiar o *gap* ocasionado por emissões de CDs não competitivos em 1969²⁷. Apesar destes percalços, estes instrumentos ocupavam lugar de destaque no mercado de dinheiro na década de setenta. Entretanto, em função de alguns fatores como o enfraquecimento dos créditos bancários, o crescimento do mercado de *swaps* de taxas de juros, a desregulamentação das taxas de juros, alterações nas reservas requeridas e a criação do mercado de notas de depósitos²⁸, o mercado de CDs passou a ser enxugado. Na década de oitenta, o volume de lançamento de CDs é bem mais baixo, sendo mais utilizados por bancos regionais (Stigum's, 1991).

Pode-se, então, tecer alguns comentários²⁹ a partir da classificação realizada por Miller. O lançamento de CDs é um processo de inovações financeiras, uma vez que ocasiona melhoramentos ao mercado financeiro; estas inovações são de sucesso, já que estimulam a implementação de outras inovações, como a criação do mercado de notas de depósitos. Entretanto, o lançamento de CDs não se mostra significativo; uma vez alteradas as condições que propiciaram sua criação, deixaram de evoluir e até mesmo de ocorrer de forma relevante.

A utilização em larga escala dos certificados de depósito enquanto instrumento de captação possibilitou o

²⁷ Para maiores detalhes ver Wolfson (1990). A questão das divergências entre *ceiling* e taxas de CDs será retomada no âmbito do euromercado.

²⁸ São depósitos bancários emitidos como notas ou bônus, para serem negociados no mercado secundário. As taxas de juros são fixas, só que este instrumento é combinado com a realização de *swaps* de taxas de juros, que transforma as fixas em flutuantes, evitando que estas tenham que ser constantemente repactuadas como os CDs. Para maiores detalhes ver Stigum's (1990)

²⁹ A classificação apresentada por Miller foi destacada no item 1.3.

crescimento do crédito a taxas maiores do que as verificadas na base de reservas. Sendo assim, ao viabilizar formas alternativas de recursos para financiamento de empréstimos bancários, as instituições financeiras puderam burlar constrangimentos a estes, que teriam sido impostos pelo controle de reservas exercido pela autoridade monetária. Os certificados de depósitos são instrumentos inovadores que garantam fundos alternativos para empréstimos e economizem reservas bancárias requeridas, contribuindo assim para o aumento endógeno da liquidez da economia.

1.4.1.3 O Euromercado

O euromercado de dólares é um mercado financeiro internacional situado originalmente na Europa, a partir do qual as instituições financeiras podem realizar operações de captação ou aplicação em dólares ou outras moedas. Este mercado é definido da seguinte maneira pelo *Bank for International Settlements* (BIS): "um dólar que foi adquirido por um banco fora dos Estados Unidos da América e utilizado, diretamente ou após ter sido convertido em outra moeda, em empréstimos para cliente não bancário, talvez depois de um ou mais movimentos de redepósitos de um banco para outro" (Gibson, 1989, p.3).

A origem do euromercado de dólares remonta à segunda metade da década de cinquenta. Entre a série de fatores que teriam influenciado na criação deste mercado destacam-se alguns. No período da guerra fria, os países socialistas passaram a buscar espaços alternativos ao mercado financeiro norte-americano para aplicação de recursos em dólares para financiamento de seu comércio exterior. Em 1957, em função da crise cambial da libra esterlina, o governo britânico passou a restringir o uso desta para o financiamento de transações internacionais. O retorno da

convertibilidade das moedas européias em 1958, que possibilitou movimentos de capitais entre Estados Unidos e Europa. Somando-se a estes fatores aparecem os déficits no Balanço de Pagamentos norte-americano e a política encontrada pelo governo para enfrenta-lo.

No final dos cinqüentas, os constantes superávits do Balanço de Pagamentos dos Estados Unidos no pós-guerra transformaram-se em déficits. O fluxo da conta de capitais de longo prazo tornou-se negativo, sendo este processo agravado por investimentos diretos de empresas norte-americanas no exterior. O que se pode constatar a partir deste contexto é um aumento dos dólares disponíveis no mercado internacional, em função do financiamento destes déficits recorrentes. Esta seria uma importante fonte de recursos para o emergente mercado de eurodólares³⁰.

Com o intuito de amenizar o fluxo de dólares para o exterior, as autoridades monetárias norte-americanas passaram a atuar de forma mais restritiva quanto aos financiamentos para o exterior. Em 1963 foi introduzida a *Interest Equalization Tax (IET)*, que desestimulava a emissão de títulos estrangeiros em *New York*. Somando-se à esta taxa foram implementados o *Voluntary Foreign Credit Restraint (VFCR)*, através do qual os bancos situados nos Estados Unidos concordavam em manter tetos voluntários aos empréstimos a não residentes, e o *Restrictions on Overseas Direct Investment (RFDI)*; estas medidas procuravam diminuir o financiamento de empresas norte-americanas no exterior com recursos norte-americanos. Esta série de

³⁰ A importância que diferentes autores impetram aos constantes déficits do balanço de pagamentos norte-americano para a evolução do euromercado é criticada por Friedman. De acordo com este autor, o déficit americano não é condição suficiente para explicar o desenvolvimento do discutido mercado, dado o montante de recursos que este atinge. Ressalta-se também que houve desenvolvimento concomitante do mercado de eurodólares, mesmo que em menor escala, apesar dos constantes superávits do balanço de pagamentos alemão. No entanto, segundo Lima, ao se analisar dados referentes ao desenvolvimento do euromercado e do déficit norte-americano, constata-se que estes últimos foram significativos para aquele mercado. (Gibson, 1989:p.11 e Lima, 1985:75).

medidas restritivas acabou por ocasionar modificações nos mercados de capitais, uma vez que instituições financeiras e produtivas, americanas ou não, passaram a buscar mercados financeiros alternativos. Neste contexto, estimulou-se a intensificação de operações, em especial no mercado de eurodólares, das filiais estrangeiras de empresas norte-americanas.

Os limites impostos ao volume de crédito cedido a não residentes por agências financeiras norte americanas estimularam a tomada de recursos no mercado de eurodólares, e mantiveram a taxa de juros neste elevada. Observa-se neste período um grande movimento de abertura de filiais de bancos norte-americanos no exterior, buscando atuar em mercados onde as restrições das autoridades monetárias não se aplicavam³¹.

Somando-se a esta série de medidas restritivas tomadas pela autoridade monetária, os efeitos da *Regulation Q* atuaram no sentido de estimular as operações no euromercado. Como discutido anteriormente, a *Regulation Q* proibia o pagamento de taxas de juros para depósitos à vista e autorizava o *Federal Reserve* a impor taxas máximas para depósitos de poupança ou a prazo. Este mecanismo ganhava graus de importância em momentos de elevação dos níveis inflacionários e de política monetária restritiva, uma vez que são nestes períodos que a taxa de juros cresce, superando os limites colocados pelo *ceiling*, fazendo com que os depósitos a prazo privados deixem de ser competitivos. Em função do diferencial de taxa de juros, os

³¹ Este movimento de abertura de filiais de bancos norte-americanos no exterior ocorreu principalmente na City londrina. Londres tornou-se o centro financeiro do euromercado. Para isto contribuíam alguns fatores. Esta cidade encontra-se entre as principais capitais européias, continente onde havia espaços atrativos para realização de negócios; situa-se em um país em que o idioma original é o inglês, a língua corrente nos Estados Unidos e somando-se a estes dois fatores aparece a experiência histórica da Inglaterra, a partir da qual Londres havia se transformado em importante entreposto do mercado financeiro internacional. Para maiores detalhes ver Forsyth (1987)

investidores passaram a preferir aplicar em títulos públicos ao invés de privados, o que corroía a disponibilidade de recursos disponíveis para as instituições bancárias. Com o intuito de resolver seus problemas de fundos de curto prazo, os bancos passaram a buscar fundos no mercado de eurodólares através de filiais de bancos-norte americanos neste mercado.

Sendo assim, em períodos em que a autoridade monetária norte-americana atuava de forma restritiva, os agentes da economia encontravam formas de atenuar as coibições colocadas pelos instrumentos monetários. Isto porque, tanto as empresas produtivas³² quanto as financeiras recorriam ao financiamento externo, através do euromercado. Este fenômeno ocasionava uma "correia de transmissão" de política econômica dos Estados Unidos para Europa, expressa no fluxo de dólares e que se refletia nos níveis de liquidez e de taxas de juros do euromercado³³.

No bojo da expansão e evolução do euromercado pode-se destacar a introdução de novos instrumentos financeiros por parte das instituições. Dentre eles destacam-se os euroCDs e as *Floating Rate Notes* (FRN). Como já destacado no item anterior, os EuroCDs foram criados como resposta às demandas dos investidores por instrumento negociáveis e à contração da liquidez observada no final da década de sessenta. As FRN são instrumentos de captação direta de médio e longo prazo, negociadas a taxas flutuantes e repactuadas em períodos de três a seis meses, tendo como base um taxa de referência. A introdução de títulos de dívida com taxas flutuantes foi uma inovação criada pelo mercado para responder aos constrangimentos colocados pelo

³² As empresas produtivas norte-americanas que se utilizavam do euromercado para financiamento eram aquelas que estavam operando fora dos Estados Unidos, dadas as restrições colocadas pela VFCR e OFDI.

³³ Para maiores detalhes deste processo ver "O Mercado de Eurodólares". Conjuntura Econômica, XXXII, 1(janeiro/78), 78-83.

novo contexto vivido pela economia internacional, de elevação das taxas de juros. Esta situação havia sido colocada pela atuação mais restritiva do Fed e de bancos centrais europeus no final da discutida década, que provocara uma elevação das taxas de juros e problematizara a estrutura financeira das instituições. Através da utilização desta nova modalidade de título de dívida direta, as instituições transferiam os riscos de elevações de taxas do credor para o devedor (Ferreira e Freitas, 1990:26).

Pode-se considerar duas questões na análise dos estímulos da implementação da *Regulation Q* para o mercado de eurodólares. Primeiro que esta acentuou a tendência deste mercado oferecer elevadas taxas de juros para depósitos³⁴. Segundo, que este foi utilizado com o intuito evitar restrições de crédito implementadas pela autoridade monetária norte americana. Entretanto, mesmo a partir de final da década de setenta, quando as restrições colocadas pela *Regulation Q* perdem importância, as instituições bancárias continuaram a utilizar-se do mercado de eurodólares como alternativa na captação de fundos³⁵.

É possível concluir que restrições impostas pela autoridade monetária norte-americana ao longo da década de sessenta estimularam o crescimento do mercado de eurodólares, seja através da atuação de empresas ou de bancos. Mas quando da alteração destes mecanismos restritivos, o efeito não foi o inverso. Isto porque os

³⁴ Esta tendência coloca-se em função da ausência da necessidade de reservas para depósitos realizados junto ao sistema bancário no euromercado. Isto possibilita o oferecimento de taxas de juros mais elevadas para depósitos, fenômeno que é fortalecido pela existência de um eficiente mercado interbancário, o que dispensa os bancos de manterem elevado nível de reservas para precaução (Gibson, 1989, p.14).

³⁵ O euromercado tomou proporções que lhes possibilitava evolução própria. Entretanto, deve-se lembrar que, ainda em início da década, observou-se uma forte diminuição dos empréstimos de bancos norte-americanos junto a este mercado. Isto a partir da implementação por parte do Federal Reserve de uma política monetária menos restritiva, o que levou a queda das taxas de juros.

bancos norte americanos passaram a operar arbitragens entre os mercados doméstico e de eurodólares, o que ocasionou uma forte integração entre estes (Gibson,1989,p.15).

A expansão do euromercado encaixa-se na plenitude do conceito de inovação financeira significativa, desenvolvido por Miller. Pode-se afirmar que é uma inovação, uma vez que gera melhoramentos no mercado; é um processo bem sucedido e mais que isto é significativo, já que mesmo quando alterado o quadro que propiciou o seu surgimento, o euromercado continuou não só a existir como a evoluir.

A partir do exposto acima pode-se tecer algumas considerações. Diante de um quadro restritivo são encontradas fórmulas de atenuação, se não inoperância, dos mecanismos restritivos impostos. No presente caso, que relata a limitação de créditos a empresas norte americanas no exterior, observa-se a inovação no que diz respeito à utilização de um mercado que se encontra alheio ao contexto de limitações. Sendo assim, estimula-se e intensifica-se um movimento no sentido aumentar a importância dos mercados financeiros *off-shore*, que não estão sujeitos às restrições impostas por autoridades monetárias nacionais. Este é um exemplo cabal da relevância das inovações observadas no sistema financeiro, que atuam no sentido de responder aos estrangimentos externos impostos aos agentes, em especial os financeiros.

O processo de inovações que resultou na evolução e expansão do euromercado pode ser entendida como procura por recursos alternativos de fundos para financiamento de instituições financeiras ou não e aprofundamento da capilaridade entre os diferentes mercados domésticos e internacional.

1.4.1.4 Os Fundos Mútuos no Mercado de Dinheiro (Money Market Mutual Funds)³⁶

Em conjunto com os mercados de estoques e de bônus, o mercado de dinheiro integra o de capitais. De acordo com Stigum's, o mercado de dinheiro é um mercado atacadista de baixo risco, elevada liquidez e instrumentos de curto prazo. É composto por títulos de dívida pública ou privada, podendo ser de emissão do Tesouro Nacional dos Estados Unidos, de agências federais, CDs, notas de depósitos bancários, aceitabilidades bancárias, participações de curto prazo em empréstimos bancários, notas municipais e *commercial papers* (1991:1). A partir deste mercado é criado um novo tipo de instrumento, conhecido como fundo mútuo do mercado de dinheiro (*money market mutual funds*), que nas palavras de Stigum's,

Um fundo mútuo é um instrumento através do qual os investidores formam um pool de recursos para investir em uma carteira diversificada de securities. O investidor que aplica em um fundo mútuo obtém participações em retornos e transforma-se de fato em possuidor de parte do fundo. (Stigum's, 1991:1176)

A criação deste instrumento inovador foi estimulada pela existência de constrangimentos à atuação dos agentes econômicos. Contribuíram para isto a regulamentação dos mercados financeiros, conjuntamente com a elevação das taxas de juros e de inflação. Como já discutido anteriormente, a combinação da elevação das taxas de juros resultante de uma atuação mais restritiva por parte da autoridade monetária, com os *ceilings* impostos pela *Regulation Q*, ocasionou problemas de fundos para as

³⁶ A evolução dos fundos mútuos se deu basicamente a partir da segunda metade da década de setenta. Sendo assim, tendo em vista o corte temporal estes processo deveria ser apresentado no bojo da segunda onda de inovações. No entanto, tendo em vista as motivações que embasaram a criação destes instrumentos, a descrição do processo será realizada aqui.

instituições bancárias. Uma vez que as taxas oferecidas pelos instrumentos bancários, em especial os CDs, ficavam abaixo daquelas pagas pelo títulos públicos, os investidores promoveram um fluxo de recursos no sentido das *securities* públicas, o que ocasionou um processo de desintermediação financeira. Com o intuito de atenuar este problema, a autoridade monetária elevou o mínimo de denominação de títulos do Tesouro (*Treasury Bills*) por investidor, passando este de um mil para dez mil dólares. Esta medida visava minimizar a desintermediação ao restringir o mecanismo de fuga dos instrumentos bancários aos investidores que possuíssem montantes menores para aplicação (Kaufman,1986:74).

Conjuntamente com a *Regulation Q*, que restringia as taxas pagas para volumes menores que cem mil dólares, esta limitação impulsionou a criação dos fundos mútuos, Através destes, investidores com menor volume de recursos poderiam aplicar em *securities* que melhores rendimentos oferecessem, de acordo com a composição das carteiras dos fundos. Ao mesmo tempo, os pequenos investidores passaram a ter acesso a instrumentos gerenciados por profissionais do mercado financeiro, o que contribuiu para a diminuição de tempo, trabalho e custos dispendidos na compra e rolagem de *securities*. Além disto, ao poder atuar em carteiras diversificadas, os pequenos poupadores puderam minimizar o risco crédito (Kaufman,1986).

O surgimento dos fundos mútuos também veio a responder ao quadro de elevação das taxas inflacionária e de juros observadas na década de setenta. Os investidores encontraram nestes fundos uma forma de proteger os recursos de curtíssimo prazo, utilizados inclusive para transações³⁷. Isto porque estes fundos buscavam oferecer

³⁷ Estes recursos poderiam até ser movimentados através da emissão de cheques. Estes fundos passaram a oferecer instrumento substituto aos depósitos à vista.

liquidez, elevados retornos, associados com o fator segurança.

Com o intuito de oferecer os fundos mútuos foram criadas instituições cujas características assim se apresentam: i. estrutura de passivos restrita a depósitos, na verdade quotas vendidas dos fundos; ii. pagamento de taxas de juros diários; iii. ativos constituídos de *securities* diversas; iv. ausência de obrigatoriedade de manutenção de reservas junto à autoridade monetária³⁸; vi. ausência de seguros de depósitos para as quotas; e vii. atuação mediante pequena margem de lucro, resultante de diferenças entre taxas de ativos e passivos (Stigum's, 1991). A partir deste esquema de funcionamento, o risco crédito é repassado ao agente poupador de recursos, enquanto possuidor de cotas dos fundos. O papel das instituições financeiras restringia-se à administração delegada dos recursos depositados nos fundos.

Dadas as circunstâncias a partir das quais estas instituições foram criadas, a estrutura operacional apresenta algumas peculiaridades. A utilização das novas tecnologias disponíveis, a partir das quais foi montado sistema de atendimento ao cliente através de linhas telefônicas. Isto possibilitou o atendimento aos clientes sem a necessidade de elevados investimentos em prédios, filiais ou sujeição a constrangimentos geográficos. Mediante pagamentos, realizavam transferências de contas através de instituições bancárias, sem ter que manter estruturas grandes e inflexíveis. Conseguiram organizar-se de forma a possibilitar que seus clientes fossem capazes de movimentar suas contas de fundos mútuos através da subscrição de cheques. A informatização das contas possibilitou que fossem realizadas transferências entre

³⁸ A não obrigatoriedade no recolhimento de reservas compulsórias foi alterada em 1980, com a instauração do DIDMCA. Esta questão será discutida posteriormente.

fundos praticamente sem custos. Os clientes passaram a poder remanejar recursos entre fundos mútuos de títulos públicos, ações, lastreados em hipotecas, entre outros, sem a incidência de taxas explícitas. (Wojnilower, 1987:19 e 20).

Dado o tipo de instrumento que oferece, os fundos mútuos devem estar preparados para possibilidade de retiradas em larga escala e sem qualquer previsão. Estas retiradas podem ser compensadas por novos depósitos, pelo pagamento de títulos que estão vencendo ou através da venda de ativos da carteira, o que implica na necessidade da manutenção de *securities* altamente líquidas nestas. Sendo assim, os riscos de perda de capital permanecem baixos.

Diante do crescimento dos fundos mútuos e o conseqüente acirramento da concorrência, as instituições bancárias e as *thrifts institutions*³⁹ aumentaram a pressão pela desregulamentação dos mercados, uma vez que estavam sujeitas à uma série de restrições não colocadas aos fundos. Apesar de não estarem autorizados a distribuir fundos mútuos, os bancos atuavam neste espaço através de acordos nos quais a distribuição dos fundos era feita através de instituições *brokers*. No bojo do movimento de desregulamentação, no início da década dos oitentas as instituições bancárias e as *thrifts* foram autorizadas a oferecer contas de depósito do mercado de dinheiro (*money market deposit accounts*), instrumento semelhante aos fundos mútuos do mercado de dinheiro. No entanto, manteve-se a necessidade da rede de filiais de moda atrair os recursos, e continuavam altamente confinados aos depósitos (Wojnilower, 1987:19 e 20).

³⁹ Thrifts Institutions são instituições de poupança e hipotecas, abarcando as *Save & Loans* e os bancos de poupança.

Os fundos mútuos merecem destaque por terem apresentado movimento expansivo importante. Todavia, outros foram instrumentos criados obedecendo ao mesmo intuito⁴⁰. A corretora *Merril Lynch* lançou no final da década de setenta um instrumento que era misto de depósito bancário e investimento acionário, no qual os recursos eram remunerados até o momento em que os cheques fossem compensados. As instituições bancárias passaram a ter também como concorrentes outras não financeiras, como as companhias de cartões de crédito e lojas de departamento, uma vez que estas começaram a oferecer serviços antes exclusivos dos bancos, em função da aplicação do desenvolvimento tecnológico (Freitas,1992). Na verdade, o resultado de inovações financeiras em mercados financeiros especializados é justamente a diminuição desta.

O elevado desenvolvimento da indústria dos fundos mútuos do mercado de dinheiro, dadas as características destes instrumentos, traz conseqüências importantes para a funcionalidade da política monetária. Isto porque estes fundos dificultam o monopólio das instituições bancárias sobre os meios de pagamento, restringindo o espaço de controle das reservas bancárias por parte das autoridades monetárias. Mesmo apresentando características de meios de pagamento, estes fundos não somente encontram-se desobrigadas ao recolhimento de reservas compulsórias, como também não se inserem no espaço de controle do *Federal Reserve*, autoridade monetária norte-americana. O órgão regulador destes instrumentos financeiros é a *Securities and Exchange Commission* (SEC), cuja atuação é direcionada à proteção dos consumidores.

A exposição realizada acima possibilita que se classifique a criação dos fundos mútuos do mercado de

⁴⁰ Os exemplos são muitos, como as contas NOW e as super NOW (negotiable order of withdrawal), oferecidas pelas Thrifts Institutions e as contas de depósito no mercado de dinheiro.

dinheiro mediante os parâmetros trabalhados por Miller. A formação destes fundos é explicitamente uma inovação financeira, uma vez que dadas suas características há melhorias claras, inicialmente para os pequenos investidores e posteriormente para todos, no sentido de criação de espaços alternativos para a aplicação de recursos. É um processo inovativo de sucesso, já que estimula o surgimento de outros instrumentos, tais como as contas de depósito do mercado de dinheiro. E por fim, é significativa; isto porque não só sobrevive como também evolui enormemente mesmo quando do processo de desregulamentação observado a partir de final dos setentas.

Os fundos mútuos do mercado de dinheiro são instrumentos de meios de pagamento que garantam aos agentes poupadores o recebimento de juros em aplicações de curto prazo. Conjuntamente, estes fundos colaboram para o crescimento dos mercados financeiros e dos instrumentos financeiros negociáveis.

1.4.2 Segunda Onda de Inovações Financeiras - 1972/Década de 80⁴¹

O segundo movimento de inovações foi implementado no sentido de acomodar a maior volatilidade dos mercados, que veio a se sobrepôr à estabilidade vigente até então. Este novo contexto resultou da ruptura do padrão de regras estabelecidas a partir de *Bretton Woods*, onde as taxas de câmbio eram fixas e as de juros baixas. Uma vez que a formação dos diferentes preços, entre os quais o câmbio, passou a ser realizada livremente, a possibilidade de oscilações destes tornou-se inerente ao esquema. Seria

⁴¹ O ano de 1972 foi escolhido como fronteira uma vez que neste momento as Floating Rate Notes passaram a ser lançadas. Estas notas são instrumentos de financiamento contratados a taxas flutuantes. Também neste ano foi dado o início das operações de contratos futuros de moedas estrangeiras.

interessante destacar, todavia, que esta volatilidade não se configura, necessariamente, em instabilidade (GRÁFICOS I e II).

O crescimento da volatilidade, relacionado às flutuações nos principais preços da economia, fez surgir desacordos entre os agentes tomadores de recursos e os intermediários financeiros quanto à pactuação de taxas fixas ou flutuantes. Surge, então, a figura do especulador. Este agente atuava no sentido de fornecer instrumentos de *hedge* para proteção das operações em função das flutuações das taxas, fossem aquelas realizadas por agentes financeiros ou não. Neste sentido foram criados os instrumentos derivativos. Inaugurava-se com este movimento, a operacionalização de instrumentos cujos preços derivam da *performance* dos contratos financeiros, onde são transacionadas as parcelas variantes dos contratos, não o principal.

O circuito financeiro característico deste período mostrava-se inerentemente instável. Inicialmente, conformava-se da mesma maneira que o ciclo anterior, ou seja, por agentes deficitários, superavitários e intermediários financeiros. A carteira de passivos das instituições continuava formada por instrumentos de prazos curtos e taxas fixas. Entretanto, diante da crescente instabilidade os intermediários passaram a carregar em suas carteiras de ativos instrumentos contratados a taxas flutuantes, mesmo que os prazos se mantivessem mais longos. Desta maneira, continuavam arcando com os riscos de crédito e de descasamento de prazos, não mais com os de juros, ou seja, de variações entre as rentabilidades do ativo e passivo.

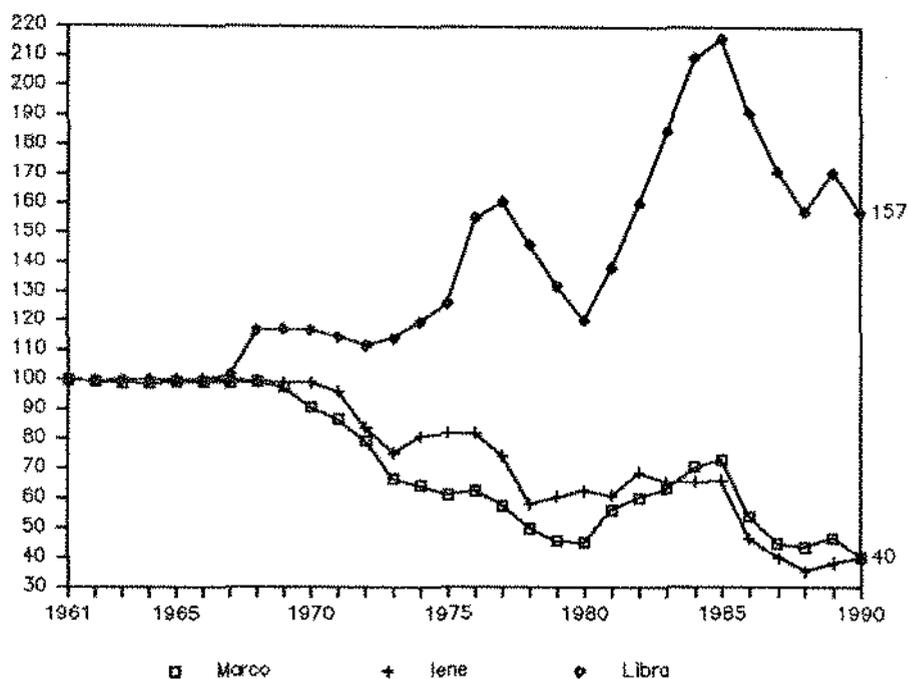
Todavia, os agentes tomadores de recursos não aceitavam a contratação de financiamentos através de juros

flutuantes. Isto porque, tendo em vista esta forma de pactuação das taxas cobradas pelo financiamento de seus investimentos, os cálculos de retorno destes mostravam-se bastante problematizados⁴². Neste contexto, abriu-se espaço neste circuito financeiro para a participação de um quarto agente, o especulador. Mediante o recebimento de prêmios e a possibilidade de obter ganhos a partir de arbitragens nos diferentes mercados, estes agentes passaram a assumir os riscos de variação dos preços, sejam estes no câmbio e/ou nas taxas de juros. Sendo assim, mediante o pagamento de prêmios ao especulador, o tomador de recursos voltou a ter acesso a financiamentos de longo prazo e contratados a taxas fixas. As instituições fornecedoras dos recursos mantiveram em sua carteira de ativos empréstimos contratados a taxas flutuantes, não incorrendo nos riscos de variações destas taxas.

Estas alterações no esquema de funcionamento da intermediação de recursos financeiros só foi possível em razão das inovações financeiras que passaram a ser realizadas neste período. O processo de securitização das dívidas privadas garantiu aos agentes econômicos, financeiros ou não, a manutenção de carteiras de ativos mais líquidas. O desenvolvimento dos contratos derivativos gerou mecanismos de redistribuição dos riscos de variações de preços. Estes instrumentos criaram condições para que os riscos fossem transferidos dos agentes que procuravam proteção para outros com melhores condições de absorve-los. Existe, inclusive, uma gama de agentes que passou a fazer dos riscos os seus negócios.

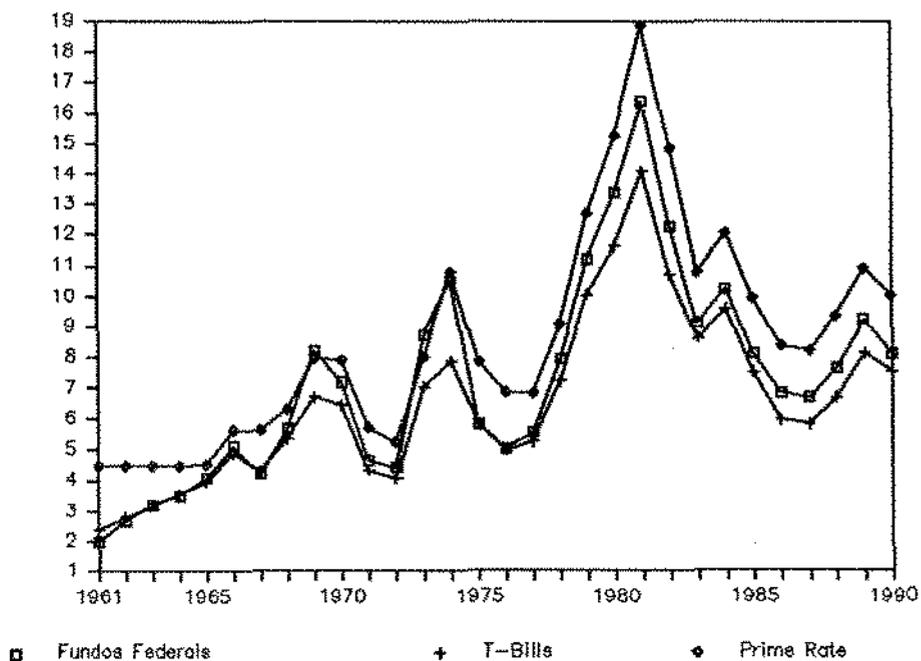
⁴² Neste período, as decisões de investimento passam a ser pensadas a partir de um horizonte temporal de curto prazo, uma vez que as formas de financiamento existentes passam a vigorar de acordo com tal ótica. O foco da análise deixa de ser os problemas potenciais de longo prazo para os fundos emprestados, passando a ser os rendimentos correntes oferecidos por estes. Além disto, devido à esta diminuição dos prazos, os tomadores de recursos acabam endividando-se através de mecanismos de curto prazo por longos períodos.

GRÁFICO 1 - EVOLUÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO
MOEDA / US\$ 1961/90 Base 1961 = 100



Fonte: International Financial Statistics - FMI. Elaboração própria.

GRÁFICO 2 - EUA: TAXA DE DESCONTO, TAXA DOS FUNDOS FEDERAIS E PRIME RATE



Fonte: International Financial Statistics - FMI. Elaboração própria.

1.4.2.1 O Processo de Securitização

O lançamento de inovações financeiras que securitizem os instrumentos tradicionais de empréstimo tem ocupado lugar de destaque na evolução dos mercados financeiros, em especial na década dos oitentas. Este processo pode ser dividido em dois movimentos importantes. O primeiro seria a transformação de obrigações de crédito em instrumentos negociáveis, cuja principal motivação seria a tentativa de garantir maiores níveis de liquidez aos ativos bancários que se encontrassem na forma de empréstimos. O segundo estaria relacionado com o lançamento de *securities* por parte das próprias empresas tomadoras, ou seja, o "processo através do qual o tomador contrata uma dívida diretamente junto ao credor (intermediário financeiro ou não) por meio de um título de emissão própria." (Ferreira e Freitas, 1990:40)

A securitização pode ser associada a diferentes fatores ocorridos em períodos que antecederam ao próprio desenvolvimento deste processo, como o crescimento do mercado de *securities* do Tesouro norte-americano, o lançamento dos *commercial papers*, os fundos mútuos do mercado de moedas. Todavia, este processo ganhou forte impulso na década dos oitentas, em função de fatores como a retomada do desenvolvimento nos países desenvolvidos e a crise no créditos sindicalizados fornecidos na década de setenta⁴³.

O movimento inicial do processo de securitização se deu nos anos cinquenta com o lançamento dos *commercial papers*, instrumentos que possibilitavam a captação direta de recursos por parte das empresas. No entanto, data da década de trinta o surgimento de alguns condicionantes da evolução

⁴³ Para maiores detalhes dos fatores mais relacionados à evolução nos anos oitentas ver BAER (1993).

deste processo. Entre eles destacam-se a criação e forte expansão de mercados de *securities*, tanto em nível de operações primárias como secundárias. Este movimento foi amplificado em razão das proporções atingidas pelos déficits orçamentários em que governo norte-americano passou a incorrer naquele período. A elevação destes implicou na necessidade de uma política ativa de colocação, distribuição e organização de mercados secundários de *securities* do Tesouro. Além disto, a implantação da *Regulation Q* também pode ser entendida enquanto fator de estímulo, mesmo que indireto, à securitização. Isto porque, as restrições que passaram a ser impostas ao pagamento de taxas para depósitos bancários iriam contribuir para a criação dos fundos mútuos do mercado de dinheiro na década de setenta. Estes fundos exerceram papel importante no processo de securitização, uma vez que abrigavam em suas carteiras *securities* de emissão pública e privada, de instituições financeiras ou não (Wojnilower, 1987).

Já na segunda metade da década de setenta as instituições financeiras, em especial as bancárias, passaram a se defrontar com elevação da concorrência e declínio na rentabilidade dos empréstimos tradicionais. Responderam a este contexto através do aumento da parcela de sua carteira destinada aos empréstimos de elevado risco e das operações fora do balanço⁴⁴. Esta reação foi marcada pela ocorrência de inovações financeiras que securitizavam os instrumentos tradicionais de crédito (Carter, 1992).

Neste período, aumenta a importância do lançamento dos *commercial papers* para o financiamento de capital de giro para as empresas. Pelo ótica do tomador, este instrumento

⁴⁴ Deve-se ressaltar que as alterações na regulamentação contribuíam para os estímulos a realização de operações fora de balanço. Isto porque, com o processo de desregulamentação dos mercados norte-americanos a partir de final dos setentas, passou-se a observar maiores exigibilidades nas relações ativos sobre o capital das instituições bancárias, o que certamente problematizava o aparecimento de todas as operações de empréstimo nos balanços.

de captação significava acesso a recursos mais baratos do que os oferecidos através de operações tradicionais. Isto porque, por estarem sujeitas às necessidades de manutenção de ativos na forma de reservas bancárias sem remuneração e da relação mínima de ativos sobre capitais, as instituições bancárias passaram a elevar os *spreads* com o intuito de manter os níveis de rentabilidade. Sendo assim, defrontavam-se com maiores dificuldades na oferta de financiamentos competitivos com aqueles obtidos através da captação direta e junto a instituições não reguladas⁴⁵. Além disto, proliferação dos fundos mútuos do mercado de moeda colaborou com a expansão dos *commercial papers*, uma vez que estes eram abrigados em suas carteiras.

Pela ótica do investidor, os instrumentos securitizados, no caso os *commercial papers*, ofereciam rendimentos mais elevados do que os tradicionais. Estas *securities* ofereciam rendimentos maiores do que os dos títulos do Tesouro, com liquidez parecida, sendo que os agentes emprestadores partiam da pressuposição da ausência de riscos de quebra da órgão emissor ou da instituição que os negociava no mercado. Esta confiança dos investidores da segurança dos *commercial papers* abriu espaço para um novo tipo de operação realizada pelas instituições bancárias. Estas, mediante a cobrança de um prêmio, emitiam carta de crédito que garantia ao emissor do *commercial papers*, se necessário, extensão do crédito para recomprar *papers* vencidos⁴⁶. Este tipo de operação gerava grande interesse nas instituições bancárias, uma vez que significava passivo

⁴⁵ Em seu trabalho, Carter faz referência a dados trabalhados por James Booth; segundo este, no período compreendido entre 1978 e 1988, o volume do mercado de *commercial papers* evoluiu de US\$ 65 bilhões para mais de US\$ 450 bilhões, ou seja, cerca de sete vezes, enquanto os empréstimos de curto prazo oferecidos por bancos comerciais cresceram três vezes (1992:174).

⁴⁶ Se comparado à idéia de emprestador em última instância enquanto garantidor de refinanciamento, é possível afirmar que as instituições bancárias passaram a exercer esta função a partir da confecção destes contratos.

contingente, não requerendo assim volume de reservas ou adequação de capital (Carter,1992:176/77).

Ao longo da década dos oitentas, a securitização dos ativos desenvolveu-se não só no tocante ao financiamento do capital de giro das empresas através da emissão de *commercial papers*, como também para empréstimos de prazo mais longos. Com este intuito as grandes empresas poderiam se utilizar dos mercados de *eurobonds*, em especial as FRN, já discutidas no âmbito do euromercado. Neste sentido foram criadas as *note inssuance facilities* (NIFs), um novo tipo de instrumento de débito. De acordo com Carter (1992:177), a criação de NIFs, em conjunto com os *swaps* de juros e câmbio, são inovações que vêm a possibilitar às instituições bancárias a realização de operações fora do balanço, geradoras de economias de reservas bancárias e de prêmios.

As NIFs são contratos semelhantes às cartas de crédito; através deles, são firmados acordos por períodos de três a sete anos, dentro dos quais as instituições bancárias se comprometem a comprar qualquer *securitty* de curto prazo emitida pelo agente tomador e que não possa ser colocada no mercado de dinheiro abaixo de um *spread* sobre a *libor*. Estes arranjos facilitam a colocação de *securities* no euromercado em condições mais favoráveis, uma vez que o risco de quebra da empresa emissora do título é minimizado por esta espécie de seguro realizada pelas instituições bancárias. Pela ótica destas últimas a operação também se mostra interessante, uma vez que os riscos envolvidos são menores do que os observados em empréstimos tradicionais, além de se apresentarem enquanto operações fora de balanço⁴⁷.

47

Para maiores detalhes ver (Ferreira e Freitas,1990c:46 e Carter,1992:177)

Serão realizadas algumas considerações finais a propósito de uma melhor compreensão do processo de securitização de dívidas. O desenvolvimento tecnológico é de fundamental importância para este processo, uma vez que possibilita o desmembramento de *securities*, ou mesmo a sintetização de outras a partir das já existentes⁴⁸. Entre os resultados deste processo, destacam-se:

i. ao transformar os ativos financeiros em instrumentos negociáveis, a securitização atenua a crescente instabilidade e os riscos de crédito associados a ativos de prazos mais longos⁴⁹.

ii. ao elevar a liquidez das carteiras e ativos dos bancos, diminui os riscos totais em que estes incorrem.

iii. ao possibilitar a transferência de ativos de pior qualidade para instituições não bancárias, atenua o risco total do sistema bancário.

iv. ao estimular o desenvolvimento de mercados secundários, ocasiona diminuição da qualidade média das carteiras bancárias. Isto por que os créditos classificados com "triple A"⁵⁰ tornam-se raros, levando as instituições bancárias a atuarem em mercados de riscos elevados, como os mercados imobiliários, de crédito ao consumidor, enquanto especuladores⁵¹.

v. ao ocasionar um descolamento entre as relações dos agentes tomadores de crédito e emprestadores, problematiza

48 O processo de sintetização de *securities* ganha novos contornos com o desenvolvimento dos derivativos. As possibilidades de abertura das condições contratuais como prazos e rentabilidade tornam-se cada vez mais importantes.

49 Ver a respeito (Baer, 1993).

50 Os Tomadores de primeira linha são classificados na categoria AAA, de acordo com os critérios das Rating Agencies.

51 As grandes corporações deixam de tomar recursos junto ao sistema bancário, passando a se financiar basicamente através do lançamento de *securities*.

o acompanhamento da evolução dos empréstimos, o que promove estímulos à elevação da instabilidade⁵².

vi. As decisões de investimento passam a ser pensadas a partir de um horizonte temporal de curto prazo, uma vez que as formas de financiamento existentes passam a vigorar de acordo com tal ótica. O foco da análise deixa de ser os problemas potenciais de longo prazo para os fundos emprestados, passando a ser os rendimentos correntes oferecidos por estes. Além disto, devido à esta diminuição dos prazos, os tomadores de recursos acabam endividando-se através de mecanismos de curto prazo por longos períodos.

Utilizando-se mais uma vez dos parâmetros destacados por Miller para avaliar se a inovação financeira é significativa, será realizada uma análise da securitização. Que este processo traz melhorias não previsíveis aos mercados financeiros e que ocasiona outras mudanças é claro e evidente. Pode-se então afirmar que é inovação financeira de sucesso. Dadas as próprias características do processo, parece ser possível afirmar que é uma inovação significativa, ou seja, que continuará a existir mesmo quando da alterações do quadro que impulsionou.

Por fim, para efeito de conclusão cabe destacar que este processo resulta em alterações nas formas de funcionamento dos mercados financeiros. Em especial no que tange ao crescimento dos mercados financeiros e dos instrumentos financeiros negociáveis, e também à composição de carteiras mais líquidas das instituições bancárias e à economia de reservas bancárias.

⁵² Os emprestadores estariam sujeitos a problemas de inadimplência ocasionados tanto por fatores micro, como por macroeconômicos, como a ocorrência de recessões, guerras, entre outros. Cabe lembrar ainda que, em casos de crise os seguros privados que poderiam atenuar os problemas colocados tornam-se inócuos (Wojnilower, 1987).

1.4.2.2 Os Instrumentos Derivativos

Se por um lado a securitização dos instrumentos atua no sentido de minimizar o risco crédito, o mesmo não pode ser observado no tocante ao risco preço. Os agentes continuam sujeitos a alterações nos preços mais importantes da economia, tais como juros ou câmbio. Sendo assim, a utilização de instrumentos de *hedge* para assegurar os agentes quanto a variações dos preços, acaba sendo de fundamental importância. O desenvolvimento destes tipo instrumento ganha importância com o crescimento das taxas de inflação e a maior volatilidade nas taxas de câmbio e juros que passou a vigorar nos setentas⁵³.

Estes instrumentos financeiros derivam da parcela variável dos contratos financeiros, não implicando, necessariamente, na troca do principal. Os valores de mercado dos derivativos são originados a partir de preços referenciais, como taxas de juros e de câmbio, *index* ou o valor de um ativo subscrito, como uma *security* do Tesouro norte-americano. Sendo assim, a maior parte destes contratos atua nos seguintes segmentos: câmbio, taxa de juros, *commodity* e ações. Nas palavras de Remonola,

Derivativos financeiros são instrumentos que derivam seus preços da performance de mercados cash emitidos, especificamente o mercado de dinheiro e bonds, mercado de moedas, e mercados de estoque. (1992:28)

Este mercado é caracterizado pela atuação de dois tipos de agentes: aqueles que buscam instrumentos para a realização de *hedge* ou especulação e os *dealers*. Os primeiros, empresas comerciais, governos, instituições financeiras ou não, buscam a diminuição do grau de exposição de suas carteiras às flutuações nas taxas de

⁵³ Segundo Remonola, o estoque mundial de derivativos era de aproximadamente US\$ 10 trilhões em fins 1991, representando um crescimento de 500% em 5 anos (1992:1).

juros, câmbio e preços das ações ou *commodities*. Os *dealers* compram ou vendem derivativos, em resposta à demanda dos agentes, recebendo por este serviço um prêmio. A atuação dos *dealers* ocasiona elevação dos níveis de liquidez dos mercados de balcão, uma vez que a realização de grande número de contratos podem travados sem afetar a estabilidade dos preços. Além disto, os *dealers* também podem se utilizar de derivativos motivados pela busca de instrumentos de *hedge* ou especulação.

Entre as motivações que levam os agentes a participarem do mercado de derivativos, ao lado da busca por instrumentos de *hedge* - proteção contra mudanças não esperadas nos valores de ativos e passivos -, podem ser destacados a especulação e a obtenção de melhores condições de financiamento. Especuladores utilizam-se destes instrumentos, assumindo riscos em função de expectativas quanto ao que vai ocorrer. Isto é, tentam realizar ganhos através de antecipações de mudanças nos valores dos preços e das taxas de mercado. Na verdade, os derivativos alargam consideravelmente as possibilidades de realização de arbitragens entre mercados. Aos agentes demandantes de recursos para financiamento, os derivativos podem contribuir de duas formas. A possibilidade de poder realizar operações de *hedge* contra variações de taxas de juros ou de câmbio, implica no alargamento do espaço para obtenção de recursos, dando condições aos agentes de optarem pelos de custos mais baixos. Além disto, empresas ou indivíduos que diminuïrem os riscos de mercado ocasionados por suas atuações podem obter recursos das instituições financeiras sob condições mais favoráveis (UNITED STATES, 1994:25).

É possível afirmar que o surgimento destes instrumentos responde à necessidade de garantir aos agentes financeiros, investidores ou instituições, a administração

do grau de exposição de suas carteiras, que é influenciado por variações nas taxas de câmbio ou de juros.

Os instrumentos derivativos podem ser oferecidos a partir de mercados organizados de troca e de mercados de balcão. A análise aqui proposta será realizada a partir deste corte.

1.4.2.2.1 Os Mercados Organizados de Contratos Futuros e de Opções - Bolsas de Futuros

Este instrumentos inovativos surgiram a partir da ampla experiência de trocas futuras observada no âmbito das bolsas de mercadorias de Chicago. No contexto de elevação das taxas de inflação e da maior volatilidade dos juros, os diferentes agentes econômicos passam a defrontar-se com maiores riscos de variação dos preços de seus ativos e passivos. Sendo assim, surgiram os contratos financeiros de futuros e opções, que respondiam ao propósito de neutralizar os riscos de variações dos preços dos contratos financeiros. A primeira operação deste instrumento *hedge* ocorreu em 1972, através da criação de contratos futuros de moedas estrangeiras, no âmbito da *Chicago Mercantile Exchange*, o que significou na inauguração do mercado internacional de moedas⁵⁴.

Os contratos de compra e venda a futuro apresentam as condições para a realização de uma operação de compra e venda de um determinado contrato financeiro em data futura pré-determinada. Todavia, em geral estes contratos não são efetivados nesta data previamente acordada, quando os agentes realizam uma operação inversa com o intuito de

⁵⁴ Para maiores detalhes ver Miller, Merton. *Financial Innovations and Market Volatility*. Cambridge: Blackwell, 1991. Segundo este autor, o primeiro agente a idealizar uma operação de contrato futuro creditava sua idéia a Milton Friedman. Afirma também que apesar desta operação ter ocorrido no âmbito da *Chicago Mercantile Exchange*, a *Chicago Board of Trade*, havia proposto a realização de contratos de opções ainda na década dos sessenta (1991:10 e 11).

neutralizar a primeira. Isto porque, estas operações constituem-se em mecanismos de *hedge* contra o futuro. Os contratos de opções ditam as bases de uma transação que pode ou não ocorrer no futuro, em função do desejo de uma das partes. No contrato com opção de compra, o comprador paga um prêmio ao vendedor de modo a ter a possibilidade de comprar um certo instrumento financeiro, a preço e data pré-determinados. Os contratos de venda apresentam características simétricas, porém opostas (Mendonça de Barros, 1991:48).

Estes instrumentos de *hedge* são contratos financeiros padrão realizados no âmbito das bolsas, negociados a partir de termos fixos, onde somente os preços variam. São acordados de forma impessoal, não havendo vantagens para que as partes envolvidas travem conhecimentos. Uma peculiaridade dos derivativos de mercados de troca organizados é a intermediação das operações pelas *clearing houses* (caixas de liquidação), o que reduz o risco crédito envolvido em cada transação. A existência deste intermediador, aliada ao fato de serem os contratos apresentarem formato padronizado, possibilita aos agentes participantes do mercado o cancelamento de uma operação simplesmente através da realização de outra oposta. Entre as funções deste intermediário destacam-se: i. facilitar o fluxo e a transferência de fundos ocasionada pelas operações realizadas pelos agentes, em geral membros da *clearing*; ii. garantir e proteger os termos do contrato. No momento em que a transação é realizada, os agentes envolvidos realizam depósitos, que podem ser em *cash* ou *securities* do governo ou privadas, junto à *clearing*, de modo a dar garantias à operação. Ao final do prazo determinado ou quando da anulação da operação através da realização de outra inversa, as partes recuperam os depósitos. Como já destacado neste trabalho, estas operações são ativamente realizadas por *hedgers* e especuladores.

A combinação da atuação das *clearing houses* com fato dos contratos serem realizados de forma padronizada implica na limitação dos custos de transação e na amplificação dos níveis de liquidez dos mercados de troca. De acordo com Remonola, a principal função dos derivativos negociados nos mercados organizados é elevar a liquidez nos mercados de *cash* (1992:29).

Em geral, os derivativos negociados nos mercados de troca organizados permitem somente uma menos que perfeita reaplicação de posições no *underlying market*, mas eles são úteis precisamente porque sua liquidez facilita aquelas mudanças de posição. (1992:36)

1.4.2.2.2 Os Mercados de Balcão

Tendo como ponto de partida a evolução dos instrumentos de *hedge* originados a partir das bolsas de futuros, observou-se grande crescimento dos mercados de contratos de balcão, onde estes são negociados entre as partes. Nestes mercados são transacionados *swaps*, opções⁵⁵ e contratos a termo⁵⁶ moldados de acordo com os interesses dos agentes, ou seja, sob medida. Os termos podem variar segundo a qualidade e a quantidade do ativo; taxa ou index que substanciam o contrato; o prazo; e o método de pagamento.

Os *swaps* são contratos de troca periódica de pagamentos entre as partes envolvidas, por determinado espaço de tempo. Estes pagamentos, que podem ser fixos ou flutuantes, são acordados a partir de certo valor nominal hipotético de principal, que no caso de *swaps* de câmbio podem ser trocados ao final do contrato, o mesmo não ocorrendo com as *swaps* de juros.

A confecção de contratos sob medida, aliada ao fato destas operações não serem intermediadas por *clearing houses*, acaba por restringir a liquidez destes mercados⁵⁷. Na verdade, a maior vocação destes instrumentos pode ser entendida como a atenuação os riscos do mercado, ou a busca por novas formas de transferi-los, como pode ser entendido a partir das palavras de Remonola,

⁵⁵ As opções podem ser realizadas em mercados organizados ou de balcão. A diferença é que nos primeiros aparecem na forma de contratos padronizados, e nos segundos sob medida e negociados privadamente.

⁵⁶ Apresentam as mesmas características dos contratos futuros, só que são realizados nos mercados de balcão.

⁵⁷ Segundo Remonola, diferentemente do que ocorre com os derivativos negociados a partir dos mercados organizados, os mercados de derivativos de balcão tendem a ser menos líquidos do que os mercados cash que lastreiam as operações (1992:29)

Swaps de taxas de juros, por exemplo, foram inovativas porque permitiam funcionalmente a troca de dois instrumentos pagando dois tipos diferentes de fluxos de juros - mais normalmente uma nota com taxas flutuantes e outra com taxas fixas - sem a troca dos montantes principais. O swap era designado essencialmente para permitir a transferência do risco da taxa de juros... (1992:39)

Os derivativos, que vieram a responder a demandas por instrumentos de proteção diante de um contexto de elevação das taxas de inflação, volatilidade dos juros e flexibilidade na fixação das taxas de câmbio, eram inicialmente operados por agentes especuladores. Na verdade, pode-se afirmar que estes mecanismos foram desenvolvidos de modo a garantir a participação destes agentes na intermediação, uma vez que esta atuação se fazia necessária diante do quadro de instabilidade. Entretanto, dados a fragilização do sistema bancário, o desaparecimento dos créditos de primeira linha em função do processo de securitização, a questão da dívida do terceiro mundo, a maior pressão das autoridades monetárias para que fossem diminuídos os coeficientes de ativos e passivos sobre capital, os bancos passaram a mostrar bastante interesse nestas operações. A possibilidade de obter rendimentos através de operações fora de balanço mostrava-se atraentes. Além disto, a atuação nestes mercados também implicava no oferecimento de maior gama de produtos de administração de riscos para seus clientes. Sendo assim, não só nos Estados Unidos como também em outros países, os principais intermediários os *dealers* nos mercados de balcão são grandes bancos e *Securities Firms*

1.4.2.2.3 Os Derivativos e a Administração dos Riscos

Os derivativos são contratos que vieram a responder, entre outras motivações, à demanda dos agentes por instrumentos que amenizassem o risco preço, diante de um quadro de elevação da volatilidade das taxas de câmbio e juros e aceleração inflacionária. No entanto, a utilização destes instrumentos implica, como ocorre com qualquer contrato financeiro, na incorrência de riscos, sejam estes em nível de crédito ou preços⁵⁸. Somando-se a este quadro aparecem as maiores dificuldades na administração dos riscos, resultantes da elevada expansão destes mercados nos últimos anos⁵⁹, aliada à complexidade de alguns instrumentos. Seria interessante ressaltar que, com exceção do risco de mercado, a discussão estará centrada nos contratos de balcão, uma vez aqueles transacionados através dos mercados organizados implicam em menores riscos para os participantes dos mercado.

O risco crédito resulta da possibilidade de perdas ocasionadas por dificuldades da contra-parte em honrar seus compromissos. No caso dos instrumentos derivativos, o grau de exposição a este risco é medido pelos custos destes contratos serem refeitos, o que certamente representa montantes bem inferiores aos valores nominais⁶⁰. No entanto, dadas as peculiaridades destes instrumentos, o grau de exposição pode se alterar rapidamente, o que problematiza a administração deste risco. Em geral, a forma utilizada para a administração destes riscos passa pela

⁵⁸ Os derivativos também estão sujeitos a riscos ocasionados por questões legais, como ações realizadas pela justiça ou atuação de órgãos reguladores que podem inviabilizar determinado tipo de contrato financeiro. Existe também risco de perdas ocasionados por falhas no sistema, humanas ou fraudes (United States, 1994:64 e 66)

⁵⁹ Como pode ser visto na tabela II, entre os anos de 1986/90 o volume dos valores nominais dos contratos derivativos cresceu 790%, enquanto a variação de M3 foi de 17,65%.

⁶⁰ Uma vez que os volumes transacionados são consideravelmente mais baixos do que os valores nominais.

determinação de limites no grau de exposição de cada um dos agentes envolvidos, havendo correlação direta entre riscos e prêmios contratados (IMF, 1993:28/29 e UNITED STATES, 1994:56).

O risco preço ou mercado envolve a possibilidade de perdas como resultado de movimentos indesejados dos preços dos ativos, ações ou *commodities*. No caso dos derivativos, a medição destes riscos mostra-se bastante complexa, demandando modernos sistemas computacionais que implicam em fortes conhecimentos de estatística e matemática. A averiguação do grau de exposição a este apresenta-se complicada uma vez que devem ser considerados diferentes fatores, tais como ausência de mercados centralizados para contratos de balcão e a existência de contratos derivativos híbridos (UNITED STATES, 1994:61). Estes riscos podem ser administrados através do acompanhamento das carteiras de derivativos, procurando-se equilibrar os termos dos contratos realizados⁶¹.

A discussão acerca dos riscos que resultam do elevado crescimento dos mercados de derivativos, em especial os contratos de balcão não pode ficar restrita à elevação dos riscos individuais dos agentes. Em função de algumas peculiaridades é possível que, distúrbios que ocorram dentro deste mercado se alastrem para o sistema como um todo.

A existência de diversidade de opiniões entre os agentes é de fundamental importância para o funcionamento dos mercados derivativos⁶². Estes instrumentos caracterizam-se pela transferência de riscos entre os

⁶¹ Se determinada instituição estiver comprada em swaps de juros flutuantes, deverá realizar operações de venda destes contratos.

⁶² Esta diversidade, sem a qual os contratos não seriam realizados, de alguma forma implica na atenuação do risco preço. Isto porque, se uma variação adversa significa perdas para um agente, implica em ganhos para o contra-parte no contrato.

agentes, em geral dos consumidores para os *dealers* do mercado. Quando estes decidem realizar as mesmas posições e ao mesmo tempo, o mercado quebra.

O mercado norte-americano de derivativos caracteriza-se pela existência de pequeno número de *dealers* respondendo por grande parte dos negócios⁶³. Este elevado nível de concentração implica na possibilidade de que qualquer problema de liquidez de uma destas instituições reflita sobre o mercado como um todo. No entanto, esta questão apresenta contornos mais graves. Estas instituições são atuantes em diferentes mercados, o que implica na possibilidade de alastramento do distúrbio desta instituição não só no mercado de derivativos, como também em outros mercados. Esta situação é agravada pelo comportamento destas instituições, que trabalham com elevado nível de alavancagem nos diferentes mercados em que atuam.

A utilização dos derivativos, em especial as operações de balcão, possibilitou um processo de intensa integração intra⁶⁴ e entre mercados financeiros nacionais e *off-shore*. Os agentes passaram a poder realizar operações nos mercados específicos que se mostrassem mais atraentes de forma bastante segura, uma vez que poderiam realizar operações de *hedge* de juros e, especialmente, de câmbio. Sendo assim, ao possibilitar maior integração dos mercados, o desenvolvimento destes instrumentos contribuem para a

⁶³ As sete maiores instituições bancárias atuantes enquanto dealer de derivativos, respondiam por 90% dos negócios realizados nestes mercados em 1992 (United States, 1994).

⁶⁴ Uma ilustração do movimento de integração intra-mercados pode ser assim apresentada. Determinado agente tomador de recursos constata que a pactuação de um contrato com taxas de juros fixas apresenta-se mais oneroso do que outro com taxas flutuantes. Sendo assim, ele opta por este último, realizando, então, um operação de swap trocando juros flutuantes por fixos.

elevação da capacidade de alastramento de disfunções ocorridas nestes mercados para outros⁶⁵.

1.4.3 Terceira Onda de Inovações Financeiras - a partir da década de 80

A terceira onda de inovações está intimamente relacionada ao forte movimento de internacionalização dos mercados financeiros observado a partir dos anos oitentas. Em função deste processo, os agentes econômicos passaram a ter acesso aos diferentes mercados, nacionais ou *off-shores*, na busca por melhores condições de liquidez e custos. No entanto, apesar da interligação dos diferentes mercados financeiros nacionais, conformando um grande mercado global, as transações continuaram a ser realizadas em diferentes moedas. Procurando minimizar os riscos inerentes a este sistema passaram a ser amplamente utilizados instrumentos financeiros criados no bojo da segunda onda de inovações, os derivativos de câmbio e juros. Estes riscos resultam da possibilidade de flutuações nas taxas de câmbio, uma vez que os agentes econômicos passaram a atuar em vários mercados e através de diferentes moedas. Neste período, ao lado da evolução do processo acima descrito, observou-se elevado desenvolvimento da securitização das dívidas privadas, que já se colocava no período anterior, o que em parte esclarece a montagem do novo esquema de fluxos financeiros a ser descrito abaixo⁶⁶.

O circuito financeiro que, então, começa a se delinear é expressivamente mais complexo que os anteriores, mesmo quando nestes se considera a atuação dos agentes especuladores. Deste circuito participam um maior número de

⁶⁵ Ao fortalecer o processo de internacionalização dos mercados financeiros, que já ocorria desde a década dos sessenta, o desenvolvimento dos derivativos problematizou a operacionalidade dos instrumentos de política monetária.

⁶⁶ O processo de securitização será discutido adiante.

agentes. O agente superavitário deposita os recursos nos fundos mútuos; estes por sua vez carregam em suas carteiras de ativos *securities* diversas, geralmente emitidas pelo agente deficitário, ou seja, o tomador de recursos. A emissão de *securities* por parte dos tomadores, normalmente empresas produtivas, são realizadas através das instituições bancárias, que atuam meramente enquanto intermediárias. Os riscos de prazos e de crédito são bancados pelos fundos mútuos; estes compõem suas carteiras de aplicações de forma a conseguir carregar instrumentos de prazos mais longos através de depósitos de curtíssimo prazo. Além disto, os fundos figuram como emprestadores finais de recursos, enquanto os poupadores são os detentores de cotas destes; sendo assim, os riscos de perda do principal acabam sendo bancados por estes. Como no esquema descrito no momento anterior, o especulador banca o risco dos juros, uma vez que as *securities* emitidas apresentam como características prazos longos e taxas de juros fixas. Esta atuação é pautada pela utilização de derivativos, através dos quais os especuladores fazem trocas de taxas de juros fixas por flutuantes, ou de moedas diferentes, entre os fundos mútuos e os tomadores de recursos. Um outro grupo de agentes passa a participar deste circuito, as *Credit Rating Agencies*. A função destas agências é montar parâmetros para a classificação de riscos dos diferentes agentes emissores de *securities*. A remuneração oferecida para cada instrumento lançado neste mercado é estabelecida a partir desta classificação.

O novo esquema de intermediação de recursos descrito acima foi montado a partir de instrumentos originados em momentos anteriores, entre os quais os fundos mútuos, o processo de securitização das dívidas e os contratos derivativos. A particularidade deste terceiro movimento encontra-se na amplificação do uso dos instrumentos

desenvolvidos anteriormente, especialmente no que tange ao processo de internacionalização dos mercados financeiros.

Entre os instrumentos que foram criados neste período destacam-se os *hedge funds*, dada sua crescente participação nos mercados de fundos de investimento e as peculiaridades apresentadas por estes, como será discutido abaixo.

1.4.3.1 Os Hedge Funds

Originalmente eram chamados de *hedge funds* os fundos mútuos que se utilizavam de diferentes mecanismos de *hedging* de modo a proteger suas carteiras de riscos de variações de preços. Atualmente os fundos conhecidos como *hedge funds* são mais amplos, podendo manter em suas carteiras de ativos grande variedade de instrumentos, utilizando-se inclusive de diferentes mercados financeiros nacionais e *off-shore*. Os *macro hedge funds* são fundos que trabalham alavancados, isto é não só operam os recursos dos cotistas como também outros emprestados em nome do fundo⁶⁷. O que existe de comum entre eles é que seus administradores são remunerados a partir da performance do fundo, e não mediante cobrança de prêmios fixos como ocorre nos fundos mútuos tradicionais⁶⁸. Estes fundos assumem a forma de sociedade privada limitada.

Algumas das características destes fundos resultam da tentativa de seus administradores em evitar a obrigatoriedade do registro junto à SEC, o que implicaria na submissão às restrições colocadas pelo *Investment*

⁶⁷ Segundo estimativas de George Van, chairman do IAG, os *macro hedge funds* respondem a cerca de 10% do total de dos ativos destes fundos. Segundo estimativas feitas pelo International Advisory Group existem hoje cerca de 3.000 fundos, com o total de ativos excedendo US\$ 160 bilhões. (FALL GUYS, 1994:46).

⁶⁸ De acordo com estudo realizado pelo International Advisory Group INC. a partir de 300 fundos norte-americanos, a participação dos administradores dos fundos é de 20% a título de incentivos e 1% a título de administração (FALL GUYS, 1994:45).

Company Act de 1940. Entre estas particularidades destacam-se: i. cada um dos sócios do fundo pode ter no máximo noventa e nove clientes, o que em geral implica em serem os investidores dos *hedge funds* de grande porte; ii. a venda de cotas destes fundos ao público não pode ser realizada nos Estados Unidos. Isto resulta na montagem de estrutura de venda de cotas fora do país, em geral em paraísos fiscais onde não estejam sujeitos a regulamentações ou incidência de impostos.

A forma de funcionamento dos *macro hedge funds* reflete transformações nas características dos diferentes agentes econômicos que participam do processo de intermediação financeira. A diferenciação entre agentes superavitários, deficitários e intermediários financeiros torna-se cada vez menos claras. Ao mesmo tempo em que determinado agente é poupador, está tomando emprestado e vice-versa.

 Tabela 1. Bancos Comerciais: Total de Títulos Financeiros, Securities Governamentais e Empréstimos de fim de período.

	1946	1950	1955	1960	1965	1970	1973	1974
(A) Total dos Ativos Financeiros (bilhão US\$)	134.2	149.5	187.4	228.3	340.7	504.9	728.8	800.1
(B) Total dos Securities do Governo dos EUA	76.5	64.5	65.2	63.9	66.0	76.4	88.8	89.5
(C) Empréstimos	24.0	25.9	83.4	120.0	203.8	310.8	478.1	535.7
(B)/(A) em %	57.0	43.1	34.8	28.0	19.4	15.1	12.2	11.2
(C)/(A) em %	17.9	28.8	44.5	52.5	59.8	61.6	65.6	67.0

 Retirado de Minsky (1982).

Fonte Básica: Flow of Funds Accounts, Board of Governors of the Federal Reserve System.

 Tabela 2 Mercados para Instrumentos Financeiros Derivativos Seleccionados:
 Valores Nacionais do Principal (bilhão US\$)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	Variação (em %)	
							86/91	90/91
Instrumentos de Mercados Organizados	583	725	1300	1762	2284	3518	503	54
Juros futuros	370	488	895	1201	1454	2159	484	49
Opções de taxas de juros	146	122	279	387	600	1072	634	79
Câmbio futuro	10	14	12	16	16	18	80	12
Opções de câmbio	39	60	48	50	56	59	51	5
Index futuro do stock market	15	18	28	42	70	77	413	10
Opções nos índices stock market	3	23	38	66	88	132		50
Instrumentos de Merc.de Balcão (OTC)	500	866	1326	2423	3451	4449	790	29
Swaps de taxas de juros	400	683	1010	1539	2312	3065	666	33
Swaps de Câmbio	100	183	316	434	578	807	707	40
Outros Instrumentos Derivativos				450	561	577		3

 Fonte Básica: World Economics and Financial Surveys. FMI.

CAPÍTULO 2 A Autoridade Monetária enquanto Gestor da Liquidez e Agente Regulador e o Processo de Inovações Financeiras

O capítulo primeiro procurou apresentar o processo de inovações financeiras observado no mercado financeiro americano. Com este objetivo foram destacados seus principais conceitos, motivações e apresentados alguns casos que ocorreram na economia norte-americana a partir da década de sessenta. As motivações à implementação de inovações foram apresentadas a partir de dois grandes grupos: i. a elevação dos níveis de liquidez da economia, em geral através do contorno de mecanismos de regulamentação sobre o sistema financeiro; ii. a redistribuição dos riscos individuais que os agentes econômicos assumem, especialmente no processo de intermediação financeira. A elevação da rentabilidade dos agentes encontrava-se por trás destas motivações.

O presente capítulo tem por objetivo efetuar um levantamento do papel da autoridade monetária enquanto agente regulamentador, seja em nível do exercício da política monetária ou da garantia da segurança e solidez dos mercados financeiros, tendo em vista os efeitos das inovações sobre o arcabouço de regulamentações.

Entre as funções da autoridade monetária encontram-se a de gerir os níveis de liquidez da economia, seja através da manipulação da política monetária ou em seu papel de emprestadora em última instância, e a de garantir a segurança e solidez do sistema financeiro através de seu poder de regulamentação e supervisão.

A busca por mecanismos que elevem os níveis de liquidez, através da implementação de inovações

financeiras, restringe de forma relevante a capacidade da autoridade em exercer o controle monetário. A criação de instrumentos que possibilitem a atenuação das regras vigentes, ou até mesmo que sejam implementados fora do espaço de controle da autoridade reguladora, acaba por limitar a capacidade desta em garantir a segurança e solidez do sistema.

A primeira parte será constituída pela discussão da autoridade monetária enquanto gestora da liquidez da economia. Sendo assim, serão destacados os instrumentos de política monetária, a escolha dos alvos intermediários (*targets*) e por fim a função de prestador em última instância. No item referente aos alvos intermediários, especial destaque será dado à questão conceitual. Isto porque, o debate acerca da endo ou exogeneidade da oferta monetária é essencial para a compreensão da escolha destes alvos. Na segunda parte a discussão será centrada no papel da autoridade monetária na regulamentação e supervisão do sistema financeiro.

2.1 Autoridade Monetária e a Gestão da Liquidez

2.1.1 Os Instrumentos de Política Monetária

O estudo em torno do processo de inovações financeiras proposto neste trabalho tem como um de seus objetivos captar em que sentido sua ocorrência significa perda potencial da eficiência dos instrumentos clássicos de política monetária. Em outras palavras, as questões a serem respondidas procuram analisar as alterações na operacionalidade dos instrumentos de manipulação das reservas bancárias por parte da autoridade monetária, em especial em períodos de ação contracionista.

Esta análise estará centrada principalmente na ocorrência de dois fenômenos que acompanharam o processo de inovações desde a década dos sessenta. São eles a atenuação da linha divisória entre os intermediários financeiros bancários e não bancários e a internacionalização dos mercados financeiros.

Os instrumentos clássicos de política monetária no controle das reservas bancárias são: i. o requerimento de reservas compulsórias; ii. a janela de redesconto ; e iii. as operações de mercado aberto.

O Recolhimento Compulsório e a Janela de Redesconto

As instituições bancárias consistem em tipo especial de intermediário financeiro. Isto por que são autorizadas por lei a receberem depósitos à vista que podem ser movimentados através da emissão de cheques pelo público. Sendo assim, são parte integrante do sistema de pagamentos da economia. Em função de sua capacidade em multiplicar os depósitos à vista através da concessão de crédito, as instituições bancárias criam moeda. Isto implica na obrigatoriedade de recolhimentos compulsórios de parcela dos depósitos recebidos junto à autoridade monetária⁶⁹.

Quando se encontram com deficiência de reservas, as instituições bancárias têm acesso a mecanismos de assistência financeira à liquidez através da janela de redesconto. Estes empréstimos são realizados mediante contrapartida em instrumentos do ativo das instituições. Enquanto a intermediação financeira encontrava-se centrada nas instituições bancárias, a administração das reservas

69

Através de um act de 1980, o FED ampliou o número de instrumentos sujeitos ao recolhimento compulsório, passando a requerer reservas de bancos não membros e das Thrifts Institutions. Entre os objetivos desta alteração da legislação encontrava-se a resposta à criação de produtos substitutos aos depósitos à vista, como será posteriormente discutido.

através dos recolhimentos compulsórios e da janela de redesconto era realizada de forma eficiente pelo FED. Alterações na proporção dos depósitos à vista que deveriam ser recolhidos e/ou modificações nas condições de volume disponível ou custo financeiro das operações de redesconto permitiam ao FED atingir os alvos da política monetária, fossem eles o crescimento da oferta monetária ou as taxas de juros do mercado.

O primeiro impacto das inovações sobre este arcabouço operacional ocorreu no início da década de sessenta com a criação dos fundos federais de trocas de reservas. Antes da criação deste instrumento, o único mecanismo de ajuste de liquidez das instituições bancárias era redesconto do FED. A disponibilidade e os custos destes recursos apareciam como importante instrumento de controle da oferta de crédito, e por conseqüência dos níveis de liquidez da economia. No entanto, a importância do redesconto foi diminuída com surgimento dos fundos da reserva federal, que permitiam o ajuste direto de posições entre instituições com falta e excesso de reservas bancárias. Este instrumento representou a criação de um mecanismo endógeno de expansão da liquidez, ao possibilitar a alocação mais eficiente do volume de reservas do sistema. Isto porque permitia que reservas que antes ficariam depositadas junto ao *Federal Reserve* passassem a ser utilizadas no processo de expansão do crédito e portanto dos meios de pagamento. Em outras palavras, significava aumentos na velocidade de circulação da moeda. Mesmo com a diminuição da importância da janela de redesconto, as taxas destas operações continuaram a servir como parâmetro, uma vez que eram o principal balizador dos custos do mercado de trocas de reservas bancárias.

A partir da segunda metade da década de sessenta, a elevação da inflação veio a ocasionar uma nova onda de

inovações financeiras, que mais um vez afetaram de forma importante o controle monetário por parte do FED. Dois vetores foram básicos neste processo. De um lado a tentativa do sistema bancário em acomodar as demandas especulativas de crédito de setor real. De outro, a busca dos agentes econômicos em receber remuneração a partir dos recursos de curto prazo mantidos nos depósitos à vista junto ao sistema bancário. A primeira solução encontrada, ainda no âmbito do sistema bancário, foi a criação dos certificados de depósito negociáveis (CDs) e o desenvolvimento de mercados secundários para estes títulos. A transferência de recursos dos depósitos à vista para estes novos instrumentos, garantiu os dois objetivos: o sistema bancário aumentou sua capacidade de expandir o crédito; uma vez que estes instrumentos não estavam sujeitos aos recolhimentos compulsórios, ao mesmo tempo em que os agentes depositantes passaram a receber remuneração também por seus recursos de curto prazo⁷⁰.

No entanto, estas transformações não ficaram restritas ao segmento bancário. Instituições financeiras não bancárias passaram a desenvolver mecanismos que, contornando a regulamentação existente, permitiam o oferecimento de serviços no espaço de atuação das instituições bancárias. Esta evolução ocasionou a atenuação da linha divisória entre estas, sendo que esta diferenciação ocupava lugar de destaque na forma de organização do sistema financeiro norte-americano.

A Atenuação da Linha Divisória entre Instituições Bancárias e não-Bancárias

A discussão acerca da diferenciação entre instituições bancárias e não-bancárias demanda um breve esclarecimento

⁷⁰ A discussão acerca da criação deste novo instrumento, assim como dos fundos federais foi apresentada no capítulo anterior.

sobre a estrutura do sistema financeiro norte-americano⁷¹. Isto porque é a partir deste que se realiza a presente discussão. Este sistema é originalmente segmentado, em especial depois da série de regulamentações criadas na década de trinta em função da crise financeira gerada pela grande depressão. As restrições geográficas ocupavam lugar de destaque na definição da compartimentalização do sistema, passando a desempenhar papel cada vez menos relevante. A segmentação funcional ainda mantém-se no centro das atenções, refletindo a especialização natural que resulta de efeitos intencionais ou acidentais da própria regulamentação (Wojnilower, 1987:14). De acordo com esta segmentação, há diferenciação na gama de serviços financeiros que os agentes podem oferecer, de acordo com sua especialização. Nesta estrutura, os bancos comerciais assumem destaque ao exercerem a função de agências depositárias⁷², estando no espaço de controle da autoridade monetária.

Entre as funções primordiais das instituições bancárias destacavam-se o sistema compensação de pagamentos através da emissão de cheques contra os depósitos à vista e o monopólio do crédito comercial. O sistema bancário norte-americano mantinha em seus livros grande parte dos contratos financeiros do sistema, em suas contas ativas (empréstimos) e passivas (depósitos à vista e à prazo). As instituições não bancárias ficavam restritas a parcelas específicas do mercado de crédito e à colocação de ações e títulos de longo prazo no mercado de capitais.

71 A apresentação da estrutura deste sistema será breve, uma vez que esta questão será retomada adiante.

72 O grupo de instituições depositárias é composto não só pelos bancos comerciais como também pelas associações de poupança e empréstimos - originalmente sociedades cooperativas temporárias para financiamento habitacional -, bancos mútuos de poupança e credit unions (Ferreira e Freitas, 1989b:6).

O monopólio das instituições bancárias sobre o sistema de meios de pagamentos passou a ser rompido com o surgimento dos fundos mútuos do mercado de dinheiro, como já destacado no capítulo primeiro. Estes fundos poderiam ser movimentados através da utilização de cartões de crédito⁷³, o que justificava a transferência para estes de recursos que antes permaneciam sem remuneração nos depósitos à vista, em função das restrições colocadas pelas *Regulation Q*. Estas transferências reduziam o espaço de atuação da autoridade monetária, uma vez que as carteiras de títulos destes fundos encontravam-se fora do controle das reservas compulsórias.

As instituições bancárias, diante de mudanças no quadro econômico e, em especial, do aumento da concorrência ocasionado pela entrada de não bancos em serviços antes exclusivamente bancários, passaram a oferecer serviços financeiros não familiares, como fundos de pensão, seguros, fundos mútuos, entre outros⁷⁴. No caso norte-americano, onde a legislação não permitia que instituições bancárias participassem deste tipo de atividades, esta reação foi facilitada pelo movimento de desregulamentação observado a partir de final dos setentas. Na verdade, desde os sessentas os bancos já vinham diversificando as formas através das quais captavam recursos. Observava-se uma maior utilização de recursos de fundos não tradicionais que rendem juros, o que gerou uma diminuição da importância dos depósitos convencionais nos passivos das instituições bancárias.

⁷³ Em alguns casos até através da emissão de cheques.

⁶ A elevação da concorrência, seja com as instituições não bancárias ou em função da maior internacionalização dos mercados, levaram à diminuição dos spreads cobrados e a um menor rigor quanto à qualidade dos tomadores de crédito, como pode ser observado no caso das dívidas do terceiro mundo. As instituições bancárias passaram a responder a especulativas e excessivas demandas por crédito, que acabaram por ocasionar sérios problemas de inadimplência

A Internacionalização dos Mercados Financeiros

Teve início em meados da década de sessenta um movimento de internacionalização das instituições financeiras, para o qual contribuíam alguns fatores. Entre estes podem ser ressaltados o aumento da concorrência entre as instituições; a busca por liberação das restrições e controles impostos pelas autoridades monetárias às operações monetário-financeiras domésticas; o crescimento do euromercado e o desenvolvimento das comunicações (Ferreira e Freitas, 1990c:06). Este movimento foi o primeiro momento de um processo de globalização financeira, que pôde ser constatado a partir dos anos setentas e que resultou em maior integração entre os mercados domésticos e internacional⁷⁵. (Baer, 1993 e Ferreira e Freitas, 1990c).

A maior integração entre os mercados financeiros alargou sensivelmente o horizonte dos agentes econômicos, fossem eles financeiros ou não, possibilitando a busca por novas formas de captação e aplicação que se mostrassem mais atraentes⁷⁶. Este movimento se amplificou na década de oitenta, com o desenvolvimento dos derivativos de câmbio, uma vez que estes instrumentos possibilitaram a redistribuição dos riscos de variações dos preços, garantindo maior segurança às operações realizadas em diferentes moedas nacionais. Esta maior integração entre os mercados problematizou o controle dos movimentos de capitais entre países. Isto porque deu melhores condições para que os agentes burlassem os constrangimentos colocados pelos mercados e, em especial, pela atuação reguladora da autoridade monetária sobre os mercados financeiros domésticos⁷⁷. Pode-se então concluir que, dentro de um

⁷⁵ O sistema financeiro internacional caracteriza-se pela existência de centros tradicionais e paraísos fiscais.

⁷⁶ Parte-se aqui do pressuposto de que as economias em questão são abertas.

⁷⁷ A evolução da globalização dos mercados financeiros também problematiza a atuação da autoridade monetária enquanto gestora do mercado de câmbio. A determinação financeira deste

contexto de mercados financeiros mais desenvolvidos e integrados, a autoridade monetária perde graus de liberdade no controle das reservas, uma vez que os agentes têm capacidade de realizar movimentos migratórios que atuem no sentido de contornar as restrições a eles impostas. Além disto, os fluxos de recursos *cross-border* aumentam ainda mais a desproporção entre os ativos totais operados no sistema financeiro e o universo atingido pelos depósitos compulsórios.

A importância de uma coordenação mais eficiente entre as políticas monetárias dos diferentes países coloca-se com força crescente, dado o atual nível de integração dos mercados financeiros.

O Crescimento da Importância das Operações de Mercado Aberto como Instrumento de Política Monetária

Dentro do arcabouço operacional resultante das inovações financeiras verificadas a partir da década de sessenta, as reservas compulsórias e a janela de redesconto perderam importância como instrumento de controle monetário. Até mesmo as taxas de juros para as operações da janela de redesconto deixaram de ser alvo da atuação do FED, que no início dos setentas passou a balizar as taxas dos fundos federais de reservas. Restou à autoridade monetária a utilização dos títulos públicos como arma eficaz na tentativa de controlar a liquidez do mercado monetário. Através da compra e venda destes papéis, a autoridade consegue efetivamente sensibilizar a oferta de crédito do mercado. Para que isto se mostre viável, deve-se partir do pressuposto de que o mercado para títulos de

mercado é cada vez mais importante, prejudicando a defesa de paridades que preservem o comércio exterior dos países. Um exemplo claro deste contexto foi o que ocorreu na economia norte-americana no início dos oitentas. A política monetária contractionista do FED ocasionou a valorização explosiva do dólar frente a outras moedas, como o marco alemão, ocasionando maiores problemas ao balanço comercial.

emissão do governo seja grande o suficiente para possibilitar os movimentos de compra e venda das *securities*, sem que isto implique em grandes variações de preços⁷⁸. Nas palavras de Stigum's,

A principal ferramenta de política para o FED são as operações de open, a habilidade de criar reservas em qualquer quantidade desejada através da monetização da dívida nacional. (1991:162)

Mesmo que as operações de mercado aberto se mostrem o mais factível instrumento de política monetária dentro do atual nível de desenvolvimento dos mercados financeiros, a ocorrência de inovações financeiras também implica em restrições a sua operacionalidade. Na medida em que são criados novos instrumentos financeiros de curto prazo, a concorrência com os títulos públicos - principais instrumentos da política de *open market* - apresenta-se cada vez mais acirrada implicando, inclusive, em perda de espaço destes. Além disto, como já destacado, o crescente movimento de internacionalização dos mercados financeiros também colocam entraves a manipulação deste instrumento.

A partir do exposto acima é possível a realização de alguns comentários. Em função de suas peculiaridades, as instituições bancárias apresentam-se enquanto espaço privilegiado para a atuação da autoridade monetária no controle do nível das reservas bancárias. Esta questão ganha contornos especiais quando se têm em mente o formato do sistema financeiro norte-americano, cujas origens remontam à década de trinta. Todavia, com a implementação de inovações financeiras, não só estas instituições passaram a contar com espaços alternativos para a captação de recursos, seja através de novos instrumentos ou da internacionalização, como também defrontaram-se com a

78

Estas pré-condições colocam-se em sua totalidade no caso da economia norte-americana.

concorrência de instituições não-bancárias, não sujeitas às mesmas restrições. Não obstante é possível afirmar que as inovações financeiras colaboram no sentido de problematizar a operacionalidade dos instrumentos tradicionais de controle das reservas bancárias.

O Agravamento da Função de Emprestador em Última Instância

O processo resultante das inovações financeiras levou à fragilização das instituições bancárias. A diversidade dos novos instrumentos financeiros, a concorrência entre instituições bancárias e não bancárias e o crescimento da dimensão especulativa dos mercados estão entre as principais causas deste quadro. Com isto, diante de situações de aperto monetário exercido pelas autoridades monetárias, a possibilidade de ocorrência de crises financeiras aumentou. Sendo assim, a atuação da autoridade enquanto prestador em última instância se torna cada vez mais relevante, sobrepondo-se inclusive ao papel de controle da liquidez devido a importância da estabilização dos mercados.

As operações de resgate das instituições com problemas de liquidez ganham novos contornos com a integração e globalização dos mercados financeiros. Mesmo na ausência de instrumentos legais de supervisão sobre largas parcelas dos mercados, a autoridade monetária acaba por exercer a função de prestamista em última instância para o mercado como um todo, podendo atuar inclusive além das fronteiras de seu país de origem.

2.1.2 Os Alvos Intermediários de Política Monetária e as Inovações Financeiras

Uma vez realizada a apresentação dos instrumentos através dos quais a autoridade monetária exerce controle sobre o nível das reservas bancárias e as limitações colocadas a estes pelas inovações financeiras, procura-se destacar qual o alvo a ser perseguido por esta autoridade ao manipular os discutidos instrumentos.

A atuação da autoridade monetária pode se pautar pela busca de alvos intermediários distintos, dependendo do arcabouço teórico do qual está partindo. Defensores da exogeneidade da oferta monetária acreditam que a implementação dos instrumentos de política monetária deve se pautar pelo controle do crescimento da oferta monetária. Esta questão será apresentada a partir de estudos de autores vinculados à tradição de Chicago. Destaque especial será dado a trabalhos realizados por Milton Friedman e seus seguidores. Ao inverso, autores que acreditam ser a oferta de moeda determinada endogenamente, defendem ser o preço ao qual as reservas bancárias são trocadas o alvo a ser atingido pela manipulação dos discutidos instrumentos. Entre estes, conhecidos como pós-keynesianos, pode-se ressaltar duas correntes, cuja linha divisória passa pela inclinação da curva de oferta monetária. Os acomodacionistas, que afirmam ser esta curva horizontal, e os estruturalistas, que defendem uma curva de oferta monetária positivamente inclinada. No tocante ao primeiro grupo foram ressaltados os estudos realizados por Basil Moore. Quanto ao segundo grupo, destacaram-se as idéias defendidas por Stephen Rosseaus e Hyman Minsky. Esta diferenciação ocasiona diferentes posturas quanto ao alvo intermediário a ser perseguido, as taxas de juros.

O objetivo da presente discussão é realizar uma apresentação do embasamento teórico que sustenta cada uma das posições quanto ao alvo intermediário da política monetária. Uma vez alcançado este objetivo, pretende-se mostrar uma breve avaliação das relações entre inovações financeiras e alvos intermediários.

Inicialmente serão apresentadas as idéias defendidas por Friedman, uma vez que fazem parte do *mainstream* e por consequência acabam sendo ponto de partida para a elaboração de posições alternativas. Sendo assim, a discussão de autores pós-keynesianos será realizada em um segundo momento.

2.1.2.1 A Oferta de Moeda

Idéias Gerais

Com a publicação do artigo *Quantity Theory of Money* em 1956, Friedman lançava as bases do que chamou de Moderna Teoria Quantitativa da Moeda, ao organizar idéias difundidas de acordo com a tradição de Chicago no período posterior à deflagração da chamada revolução keynesiana⁷⁹.

Esta escola parte do pressuposto de que a economia encontra-se em pleno emprego, reconhecendo que esta posição de equilíbrio pode ser afetada temporariamente por perturbações monetárias. Na ausência destas, a economia é inerentemente estável (Cagan, 1989:203). A moeda é variável importante, mas flutuações em sua oferta têm efeitos na demanda agregada no curto prazo, sendo neutras em períodos mais longos. Sendo assim, os agregados monetários são

⁷⁹ Esta pretensão é questionada por Don Patinkin. Este autor ressalta algumas divergências entre as idéias defendidas por Friedman e as dos autores da Escola de Chicago: i) o enfoque é sobre a oferta e não demanda de moeda; ii) estes não reconhecem a influência da taxa de juros sobre a demanda por moeda; iii) a ênfase é sobre a relação estoque de moeda e fluxo de gastos (1969).

eleitos como objeto da política monetária. A necessidade da execução estável e constante da política monetária é um dos preceitos básicos do monetarismo. Esta afirmação é embasada na percepção dos autores da existência de **lags** temporais entre a tomada de decisões por parte das autoridades monetárias e os seus efeitos finais. Sendo assim, o posicionamento da autoridade monetária diante de determinado quadro econômico pode ter seus efeitos prolongados por períodos em que este não mais se coloca, ocasionando resultados diversos dos planejados, podendo colaborar para o agravamento dos problemas então dispostos.

Em uma visão estreita, no monetarismo a política monetária enfatiza a importância do controle dos agregados monetários ao invés dos indicadores do mercado de crédito, como a taxa de juros⁸⁰. Segundo Friedman, em nível analítico, a Teoria Quantitativa da Moeda é o estudo dos fatores que determinam a quantidade de moeda que a comunidade deseja manter (1989:3).

A análise da demanda por moeda e de seus determinantes ocupam lugar central no monetarismo. O estudo da oferta de moeda é tópico subordinado. Na verdade, esta questão encontra-se estreitamente relacionada com a própria idéia de exogeneidade da oferta monetária. Por detrás da tese de que o estoque de moeda é dado de forma exógena ao mercado, está a crença de que este é determinado autonomamente pelas autoridades monetárias. Sendo assim, não é de muita relevância o estudo de sua dinâmica.

De encontro com a tradição quantitativista, autores monetaristas têm como objeto da análise econômica as variáveis reais. Em função disto, preocupam-se com o estoque real de moeda, da mesma forma que o saldo real de

80 Ver a respeito SELDEN, R.. Monetarism, mimeo.

moeda mantida pelo público é variável resultado da função demanda por moeda. A idéia de que as autoridades monetárias controlam somente o estoque nominal de moeda aparece em vários dos autores pesquisados. A variável relevante, ou seja, o estoque real de moeda seria resultado da interação das forças de mercado, personificadas em três tipos de agentes: banco central (bacen), intermediários financeiros e público.

O público tem poder decisório ao oferecer direitos financeiros aos bancos, ao manter dinheiro e ao optar pela distribuição deste entre papel moeda e depósitos à vista e entre estes e os a prazo. Os bancos atuam ao absorver e ditar as condições para a drenagem destes passivos oferecidos pelo público e ao alocar estes recursos recolhidos entre ativos e reservas. A autoridade monetária faz as condições de oferta da base monetária, tem o poder de restringir as condições de oferta de passivos para os bancos e o de controlar o leque de ativos passíveis de serem mantidos pelos bancos. Em resumo, a autoridade monetária controla a base e os bancos - juntamente com o público - influenciam o multiplicador monetário. O multiplicador que reflete a relação entre a base e o estoque de moeda, sempre sob a égide de um contexto institucional criado pelas autoridades⁸¹. Este multiplicador é função de uma série de relações: as taxas de papel moeda, de depósitos à vista e de reservas bancárias, além das condições institucionais e de mercado (Brunner, 1989).

A base monetária é moeda em última instância, podendo ser trocada por outros tipos de objetos, e estando sob o controle da autoridade. A oferta de moeda é resultado da integração da base monetária com o passivo monetário dos

⁸¹ Brunner sistematiza esta relação na seguinte expressão: $M = mB$, onde M é o estoque de moeda, m é um multiplicador monetário e B a base monetária

bancos, que representa uma relação contratual entre o público e os intermediários financeiros, e que pode ser permutado por outro tipo de moeda. Esta possibilidade de permuta resulta em condições cruciais para o mercado de passivos monetários dos intermediários. Este é um conceito mais amplo, sendo resultado das condições e interações das ações dos diferentes agentes do mercado que, conjuntamente, determinam o estoque de moeda, o crédito bancário e os preços dos ativos financeiros (Brunner, 1989).

Um dos pilares básicos da teoria quantitativa da moeda é a estabilidade da velocidade de circulação da moeda (V)⁸². De acordo com Fisher, Marshall e Pigou, V representaria a demanda de moeda por unidade de gasto, sendo provavelmente influenciada pelo nível da taxa de juros, pelos hábitos de pagamentos e por diferentes fatores institucionais. Sendo assim, ao assumirem fatores que podem influenciar a velocidade de circulação da moeda, estes autores rompem com a idéia de que V é variável resultante, sendo encontrada a partir da identidade expressa nas equações das diferentes versões da teoria quantitativa da moeda. Além disto eram enfáticos ao afirmar que alterações da oferta de moeda não seriam neutralizadas por variações da velocidade⁸³.

Argumentando no mesmo sentido que os autores citados acima, Friedman afirma que é possível se retirar importante conjunto de informações da expressão se esta for interpretada não somente enquanto identidade, mas sim como uma relação funcional que expressa V desejada como resultado da ação de outras variáveis (1989).

82 Segundo a equação de Fisher, ponto de partida da versão de transações da teoria quantitativa da moeda, $MV=PQ$, V e Q seriam constantes, o que implicaria na relação de causalidade de oferta de moeda para nível de preços.

83 Ver a respeito SELDEN, op.cit.

Na mesma linha de crítica à intensão externalizada por Friedman de organizar os estudos realizados por autores da tradição de Chicago, Pantinkin ressalta que não só a velocidade de circulação da moeda não é constante, como suas variações são perigosas. Estas são resultado de antecipações de aumentos de preços e de alterações no estado de confiança dos negócios. Uma vez que os indivíduos deixem de manter dinheiro, haverá um aumento em V . Isto porque, na medida em que os agentes passem a gastar mais, haverá um aumento de preços, que por sua vez resultará em novas decisões de se deixar de manter dinheiro, gerando assim um processo cumulativo (Pantinkin, 1969).

A velocidade de circulação da moeda é uma das questões problemáticas para a discussão apresentada neste item. O pressuposto de que ela seja estável e constante é por demais pesaroso. Mas acaba por ser de fundamental importância para que o arcabouço teórico tenham consistência.

Considerações Finais

A discutida linha teórica destaca o papel da demanda por moeda. Parte-se do pressuposto de que a demanda e oferta são independentes, sendo a base monetária determinada de forma exógena aos mercados, de forma autônoma pela autoridade monetária.

Cagan em um de seus artigos destaca que as autoridades monetárias deveriam perseguir o controle da base monetária. O argumento no qual se baseia esta afirmação é que somente a base estaria livre da influência das inovações financeiras. Sendo assim, não precisaria ser redefinida em função destas (1989).

Os efeitos ocasionados pela implementação de inovações financeiras apontam no mesmo sentido que as afirmações realizadas acima. Qual dos conceitos de agregado deveria ser o alvo intermediários da manipulação da política monetária? Ou seria a base monetária? O constante processo de modificações nos mercados financeiros ocasionados pela ocorrência de inovações torna cada vez mais complexa a definição e a própria medição dos agregados monetários. A criação de novos instrumentos que rendam juros e ao mesmo tempo apresentem-se enquanto moeda de transação é cada vez mais característica nos mercados financeiros⁸⁴.

Segundo Akhtar , esta questão também se coloca em nível dos agregados mais amplos. Mesmo os instrumentos financeiros de prazos mais alongados apresentam-se cada vez mais líquidos, uma vez que os mercados secundários estão mais organizados (1983).

Somando-se a estas dificuldades aparece a maior volatilidade entre aplicações em diferentes instrumentos, o que ocasiona movimentos financeiros entre os diferentes agregados. Com a criação e difusão de diferentes instrumentos financeiros e o desenvolvimento tecnológico que dá suporte a estes processos, os custos de transferências entre eles é minimizado. O investidores defrontam-se, então, com elevada gama de instrumentos financeiros disponíveis, podendo transitar entre eles de acordo com suas opções de rentabilidade e liquidez, dados os riscos a que está disposto incorrer, sem com isto arcar com elevados custos de transações. Estes movimentos entre instrumentos financeiros acabam por problematizar a controlabilidade dos estoque de moeda. Além disto estes

84 Pode-se levantar alguns exemplos discutidos no âmbito da economia norte-americana, como os fundos mútuos do mercado de moedas, as NOW e superNOW accounts, entre outros. No início da década de oitenta alguns destes instrumentos foram incorporados ao M1.

movimentos veêm a problematizar a idéia de estabilidade da demanda por moeda⁸⁵ (Akhtar, 1983).

A crescente internacionalização dos mercados financeiros contribuí para a problematização da escolha do alvo a ser manipulado pelos instrumentos de política monetária. A manutenção de instrumentos de elevada liquidez em mercados internacionais significa que estes, apesar de não contabilizados internamente, podem atuar enquanto substitutos dos instrumentos internos. Isto pode ocasionar erros estatísticos na mensuração dos agregados internos, consegüentemente da delimitação do alvo a ser perseguido pela autoridade monetária⁸⁶ (McClam, 1980).

As tentativas das instituições financeiras em burlar os constrangimentos externos a elas impostos pautam-se pela criação de novos instrumentos ou usos diferentes de outros já existentes, ou seja, pela realização de inovações financeiras. Este processo muitas vezes resulta em fundos alternativos para financiamento de suas operações ativas e até economia de reservas. Por um lado, elevam-se assim as relações entre os diferentes agregados e as reservas bancárias ou mesmo a base monetária. Isto porque os investidores passam a preferir manter ativos que rendam juros ao invés de papel moeda e depósitos à vista, em especial em períodos de elevação das taxas de juros. Por outro, a postura das instituições leva também à diminuição da relação entre instrumentos que requerem recolhimentos de reservas e aqueles que não demandam, ou se o fazem é em menor volume. Através destes dois sentidos de efeitos das inovações pode-se constatar modificações na velocidade de

⁸⁵ Pode-se tentar delimitar uma tendência à diminuição da demanda por meios de pagamento, embora esta seja instável. Segundo Akhtar, as evidências têm mostrado uma instabilização na demanda por moeda nos países industrializados.

⁸⁶ O Autor ressalta que, no caso da economia norte-americana, parte das disponibilidades em euro-moedas deveria ser tratada como integrante da liquidez interna.

circulação moeda, o que problematiza a organização dos argumentos ressaltados pelos autores monetaristas.

A partir das considerações realizadas acima pode-se constatar que as inovações financeiras problematizam, se não inviabilizam, a utilização dos agregados monetários como alvo para a manipulação dos instrumentos de política monetária.

2.1.2.2 As Taxas de Juros

A presente discussão será pautada pelo levantamento das idéias que substanciem a defesa da endogeneidade da oferta de moeda. O intuito de tal apresentação é mapear os argumentos que defendam que a manipulação das taxas de juros é o alvo a ser ressaltado pela implementação dos instrumentos de política monetária.

Destacou-se, então, as posições defendidas por autores de tradição keynesiana, mais especificamente os pós-keynesianos. Constatou-se que, entre autores desta linha de pensamento, existem divergências no tocante ao objeto deste estudo. Na literatura observa-se a diferenciação entre dois grupos: os acomodacionistas e os estruturalistas. Os primeiros são assim chamados por afirmarem que o comportamento da autoridade monetária será sempre no sentido de acomodar aumentos da oferta monetária resultantes de alterações na demanda por crédito. A única variável sob a égide da autoridade é o preço a partir do qual está disposta a realizar trocas de reservas. Os estruturalistas destacam-se pela importância que dão ao arcabouço institucional no processo de geração de moeda dentro do mercado financeiro. A determinação das taxas de juros é resultado da interação dos comportamentos da autoridade monetária e instituições financeiras.

Autores Acomodacionistas

Neste tópico serão apresentadas idéias defendidas por Basil Moore em seu livro *Horizontalists and Verticalists-The Macroeconomics of Credit Money* e em série posterior de artigos publicados no JPKE, que foram elaborados em razão do debate quanto a endogeneidade, plena ou não, da oferta monetária.

No ponto nevrálgico da defesa da existência da moeda endógena encontra-se o crédito. É a partir da constatação da importância desta variável em economias com sistema de intermediação financeira desenvolvido que este autor elabora suas idéias sobre o discutido assunto.

A percepção da existência de diferentes categorias de moeda ocupa lugar central na discussão proposta por Moore. A teoria quantitativa da moeda foi inicialmente idealizada em um contexto de moeda metálica ou fiduciária, perdendo parte de seu poder explicativo dentro do corrente. A evolução das relações interfinanceiras no último século, em especial no período posterior à segunda grande guerra, tem gerado profundas modificações no processo que dá origem às relações monetárias. Estas têm se revelado intrinsecamente relacionadas ao crédito; na verdade, é possível perceber até certo nível de incerteza quanto à própria definição do conceito de moeda.

A passagem do dinheiro **commodity** para o fiduciário, no qual o metal é substituído por pedaços de papel que têm seu valor garantido por autoridades monetárias, refletindo uma relação contratual entre estas e os possuidores de moeda, não ocasiona alterações significativas no que diz respeito

à validade da autonomia da oferta monetária⁸⁷. A mesma conclusão não pode ser auferida da transformação para o *credit money*.

A versão da moeda enquanto resultado das relações creditícias suaviza a fronteira existente entre ativos monetários e não-monetários. Isto porque, diferentemente da moeda metálica ou fiduciária, aquela nem sempre tem poder de compra imediato, envolve riscos, rende juros e ocasiona algum nível de incerteza. Além disto, estas relações caracterizam-se por serem passivo para o tomador e ativo para o prestador. Sendo assim, trabalha-se com um conceito de moeda bem mais amplo do que simples unidade de conta ou meio de troca.

Segundo Moore, a importância da variável crédito encontra-se substanciada em duas pilastras básicas: 1) o crédito bancário é determinado pela demanda e 2) a oferta de moeda é direcionada pelo crédito.

Este autor afirma que o volume de depósitos bancários é resultado da demanda pelo crédito. A argumentação para tal afirmação passa pela idéia de que as instituições financeiras sempre atendem à demanda do público por crédito, o que implica no aumento da oferta deste, resultando em crescimento do volume de depósitos, o que ocasiona o aumento do estoque de moeda.

A oferta de crédito deve ser entendida como a de um serviço qualquer, como por exemplo cortes de cabelo. Isto significa que a oferta só tem sentido mediante a demanda pela prestação do discutido serviço, diferentemente do que

⁸⁷ Moore afirma que a moeda fiduciária pode ser vista como intermediária entre a commodity e a creditícia. Isto porque a primeira pode ser determinada exogenamente pela autoridade monetária, enquanto a segunda é ativo financeiro, características que a fiduciária apresenta em menor grau.

ocorre com a demanda por *commodities*⁸⁸. Em outras palavras, a moeda deve ser entendida enquanto produto por contrato, onde a demanda é o determinante da oferta (Moore, 1991:125).

Pode-se afirmar então que a oferta de moeda encontra-se fora do alcance do controle das autoridades. Isto porque o poder de determinar o crédito encontra-se na decisão dos diferentes agentes tomadores, o que irá determinar, em última instância o volume de depósitos.

Na tentativa de construir um paradigma alternativo quanto às características da oferta monetária, Moore tem como ponto de partida as concepções defendidas pelo *mainstream*, entre as quais o banco central teria capacidade de determinar a base monetária, e conseqüentemente, o estoque de moeda (1988c).

A questão a ser destacada no tocante ao princípio do multiplicador, de acordo com o discutido autor, é que este tem como pressuposição básica que a autoridade monetária tem o controle sobre as variações da base (1988:15/17 e 82/83). Não obstante, o autor constata a existência de uma assimetria entre os movimentos de aumento ou diminuição da base monetária, de acordo com os estímulos dados pelo *bacen*.

Com o intuito de expandir a base, o banco central pode realizar compras de títulos públicos através de operações de *open market*. Tal procedimento deve gerar um aumento de reservas bancárias que não gerem rendimentos, o que estimulará os bancos a comprarem *securities* rentáveis no mercado. Isto ocasionará um aumento nos preços destes

⁸⁸ Para os monetaristas, a demanda por moeda é vista da mesma maneira do que por qualquer outro bem, como foi destacado no item anterior.

papéis e uma diminuição das taxas de juros de mercado⁸⁹. Sendo assim, este movimento no sentido de alocar recursos significará um aumento do volume de ativos e passivos do mercado.

Diminuições da base através de colocações de títulos no mercado aberto não seguem a mesma trilha. Parte-se da suposição de que as instituições financeiras possuam ativos que possam ser vendidos de modo a viabilizar compras no *open*. Uma vez que os bancos detenham reservas totais menores que as compulsórias, buscam recursos através da janela de redesconto, mercados internacionais, lançamento de títulos privados, venda de ativos. Esta última pode ser viável em períodos recessivos, o mesmo não ocorrendo naqueles em que há expansão, quando recursos são alocados para empréstimos. Mesmo com o crescimento e difusão dos mercados secundários de *securities*, nem sempre as instituições bancárias optam por ativos plenamente negociáveis. Isto por que administram a composição de suas carteiras de ativos a partir da conjunção de parâmetros como rentabilidade, liquidez e riscos. Sendo assim, nem sempre os ativos são facilmente ventáveis no mercado, podendo significar custos de venda elevados para as instituições⁹⁰. Na verdade, as diversas formas de financiamento da posição deficitária das reservas das instituições financeiras ocasionam aumentos das taxas de juros, em função das dificuldades de venda de ativos emprestados ou da venda de títulos privados⁹¹. Este aumento

89 Este aumento na demanda por títulos do mercado poderá não ocorrer em períodos em que as taxas de juros já se encontrem em níveis bastante reduzidos. Nestas situações os bancos percebem que a renda gerada por tais aquisições pode estar abaixo do custo dos recursos utilizados em sua compra (Moore, 1988:15)

90 O contexto de venda de ativos é dificultado em função da hipótese implícita que permeia a discussão do autor de que parte considerável do ativo das instituições é composto por empréstimos, e que nem toda operação de empréstimo é seguida de venda de obrigações referentes a este.

91 Deve-se considerar a possibilidade de queda nos preços dos ativos das instituições, ocasionado pelo posicionamento vendedor destas. Este movimento pode levar, no limite, à insolvência.

de taxas tem efeitos instabilizadores, que se apresentam de duas formas. Altera os rendimentos gerados por passivos bancários com relação a outros passivos de curto prazo da economia. Em economias abertas, estimula o fluxo de capitais externos, problematizando as contrações pretendidas na base monetária. Além disto, os empréstimos bancários são realizados de acordo com a demanda delineada pelos tomadores (Moore, 1988:15/16 e 79).

A discussão quanto aos efeitos instabilizadores resultantes do aumento de taxas devido à venda de títulos privados passa pelo conceito de administração de passivos. As inovações financeiras que resultem na utilização deste expediente trouxeram profundas alterações no sentido de problematizar as possibilidades de controle da oferta de moeda por parte do banco central. Isto porque conferem às instituições financeiras maior raio de manobra no sentido de reagir diante de pressões contracionistas da base monetária. Este conceito aparece nos trabalhos de Moore, mas sua importância é secundária, uma vez que este assume que o banco central não tem outra opção se não acomodar as pressões expansionistas do mercado.

A partir do substanciamento de sua crítica à formulação do princípio do multiplicador monetário, este autor ressalta ser possível a construção, *ex-post*, deste indicador. Mas isto não significa que este terá qualquer importância explicativa, seja de conteúdo causal ou comportamental (Moore, 1988:85). O maior problema na utilização do multiplicador enquanto variável explicativa na determinação do estoque de moeda estaria no pressuposto de que as autoridades monetárias controlam a base monetária, uma vez que trata-se de seu passivo. Entretanto, atitudes por parte do bacen que visem estimular a expansão ou contração da base têm efeitos assimétricos, além de ocasionarem fortes movimentos nas taxas de juros.

A oferta monetária é determinada pela demanda por crédito, sendo que as decisões acerca da tomada de créditos pelos diferentes agentes da economia é que vão indicar o volume de crédito demandado. Sendo assim, a oferta de moeda não encontra-se sob o controle da autoridade monetária; esta deve, necessariamente, acomodar-se a qualquer aumento requerido de reservas.

O instrumento com o qual o bacen exerce sua autoridade é o preço a que está disposto a oferecer estas reservas adicionais para que as instituições financeiras acomodem uma possível expansão creditícia. Em outras palavras, o bacen determina a taxa de juros⁹². Pode-se então afirmar que, ao fornecerem as reservas requeridas, as autoridades monetárias são **price setters** e **quantity takers**, enquanto as instituições financeiras são **price setters** e **quantity takers** nos mercados de empréstimos e depósitos. O que pode-se constatar, então, é que no mercado monetário o ajuste se realiza através de preços e não de quantidades⁹³. É partir dos elementos destacados acima que Moore justifica que a curva de oferta monetária é horizontal, ou seja, a cada nível da taxa de juros determinado exogenamente pelo bacen, a oferta monetária é infinitamente elástica.

Ao estipular o preço a partir do qual está disposto a fornecer reservas para as instituições, o bacen determina a taxa de juros de curto prazo. As taxas de longo prazo são resultado de arbitragens com o intuito de homogeneizar as expectativas do mercado quanto ao que este acredita que serão as taxas de curto prazo determinadas pelo bacen no

⁹² Ao determinar o preço a que está disposto oferecer reservas adicionais, a autoridade deve considerar o nível das taxas de juros internacionais, o da taxa de câmbio doméstica e o grau de abertura da economia, uma vez que o diferencial de taxas pode ocasionar fluxos de capitais externos (Moore, 1986, p.380).

⁹³ Isto vai de encontro à idéia central do quantitativismo de que o objeto da política econômica deve ser os agregados monetários, ou seja, o ajuste se dá via quantidade.

referido período (Moore,1989:487). Portanto, mesmo quando as taxas são influenciadas por agentes do mercado, em última instância é o bacen que está a determina-las.

Por fim cabe destacar que a velocidade de circulação da moeda não está entre os pontos mais ressaltados por Moore em seus trabalhos. Em um artigo no qual rebate críticas levantadas por Stephen Rousseaus, afirma que V não é uma variável estável, sofrendo influência de variações das taxas de juros determinadas pela autoridade monetária, mesmo que esta acomode qualquer variação da oferta de moeda. Não obstante, mesmo que estas taxas permaneçam inalteradas, V pode variar em função de mudanças nos saldos demandados para transações, assim como devido a diferentes fatores mais estruturais que possam modificar a demanda por moeda, tais como inovações financeiras, desintermediação ou desenvolvimento de quase moedas (1989:486).

Autores Estruturalistas

Este grupo de autores confere grande importância ao arcabouço institucional a partir do qual está montado o sistema monetário e financeiro⁹⁴. Segundo Minsky, mudanças neste arcabouço podem ser de duas naturezas: legislativas ou evolutivas. As primeiras seriam ocasionadas por modificações nas leis ou regras que normatizem o sistema, resultantes de decisões tomadas por autoridades como resposta a disfunções, reais ou imaginárias. As alterações de caráter evolutivo seriam aquelas impulsionadas por decisões tomadas dentro do próprio sistema, estimuladas pela busca de novas oportunidades de lucros. Diante deste quadro de mudanças no esquema institucional, as autoridades

⁹⁴ Ao ressaltar as alterações no arcabouço institucional, Minsky refere-se a mudanças no modo de funcionamento do mercado financeiro. Mas não deixa de destacar a importância da existência de modificações na estrutura do mercado financeiro para o processo em discussão.

monetárias devem ficar atentas aos problemas gerados à implementação da política (1982:162 e 163).

O processo a partir do qual é explicitado o movimento de criação de moeda endógena é impulsionado por reações das instituições financeiras diante de políticas restritivas por parte de autoridades monetárias. Este comportamento das autoridades seria explicado pelo temor de pressões inflacionárias, resultantes do processo de crescimento vivenciado pela economia⁹⁵. Os autores desta linha aceitam, então, a importância de constrangimentos monetários administrados pelo banco central, sendo que estes influenciam o comportamento das instituições financeiras⁹⁶.

O banco central não atua no sentido de acomodar totalmente as reservas requeridas pelas instituições. O mecanismo da janela de redesconto não é entendido enquanto substituto das operações de mercado aberto. Fica implícito que é generalizado o conhecimento de que os constrangimentos colocados pela janela de redesconto são reais e efetivos. As instituições financeiras encontram limitações em sua capacidade de acomodar reservas adicionais através de operações de open market (Pollin, 1989:373 e 374).

De acordo com o posicionamento de ambas as linhas aqui discutidas, as instituições financeiras procuram sempre atender a aumentos na demanda por crédito. A diferenciação surge no tocante ao modo como estas financiam o aumento das necessidades de reservas ocasionadas por este crescimento da oferta de crédito. Segundo autores estruturalista,

⁹⁵ Minsky afirma que as instituições do mercado monetário e financeiro costumam atuar desta maneira especialmente diante de quadros restritivos, mas não esclarece sob quais outras situações este comportamento seria repetido (1982, p.174).

⁹⁶ Segundo Minsky, a própria evolução e desenvolvimento na forma de atuação da autoridade monetária não só reflete uma reação a mudanças observadas dentro do sistema financeiro, como também uma participação ativa nesta evolução (1982, p.280).

diante da percepção de que a autoridade monetária não irá sempre acomodar o aumento de suas necessidades de recursos, as instituições procuram formas alternativas para financiá-las. Em outras palavras, os bancos atuam no sentido de responder a aumentos da demanda por crédito, uma vez que isto se mostre lucrativo, a despeito de trabalharem sob constrangimentos de reservas impostos pela autoridade monetária.

Diante de tal objetivo, utilizam-se de inovações financeiras que possibilitem a implementação de maneiras alternativas de financiamento de operações e novas formas de captação, em substituição aos depósitos convencionais, sujeitos às restrições da autoridade monetária. Segundo Minsky, estas refletem-se em alterações no modo de atuação das instituições, seja através da criação de novos instrumentos ou de novos usos para os já existentes. Esta postura acaba por ocasionar mecanismos que possibilitem que um dado volume de reservas seja capaz de substanciar uma maior quantidade de depósitos ou que uma certa quantidade de depósitos possa suportar maior volume de empréstimos (Minsky, 1982 e Pollin, 1989).

A administração de passivos pode ser vista como uma das facetas deste processo de mudanças institucionais no mercado financeiro impulsionadas pela implementação de inovações financeiras. Através deste mecanismo, as instituições atuam no sentido de, por um lado, buscar reservas dentro do próprio sistema, seja pelo lançamento de títulos privados, junto ao público ou ao mercado interbancário, pela utilização do mercado internacional, entre outros, isto é, buscando recursos em espaços alternativos àqueles passíveis de limites ou restrições impostos pela autoridade monetária para o financiamento de suas posições ativas. Em outras palavras, procurariam desenvolver formas de captação de recursos que não

implicassem em recolhimentos compulsórios junto à autoridade monetária. Na verdade pode-se afirmar que o desenvolvimento destes procedimentos não passa por alterações da legislação ou da política monetária. Diferente disto, é resultado da atuação de instituições financeiras na busca de novas oportunidades de lucro (Minsky, 1982:171).

Estas modificações nas relações institucionais ocasionam não só pressões altistas sobre as taxas de juros, uma vez que aumentam o custo de carregamento dos passivos bancários, como também estímulos à continuidade na implementação de inovações financeiras. Dada uma atuação restritiva do bacen e o nível corrente das taxas, a demanda por crédito ultrapassa sua oferta. Este aumento vai estimular os bancos no sentido de aumentarem sua capacidade de emprestar e de encontrar novos substitutos para depósitos à vista. Uma vez que o mercado monetário é altamente competitivo e havendo oportunidades de novas operações lucrativas, cria-se um ambiente propício para inovações no sentido de provocar modificações no esquema institucionalizado de modo a garantir o aumento do crédito e a concretização dos ganhos.

A determinação da taxa de juros é elemento de diferenciação entre acomodacionistas e estruturalistas. Enquanto os primeiros afirmam que o bacen tem a capacidade de determinar única e exclusivamente as taxas de juros, os segundos afirmam que estas são resultado de um processo interativo onde o bacen também detém papel relevante. Além disto, o processo de criação de reservas através do mecanismo da administração de passivos, não implica que estas vão se adequar perfeitamente ao volume demandado, colocando-se assim a possibilidade da ocorrência de crises financeiras enquanto fenômenos internos ao próprio sistema (Pollin, 1989:376).

Ao afirmar que o banco central não detém o poder ou o desejo de exercer uma política totalmente acomodacionista, autores estruturalistas estão assumindo que a velocidade de circulação da moeda (V) é variável passível de alterações ou, em outras palavras, que V não é estável. Na verdade, a difusão do uso da administração de passivos enquanto forma alternativa de financiamento das instituições financeiras, também pode ser relatado como movimento de crescimento de V . Isto porque, dado um mesmo volume de reservas, é possível realizar-se um maior volume de financiamento de negócios⁹⁷.

Diante de um quadro de taxas de juros crescentes, os diferentes agentes da economia, financeiros ou não, atuam de modo a ativar balanços antes inativos ou a realizar economias nos balanços para transações, o que gera alterações em V . Percebe-se, então, a existência de uma coordenação entre os movimentos da taxa de juros e de V , sendo possível idealizar uma curva positivamente inclinada que relacione estas duas variáveis. Quando as movimentações das taxas e conseqüentemente de V ocorrerem na ausência de modificações institucionais, o movimento se dará ao longo da curva. Mas, uma vez que em situações de taxas de juros crescentes observem-se estímulos a inovações financeiras que resultem em alterações no arcabouço institucional discutidas acima, haverá um deslocamento da curva para a direita. Sendo assim, pode-se concluir que a relação taxa de juros-velocidade será o resultado de dois movimentos: da variação das taxas na ausência de alterações institucionais e dos efeitos da ocorrência destas alterações (Minsky, 1982 e Rousseaus, 1986).

⁹⁷ Uma vez que o crescimento da circulação financeira está sendo ocasionado por aumento do crédito, é bastante razoável supor que há também expansão da economia como um todo. Esta ressalva foi feita uma vez que o conceito tradicional de velocidade é $V = \text{PIB}/M_1$.

A velocidade de circulação da moeda é outro elemento de diferenciação entre acomodacionistas e estruturalistas. Os primeiros, apesar de não assumirem postura clara quanto à estabilidade da oferta da velocidade de circulação, trabalham com estrutura a partir da qual isto é viável. Por outro lado, autores da segunda linha utilizam-se de elementos que contra argumentam a estabilidade de V.

O relato apresentado acima foi teve como intuito explicitar a discussão acerca da questão da exo ou endogeneidade da oferta monetária, visando ressaltar as idéias que embasam a opção entre o controle de agregados e as taxas de juros enquanto alvos da política monetária. Sendo assim, procura-se realizar agora um levantamento de algumas idéias aqui ressaltadas.

Ao utilizaram-se do conceito de moeda crédito, tanto Moore como outros autores keynesianos aqui discutidos, partem de economias de moeda creditícia, e utilizam esta variável para substanciar a idéia de oferta de moeda endógena.

Outro ponto de convergência encontra-se no pressuposto implícito de que a economia encontra-se em situação de crescimento econômico. Embasam seus argumentos acerca da endogeneidade no pressuposto de que na medida que os aumentos na demanda por créditos são atendidos, observa-se um processo de criação de moeda que é endógeno ao mercado financeiro. A diferenciação encontraria-se na forma como este processo se daria, mais especificamente, a partir da atuação de quais agentes da economia este se substanciaria. Para Moore, é de fundamental importância o comportamento do banco central, uma vez que este acaba por sancionar qualquer aumento endógeno da oferta de moeda, tendo como único instrumento de arbitragem a taxa de juros.

Autores da linha estruturalista afirmam que o processo de criação de moeda no mercado financeiro é resultado da atuação de agentes deste mercado, tentando inclusive atenuar comportamentos restritivos da autoridade monetária. Esta atuação seria pautada pela busca de novos instrumentos não sujeitos às restrições impostas, ou mesmo pela utilização diferenciada de outros já existentes, de forma a minimizar os limites colocados. Sendo assim, no cerne da questão da endogeneidade defendida por este grupo de autores, encontram-se as inovações financeiras, enquanto forma de obtenção de recursos alternativos para o financiamento de operações de crédito, ou seja, de elevação do nível da liquidez.

O processo de formação da taxa de juros apresenta-se enquanto questão de fronteira. Moore afirma que no mercado monetário as instituições financeiras são **quantity setters** e **price takers**. Em outras palavras, o bacen tem o poder de determinar o preço a partir do qual está disposto a oferecer as reservas adicionais demandadas pelo mercado, de modo a sancionar o processo de criação endógeno de moeda. Os autores estruturalistas relativizam esta posição, admitem que os agentes financeiros estão sujeitos a restrições ocasionadas pelas autoridade monetária. As taxas de juros seriam, então resultado da interação entre as diferentes forças de mercado, autoridade e instituições. O processo de inovações financeiras atua no sentido de atenuar ou eliminar os constrangimentos impostos pelas autoridades às instituições e aos mercados financeiros.

2.1.2.3 Mudanças de Alvos da Política Monetária nos Estados Unidos

No período após o final da segunda grande guerra, o foco central da política monetária norte-americana encontrava-se sobre a estabilidade das taxas de juros, com

exceção de elevação das taxas de inflação. Esta postura justificava-se pelo contexto de elevada estabilidade vigente então, resultante do quadro de regulamentações moldado ao longo dos trintas e do arcabouço de *Bretton Woods*.

Na década de setenta, a taxa dos fundos federais, conhecida como *FED rate*, passou a ser o alvo da política monetária, uma vez que se mostrava um indicador eficiente de alterações no nível das reservas bancárias. Quando esta se aproximava dos limites colocados pelo FED, eram realizadas operações de mercado aberto com o intuito de elevar ou restringir o volume de reservas bancárias (Guttman,1989b:28).

A postura do FED começou a se alterar com a elevação dos níveis inflacionários observada ao longo dos setentas. A redefinição dos alvos a serem perseguidos através da manipulação dos instrumentos de controle dos níveis das reservas bancárias tornou-se clara e evidente em 1979. O *FED* abandonou a política de taxa de juros baixos e passou a atuar através de *targets* para o crescimento da oferta de moeda. Esta nova conduta ocasionou ampliação da volatilidade das taxas de juros.

Em 1982, o *Federal Reserve* voltou a atuar de forma mais acomodacionista, deixando de lado a política de fortes restrições ao crescimento da oferta de moeda. As taxas do fundos federais voltaram a ser o objetivo da política monetária, mesmo que de forma menos rigorosa. A atuação do FED deixou de se pautar pela utilização de limites relativamente fixos para as referidas taxas. Estes limites passaram a ser ajustados em função de diferentes indicadores da economia, tais como a *yeld curve*, os preços das *commodities* e a taxa de câmbio (Guttman,1989b:29).

2.1.3 Autoridade Monetária enquanto Emprestador em Última Instância

A atuação da autoridade monetária enquanto emprestador em última instância mescla suas de atribuições de gestora do nível de liquidez e agente regulador e supervisor do sistema financeiro. Ao mesmo tempo em que assegura assistência financeira às instituições com problemas de liquidez⁹⁸, é parte integrante do arcabouço de regulamentações, enquanto mecanismo de proteção contra a ocorrência de crises. No entanto, seria interessante ressaltar que, dentro da gestão da liquidez, a função de emprestador muitas vezes mostra-se incompatível com a de controlador das reservas bancárias. Isto quando a opção da autoridade pauta-se pelo controle do crescimento da oferta de moeda.

Ao agente emprestador em última instância cabe a função de evitar a ocorrência de crises financeiras, uma vez que a instabilidade é intrínseca ao sistema. Nas palavras de Minsky,

O emprestador em última instância é necessário por que nossa economia apresenta características inerentes e inevitáveis que levam à intermitente instabilidade econômica. (1982:39)

A principal preocupação da autoridade que assume o papel do emprestador é assegurar o valor da estrutura de ativos e refinanciar a carteira de ativos das instituições com problemas, procurando garantir que os termos dos contratos assumidos por estas sejam honrados. Atua no sentido de facilitar o comportamento destas instituições

⁹⁸ Através das operações de janela de redesconto e emprestador em última instância, a autoridade monetária procura responder às necessidades de liquidez das instituições bancárias. No entanto, as primeiras restringem-se à manipulação dos instrumentos de política monetária, enquanto as últimas procuram atender às instituições com problemas de liquidez, de forma discricionária (ferreira e Freitas, 1989a:23).

quando da necessidade de tomar recursos emprestados a taxas punitivas e, principalmente, de liquidar ativos. Este comportamento ocasionaria queda em seus preços e poderia levar a uma situação de insolvência. Este novo quadro poderia mostrar-se difícil não só para a instituição em questão, como também para outras, podendo se transformar em processo cumulativo resultando em crise.

Na economia norte-americana o papel de prestador em última instância é exercido pela atuação conjunta entre o *Federal Reserve*, o FDIC e as grandes instituições bancárias.

Ao *FED* cabe a função de auxiliar os bancos com problemas de liquidez, atuando em duas frentes. Por um lado, utilizando-se de uma série de mecanismos que garantam acesso das instituições bancárias a operações de crédito, tais como: para ajustamento; sazonal; outros créditos; e de emergência para indivíduos e empresas não financeiras. Por outro, procurando estabilizar o valor dos ativos destas instituições, seja através de sua compra, aceitando-os como colaterais ou substituindo-os por *securities* do governo, que apresentem risco quase nulo.

Ao *FDIC* cabe a função de lidar com instituições bancárias com problemas de insolvência, garantindo assistência de liquidez com o intuito de torná-las saudáveis ou promovendo a liquidação de seus ativos⁹⁹.

Às grandes instituições bancárias cabe o papel de assegurar assistência financeira às instituições não-bancárias e não-financeiras, mesmo que excepcionalmente o *FED* o faça. Em alguns momentos é possível, inclusive, observar-se atuação conjunta dos bancos visando a proteção

99

O *FDSLIC* exerce as mesmas funções no espaço das *Trust Institutions*.

do sistema como um todo¹⁰⁰. Um exemplo claro da assistência de instituições bancárias às não bancárias é o esquema de linhas de crédito fornecidos pelos bancos comerciais aos emitentes de *commercial papers*, em casos de não renovação dos volumes contratados. Atentando para a questão de uma forma mais ampla, é possível afirmar que a atividade de prestador em última instância é substanciada pela existência de acordos de refinanciamento (Minsky,1982).

Em sua função de prestador último, o *Federal Reserve* garante assistência financeira somente a instituições solventes. Argumenta-se que se o banco encontra-se insolvente, a assistência financeira em si não significa a resolução do problema. Certamente esta postura é resultado da atuação conjunta do FED com o FDIC, que atua na recapitalização de instituições com problemas de solvência (Ferreira e Freitas,1990b:35). Todavia, o que se tem observado é que o FED acaba por socorrer as instituições nos mais diversos quadros, especialmente quando esta é de grande porte, o que implicaria em maior risco de alastramento da questão.

Se por um lado a atuação do prestador em última instância atenua a instabilidade inerente ao sistema, por outro agrava o problema do risco moral (*moral hazard*). Isto porque a garantia de acesso à ajuda de liquidez por parte da autoridade monetária pode levar os agentes financeiros a adotarem comportamentos mais impetuosos, incorrendo em maiores riscos.

¹⁰⁰ A questão de porque instituições privadas enfrentam problemas para garantir empréstimos de liquidez para bancos encontra-se na discussão realizada por Ferreira e Freitas (1989b:35).

2.2 Autoridade Monetária enquanto Agente Regulador do Sistema Financeiro

Os sistemas monetário-financeiros, em especial os bancários, apresentam peculiaridades que justificam a necessidade da adoção de aparatos reguladores. O poder de regulamentação concentra-se, em geral, no banco central, uma vez que este representa a autoridade monetária. Entre as peculiaridades deste sistema podem-se destacar algumas.

As instituições bancárias, uma vez que atuam enquanto agentes depositários e ofertantes de crédito, têm a capacidade de criar moeda privada. Devem, então, estar sujeitas a regras que possibilitem à autoridade monetária a gestão da moeda e do crédito.

Uma das particularidades das instituições financeiras é a de trabalhar com elevado nível de alavancagem, apresentando baixas relações de ativos ou passivos com relação ao capital próprio. Isto implica em elevado potencial de transmissão de problemas de liquidez destas instituições para a economia como um todo, seja através dos efeitos sobre o crédito ou a oferta de moeda. Esta questão é central na discussão sobre a necessidade de regulamentação deste sistema¹⁰¹.

A regulamentação sobre os mercados financeiros pode ser entendida como o conjunto de controles sobre diferentes aspectos das atividades financeiras : a criação de moeda; o crédito; os mercados financeiros; e por fim a regulamentação prudencial¹⁰².

101 Uma discussão mais detalhada sobre justificativas das regulamentações pode ser encontrada em Ferreira e Freitas (1989b:21/25)

102 Esta diferenciação entre os diferentes grupos de regulamentação foi extraída de Ferreira e Freitas (1989b) e Guttman (1989a)

O controle da criação de moeda apresenta como questão central a geração privada de moeda pelos bancos. Este grupo de regulamentações encontra-se diretamente relacionado ao controle, por parte do banco central, do nível das reservas bancárias através dos instrumentos de política monetária, tais como o requerimento de reservas compulsórias, a janela de redesconto e a política de mercado aberto.

Através do controle seletivo sobre o crédito as autoridades procuram direcionar a alocação de recursos nas operações de crédito, de acordo com os objetivos maiores da política econômica. Entre os diferentes grupos de regulamentações do sistema financeiro aqui ressaltados, este certamente é o de menor importância para o presente trabalho. Isto porque, na economia norte-americana, o controle de crédito seletivo só é implementado em ocasiões de exceção.

A regulamentação prudencial ou de segurança tem como principal objetivo assegurar a solidez e segurança do sistema, visando combater a instabilidade inerente aos mercados financeiros. Sendo assim, encontra-se intimamente relacionada à busca pela estabilidade do sistema, especialmente o bancário, visando garantir proteção aos agentes depositantes no sistema e a atenuação dos efeitos de falências de instituições financeiras sobre a economia. Este grupo de regulamentações é composto por medidas de caráter preventivo e de proteção.

As medidas de prevenção procuram restringir a vocação inerente às instituições financeiras em assumir riscos. Entre estas medidas podem-se destacar: o requerimento de níveis mínimos de capital e liquidez, os controles sobre as taxas de juros, as restrições à entrada de novas instituições, as regras de diversificação de aplicações e as operações de inspeção e supervisão das instituições

bancárias. A organização do formato do sistema financeiro no tocante às restrições do tamanho e espaço de atuação das instituições deve também ser entendida no sentido preventivo.

A implementação de seguros de depósitos e a atuação da autoridade monetária enquanto prestador em última instância destacam-se entre as medidas de proteção. Dar garantias aos parceiros de instituições em falência, sejam estas outras instituições ou clientes, permeia a adoção destes mecanismos de proteção.

Os grupos de regulamentação apresentados acima referem-se principalmente ao arcabouço em torno do sistema bancário. Todavia as autoridades governamentais constataram a necessidade de se criar mecanismos de controle sobre os ativos e passivos de instituições financeiras não-bancárias. Sendo assim organizou-se a regulamentação do mercado financeiro, em especial no tocante à subscrição e negociação de *securities*.

2.2.1 O Esquema de Regulamentação do Sistema Financeiro dos Estados Unidos

O principal núcleo de mecanismos que compõem a regulamentação do sistema financeiro norte-americano foi montado no período após grande depressão, através do *Banking Act* de 1933. Isto é de fácil compreensão tendo em vista que esquemas regulatórios usualmente aparecem como resultantes de períodos de elevada instabilidade. Contribuíram também para a formação deste arcabouço o *Federal Reserve Act* de 1913 e o *McFadden Act* de 1927.

O sistema da Reserva Federal foi instituído através do *Federal Reserve Act* de 1913, que apresentava como principal objetivo garantir aos bancos com deficiências de reservas o acesso à janela de redesconto¹⁰³. A contrapartida exigida desta assistência financeira à liquidez era substanciada em requerimentos estritos. No entanto, este esquema falhou na prevenção do colapso do sistema bancário no período entre 1929/33. Segundo Guttman (1989a:7), esta deficiência se explica pela rigidez dos requerimentos que eram exigidos colateralmente pelo *Federal Reserve* (FED).

No âmbito do *McFadden Act* de 1927 criaram-se restrições às atuações interestaduais das instituições bancárias. Isto porque, esta legislação previa que os bancos nacionais deveriam estar sob a regência das regras vigentes nos estados de atuação.

103 O acesso da autoridade monetária aos instrumentos de política monetária foram complementados em 1935. Através de do *Banking Act* foi criado o *Federal Open Market Comitee* (FOMC), com intuito de supervisionar as compras e vendas de securities do governo. Desde então, esta autoridade passou utilizar os três instrumentos de controle das reservas bancárias: a exigibilidade de requerimentos de reservas bancárias sobre depósitos; a janela de redesconto; e a política de mercado aberto, ao atuar enquanto agente Federal do governo (Guttman, 1989a:26)

Dentro de um contexto mais amplo de intervenção do Estado na economia como resultado dos efeitos devastadores da grande depressão, criou-se o cerne do sistema de regulamentação do sistema financeiro norte-americano, o *Glass Steagall Banking Act* de 1933. Entre as questões tratadas neste Act, destacam-se: a *Regulation Q* - proibição de pagamento de juros nos depósitos à vista e colocação de limites para o juros pagos em depósitos a prazo -, a separação funcional entre bancos comerciais e bancos de investimentos (*securities firms*) e a criação do *Financial Depository Insurance Comitee* (FDIC).

A distinção entre as funções de bancos comerciais e de investimento foi idealizada com o intuito de evitar a possibilidade de manipulação de conflitos nos mercados de estoques, processo que havia sido amplamente observado no período de elevada especulação que teve como auge o *crash* de 1929. Aos bancos comerciais cabiam as funções de recebimento de depósitos bancários e de concessão de empréstimos para financiamento de capital de giro. As *securities firms* poderiam atuar na subscrição de *securities*, assim como em atividades de *dealership* e *brokerage*.

Com a criação do FDIC¹⁰⁴, institucionalizou-se um sistema público de seguros de depósitos, no qual a participação das instituições bancárias é voluntária. Apesar de configurar-se em agência governamental, o que implicou em demanda inicial de grande volume de recursos públicos, a gestão deste órgão é realizada de forma empresarial. Os recursos que mantêm o sistema são

¹⁰⁴ Os sistema de seguros de depósitos complementa-se pela atuação do FSIC e do NCUIF. Ainda em 1933 estabeleceu-se o Financial Save and Loan Insurance Comitee, que gerenciava os seguros para os depósitos em associações de poupança. O NCUIF foi criado em 1970, garantindo o esquema de seguros para os depósitos realizados nas credit unions.

arrecadados junto aos bancos membros, que colaboram com percentual fixo sobre o volume de depósitos.

A montagem do arcabouço de regulamentações destacado acima estava diretamente relacionada ao espaço de atuação das instituições depositárias, em especial as bancárias. Todavia, após o movimento de especulação do *stock market* que acabou resultando no *crash* de 1929, percebeu-se a necessidade de regulação do mercado de *securities*. Sendo assim, editou-se o *The Securities Act* em 1933, que previa a necessidade de abertura pública das informações e registro das ofertas públicas de novas *securities*. Em 1934 foi estabelecida o *Securities Exchange Act*, que criava a *Securities and Exchange Commission* (SEC). O principal propósito que norteou a criação da SEC foi o de garantir proteção aos investidores ou consumidores nos mercados de *securities*, além de assegurar a ordem dos mercados. Entre as principais funções da SEC destacavam-se as seguintes: regular os negócios com *securities*; impor padrões de transparência para companhias que emitiam *securities*; proibir algumas práticas de manipulação de mercado (Guttmann, 1989a:10).

Às agências governamentais que realizam a supervisão e regulamentação das diferentes instituições financeiras foram garantidos amplos poderes no sentido de fazerem cumprir suas decisões, inclusive elevado poder de punição. Entre estas destaca-se a possibilidade de decisão pela interrupção de funcionamento das instituições que atuem de forma ilegal. As agências seguradoras têm o poder de decidir pelo fim das seguros de depósitos de determinada(s) instituição(s), o que pode significar a falência para aquelas que tenham assumido compromissos de alto risco (Ferreira e Freitas, 1990b:17).

A complexidade do arcabouço de regulamentações do sistema financeiro norte-americano é agravada pela coexistência de bancos estaduais e regionais, membros ou não-membros do sistema da Reserva Federal, cada qual submetido à coordenação e supervisão dos diferentes órgãos de controle. A coordenação desta multiplicidade de órgãos é realizada não só através do *Federal Financial Institution Examination Council*, como também e principalmente, através de acordos informais entre os diferentes órgãos. No entanto, a convivência entre as agências nem sempre é tranqüila, tendo em vista que muitas vezes há cruzamento entre suas funções (Guttmann,1989b:26). (QUADRO I e QUADRO II).

QUADRO I

Agências Regulamentadoras e Supervisoras por Tipo de Instituição Bancária

	Instituições Nacionais	Instituições Estaduais
Membros do Sistema da Reserva Federal	OCC ^a	FED ^b
Não-Membros do Sistema da Reserva Federal	-	FDIC ^c
Não-Membros e Não-Seguradas	-	Agências Supervisoras Estaduais

a. Office of the Comptroller of the Currency; b. Federal Reserve c. Financial Depository Insurance Committee

FONTE: (Ferreira e Freitas,1989b)

QUADRO II
 Agências Reguladoras e Supervisoras por Tipo de Instituição Financeira

Instituições Financeiras	Agências de Supervisão e Regulamentação
Instituições Bancárias	OCC ^a , FED ^b , FDIC ^c e Agências Estaduais de Supervisão
Thrifts Institutions	Federal Home Loan Bank Board e FSLIC ^d
Securities Firms Fundos Mútuos	SEC ^e
Credit Unions	NCUA ^f
Seguradoras	CFTC ^g

a. Office of the Comptroller of the Currency; b. Federal Reserve c. Financial Depository Insurance Comitee; d. Financial Save and Loan Insurance Comitee; e. Securities and Exchange Commission; f. National Credit Union Administration; g.

FONTE: (Ferreira e Freitas, 1989b; Eisenberg, 1987; United States, 1994)

Este arcabouço de regulamentações funcionou no período de estabilidade que se inaugurou no pós segunda grande guerra. Segundo alguns autores, o esquema não só funcionou com a estabilidade, como foi um de seus condicionantes. Entretanto, este quadro começou a se alterar a partir da década de sessenta, quando os agentes, principalmente os financeiros, passaram a atuar de forma mais impetuosa, priorizando os parâmetros de rentabilidade ao invés daqueles relativos à segurança. Os diferentes processos de inovações financeiras que passaram a ser implementados desde então apresentam entre suas principais motivações a tentativa de atenuar ou mesmo neutralizar as restrições impostas pelo esquema de regulamentações e a redistribuição dos riscos, como destacado na discussão realizada no

capítulo anterior. As inovações financeiras tornaram obsoletos diferentes mecanismos do discutido sistema, como a *Regulation Q* ou a impossibilidade de instituições não bancárias operarem com instrumentos próximos aos meios de pagamento. Além disto, também passaram a ser implementadas em espaços descobertos pelos diferentes órgãos de regulamentação, como é o caso dos contratos financeiros derivativos que encontram-se submetidos à supervisão de diferentes controladores, em função da natureza das instituições *dealers*, sejam estas bancárias, *securities firms* ou agências de seguros. Esta diversidade ocasionou uma série de desarranjos, sendo esta discussão objeto de análise do próximo item.

O novo contexto vivenciado pela economia mundial a partir da década de setenta caracterizou-se pela maior volatilidade das taxas de câmbio e de juros, elevação das taxas de inflação e implementação de inovações financeiras que contribuíram para a desorganização do esquema de regulamentação descrito acima. As pressões pela desregulamentação dos mercados financeiros tornaram-se cada vez mais fortes, sendo manifestadas pelos defensores do liberalismo econômico e pelas instituições regulamentadas. Entre estas destacavam-se as depositárias, uma vez que viviam processo de desintermediação financeira ocasionado pela concorrência das instituições não regulamentadas.

A partir deste quadro, em 1980 o Congresso norte-americano aprovou o *Depository Institutions and Monetary Control Act* (DIDMCA), também conhecido como *Omnibus Banking Act*. Este Act implicou na mais ampla gama de alterações da estrutura dos mercados financeiros desde a decretação do *Glass Steagall*. As principais modificações nos campos monetário e creditício introduzidas pela nova legislação podem ser assim resumidas: i. todas as instituições depositárias passaram a poder operar através da emissão de

cheques; ii. a exigência do recolhimento de reservas compulsórias junto ao FED foi estendida às *Thrift Institutions* (instituições de poupança e empréstimos e bancos de poupança), *credit unions* e bancos estaduais não-membros do sistema da Reserva Federal¹⁰⁵; iii. início do processo de eliminação da *Regulation Q* que seria completado até 1986; iv. autorização para que as *Trifts* aumentassem a relação ativos/crédito de consumo, *commercial papers* e bônus de empresas privadas; v. elevação da cobertura dos seguros de depósitos de \$40 para \$100 mil¹⁰⁶.

Entre os resultados das modificações colocadas pela DIDMCA podem-se ressaltar alguns. A diminuição das diferenças nas condições de captação das instituições bancárias e não-bancárias, concedendo-se maior espaço de atuação para as *Thrift*¹⁰⁷. A tentativa de alargar o espaço de atuação da autoridade monetária no controle do nível das reservas bancárias¹⁰⁸. Isto porque uma maior gama de instrumentos financeiros passou a integrar o espaço de controle da autoridade, através dos requerimentos compulsórios de reservas bancárias¹⁰⁹ (Ferreira e Freitas, 1989b:65).

¹⁰⁵ Instrumentos financeiros que atuavam enquanto quase moedas e haviam sido criados fora do espaço de controle do FED foram legalizados e passaram a estar sujeitos aos requerimentos de reservas e a ter acesso aos empréstimos de redesconto. Instrumentos como as NOW-accounts passaram a ser contabilizados nos agregados monetários (Guttman, 1989c:138).

¹⁰⁶ Quando da criação do FDIC, a cobertura do seguro de depósitos era de \$5 mil.

¹⁰⁷ Entre os principais objetivos do DIDMCA estava a atenuação dos problemas das *Trift Institutions* e do mercado de hipotecas. Este segmento passou a se defrontar com problemas crescentes em função da maior volatilidade de taxas de juros que passou a vigorar a partir da década dos setentas.

¹⁰⁸ Além disto, o FED procurou conter o movimento de saída de bancos estaduais do sistema da Reserva Federal. Este processo vinha ocorrendo em função da elevação dos custos de se manter reservas não remuneradas junto a este órgão, resultante do crescimento da inflação (Ferreira e Freitas, 1989b:65).

¹⁰⁹ Em 1980, através de poderes outorgados pelo Credit Control Act de 1969, o FED passou a exigir recolhimentos compulsórios dos Fundos Mútuos e de empresas de cartão de crédito. No entanto esta questão estava mais ligada à tentativa de estabelecer maior controle sobre o crédito do que sobre o nível de reservas bancárias (Guttman, 1989a:9).

Em 1982, o congresso aprovou o *Garn-St.Germain Depository Institutions Act*, diante da crise vivenciada pelo segmento das *Thrifths*. Sendo assim, maior ênfase foi dada às questões relativas à indústria da poupança¹¹⁰. Todavia, entre as medidas relacionadas às instituições bancárias, algumas merecem destaque. Elevou-se o limite de crédito a ser dispensado a um só cliente, os empréstimos entre subsidiárias de uma mesma *holding* bancária foram facilitados e, mais importante para a discussão aqui proposta, os bancos integrantes de uma *holding* bancária passaram a poder atuar no mercado de *securities* enquanto corretoras, sem poder de subscrição.

Algumas considerações podem ser extraídas a partir exposição realizada acima. O dois *Acts* que substanciaram o processo de desregulamentação impetrado sobre a economia norte-americana atenuaram, sem no entanto atacar de frente o esquema herdado da década de trinta. Questões como a diferenciação entre instituições bancárias e *securities houses* ainda se colocam, assim como as restrições geográficas, mesmo que de forma menos restrita do que no período de implantação. Além disto, a ampliação da gama de instrumentos financeiros sob a obrigatoriedade de recolhimentos compulsórios complicou a atuação do FED. Isto porque, o estabelecimento de um *target* monetário ficou mais difícil, uma vez que o comportamento dos agregados se tornou mais errático.

Certamente a regulamentação dos mercados financeiros é questão de extrema importância. Dadas as características do sistema financeiro, regras estritas que garantam a segurança e solidez do sistema são de indiscutível relevância. No entanto, parece ser de cunho estrutural a

¹¹⁰ Estas instituições passaram a poder oferecer instrumentos financeiros com características próximas às dos fundos mútuos, tais como as *Money Market Deposit Accounts (MMDA)* e as *Super-NOW accounts*, o que possibilitou uma competição mais eficaz.

postura dos agentes, buscarão atuar sempre no sentido de enfrentamento e atenuação das restrições a eles impostas, especialmente através da implementação de inovações financeiras. Sendo assim, os esquemas de regulamentação deveriam mostra-se sempre moldados ao intenso e dinâmico processo evolutivo vivido pelos mercados financeiros. Isto certamente se apresentaria mais factível com a imposição de regras através de normas e não leis, uma vez que aquelas possibilitam maior agilidade às mudanças necessárias diante das conjecturas dos mercados. Esta questão apresenta-se bastante complexa, ainda mais quando se têm em vista o atual nível de globalização dos mercados financeiros, o que implica na necessidade de esquemas coordenados de regulamentação.

2.2.2 Os Contratos Derivativos e a Regulamentação

No âmbito da discussão dos diferentes movimentos de inovações financeiras, foram destacados os contratos derivativos. Entre as características destes instrumentos, ressaltou-se o elevado potencial de elevação dos riscos, seja em nível dos agentes envolvidos nos contratos ou do sistema como um todo. No entanto, o esquema de regulamentações não evoluiu no mesmo ritmo ou proporções, dificultando a atuação da autoridade monetária em seu papel de garantir a segurança e a solidez dos bancos individuais e do sistema financeiro norte-americano. É possível afirmar que o desenvolvimento dos derivativos ocasionou grandes transformações nos mercados financeiros, sendo que o mesmo movimento não se reproduziu no tocante ao arcabouço de regulação (IMF,1992:31).

As autoridades têm procurado se adequar a este novo contexto através de diferentes formas de atuação. Maior importância tem sido dispensada à regulação prudencial, seja através de requerimentos de adequação de capital ou do aumento da supervisão a que estão submetidos os agentes *dealers* do mercado de derivativos. Também têm sido concedidos maiores estímulos ao gerenciamento dos riscos por parte das próprias instituições.

Entre as medidas preventivas que compõem o arcabouço de regulamentações prudenciais sob a gerência das autoridades reguladoras norte-americanas, destacam-se os requerimentos de: reportação de informações, capital e exames periódicos. As instituições bancárias que atuam enquanto *dealers* no mercado de derivativos estão sujeitas a estas regras.

De acordo com o requerimento de reportação, as instituições bancárias devem remeter à agência controladora informações trimestrais tais como: valores nominais dos contratos derivativos por tipo de instrumento; e total agregado do grau de exposição ao risco crédito relacionado a estes instrumentos. No entanto, estas informações não são suficientes para capacitar as agências reguladoras a monitorar o grau de exposição ao risco crédito resultantes de operações com derivativos. Informações mais desagregadas, que explicitem o grau de exposição de crédito os ganhos relativos às operações com derivativos, não estão disponíveis (UNITED STATES, 1994:11 e 70).

A utilização de requerimentos de capital mínimo é um instrumento de regulação prudencial que vem sendo largamente utilizado no período pós processo de desregulamentação. Segundo o Acordo da Basileia (1988), onde foram decididos padrões de capital mínimo para as instituições bancárias, a partir de 1992 os bancos passaram a ter que manter no mínimo 8% de capital sobre o total de ativos¹¹¹. Como este percentual é resultado da ponderação do valor dos ativos pelos riscos envolvidos, no caso dos contratos a obrigatoriedade passa a ser de 4%. Isto porque os agentes envolvidos nestes mercados são considerados de elevada qualidade¹¹². Este instrumento tem por objetivo criar mecanismos de proteção em função da possibilidade do risco crédito. Com o intuito de amenizar a ocorrência de outros tipos de riscos, as agências de regulamentação passaram a exigir a manutenção de taxas de alavancagem¹¹³. No entanto, esta regra só passou a vigorar para as

111 Apesar do Acordo ter sido travado em 1988, as regras só passaram a vigorar a partir de 1992. Isto porque o Acordo previa um período de quatro anos para que os bancos se adequassem às novas regras.

112 Maiores detalhes a respeito desta questão e em especial sobre a sistemática de ponderação dos valores dos ativos pelos riscos podem ser encontrados no relatório do UNITED STATES (UNITED STATES, 1994:75/77).

113 As instituições bancárias devem manter um montante de capital de acordo com certo percentual de seus ativos.

instituições bancárias *dealers* de derivativos a partir de abril de 1994, não se aplicando para todos os contratos de derivativos existentes (UNITED STATES, 1994:77/78).

As instituições bancárias estão sujeitas à realização de exames anuais. Aquelas que atuam enquanto *dealers* de derivativos e são reguladas pelo *Office of the Comptroller of the Currency* estão continuamente sujeitas a exames in loco.

Na economia norte-americana as instituições que atuam enquanto *dealers* de derivativos não se restringem às bancárias. Subsidiárias de bancos de investimento (*securities firms*) e de empresas de seguros também participam desta atividade. De acordo com o aparato de regulamentações do sistema financeiro norte-americano, estas instituições estão sujeitas às regras de diferentes agências reguladoras. Isto implica em que, apesar de atuarem na mesma atividade - *dealership* de derivativos -, os bancos, as *securities firms* e as empresas de seguros estão submetidas a regras diferentes.

Os *dealers* que são afiliados às *securities firms*, regulados pela SEC, não estão submetidos a exigências de requerimentos de capital ou exames periódicos. A partir de 1992, passaram a realizar reportamentos trimestrais de suas atividades, através das informações requeridas a respeito de: valores nominais dos contratos, risco crédito agregado das instituições e grau de exposição a parceiros com elevada concentração de negócios (UNITED STATES, 1994:87).

As companhias de seguro são reguladas por agências estaduais dos estados onde atuam e estão licenciadas. Assim como as *securities firms* não estão obrigadas a

requerimentos de exames periódicos e de capital. As informações que são submetidas aos órgãos controladores são levantadas pela companhia de seguros como um todo, não somente pela afiliada que realiza as operações de derivativos. São ressaltados os valores nominais dos contratos e o grau de exposição ao risco crédito agregado (UNITED STATES, 1994:90).

Algumas considerações podem ser esboçadas a partir da discussão realizada acima. Os instrumentos derivativos implicam na existência de risco crédito e preço como outros contratos financeiros. Mas particularidades destes mercados implicam em elevado potencial de alastramento de problemas de iliquidez de instituições participantes, não só para outros mercados de derivativos e o sistema financeiro como um todo, como também para mercados financeiros de outros países.

O instrumental de controle e supervisão a disposição das agências reguladoras apresenta algumas deficiências, tendo em vista o tipo de contrato em discussão. Convém destacar que este instrumental foi idealizado tendo como alvo atividades bancárias mais convencionais, tais como a alocação de empréstimos.

A diversidade nas regras a que estão submetidos os *dealers* destes contratos, em função da natureza da instituição, atua no sentido de agravar tal contexto. Existe uma série de *dealers* que encontram-se relativamente desregulados, o que agrava o quadro de riscos.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A criação de inovações financeiras por parte dos diferentes agentes econômicos, em especial os financeiros, responde às seguintes motivações: a elevação dos níveis da liquidez da economia, em geral através do contorno à regulamentação vigente; e em um segundo momento, a redistribuição dos riscos que os diferentes agentes assumem na realização de seus negócios. A busca pela elevação dos níveis de rentabilidade encontra-se por trás destas motivações.

A implementação de inovações financeiras, aliada e estimulada pelo comportamento de variáveis macro tais como a inflação e as taxas de juros e câmbio, resulta em modificações no arranjo institucional a partir do qual se organiza o sistema financeiro. O processo de intermediação financeira passa por grandes mudanças onde o esquema tradicional de concessão créditos, embasado na cooperação de agentes superavitários, deficitários e intermediário financeiro, perde espaço para formas alternativas e mais complexas de financiamento. Os mercados financeiros tornam-se mais líquidos, especulativos, integrados e globalizados.

As inovações financeiras também se refletem no arcabouço institucional que embasa a atuação da autoridade monetária. Problematiza o controle da liquidez ao tornar ineficientes instrumentos de política monetária tais como os requerimentos compulsórios e os empréstimos através da janela de redesconto, restando à autoridade atuar através política de mercado aberto. Inviabiliza a política de busca de *targets* quantitativos para o crescimento da oferta monetária, aumentando a importância da política de juros. A função de prestador em última instância torna-se cada vez mais necessária, apesar de mais difícil dados os elevados

níveis de integração e internacionalização dos mercados financeiros. Diante do *trade off* entre o controle da liquidez e a garantia da segurança do sistema através da atuação do prestador, em situações limite as autoridades se vêem obrigadas a optar pela segunda.

As inovações financeiras não só podem ocasionar a inoperância da regulamentação, como também, e mais importante, serem implementadas fora do espaço de atuação desta. Isto dificulta a atuação da autoridade enquanto garantidora da segurança e solidez do sistema. A capacidade da autoridade em administrar a exposição dos agentes aos riscos torna-se mais restrita. Em função das características dos novos instrumentos financeiros, a administração dos riscos pelos agentes envolvidos nos contratos também se mostra mais complicada. Este quadro é agravado pelo caráter mais especulativo que assumem os mercados financeiros e pela maior integração entre estes. Sendo assim, elevam-se os riscos do sistema como um todo.

Tendo em vista a discussão realizada ao longo desta dissertação é possível realizar alguns comentários finais. Os agentes econômicos, em especial os financeiros, atuam sempre no sentido de burlar os constrangimentos a eles impostos. Isto é válido para as restrições e regulamentações colocadas pelas autoridades monetárias, mesmo quando estas regras procurem garantir a segurança do sistema como um todo e, portanto, dos agentes individuais.

A regulamentação dos mercados financeiros se faz necessária de modo a garantir a segurança e solidez do sistema e o comportamento dos agentes é pautado pelas tentativas de contornar os constrangimentos a eles impostos. A partir destas constatações, é possível afirmar que esforços deveriam ser feitos no sentido de se criar bases novas e mais flexíveis para a regulação destes

mercados. Isto para a possibilitar às autoridades reguladoras responder com maior agilidade às constantes mudanças verificadas nestes.

Além disto, deve-se atentar para a necessidade de maior integração entre os arcabouços de regulamentação dos diferentes países. Isto porque, dado o atual nível de globalização dos mercados, tentativas localizadas de regulamentação podem se mostrar inócuas.

BIBLIOGRAFIA

- AKHTAR, M.A.(1983). **Financial Innovations and their Implications for Monetary Policy: an International Perspective**. Basle: Bank for International Settlements, (Bis Economic Papers 9).
- BAER, Mônica (1993). **O Desajuste Financeiro e as Dificuldades de Financiamento do Setor Público Brasileiro nos Anos 80**. Tese de Doutorado Apresentada ao Instituto de Economia-UNICAMP.
- BOISSIEU, Christian de. **Lessons from the French Experience as Compared with Some Other OCDE Countries (1987)**. In DE CECCO, Marcello, **Changing Money**. Oxford: Basil Blackwell Ltd, p.212-228.
- BRUNNER, Karl (1989a). **High-Powered Money and the Monetary Base**. In: EATWELL, John, MILGATE, Murray, e NEWMAN, Peter. **Money**. 2nd ed; London and Basingstoke: The Macmillan Press Limited, p.175-179.
- BRUNNER, Karl (1989b). **Money Supply**. In: EATWELL, John, MILGATE, Murray, e NEWMAN, Peter. **Money**. 2nd ed; London and Basingstoke: The Macmillan Press Limited, p.263-268.
- CAGAN, Phillip (1989). **Monetarism**. In: EATWELL, John, MILGATE, Murray, e NEWMAN, Peter. **Money**. 2nd ed; London and Basingstoke: The Macmillan Press Limited, p.195-206.
- CARTER, Michael (1992). **Uncertainty, Liquidity and Speculation: a Keynesian Perspective on Financial Innovation on Debt Markets**._JPKE, vol.14 n.2, p.169.

- CRAMMER, J.S. (1989). Velocity of Circulation. In: EATWELL, John, MILGATE, Murray, e NEWMAN, Peter. Money. 2nd ed; London and Basingstoke: The Macmillan Press Limited, p.328-333.
- DE CECCO, Marcello (1987). Financial Innovations and Monetary Theory. In **Changing Money**. Oxford: Basil Blackwell Ltd, p.1-10.
- DESAI, Meghnad & LOW, William (1987). Measuring the Opportunity for Product Innovation. In DE CECCO, Marcello, **Changing Money**. Oxford: Basil Blackwell Ltd, p.112-141.
- DESAI, Meghnad (1989). Endogenous and Exogenous Money. In: EATWELL, John, MILGATE, Murray, e NEWMAN, Peter. Money. 2nd ed; London and Basingstoke: The Macmillan Press Limited, p.146-151.
- DUDLER, Hermann-Josef (1987). Financial Innovation in Germany. In DE CECCO, Marcello, **Changing Money**. Oxford: Basil Blackwell Ltd, p.158-171.
- EISENBERG, Meyer (1987). The Current Status of the Regulation of Financial Services and Products in the United States: Developments and Trends. In DE CECCO Marcello, **Changing Money**. Oxford: Basil Blackwell Ltd, p.28-77.
- Estudo Especial (1978). O Mercado de Eurodólares. **Conjuntura Econômica**, vol.32 n.1, 78-83.
- FALL GUYS: Mysterious and Vilified, Hedge Funds Are Also the Street's Trailblazers (1994). **International Business Week**, n.25, p.44/49.

FAND, David (1988). On the Endogenous Money Supply. JPKE, vol.10 n.3, p.386.

FERREIRA, C.K.L. & FREITAS, M.C.P. (1990a). **Análise Comparada dos Bancos Centrais e Formas de Gestão da Política Monetária.** . São Paulo: IESP/FUNDAP. (Relatório Parcial n.2)

FERREIRA, C.K.L. & FREITAS, M.C.P. (1990b). **Mecanismos de Regulamentação e Supervisão dos Sistemas Financeiros Domésticos.** São Paulo: IESP/FUNDAP. (Relatório Parcial n.3)

FERREIRA, C.K.L. & FREITAS, M.C.P. (1990c). **Mercado Internacional de Crédito e Inovações Financeiras.** São Paulo: IESP/FUNDAP. (Estudos de Economia do Setor Público n.1).

FORSYTH, John H. (1987). Financial Innovation in Britain. In DE CECCO, Marcello, **Changing Money.** Oxford: Basil Blackwell Ltd, p.141-157.

FRANKEL, A.B. (1984). **Interest Rate Futures: an Innovation in Financial Techniques for the Management of Risk.** Basle: Bank for International Settlements. (Bis Economic Papers 12).

FREITAS, M.C. & SCHWARTZ, Gilson Schwartz (1992). **Serviços Financeiros: Rumo à Re-regulamentação.** São Paulo em **Perspectiva**, vol 6 n.3, p.78.

FRIEDMAN, B (1988). Lessons on Monetary Policy from the 1980s. In: MAYER, Thomas. **Monetary Theory.** Hants/Vermont: Edward Elgar Publishing Limited, 1990.

- FRIEDMAN, Milton (1956). The Quantity Theory of Money - A Restatement. In: **MAYER, Thomas. Monetary Theory.** Hants/Vermont: Edward Elgar Publishing Limited, 1990, p.175-194.
- FRIEDMAN, Milton (1988). Money and the Stock Market. In: **MAYER, Thomas. Monetary Theory.** Hants/Vermont: Edward Elgar Publishing Limited, 1990, p.219-243.
- FRIEDMAN, Milton. Quantity Theory of Money (1989). In: **EATWELL, John, MILGATE, Murray, e NEWMAN, Peter. Money.** 2nd ed; London and Basingstoke: The Macmillan Press Limited, p.1-40.
- GAZETA MERCANTIL, diversos números.
- GIBSON, Heather (1989). **The Eurocurrency Markets, Domestic Financial Policy and International Instability.** London: Macmillan/St Antony's College Oxford.
- GOLDFELD, Stephen M (1989). Demand for Money: Empirical Studies. In: **EATWELL, John, MILGATE, Murray, e NEWMAN, Peter. Money.** 2nd ed; London and Basingstoke: The Macmillan Press Limited, p.131-144.
- GOODHART, Charles. Has Moore Become too Horizontal?. **JPKE,** v.12 n.1, 1989, p.29.
- GUTTMANN, R. (1989a). Current Issues in Money and Banking. In **Reforming Money and Finance: Institutions and Market in Influx.** Armonk: M.E.Sharpe, 1989. p.3-25.
- GUTTMANN, R. (1989b). The Structure and Policy Options of the Federal Reserve. In **Reforming Money and Finance: Institutions and Market in Influx.** Armonk: M.E.Sharpe, 1989. p.25-31.

- GUTTMANN, R. (1989c). Financial Restructuring and Innovation. In **Reforming Money and Finance: Institutions and Market in Influx**. Armonk: M.E.Sharpe, 1989. p.134-139.
- HERSTER, Donald (1987). On the Empirical Detection of Financial Innovation. In DE CECCO, Marcello, **Changing Money**. Oxford: Basil Blackwell Ltd, p.77-112.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (1991). **International Financial Statistics: Year Book**.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (1993). **International Capital Markets: Part II. Systemic Issues in International Finance**. Washington, World Economic and Financial Surveys.
- KAUFMAN, H. (1989). Financial Institutions in Ferment. In **Reforming Money and Finance: Institutions and Market in Influx**. Armonk: M.E.Sharpe, p.146-152.
- KAUFMAN, H. (1986). **Interest Rates, the Markets, and the New Financial World**. New York: Times Books.
- LAIDLER, D. (1982). On the Demand for Money and the Real Balance Effect. In: MAYER, Thomas. **Monetary Theory**. Hants/Vermont: Edward Elgar Publishing Limited, 1990, p.244-270.
- LIMA, Maria L. (1985). O Euromercado e a Expansão do Capital Financeiro Internacional. Dissertação de Mestrado Apresentada ao Instituto de Economia-UNICAMP.

- MACCLAM, Warren D. (1980) . **US Monetary Aggregates, Income Velocity and the Euro-dollar Market**. Basle: Bank for International Settlements, (Bis Economic Papers 2).
- MCCALLUM, Bennet T., e GOODFRIEND, Marvin S. Demand for Money: Theoretical Studies. In: EATWELL, John, MILGATE, Murray, e NEWMAN, Peter. **Money**. 2nd ed; London and Basingstoke: The Macmillan Press Limited, 1989.
- MENDONÇA DE BARROS, Luis C. (1991). A Moeda Indexada. Campinas: mimeo.
- MEULENDYKE, Ann-Marie (1988). Can the Federal Reserve Influence whether the Money Supply is Endogenous? A comment on Moore. **JPKE**, vol.10 n.3, p.391.
- MILLER, Merton H. (1991). **Financial Innovations and Market Volatility**. Cambridge: Blackwell Publishres.
- MINSKY, H. Money and the Lender of Last Resort (1985). In **Reforming Money and Finance: Institutions and Market in Influx**. Armonk: M.E.Sharpe, 1989. p.74-81.
- MINSKY, Hyman P. (1982). **Can "it" Happen Again?** Armonk/New York: M.E. Sharpe.
- MINSKY, Hyman P. (1986). **Stabilizing an Unstable Economy**. New Haven/London: Yale University Press.
- MOORE, Basil (1988a). The Endogenous Money Supply. **JPKE**, vol.10 n.3, p.372.
- MOORE, Basil (1988b). Concluding Comments. **JPKE**, vol.10 n.3, p.399.

- MOORE, Basil (1988c). **Horizontalists and Verticalists- The Macroeconomics of Credit Money**. Cambridge: Cambridge University Press.
- MOORE, Basil (1989). A Simple Model of Bank Intermediation. **JPKE**, vol.12 n.1, p.10.
- MOORE, Basil (1991a). Money Supply Endogeneity: Reserve Price Setting or Reserve Quantity Setting. **JPKE**, vol. 13 n.3, p.405.
- MOORE, Basil (1991b). Has the Demand for Money Been Mislaid? A Replay to Has Moore Become too Horizontal?. **JPKE**, vol. 14 n.1, p.125.
- PATINKIN, DON (1969). The Chicago Tradition, The Quantity Theory and Friedman. In: **MAYER, Thomas. Monetary Theory**. Hants/Vermont: Edward Elgar Publishing Limited, 1990, p.194-218.
- PATINKIN, DON. Real Balances (1989). In: **EATWELL, John, MILGATE, Murray, e NEWMAN, Peter. Money**. 2nd ed; London and Basingstoke: The Macmillan Press Limited.
- POLLIN, Robert (1989). Two Theories of Money Supply Endogeneity: some Empirical Evidence. **JPKE**, vol.13 n.3, p.366.
- POWERS, Mark & David Vogel (1981). **Inside the Financial Futures Market**. New York: John Wiley & Sons.
- REMONOLA, Eli M. (1993). The Recent Growth of Financial Derivative Markets. **Federal Reserve Bank of New York Quartely Review**, vol.17 n.4, p.28.

- ROSSEAUS, Stephen (1986). **Post-Keynesian Monetary Economics**. Michigan: Malloy Lithographing.
- ROSSEAUS, Stephen (1989). On the Endogeneity of Money once more. *JPKE*, vol.11 n.3, p.471.
- SELDEN, Richard T. **Monetarism**, mimeo.
- SILBER, Willian L. (1983). The Process of Financial Innovation. *The American Economic Review*, vol.73 n.2, p.89.
- STIGUM's, Marcia (1990). **The Money Market**. Illinois: Dow Jones-Irwin.
- SUZUKI, Yoshio (1987). Financial Innovation in Japan: its Origins, Diffusion and Impacts. In DE CECCO, Marcello, **Changing Money**. Oxford: Basil Blackwell Ltd., p.229-259.
- THE ECONOMIST, diversos números.
- UNITED STATES. GENERAL ACCOUNTING OFFICE (1994). **Financial Derivatives: Actions Needed to Protect the Financial System**. Washington, D.C.
- UNITED STATES HOUSE OF REPRESENTATIVES COMMITTEE ON BANKING, FINANCE AND URBAN AFFAIRS (1994). **Testimony of George Soros**. Washington, D.C.
- WOJNILOWER, Albert M. Financial Change in the United States. In DE CECCO, Marcello, **Changing Money**. Oxford: Basil Blackwell Ltd, 1987, p.10-28.
- WOLFSON, Martin H. (1990). The Causes of Financial Instability. *JPKE*, vol.12, n.3, p.333-353.