

Universidade Estadual de Campinas — UNICAMP

Instituto de Economia

**Instabilidade e Criatividade nos
Mercados Financeiros Internacionais:
Condições de Inserção dos Países do
Grupo da América Latina**

*Este exemplar corresponde ao original da tese
defendida por Maria Lúcia Labate Mantovanini
Pádua Lima em 27/10/95 e orientada pelo
Prof. Dr. Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo.
CPG/IE, 27/10/95*

Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua Lima

Orientador: Prof. Dr. Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo

Tese de Doutorado

São Paulo

1995

UNIDADE	BC
N.º CHAMADA:	T/UNICAMP
	L628i
V.	Ex.
LI. Nº 501	26482
PROC.	667/96
	0 1 1 - D [X]
P. 60	R\$ 11,00
D. 16	17/02/96
N.º 600	

CM-00092538-5

**FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELO
CEDOC/IE DA UNICAMP**

L628i Lima, Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua
Instabilidade e criatividade nos mercados financeiros internacionais: condições de inserção dos países do grupo da América Latina / Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua Lima. - Campinas, SP : [s.n.], 1995.

Orientador: Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo.
Tese (Doutorado) - Universidade Estadual de Campinas.
Instituto de Economia.

1. Relações económicas internacionais. 2. *Mercados financeiros internacionais. 3. *Mercados emergentes. I. Belluzzo, Luiz Gonzaga de Mello. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

Ao Marcelo, meu filho querido, por quem
tem valido a pena lutar e sobreviver.

Ao Paulo, pela alegria e amor inesperados.

Agradecimentos

Quando este trabalho só existia na minha imaginação havia me prometido ser absolutamente sintética nos ditos “agradecimentos”. Tempos difíceis! Para não falar das mazelas pessoais, a própria pertinência do tema suscitava dúvidas. Não da parte de meu orientador, Prof. Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo, que em nenhum momento deixou transparecer qualquer dúvida em relação à minha escolha ou capacidade de executar o projeto. Ele sempre esteve do meu lado. Agradeço ao Prof. Belluzzo por toda sua enorme generosidade. Sua grandeza de espírito transcende em muito seu profundo conhecimento de economia. Tive seu apoio irrestrito e pude contar com sua lucidez, serenidade e respeito ao longo de todo este trabalho.

Se havia uma obsessão em terminar esta tese, existia também uma série de obstáculos e desestímulos que me afastavam de meu objetivo. Quase impossível não falar das dificuldades. Mas, prefiro lembrar o apoio firme, decidido e decisivo do Prof. Michael Paul Zeitlin. A oportunidade que o Prof. Michael me deu na Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, ao me indicar para o cargo de coordenadora de intercâmbio internacional, em um momento que pensava em partir para outros assuntos, foi fundamental. Ter tido o privilégio de trabalhar com o Prof. Michael durante sua gestão como diretor da EAESP/FGV deu-me energia e coragem para prosseguir na carreira acadêmica. Quero deixar registrada a minha gratidão e amizade.

Meus colegas, Prof. Antônio Luiz de Campos Gurgel e Prof. Cláudio Manassero, ao me convidarem para fazer parte do programa de *Banking* do Centro de Excelência Bancária da EAESP/FGV no final de 1991, possibilitaram que a experiência didática nos cursos de educação continuada que temos ministrado para os executivos da área financeira enriquecesse este trabalho. O convívio com outros professores envolvidos com a área de *Banking* foi extremamente proveitoso. Gostaria de agradecer a todos, e, em particular, aos Prof. João Carlos Douat e Prof. David Hastings.

Se tenho obtido algum resultado na proposta de trabalhar com conceitos financeiros e econômicos, devo a professores da EAESP/FGV e do IE/UNICAMP os conhecimentos essenciais para enfrentar esse desafio. Se o Prof. Alain Stempfer ensinou-se tanto os conceitos básicos de Finanças quanto a gostar do assunto, o Prof. Luiz Antônio de Oliveira Lima despertou em mim a paixão pela Economia. No IE/UNICAMP, meus professores dos cursos de mestrado e doutorado deram-me todas as condições para que pudesse desenvolver meu gosto pelas Ciências Econômicas. Minha especial gratidão aos Prof. Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo, Prof. João Manuel Cardoso de Mello, Profa. Liana Aureliano e Prof. Luciano Galvão Coutinho.

Ao Prof. Coutinho, meu orientador da tese de mestrado, devo a descoberta do tema que me tem fascinado há mais de quinze anos. Foi por sua sugestão que desenvolvi meu trabalho de mestrado sobre o Euromercado. Sem sua dedicação e conhecimento jamais teria tido a oportunidade de me afrontar com tamanho desafio.

Para realização deste projeto, obtive do CNPQ uma bolsa-sanduiche, em 1990, que me possibilitou iniciar a pesquisa sobre o tema desta tese no NewFin da

Università Commerciale Luigi Bocconi de Milão, Itália. A passagem pelo NewFin foi extremamente proveitosa, principalmente devido à orientação que recebi do Prof. Paul De Sury. A partir do nosso contato em Milão, estabelecemos uma sólida relação de cooperação e amizade.

O Prof. Alain Stempffer, enquanto coordenador do Programa de Educação Continuada da EAESP/FGV, ajudou a viabilizar minha ida aos EUA para participar de um seminário especial na Stern School of Business da New York University sobre a questão do risco financeiro. Agradeço-lhe muito a oportunidade e a confiança em minha capacidade de trabalho que tem demonstrado desde os tempos em que eu era sua aluna no Curso de Graduação da EAESP/FGV.

Na etapa final deste trabalho, pude contar com a compreensão, o estímulo e a solidariedade do Prof. Peter Spink, meu superior imediato na EAESP/FGV, que me desobrigou de muitas das inúmeras tarefas da Coordenadoria de Intercâmbio Internacional (CII), para que eu pudesse, enfim, concluir esta tese. Além disso, Sonia Marin, secretária da CII, desdobrou-se para cobrir lacunas deixadas pela minha presença menos freqüente durante esse período.

O convívio com meus colegas do Centro de Estudos Internacionais da EAESP/FGV também faz parte da experiência que tenho podido acumular na área internacional. Ter trabalhado com pessoas de diferentes formações profissionais sobre as várias dimensões das relações internacionais foi extremamente gratificante. Ainda mais por se tratarem, também, de pessoas excepcionais. Prof. Antônio Angarita, Prof. Dalmo do Valle Nogueira Filho, Prof. Fernando Carmona, Prof. Paulo Goldschmidt, Prof. Laércio Betiol e Prof. Antônio Mendes de Almeida Jr. formam o núcleo de referência desse grupo tão especial ao qual tive o prazer de pertencer.

Dos muitos amigos que tenho na EAESP/FGV, não posso deixar de mencionar especialmente o Prof. Domingo Zurrón Ócio, Prof. Wilton Bussab, Prof. Robert Nicol e Prof. Paulo Nogueira Batista Jr. pelo companheirismo.

Concluir uma tese significa ultrapassar diferentes e complicadas fases: da concepção do trabalho à sua forma final percorrem-se muitos labirintos. Sem a ajuda do Prof. Edison de Freitas Filho não teria conseguido vencer os obstáculos da revisão do texto. Muitas leituras dos vários esboços, discussões sobre o significado de cada simples frase e horas a fio de trabalho deram a esta tese as qualidades de estilo e forma. Sua intimidade e conhecimento da língua portuguesa permitiram enfrentar todos os percalços de um texto técnico, com graça e tranquilidade. Quis ter meu querido amigo ao lado para ultrapassar os pruridos de colocar meu trabalho em “praça pública”.

Os trabalhos de arte final e edição foram feitos com o meu jovem amigo Fernando do Amaral Nogueira. Seu desempenho e profissionalismo foram agradavelmente surpreendentes. Além de sua invejável perícia no manejo dos *softwares* mais sofisticados, sua inteligência e senso de humor impediram que essa fase do trabalho se tornasse um pesadelo cibernético.

Sou muito grata a algumas pessoas que contribuíram para que este trabalho pudesse tomar a sua forma final, agradeço especialmente a Paulo Kliass, Rosaura e João Carlos Mantovanini, Pompílio Mercadante, Otávio Almeida e Elcior Ferreira De Santana Filho. A solidariedade demonstrada me foi extremamente valiosa. Gostaria ainda de mencionar a colaboração de Seiji Okuda, Lia Parente e Frederico Goldschmidt.

A meus amigos agradeço a companhia, o afeto e a alegria nesta longa caminhada. Ceres, Fernanda, Silica, D. Odila, Léa e Carmem, mulheres fortes e fantásticas

que me deram muito apoio. Fábio, Edison e Paulo, solidários e presentes mesmo nos momentos mais difíceis.

Mariazinha e Carlos, estiveram sempre comigo e inúmeras vezes me consolaram, aconselharam e acolheram como só sabem fazer a mãe e o pai da gente. Tenho a felicidade de tê-los como pais. Tê, Caco, Rô, Cris e Celsinho, meus irmãos tão queridos, compartilharam muitas das minhas ansiedades (e algumas tarefas) em relação a esta tese. Laura, Vitor, Francisco, Paula e Marília, a nova geração que alegre e ilumina. Se não fosse pela minha família, acho que não teria resistido aos embates da vida.

Paulinho, surgiu em um momento da minha vida quando já tinha abandonado muitas das minhas ilusões e tinha desistido de sonhar. Ele me trouxe de volta sentimentos que considerava perdidos para sempre. Acho mesmo que só foi possível enfrentar o desafio de concluir esta tese com a alegria inesperada que ele me trouxe.

E para você, Marcelo, o que posso dizer que suavize a imagem de suas lágrimas e desespero no Aeroporto de Cumbica quando eu fui para a Itália iniciar os trabalhos desta tese? Não é nada fácil ser meu filho, isso nós sabemos bem. Mas, é muito bom ser sua mãe! Ter seu amor, sua presença e inspiração é uma benção para mim. Quando comecei este trabalho você era criança e hoje é um rapaz. Demorei tanto? Ou será que você cresceu rápido demais? Só sei que você vai ser sempre meu menino querido e o melhor de mim.

Setembro de 1995.

Resumo

A tese aborda as mudanças estruturais ocorridas nos Mercados Financeiros Internacionais (MFI) no período de 1981 a 1994, destacando as tendências mais relevantes decorrentes do processo de inovações financeiras. Examina os principais produtos financeiros criados, sobretudo, a partir da década de oitenta e avalia os métodos de mensuração dos riscos financeiros mais importantes. Traça a evolução recente (1981/1994) dos MFI, procurando ressaltar a capacidade de adaptação desses mercados às oscilações macroeconômicas bem como sua instabilidade intrínseca. Analisa a complexa relação entre os MFI e os países do grupo da América Latina, salientando as condições de acesso e exclusão desses países nos dois ciclos de endividamento recentes — 1967/1982 e 1990/1994. Finalmente, tece algumas considerações sobre as consequências desses países da América Latina de atrelarem suas políticas econômicas ao financiamento externo obtido junto aos MFI.

Abstract

This dissertation deals with the structural changes which took place in the International Financial Markets (IFM) in the period ranging from 1981 to 1994, stressing the most relevant trends arising in the financial innovation process. It analyses the main financial products which were developed since the 80's making an evaluation of the methods utilized for the evaluation of the most important financial risks. It traces the recent evolution (1981/1994) of the IFM's, stressing the adjustment ability of these markets in respect to the macroeconomics oscillations and the intrinsic instability of the IFM's. It analyses the complex relationship between the IFM's and the countries of the Latin America Group, emphasizing the entrance and exit conditions for these countries in the last two indebtedness cycles — 1967/1982 and 1990/1994. Finally, it makes some considerations about the consequences of these Latin America countries have been linking their economic policies to the external financing obtained in the IFM's.

Sumário

1. Introdução	p. 2
2. Mercados Financeiros Internacionais: Alterações e Principais Tendências	p. 6
2.1. Desregulamentação	p. 13
2.1.1. Desregulamentação: Alterações nos Mercados Domésticos: Estados Unidos, Grã-Bretanha e Japão	p. 14
2.1.2. Desregulamentação: Alterações nos Mercados Internacionais	p. 26
2.2. Desintermediação: o Processo de Securitização do Crédito	p. 32
2.3. Globalização	p. 42
2.4. Conclusões	p. 45
3. Inovações Financeiras: os Novos Produtos Financeiros	p. 48
3.1. O Processo de Inovações Financeiras	p. 49
3.1.1. As Visões Americana e Européia	p. 49
3.1.2. Modelo Classificatório do BIS	p. 50
3.1.2.1. Determinantes da Demanda por Inovações	p. 51
3.1.2.2. Determinantes da Oferta de Inovações	p. 55
3.1.2.3. Modelo do BIS : Conclusões	p. 58

3.2. Análise dos Principais Produtos.....	p. 59
3.2.1. Floating Rate Notes — FRNs	p. 59
3.2.2. Note Issuance Facilities — NIFs	p. 64
3.2.3. Commercial Papers	p. 66
3.2.4. Financial Futures	p. 67
3.2.5. Swaps — Currency e Interest Rate	p. 76
3.2.6. Options — Foreign Currency e Interest Rate	p. 80
3.3. Inovações Financeiras e Gestão de Risco	p. 88
3.3.1. Discriminação das Fontes de Risco	p. 88
3.3.1.1. Risco de Inadimplência ou de Crédito	p. 89
3.3.1.2. Risco de Mercado ou de Preço	p. 92
3.3.1.3. Risco de Liquidez	p. 100
3.3.2. Quantificação do Risco Total	p. 101
3.3.3. Criação de Produtos Financeiros para a Gestão de Risco	p. 109
3.4. Conclusões	p. 113
4. Mercados Financeiros Internacionais: Evolução Recente (1981/1994)	p. 116
4.1. Prelúdio da Crise da Dívida de 1982	p. 119
4.2. Recomposição dos MFI (1982/1985)	p. 124
4.3. Voltando a Crescer (1986/1990)	p. 132
4.4. Os MFI em seu Labirinto (1991/1994)	p. 146
4.5. Conclusões	p. 156

5. Países Protagonistas da Crise da Dívida de 1982: Agonia e Êxtase.....	p. 164
5.1. Welcome aos Clientes de 2ª Classe (1967/1981)	p. 167
5.2. O “Globo” Torna-se Menor para os MFI (1982/1989)	p. 177
5.3. La Festa é appena Comminciata e già é Finita? (1990/1994)	p. 192
5.4. Conclusões	p. 220
6. Considerações Finais.....	p. 223
Anexo 1	p. 229
Bibliografia	p. 238
Glossário	p. 256

Relação de Diagramas, Gráficos e Tabelas

Diagramas

2-1 — Crédito Indireto Tradicional	p. 32
2-2 — Crédito Direto Tradicional	p. 32
2-3 — Crédito “Direto”: Securitização	p. 33
2-4 — Transferable Loan Facility	p. 37
2-5 — Asset-Backed Security	p. 38
3-1 — Coupon Swap	p. 79
3-2 — Basis Swap	p. 79
3-3 — Cross Currency Interest Rate Swap	p. 79

Gráficos

2-1 — Volume de Crédito Líquido nos MFI — 1963/1981	p. 8
2-2 — Taxas de Crescimento Anual do Volume de Crédito Líquido nos MFI — 1963/1981	p. 8
3-1 — Linha Característica de um Título ou <i>Portfolio</i>	p. 107
3-2 — Volatilidade de Taxa de Câmbio: Novos Produtos para Gestão de Risco de Taxa de Câmbio	p. 110
3-3 — Volatilidade de Taxa de Juros: Novos Produtos para Gestão de Risco de Taxa de Juros	p. 111

4-1 — Volume de Crédito Líquido nos MFI — 1967/1981	p. 119
4-2 — Taxas de Crescimento Anual do Volume de Crédito Líquido nos MFI — 1967/1981	p. 120
4-3 — Balanço de Transações Correntes — 1973/1981	p. 120
4-4 — Evolução das Taxas de Juros Nominais (Médias Anuais) e Inflação — 1976/1981	p. 121
4-5 — Taxa de Crescimento Anual da Emissão Líquida de <i>Bonds</i> nos MFI — 1977/1981	p. 123
4-6 — Volume de Crédito Líquido nos MFI — 1982/1985	p. 125
4-7 — Participação Relativa dos Segmentos de Empréstimos e <i>Bonds</i> no Volume de Crédito Líquido dos MFI — 1981/1985	p. 126
4-8 — Emissão de NIF's — 1981/1985	p. 126
4-9 — Emissão de <i>Bonds</i> : Principais Instrumentos — 1982/1985	p. 127
4-10 — Participação Relativa de Tomadores no Mercado Internacional de <i>Bonds</i> — 1982 e 1985	p. 128
4-11 — Empréstimos Internacionais: Participação Relativa — 1982/1985	p. 130
4-12 — <i>Bonds</i> Internacionais: Participação Relativa — 1982/1985	p. 130
4-13 — Participação Relativa dos Segmentos de Empréstimos e <i>Bonds</i> no Volume de Crédito Líquido dos MFI — 1986/1990	p. 138
4-14 — Emissão de <i>Bonds</i> : Principais Instrumentos — 1986/1990	p.139
4-15 — Empréstimos Internacionais: Participação Relativa — 1986/1990	p.139

4-16 — <i>Bonds</i> Internacionais: Participação Relativa — 1986/1990	p. 140
4-17 — Derivativos: Participação Relativa (Mercados Organizados) — 1986/1990	p. 143
4-18 — Derivativos: Participação Relativa (OTC) — 1986/1990	p. 144
4-19 — Derivativos: Montante de Principal Virtual — 1986/1990	p. 145
4-20 — Derivativos: Distribuição Geográfica — 1986/1990	p. 145
4-21 — Volume Líquido de Empréstimos e <i>Bonds</i> nos MFI — 1991/1993	p. 148
4-22 — Taxas de Juros de Curto Prazo — 1991/1994	p. 150
4-23 — Emissão de <i>Bonds</i> : Principais Instrumentos — 1991/1993	p. 150
4-24 — Derivativos: Participação Relativa (Mercados Organizados) — 1991/1993	p. 154
4-25 — Derivativos: Participação Relativa (OTC) — 1991/1992	p. 154
4-26 — Derivativos: Distribuição Geográfica — 1991/1993	p. 155
4-27 — Usuários de Fundos Líquidos Internacionais — 1989/1993	p. 161
4-28 — Supridores de Fundos Líquidos Internacionais — 1989/1993	p. 161

5-1 — Mercado Internacional de <i>Bonds</i> : Distribuição Geográfica — 1967/1981	p. 168
5-2 — Participação Relativa dos Países da América Latina no Total de Empréstimos Líquidos dos MFI — 1967/1981	p. 170
5-3 — Balanço de Transações Correntes: Países da América Latina — 1980/1989	p. 187
5-4 — Mercado Secundário: Evolução dos Descontos nos Preços de Ativos Referentes a Países do Grupo da América Latina — 1987/1990	p. 190
5-5 — Bancos Americanos: Composição de Ativos — 1980/1989	p. 191
5-6 — Balança Comercial — 1989/1993	p. 196
5-7 — Balanço de Transações Correntes — 1989/1993	p. 196
5-8 — Grupo da América Latina: Emissão de <i>Bonds</i> nos MFI — 1989/1993	p. 200
5-9 — Grupo da Ásia: Emissão de <i>Bonds</i> nos MFI — 1989/1993	p. 201
5-10 — Países em Desenvolvimento: Emissão de <i>Bonds</i> nos MFI — 1989/1994	p. 202
5-11 — Emissão de <i>Bonds</i> nos MFI: Participação Relativa — 1989/1994	p. 203
5-12 — América Latina: Emissão de Ações nos MFI — 1990/1993	205
5-13 — Grupo da América Latina: Total de Créditos Voluntários nos MFI — 1990/1993	207
5-14 — Grupo da América Latina: Emissão de Ações nos MFI — 1990/1993	207

5-15 — Grupo da América Latina: Emissão de <i>Bonds</i> nos MFI — 1990/1993	p. 207
5-16 — Grupo da América Latina: Empréstimos nos MFI — 1990/1993	p. 208
5-17 — Distribuição por Área Geográfica do Crédito Internacional Privado Direcionado para Países em Desenvolvimento — 1990/1994	p. 209
5-18 — Empréstimos nos MFI: Distribuição Geográfica entre Países em Desenvolvimento — 1990/1994	p. 210
5-19 — Emissão de <i>Bonds</i> nos MFI: Distribuição Geográfica entre Países em Desenvolvimento — 1990/1994	p. 210
5-20 — Emissão de Ações nos MFI: Distribuição Geográfica entre Países em Desenvolvimento — 1990/1994	p. 210
5-21 — México: Indicadores Econômicos.....	p. 217
5-22 — Preço das Ações Negociadas Internacionalmente de Alguns Países em Desenvolvimento	p. 218

Tabelas

1-1 — Classificação das Atividades Financeiras	p. 3
3-1 — Avaliação da Capacidade de Transformação dos Riscos dos Novos Instrumentos Financeiros.....	p. 112
4-1 — Evolução dos Principais Indicadores Macroecômicos — 1973/1981	p. 120
4-2 — Mudanças no Ativos dos Bancos Americanos Referentes aos Países em Desenvolvimento Protagonistas da Crise de 82 — 1982/1985	p. 131

4-3 — Evolução dos Principais Indicadores Macroeconômicos — 1982/1985	p. 131
4-4 — Volume de Crédito Líquido nos MFI — 1986/1990	p. 132
4-5 — Evolução dos Principais Indicadores Macroeconômicos — 1986/1990	p. 133
4-6 — Mercado de Ações Negociadas Internacionalmente — 1986/1991	p. 137
4-7 — Derivativos: Número de Contratos Negociados nos Mercados Organizados — 1986/1990	p. 142
4-8 — Principais Instrumentos Financeiros Derivados: Montante de Principal Virtual — 1986/1990	p. 142
4-9 — Evolução dos Principais Indicadores Macroeconômicos — 1991/1994	p. 146
4-10 — Volume de Crédito Líquido nos MFI — 1991/1993	p. 147
4-11 — Mercado de Ações Negociadas Internacionalmente — 1991/1993	p. 152
4-12 — Principais Instrumentos Financeiros Derivados: Montante de Principal Virtual — 1991/1993	p. 153
4-13 — Derivativos: Número de Contratos Negociados nos Mercados Organizados — 1991/1993	p. 153
4-14 — Dívida Pública: Emissão Bruta de Títulos de Médio e Longo Prazos	p. 157
4-15 — Dívida Pública: Emissão Bruta de Títulos de Curto Prazo	p. 157
4-16 — Títulos da Dívida Pública mantidos por Não-Residentes	p. 157
4-17 — Transações Internacionais com <i>Securities</i>	p. 158

5-1 — Relação entre o Pagamento de Juros e Exportações de Bens e Serviços.....	p. 183
5-2 — Dívida Externa dos países da América Latina: Principais Indicadores — 1980/1989	p. 187
5-3 — América Latina: Fluxos Líquidos de Empréstimos e Transferências — 1980/1989	p. 187
5-4 — Volume de Negócios nos Mercados Secundários para Títulos dos Países em Desenvolvimento — 1984/1989	p. 188
5-5 — América Latina: Conversão de Dívida — 1984/1990	p. 189
5-6 — Mercado Secundário: Evolução dos Descontos nos Preços de Ativos Referentes a Países “Problemáticos”	p. 189
5-7 — Composição dos Ativos dos Bancos Americanos — 1980/1989	p. 190
5-8 — Empréstimos e <i>Spreads</i> para Países da América Latina — 1983/1989	p. 191
5-9 — Taxa de Retorno Médio no Lançamento de <i>Bonds</i> — 1989/1993	p. 198
5-10 — América Latina: Emissão de <i>Bonds</i> nos MFI — 1989/1993	p. 200
5-11 — Ásia: Emissão de <i>Bonds</i> nos MFI — 1989/1993	p. 201
5-12 — América Latina: Emissão de Ações nos MFI — 1990/1994	p. 204
5-13 — América Latina: Emissão de Ações nos MFI (por instrumento) — 1990/1994	p. 204
5-14 — Ásia: Emissão de Ações nos MFI — 1990/1994	p. 205

5-15 — América Latina: Total de Crédito Concedido em Base Voluntária — 1990/1994	p. 206
5-16 — Classificação da Qualidade do Crédito dos Países do Grupo da América Latina e de Países Emergentes Seleccionados — 1993	p. 208
5-17 — Volume de Negócios nos Mercados Secundários para Títulos dos Países em Desenvolvimento — 1990/1993	p. 211
5-18 — América Latina: Conversão do Antigo Estoque de Dívida — 1990/1992	p. 213
5-19 — Ações: Retorno Médio em Mercados Emergentes Seleccionados — 1989/1993	p. 214

“ Sempre caro mi fu quest’ermo colle,
E questa siepe, che da tanta parte
Dell’ultimo orizzonte il guardo esclude.
Ma sedendo e mirando, interminati
Spazi di là da quella, e sovrumani
Silenzi e profondissima quiete
Io nel pensier mi fingo; ove per poco
Il cor non si spaura. E come il vento
Odo stormir tra queste piante, io quello
Infinito silenzio a questa voce
Vo comparando: e mi sovvien l’eterno
E le morte stagioni, e la presente
E viva e il suon di lei. Così tra questa
Immensità s’annega il pensier mio:
E il naufragar m’è dolce in questo mare.”

Giacomo Leopardi

1. Introdução

Este trabalho discute o recente (1981/1994) processo de inovações financeiras dos Mercados Financeiros Internacionais (MFI) e os impactos para o grupo de países em desenvolvimento altamente endividados da América Latina. Além disso, busca analisar também as condições de acesso desses países aos MFI após a crise do endividamento na década de oitenta.

Procurar-se-á demonstrar que as condições econômicas gerais, as condições específicas dos MFI e as próprias condições internas dos países denominados *emergentes* determinam tanto seu acesso aos MFI quanto sua exclusão deles. E mais: dadas as características operacionais dos MFI, o processo de entrada e saída torna-se mais e mais rápido, agudizando assim a instabilidade econômica desses países.

Os mercados financeiros internacionais compreendem transações financeiras realizadas nos seguintes moldes:

- operações com moeda que não a local;
- operações com não-residentes;
- operações realizadas fora do país em que a instituição financeira tem sede legal.

No início do processo de internacionalização das atividades financeiras, no final da década de cinquenta, o conceito de MFI restringia-se basicamente às

operações realizadas em moeda que não a local, por exemplo, transações em dólar americano feitas na praça londrina por instituição nacional ou estrangeira. A definição inicial dos MFI foi sendo ampliada no sentido de contemplar também as operações realizadas nos mercados domésticos (denominadas em moeda local ou não) com não-residentes. A tabela 1-1 abaixo sintetiza as várias combinações possíveis¹.

Tabela 1-1 — Classificação das Atividades Financeiras			
Local onde se desenvolve a operação e condição da contraparte		Tipo de Moeda	
		Moeda Local	Moeda Estrangeira
País no qual a instituição tem sede legal	Residente	Atividade Local	Atividade Internacional*
	Não-Residente	Atividade Internacional	Atividade Internacional*
País que não o da sede legal da instituição	Residente	Atividade Local*	Atividade Internacional*
	Não-Residente	Atividade Internacional	Atividade Internacional*

* Atividade local desenvolvida por agente internacional

* Atividade Internacional denominadas de *cross-currency* ou *euro-moedas*

Obs. As atividades internacionais desenvolvidas com não-residentes são definidas como *cross-border*.

Neste trabalho, discutem-se inicialmente as principais alterações sofridas pelos MFI a partir do início da década de oitenta, apontando-se as tendências mais relevantes desses mercados.

A partir daí, objetiva-se qualificar as transformações ocorridas nos MFI através da descrição das inovações financeiras mais significativas. Considera-se essencial o conhecimento dos aspectos operacionais dos novos instrumentos financeiros que foram sendo introduzidos nos MFI para a apreensão das características dominantes desses mercados. Faz-se, também, uma avaliação

¹ Extraído de Demattê, C. e de Sury, P. (1992, p.13)

geral dos métodos para quantificar riscos que permitem tanto a gestão de ativos e passivos das instituições financeiras quanto o desenvolvimento de novos produtos financeiros.

É feita a seguir a análise da evolução, a partir de 1981 até 1994, dos principais agregados que compõem os MFI. Foi estabelecida uma periodização que pretende indicar os movimentos que caracterizaram os MFI durante esses anos.

Dá-se destaque à análise dos fluxos financeiros internacionais privados para os países do Grupo da América Latina, procurando-se quantificar e qualificar os momentos de grande afluência e os de extrema escassez. Nos últimos quatorze anos, esses países passaram por uma séria crise de endividamento em 1982 que dentre outras consequências provocou a sua exclusão dos MFI até 1989, e por outra, que desde o final de 1994, ameaça novamente a sua permanência nesses mercados.

Na conclusão, são tecidas algumas considerações a respeito da fragilidade do sistema financeiro internacional e a decorrente vulnerabilidade das relações dos países da América Latina com os MFI. Por se tratar de participantes de 2º classe, esses *outsiders* são muito mais sensíveis às “*correções de mercado*”² desencadeadas por eventos diversos, dentre os quais estão principalmente a oscilação dos preços relativos das principais *commodities*, as mudanças nas condições internacionais como alteração de taxas de juros e/ou câmbio, e os problemas econômicos e/ou políticos nas economias domésticas.

² Correção de Mercado (*Market Correction*), expressão utilizada pelo IMF — International Capital Markets — September 1992.

“Fluctuat nec Mergitur”

(No brasão da cidade de Paris)

2. Mercados Financeiros Internacionais — Alterações e Principais Tendências

A discussão a respeito das alterações ocorridas nos Mercados Financeiros Internacionais (MFI) será feita a partir da compreensão das principais tendências que marcaram as mudanças realizadas recentemente nesses mercados. O objetivo desse capítulo é trazer elementos considerados decisivos para o entendimento da lógica de operação dos agentes financeiros internacionais.

Do ponto de vista da Economia Internacional, o traço marcante desde a década de oitenta foi a existência persistente de profundos desequilíbrios dos Balanços de Pagamento que ocorreram simultaneamente — embora com conseqüências distintas — tanto nos países altamente industrializados quanto naqueles em desenvolvimento. A rigor, deve-se falar em desequilíbrios externos, uma vez que o conceito de Balanço de Pagamento implica formalmente ter-se sempre uma situação em que as posições externas (credoras e devedoras) sejam iguais.

Esses desequilíbrios não surgiram no anos oitenta, e a forma privilegiada de reciclagem dos mesmos pelos MFI já havia sido utilizada anteriormente. Mas, o que é inegável é que se tornaram muito mais significativos em termos de montante e extensão, trazendo importantes impactos à evolução dos MFI. Se, por um lado,

as alterações macroeconômicas internacionais influíram decisivamente no processo de transformação dos MFI, por outro lado, a existência prévia desses mercados possibilitou uma forma específica de reordenamento nas relações econômicas internacionais.

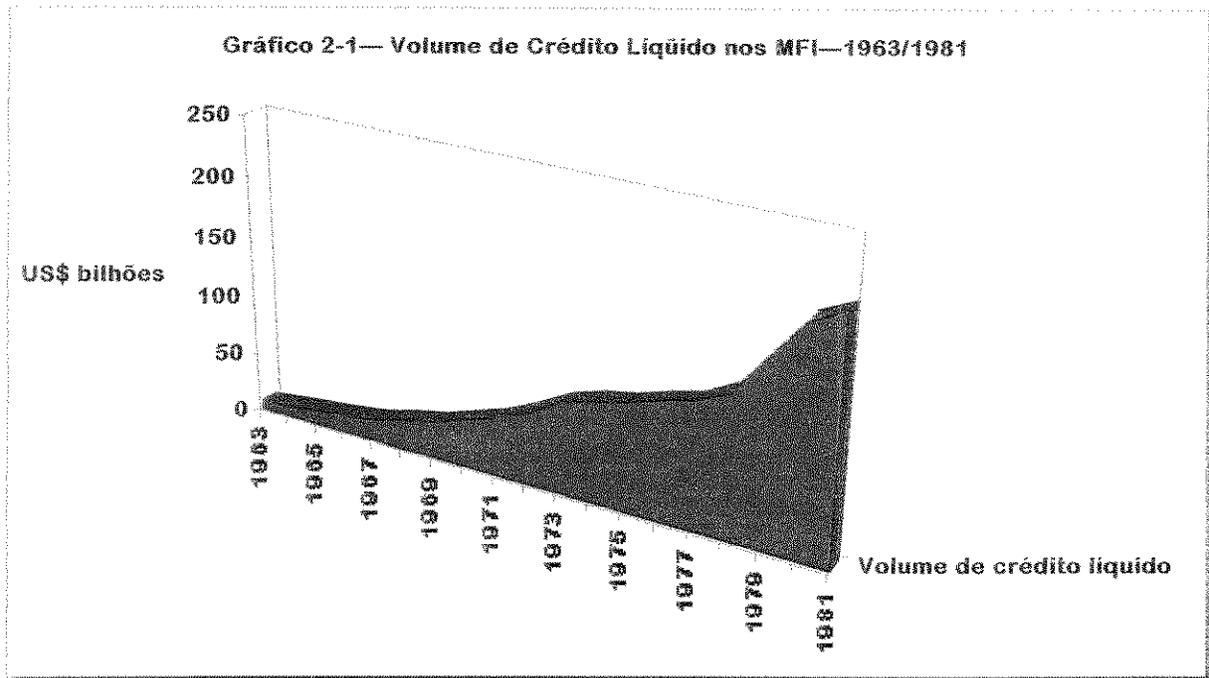
Na discussão das origens dos MFI, que comporta inclusive o chamado Euromercado¹, pode-se assinalar como um dos fatores básicos para a sua criação a presença de contínuos desequilíbrios nas contas externas americanas. Os déficits do Balanço de Pagamentos tiveram papel relevante na formação do Euromercado, considerando-se o fato de que os Bancos Centrais dos países superavitários em relação aos EUA utilizaram largamente esse mercado como forma de preservar o valor de suas reservas em dólares. Donde se pode afirmar que os desequilíbrios externos americanos contribuíram decisivamente para o início das atividades do Euromercado, principalmente levando-se em conta também as restrições impostas pelo Governo Americano nos anos sessenta, tendo em vista o controle da conta capital².

A partir de 1968, o crescimento dos MFI foi tão surpreendente, superando inclusive o montante dos déficits americanos, que vários autores passaram a

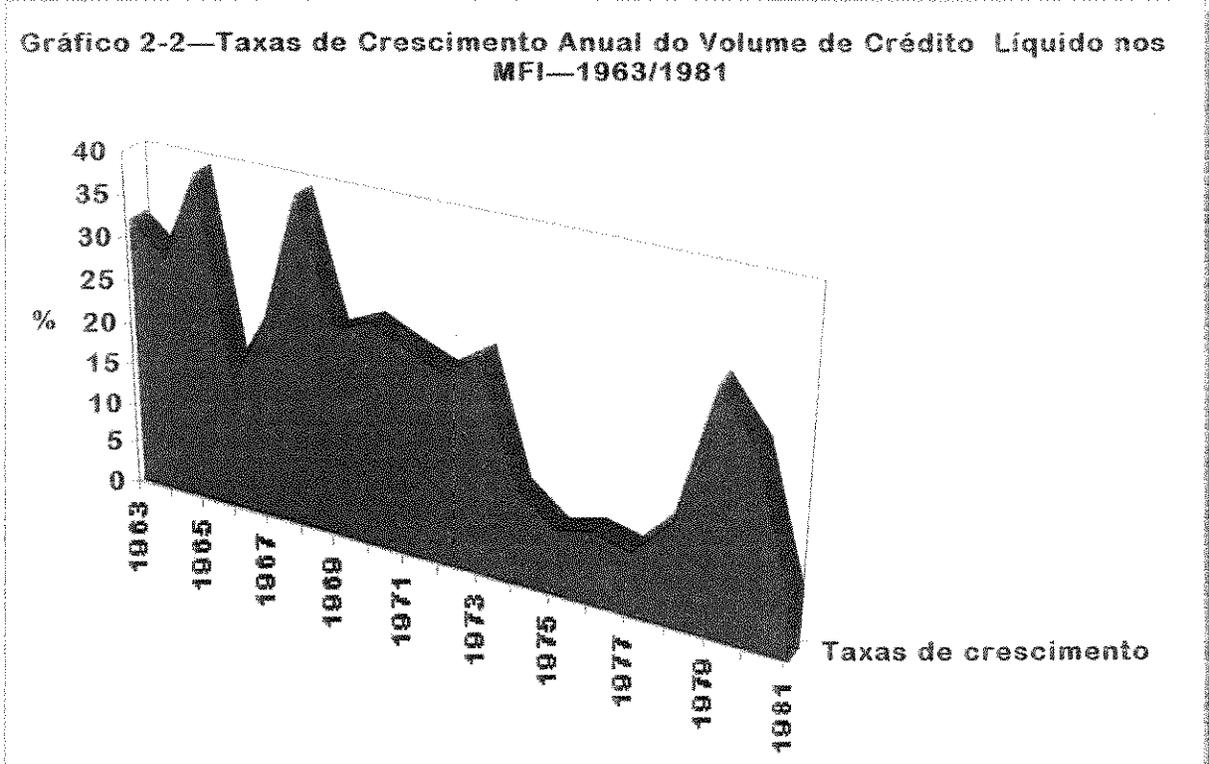
¹ Os elementos definidores do Euromercado eram os seguintes: as operações financeiras realizavam-se com moedas que não a do país onde o agente financeiro estava localizado, e ocorriam fundamentalmente nas praças financeiras européias. Portanto, o Euromercado era a denominação dada no início da década de 60 ao *locus* onde ocorriam as operações financeiras internacionais. Posteriormente, este mercado ampliou-se e o próprio conceito de operações internacionais também teve que ser repensado em função das alterações ocorridas, principalmente nos EUA.

² O controle da conta capital americana imposto pelo governo americano durante a década de sessenta, esteve centrado em três principais medidas: Imposto de Equalização de Juros (*Interest Equalization Tax* — IET) de julho de 1963 — através do qual procurava-se a equiparação dos custos de financiamento nos Estados Unidos com os custos de outras praças financeiras; Regulamentação da taxa de juros (*Regulation Q*) que proibia remuneração de depósitos por prazo inferior de 30 dias e estabelecia teto de taxas de juros; e Restrição Voluntária de Crédito aos não-residentes nos EUA (*Voluntary Foreign Credit Restraint Program*) que deixou de ser voluntária no início de 1968 e estabelecia controle à saída de capital americano com destino a investimentos no exterior.

especular sobre os mecanismos de criação autônoma de crédito internacional³. Os gráficos 2-1 e 2-2 ilustram a performance desses mercados.



Fonte: BIS — Annual Reports — Vários números



Fonte: BIS — Annual Reports — Vários números

³A respeito dos mecanismos endógenos de criação de crédito ver: Mayer, H. (1975), e Lima, M.L.L.M. (1985)

Além das taxas elevadas de crescimento, os MFI também apresentaram uma grande capacidade inovativa desde de sua criação no final dos anos cinqüenta. Todavia, as alterações ocorridas nesses mercados a partir do início dos anos oitenta superaram largamente aquelas ocorridas anteriormente. A agudização dos desequilíbrios externos decorrentes, inicialmente, da reversão da política monetária americana iniciada em outubro de 1979, ainda no governo Carter, mediante o controle direto dos agregados monetários, e, posteriormente, da política econômica dos governos republicanos da década de oitenta, está diretamente associada às marcantes mudanças dos Mercados Financeiros Internacionais.

A nova política econômica americana — sobretudo a partir do primeiro governo Reagan — teve importantes desdobramentos internos que afetaram tanto os países avançados quanto os menos desenvolvidos. Como resultado dessa nova política econômica cabe citar as oscilações acentuadas nas taxas de juros e de câmbio das principais economias capitalistas.

Interessa, ainda, salientar o significativo alargamento dos déficits americanos — tanto o doméstico quanto externo — e uma das formas básicas de financiamento adotada, ou seja, a emissão e colocação de títulos do governo americano junto a não-residentes. Os chamados “déficits gêmeos”, ligados inexoravelmente pelo dólar, constituem o centro dos desequilíbrios mundiais e, em grande medida, a razão mesma da excelente performance de várias economias industrializadas e de algumas de industrialização recente a partir do início da década de oitenta.

A conseqüência dessas alterações econômicas americanas para os países em desenvolvimento que já se encontravam altamente endividados foi extremamente negativa e culminou com a crise do endividamento de 1982.

Diz-se que essa crise teve um impacto tão violento sobre os MFI e provocou nesses mercados mudanças tão dramáticas que alguns autores chegaram a compará-las às transformações ocorridas no bloco soviético e nos países do Leste Europeu no final da década de oitenta, não apenas pela intensidade dos eventos como também pela inexistência de previsões a esse respeito⁴. Há nesse tipo de colocação uma dose bastante grande de exagero: afinal, a desordem monetária internacional já estava plenamente instaurada desde o início dos anos setenta e, por esta razão, os MFI já traziam elementos de grande instabilidade nas suas formas de operar.

Um elemento adicional à análise das alterações dos MFI é a revolução tecnológica ocorrida nas telecomunicações e nos sistemas de informação e de computadores que tem sancionado o aparecimento e desenvolvimento das características mais marcantes dos MFI.

A informatização dos serviços bancários e financeiros, a partir do final da década de setenta, teve um papel destacado no processo de modificação dos MFI, tornando possível a implementação de várias inovações ocorridas nos últimos anos. O Sistema Financeiro Internacional, assim como todo setor terciário dos países altamente industrializados, sofreram profundas alterações sob o impacto dos avanços verificados na tecnologia eletrônica.

Até o final dos anos setenta, prevaleceu nas instituições financeiras mais avançadas a utilização de grandes computadores que requeriam escala e eram extremamente custosos. Com o advento da nova tecnologia de informática e conseqüente redução em dez vezes ou mais no custo dos novos equipamentos, e com a possibilidade de

⁴ Veja por exemplo: Gibson, H.D. (1989)

conectar computadores e terminais compondo uma rede de telecomunicação, pôde-se estabelecer uma nova organização nos MFI e criar novos produtos financeiros que necessitavam pela sua complexidade de um apoio telemático.

A intensificação do uso das tecnologias da informática e das telecomunicações nas atividades financeiras teve também repercussões extremamente relevantes tanto no processo de internacionalização financeira como no de regulamentação dessas atividades.

Assim, com o surgimento e permanência dos graves desequilíbrios externos, de uma instabilidade constante nas taxas de juros e de câmbio das principais economias capitalistas e com o apoio das mudanças tecnológicas, o Sistema de Crédito Internacional Privado passou a desenvolver novas formas de operações genericamente chamado de *processo de securitização*. Ainda que várias dessas formas já existissem antes de 1982, foi sob o impacto dessas alterações macroeconômicas, que ganharam uma importância até então desconhecida. A aversão ao risco, a busca de liquidez e a possibilidade de obter ganhos extraordinários através de inovações nortearam as principais transformações ocorridas nos Mercados Financeiros Internacionais.

Fazem parte desse processo de transformação dos MFI várias tendências que podem ser sintetizadas dentro do conceito de inovações financeiras. O termo “inovações financeiras” foi cunhado por Gurley e Shaw (1960) para designar quaisquer modificações nas instituições, mercados e instrumentos financeiros. A partir dos anos oitenta, os novos produtos financeiros (principalmente *securities*) que foram sendo criados passaram a ser denominados “inovações financeiras”.

Estes novos instrumentos, por sua vez, criaram novos mercados e exigiram que os mercados domésticos tradicionais dos países avançados passassem por um processo de “desregulamentação”, possibilitando assim a interpenetração de vários mercados nacionais e o alargamento dos MFI. A esta ampliação e modificação estrutural dos mercados denomina-se “globalização”. As palavras-chaves amplamente conhecidas e usadas que compõem esse processo de inovação financeira são as seguintes:

- desregulamentação;
- desintermediação/securitização;
- globalização.

2.1. Desregulamentação

Este termo, amplamente utilizado na literatura sobre os mercados financeiros nacionais e internacionais produzida nos anos oitenta, deve ser visto com muita cautela. Na realidade, é fruto muito mais do discurso neoliberal dominante no período do que de fatos concretos ocorridos, ou seja das transformações institucionais mais pertinentes relacionadas ao *modus operandi* dos MFI e dos mercados domésticos. Contudo, é inegável que ocorreram importantes alterações institucionais nesses mercados, ou seja, houve mudanças de regulamentação significativas mas nem sempre no sentido geral que o termo “desregulamentação” tem sugerido.

Feita esta advertência inicial, pode-se prosseguir analisando os dois principais conjuntos regulatórios referentes às instituições financeiras:

- viabilizador da execução da política monetária;
- proporcionador da manutenção da credibilidade das instituições financeiras.

O primeiro conjunto comporta todas as medidas regulatórias que têm por objetivo a viabilização da execução de política monetária por parte das autoridades governamentais. Como exemplo, pode-se citar:

- reserva obrigatória junto ao Banco Central;
- taxa de redesconto;
- limite de taxa de juros;
- prazo de aplicação;
- controle de crédito ao consumidor.

Quanto ao conjunto de regulamentações relacionadas à manutenção da credibilidade dos sistemas financeiros, é necessário dizer que muitas das regras vigentes nos mercados domésticos haviam sido elaboradas no período imediatamente após a crise de 30 e a partir da seqüência de falências bancárias que se seguiu ao *crash*. Por esta razão, os coeficientes técnicos estabelecidos então espelhavam o espírito extremamente conservador da época. No entanto, se por um lado, algumas dessas exigências foram atenuadas nos últimos anos nos principais mercados domésticos, por outro, intensificou-se a tutela exercida, por exemplo, pelo *Bank for International Settlements* (BIS) sobre as instituições financeiras internacionais, principalmente após a crise de 1982.

2.1.1. Desregulamentação: Alterações nos Mercados Domésticos: Estados Unidos, Grã-Bretanha e Japão

Para se poder avaliar corretamente o processo de desregulamentação dos principais mercados domésticos ocorrido recentemente, analisar-se-ão as transformações havidas nos EUA, Grã-Bretanha e Japão.

- **Estados Unidos**

O caso americano será visto com mais detalhes por ser emblemático do chamado processo de desregulamentação. Ao se recuperarem os principais traços do sistema financeiro dos EUA, pode-se perceber uma evolução clara que parte da ausência de instituições reguladoras para o estabelecimento de regras bastante rígidas após a seqüência de falências bancárias do início dos anos trinta, e posterior processo de flexibilização.

Em 1791, os EUA criaram o *Bank of United States* com algumas funções de banco central mas também atuando como banco comercial. Alguns anos mais tarde, em 1816, foi criado o *Second Bank of United States* com o intuito de reforçar o papel do antecessor no que diz respeito à segurança do setor bancário. No entanto, o sistema bancário americano funcionou no período seguindo suas próprias regras sem a necessidade de submeter-se a regulamentos advindos de uma autoridade monetária.

Com o *Currency Act* de 1863, posteriormente transformado no *National Bank Act* de 1864, foi formado um Conselho Controlador encarregado de supervisionar, fiscalizar e examinar resultados dos bancos nacionais. A partir de então, a emissão de títulos por parte dos bancos nacionais passou a ser supervisionada pelo Conselho Controlador. Contudo, o sistema bancário americano continuou sujeito a várias crises de confiança e, portanto, extremamente instável.

Em decorrência das crises bancárias que assolavam o sistema financeiro americano, o Congresso americano aprovou o *Federal Reserve Act* de 1913. Através deste ato, os bancos nacionais tornaram-se membros do *Federal Reserve System* (FRS), ficando para os bancos estaduais a opção de aderir ou não ao FRS.

Mas, somente após a Grande Depressão de 1930 e a decorrente crise bancária que se instaurou, foi que os EUA desenvolveram uma complexa estrutura reguladora do sistema financeiro nacional. Roosevelt assumiu o governo dos EUA (4 de março de 1933) juntamente com um feriado bancário promovido pelos governadores dos estados americanos. Procurava-se desta forma induzir o governo federal a tomar medidas que pudessem colaborar no sentido de solucionar o agudo problema da falta de liquidez do sistema e da insolvência de vários bancos e outras instituições financeiras. Ao contrário das crises bancárias anteriores, na crise de 1933 foi o governo

federal, através do *Reconstruction Finance Corporation* (RFC), que assumiu a liderança do processo de saneamento financeiro e reconstrução do sistema financeiro privado.

Roosevelt assumiu o governo dos EUA não apenas com as mais altas taxas de desemprego e de falências que o país teve, mas também com um sistema financeiro virtualmente destruído⁵. De fato, o governo Roosevelt herdou um capitalismo completamente falido e teve que desenvolver um novo modelo de capitalismo durante o período de 1933 a 1937, deixando de lado o velho modelo *laissez-faire* existente até aquele momento. A realidade do capitalismo de então exigia instituições adequadas que pudessem dar ao sistema uma maior estabilidade.

Para reconstruir o sistema financeiro americano, foi necessário um longo período de negociação, e apenas em 1936 uma nova estrutura financeira, e inclusive regulatória, foi completada. Os *Banking Acts* de 1933 (Glass-Steagall Act⁶) e 1935 desenharam o novo sistema a partir de dois princípios básicos: segmentação e transparência. Dessa forma, as instituições financeiras foram organizadas de acordo com as funções que deveriam exercer, estabelecendo-se o critério de especialização por tipo de serviço (crédito) para proceder-se à segmentação do mercado⁷. Coube ao *Reconstruction Finance Corporation* (RFC) o papel de banco de investimento público cujo objetivo principal era dar suporte financeiro, através da emissão de ações, aos transportes, à indústria manufatureira e às instituições financeiras privadas. Para a execução desse objetivo ficou determinado que o banco público de investimento deveria pautar suas ações dentro do princípio da transparência.

⁵ Na visão dominante pós-oitenta, em pleno neoliberalismo, o processo de reestruturação e de regulamentação desse sistema, em 1933, esteve baseado “no medo e na súbita perda de confiança no sistema livre de mercado” Khoury, S.J. (1990) p.68

⁶ O *Banking Act* de 1933 ficou mais conhecido pelo nome dos dois congressistas que mais colaboraram para a aprovação dessa lei. Essa lei proibiu os bancos comerciais de pagarem juros a depósitos à vista e impediu também que esses agentes financeiros operassem com *securities*. Estabeleceu ainda a criação do *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC).

⁷ Sem dúvida nenhuma a reforma bancária Campos/Bulhões de 1965/67 inspirou-se no modelo americano do governo Roosevelt.

O *Federal Reserve System* (FED) foi totalmente reformulado sendo criado o *Federal Reserve Board* com todas as prerrogativas de autoridade monetária nacional, tendo o poder de supervisionar e regulamentar as atividades de todas instituições financeiras do país, tanto as nacionais quanto as regionais. Finalmente, foi criado o *Federal Deposit Insurance Corporation*(FDIC). Resumindo , podem-se listar as principais características desse novo sistema financeiro americano:

Regulamentos relativos a produtos:

- Bancos não poderiam negociar seguros
- Bancos não poderiam negociar ações
- Regulamentação para os preços dos serviços bancários
- Estabelecimento de teto para taxas de juros (*Regulation Q*)
- Legislação estadual para coibir usura
- Não pagamento de juros para depósitos à vista (Prazo inferior a 30 dias — *Regulation Q*)

Regulamentos relativos ocupação espacial:

- Regulamentação das atividades internacionais
- Restrições severas para ampliação das redes interestaduais já existentes
- Não permissão para novas redes interestaduais

Outras regulamentações:

- Regulamentação para fusões e aquisições envolvendo bancos
- Limites de concessão de empréstimos
- Redução do grau de alavancagem

- Controle dos ativos (através de requerimentos relativos à qualidade dos ativos)
- Separação nítida entre bancos comerciais e de investimentos
- Severas limitações para concessão de licenças bancárias
- Reserva compulsória variável de acordo com determinação do FED
- Associação compulsória das instituições financeiras ao FDIC

No que diz respeito à legislação bancária, uma alteração importante foi feita em 1956 através do *Bank Holding Company Act* que procurou abrandar as limitações impostas pelo *Banking Act* de 1933. Através do ato de 1956, definiram-se as *bank holding companies* (BHC's) que, desta maneira, puderam passar a oferecer serviços financeiros que os bancos estavam proibidos de fazer. Ainda que a estrutura básica do sistema bancário tivesse permanecido inalterada, os agentes financeiros foram modificando suas operações valendo-se do conhecimento do sistema e suas eventuais brechas.

Em relação à legislação referente aos títulos (*securities*), os principais atos e conjuntos regulatórios foram os seguintes:

- *Securities Act* de 1933
- *Securities Exchange Act* de 1934
- *The Maloney Act* de 1938
- *The Trust Indenture Act* de 1939
- *The Investment Company Act* de 1940

Os objetivos fundamentais desses atos foram: promover o completo conhecimento a respeito dos títulos negociados publicamente; identificar e conceder licença para os agentes interessados em intermediar a colocação dos papéis no mercado. Para tanto, foi criada através do *Securities Exchange Act* de 1934, uma agência governamental — a

Securities Exchange Commission (SEC) — com o poder de conceder, penalizar, suspender ou anular a licença de intermediários (*brokers/dealers*⁸) para operar no mercado de capitais, além de regulamentar e supervisionar a emissão e transação de novos títulos.

O *Federal Reserve System* mediante a *Regulation T e U* estabeleceu os critérios para concessão de crédito para compra/venda de títulos. Cabe ainda ressaltar o *Investment Company Act* de 1940 que regulamentou a criação dos fundos mútuos, ficando estabelecida a obrigatoriedade dos bancos de investimento de fornecerem informações aos aplicadores nesses fundos.

Em 1974, o Presidente Ford assinou o *Employee Retirement Income Security Act* (ERISA) regulamentando os fundos de pensão e aposentadoria e criando, inclusive, o *Individual Retirement Account* (IRA).

O início do processo de desregulamentação, ou mais propriamente, de uma nova regulamentação (ou re-regulamentação) iniciou-se nos anos setenta e intensificou-se na década de oitenta nos EUA, desencadeado devido também à pressão de vários grupos de interesse perfeitamente representados nas administrações do Presidente Reagan, mas, sobretudo, pelas condições macroeconômicas vigentes e por inovações financeiras:

- volatilidade das taxas de juros americanas;
- crise dos países endividados e conseqüente deterioração da lucratividade no segmento tradicional do setor bancário (empréstimos);
- desenvolvimento tecnológico que permitiu um acesso muito mais rápido e barato à informação;

⁸ *Broker (order-taking)* — pessoa física ou jurídica que recebe uma comissão pelo ato de intermediar a compra/venda de títulos.

Dealer (risk-taking) — pessoa física ou jurídica que assume o risco da transação de compra/venda de títulos, por esta razão adiciona um mark-up sobre o preço original do papel.

- criação de novos produtos financeiros (inovações financeiras).

A cronologia das principais modificações ocorridas no Sistema Financeiro americano a partir do início da década de setenta encontra-se no anexo 1. No entanto, cabe ressaltar algumas das alterações mais relevantes, a saber:

- *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act (DIDC)* de 1980 — modificou aspectos relevantes do Glass-Steagall Act de 1933, inclusive, revogando a proibição anterior dos bancos comerciais de pagarem juros para os depósitos à vista;
- *International Banking Facilities (IBF's)* de 1981 — autorizando a criação de um mercado *offshore* dentro dos EUA. O FED, por meio dos IBF's, passou a permitir que bancos americanos contabilizassem em separado as operações externas ou com não-residentes nos EUA. Além disso, as operações internas, ativas ou passivas, com não-residentes nos EUA, deixaram de ter que cumprir os requerimentos habituais impostos pelo FED para as transações efetuadas no mercado americano;
- *SEC Rule 144 A* de 1990 — permitindo o lançamento de ações, ADRs⁹ ou *bonds* junto a investidores institucionais qualificados. Na verdade, desde 1982, a *Securities and Exchange Commission (SEC)* tem introduzido várias alterações por meio de regulamentos específicos que visam a reduzir os procedimentos burocráticos estabelecidos no *Securities Act* de 1933 e *Securities Exchange Act* de 1934. A Regra 144 A, uma dessas simplificações do SEC, teve uma importância especial para a colocação de papéis das empresas do grupo dos países protagonistas da crise da dívida de 1982 no seu retorno aos MFI no início da década.

⁹ ADR — *American Depository Receipt* — exigível emitido por um banco americano tendo com contrapartida ações de não-residentes que pode ser negociado nas bolsas de valores americanas ou nos mercados OTC (*over-the-counter*), mesmo que os títulos subjacentes a esse exigível não estejam registrados junto ao SEC.

- **Grã-Bretanha**

O Bank of England foi criado em 1694, sendo o primeiro banco central a existir. Certamente, essa precocidade deve-se ao fato de que foi na Grã-Bretanha que primeiramente se organizou um Estado Nacional com as principais características de um estado burguês.

A hegemonia britânica, a partir do século XIX até o final da Primeira Grande Guerra, possibilitou a liderança inglesa no processo de internacionalização do capital. No período entre 1880 e 1914, sob a égide do capital inglês, intensificou-se o movimento de capitais através do mundo em decorrência do crescimento do comércio internacional.

Londres consagrou-se, então, como principal praça financeira internacional, e a libra-esterlina (£) como moeda-chave do Sistema Financeiro Internacional. Grande parte do Império Britânico era coberto por filiais de bancos ingleses que também atuavam em outros países considerados relevantes aos interesses britânicos. Desta forma, é antiga a tradição da praça londrina em operações internacionais tanto no mercado monetário quanto no de capitais.

Apesar de a Primeira Guerra Mundial ter transformado a estrutura do comércio, consagrando aos EUA a posição de importante credor em relação aos países da Europa Ocidental, Londres continuou a manter um papel extremamente relevante como praça financeira internacional. Após a crise de 30, e durante o período da Segunda Grande Guerra, a efervescência dos centros financeiros, inclusive Londres, foi muito aplacada, deixando de existir um sistema financeiro internacional integrado como prevalecera até 1931.

Após a Segunda Guerra Mundial, com a nova ordem econômica internacional forjada em Bretton Woods, o Sistema Monetário Internacional foi restaurado, novas regras para o Comércio Internacional foram estabelecidas através da criação do Acordo Geral de Tarifas de Comércio — GATT, intensificando-se o fluxo de capitais internacionais. Nesta nova etapa do processo de internacionalização do capital, Londres, devido à sua tradição e ao papel coadjuvante da Grã-Bretanha no reestabelecimento de uma ordem econômica internacional, continuou a ter uma importância decisiva no processo de internacionalização. Pode-se dizer que o sistema financeiro inglês estava absolutamente adequado, do ponto de vista institucional, para exercer um papel muito relevante nessa fase de intensificação da internacionalização.

Assim, até o início da década de oitenta, Londres era o principal centro financeiro internacional. Na realidade, o desenvolvimento do chamado Euromercado esteve intimamente ligado à praça londrina. No final da década de cinquenta, esse tradicional centro financeiro teve um rápido crescimento que se confunde com o próprio processo de internacionalização bancária e com o desenvolvimento dos mercados financeiros internacionais.

Deve-se constatar que o desenvolvimento dos mercados financeiros internacionais a partir de Londres e de outras praças financeiras da Europa Ocidental ocorrido no pós-guerra decorreu tanto do movimento mais geral de internacionalização do capital como das condições institucionais mais flexíveis existentes nesses países vis-à-vis com as dos EUA.

Contudo, com as mudanças institucionais ocorridas em outras praças financeiras, e principalmente com a introdução dos IBF's nos EUA em 1981, pôde-se observar um declínio de Londres como praça financeira. Entre 1979 e 1984, US\$29 bilhões

referentes a aplicações financeiras deixaram Londres e as mudanças nos *portfolios* foram intermediadas por agentes não-britânicos. No mesmo período, os investidores britânicos compraram cerca de US\$18 bilhões em títulos internacionais através de intermediários localizados nos EUA¹⁰.

Desde o início do governo Thatcher, em 1979, estabeleceu-se uma acalorada polêmica em relação a alguns temas pertinentes ao setor financeiro. Os principais pontos eram:

- Taxas de comissões fixas nas transações com títulos;
- Sistema para manter uma separação clara entre *dealers* e *brokers* — *Single Capacity System do London Stock Exchange (LSE)*;
- Empresas-membros do LSE apenas as que tivessem até 29.9% de capital estrangeiro;
- Acesso restrito ao *gilt market* — apenas dois *dealers* controlavam 75% de todo o mercado¹¹.

Em outubro de 1986, alteraram-se as regulamentações do mercado de ações através do *Financial Services Act (FSA)*, conhecido como *Big Bang*. As principais alterações foram as seguintes:

- Abolição das taxas de comissões fixas;
- Fim da separação entre *brokers* e *dealers* — *Dual-Capacity System* em lugar do *Single Capacity System*;
- Criação do *Securities and Investments Board (SIB)* — órgão privado com funções semelhantes ao SEC americano;

¹⁰ Banker — *Big Bang Supports LIFFE Volume* — October 1986, p.41.

¹¹ Euromoney — *Flinging Open Doors of Change*— August 1986 — Supplement
Gilt Market— títulos do governo e um dos quatro componentes do mercado internacional de capitais de Londres. Os demais são: ações, ações internacionais e opções. Em 1986, 80% do volume total de títulos negociados no LSE eram relativos ao segmento de *gilts*.

- Eliminação da restrição feita às empresas estrangeiras ou com mais de 29,9% de capital estrangeiro de participarem como membros do LSE.

O FSA também alterou o segmento de seguros, por meio dos conceitos de polarização e *best advice*. Por polarização, entende-se que o agente de seguros deve estar ligado a uma companhia, vendendo seus produtos exclusivamente, ou ter sido qualificado como inteiramente independente. Para ser assim qualificado, o agente precisa demonstrar às autoridades competentes que regularmente faz uma acurada pesquisa de mercado com o objetivo de oferecer o produto mais adequado aos seus clientes (*best advice*). Além da aplicação desses conceitos, por meio do FSA foram estabelecidas normas no sentido de aumentar a credibilidade do segmento de seguros com correspondente aumento de custos. Por estas razões, ocorreu um processo de conglomeração com a eliminação de várias empresas pequenas.

Em 1982, havia sido criada uma bolsa de futuros em Londres — *London International Financial Futures Exchange* (LIFFE) — que após o *Big Bang* teve um crescimento muito significativo, devido principalmente às facilidades operacionais introduzidas pelo FSA.

Foram impostas também várias melhorias tecnológicas como um novo sistema de informática na LSE e outros equipamentos ligados à informática e telecomunicações para agilizar o acesso à informação.

- **Japão**

Assim como em outros setores, o sistema financeiro japonês foi sempre bastante restritivo ao capital internacional. A partir do início da década de oitenta, em

função dos desdobramentos do crescimento da economia japonesa e das pressões exercidas pelos EUA, iniciou-se um processo de liberalização do mercado financeiro japonês, principalmente após o acordo firmado entre os EUA e o Japão em 1984.

As principais características do sistema financeiro japonês antes do início de sua abertura eram:

- Existência de tetos de taxas de juros para empréstimos e depósitos;
- Número reduzido de produtos financeiros;
- Esquemas pré-estabelecidos de alocação de crédito;
- Restrições severas para o livre fluxo de capitais;
- Participação expressiva do governo japonês como captador e alocador de recursos¹²;
- Rígido sistema de segmentação de mercado a partir das funções exercidas pelo intermediário financeiro;
- Forte oligopolização nos vários segmentos que compõem o setor financeiro com a predominância de uma empresa em cada um dos segmentos¹³.

O mercado monetário japonês começou a ser liberalizado lentamente a partir de 1984, com desregulamentação das taxas de juros para depósitos acima de um milhão de yens e com prazo de maturidade de no mínimo três meses, aumento do valor máximo de emissão de certificados de depósito e a introdução do *money market certificate*.

¹² Por exemplo, o *Post Saving System* (PSS) — controlado pelo Ministério de Telecomunicações — carregava parte substantiva do total de depósitos para o Ministério das Finanças com o intuito de financiar projetos especiais deste órgão governamental.

¹³ A empresa líder no segmento de bancos comerciais era o Daichi Kangyo, o de bancos de investimento era liderado pela Nomura e, Japan Securities Finance Company (JSF) dominava o segmento de *securities finance corporation*.

Em dezembro de 1980, foi alterado o *Foreign Exchange Control Act* iniciando-se o processo de desregulamentação dos mercados financeiros e a permissão muito lenta para operações internacionais no Japão. A abolição das restrições para conversão do yen e moedas estrangeiras ocorreu em junho de 1984 representando um importante passo no sentido da liberalização dos mercados financeiros japoneses. A Bolsa de Futuros começou a operar em outubro de 1985 com a permissão para bancos estrangeiros atuarem. Finalmente, em dezembro de 1986, iniciaram-se as operações no *Japan Offshore Market* representando um passo decisivo no sentido da abertura do mercado japonês para operações financeiras internacionais.

Apesar de o processo de abertura do mercado financeiro japonês estar sendo lento, dada sua importância, é extremamente significativo. Evidentemente, não se pode comparar a presença dos bancos japoneses no exterior com a contrapartida de bancos estrangeiros no Japão. As restrições para a entrada de instituições financeiras estrangeiras no Japão são ainda muito severas.

2.1.2. Desregulamentação: Alterações nos Mercados Internacionais

Em relação aos MFI, no que diz respeito à regulamentação relacionada à manutenção da credibilidade das instituições que operam nestes mercados, partiu-se de uma situação no final da década de cinquenta, quando estes mercados passaram a crescer a taxas impressionantes, de uma quase inexistência de regras e restrições operacionais para uma outra em que foram sendo introduzidos de forma crescente controles capazes de garantir a segurança do sistema. Após a primeira séria crise nesses mercados em 1974, e principalmente pós-1982, foi-se diminuindo a ampla autonomia dos agentes operadores internacionais em benefício de uma maior garantia do sistema.

Coube ao *Bank for International Settlements* (BIS) a condução do processo de regulamentação e supervisão das atividades dos intermediários financeiros internacionais¹⁴. Pode-se considerar o ano de 1974 como o da mudança de atitude das autoridades monetárias congregadas no BIS. Nos últimos vinte anos, e principalmente após a crise de 1982, no que diz respeito aos MFI, a tendência tem sido de buscar os meios adequados para evitar colapsos nesses mercados.

Aliada à crise do Sistema Monetário Internacional do início dos anos setenta¹⁵, a alteração brusca dos preços relativos das principais *commodities* negociadas internacionalmente forneceu a base para a irrupção da primeira grave crise nos MFI. Essa alteração de preços, principalmente a do petróleo, gerou uma situação de grave desequilíbrio das contas internacionais. Os MFI, nesse processo, fizeram as vezes de Câmara de Compensação dos desequilíbrios externos de vários países.

A forma como se processou a reciclagem dos superávits dos países exportadores de petróleo — petrodólares — e dos déficits dos países importadores de petróleo, principalmente aqueles em desenvolvimento, alterou substancialmente a estrutura de vencimentos nos MFI. Assim, enquanto os países exportadores de petróleo — ofertantes de fundos — concentravam suas aplicações no curto prazo, os países importadores de petróleo — demandantes de fundos — recorriam a operações de médio e longo prazos¹⁶.

¹⁴ Em agosto de 1964, o BIS foi investido, pelos ministros econômicos e presidentes dos bancos centrais dos países do Grupo dos Dez (G-10), na função de coordenador, coletador e distribuidor de informações relativas às operações internacionais. O board do BIS é formado pelos presidentes dos Bancos Centrais do G-10.

¹⁵ Ruptura do Acordo de Bretton Woods implicando o fim do padrão dólar-ouro em 1971 e das paridades fixas em 1973.

¹⁶ Para uma análise detalhada desse processo veja: Lima, M.L.L.P. — *O Euromercado e a expansão do Capital Financeiro Internacional* — Dissertação de Mestrado, UNICAMP — 1985.

A crescente entrada de fundos provenientes dos países exportadores de petróleo e a concorrência existente entre os agentes financeiros internacionais no momento de realizarem suas operações ativas obrigaram esses bancos a generalizar suas manobras de transformação de prazos, tornando de médio/longo prazos recursos captados por curto prazo e assumindo assim um risco importante que independia, inclusive, da qualidade do tomador.

É evidente que a necessidade de repassar a pletora de fundos captados obrigou esses bancos a intensificarem suas operações ativas com clientes considerados de segunda classe, ao mesmo tempo em que facilitou o acesso de novos bancos, de reduzidas dimensões, ao mercado. Estes bancos, dada sua participação marginal no mercado, sujeitavam-se a pagar taxas mais elevadas no interbancário, provocando tensões na estrutura das taxas de juros.

Foi nestas circunstâncias que, em junho de 1974, o banco alemão Herstatt teve sua falência decretada. A quebra do Herstatt provocou uma reação em cadeia e outros importantes bancos sofreram acentuadas perdas. A falência do Herstatt foi ocasionada pelos resultados adversos de operações especulativas no mercado de câmbio, sendo que a crise neste banco, além de impor pesadas perdas para outros bancos — o Franklin National, por exemplo, tornou-se insolvente em outubro de 1974 — abalou a confiança em todo sistema. Ressalte-se que as perdas neste sistema transmitiam-se rapidamente, e como boa parte das operações eram interbancárias, a ruptura de um dos elos da corrente financeira desestabilizava toda a cadeia.

Assim foi significativa a reunião, em setembro de 1974, de dirigentes dos Bancos Centrais dos países integrantes do chamado Grupo dos Dez, promovida pelo BIS. Nessa reunião, tentou-se estabelecer uma supervisão bancária, em nível internacional,

e avaliar os meios disponíveis para garantir a atuação desses Bancos Centrais como prestamistas em última instância, em caso de iliquidez no mercado. Ficou acordada a formação de um Comitê Permanente de Especialistas — *Standing Committee of Experts* — que deveria colaborar com esses Bancos Centrais, bem como assessorá-los. Não foi estabelecido, porém, um sistema de supervisão completo, em nível internacional, que cobrisse as atividades bancárias nos principais centros financeiros¹⁷.

A internacionalização crescente dos mercados financeiros internacionais e as crises que abalaram as instituições financeiras que operavam nesses mercados deram a motivação necessária para que se buscassem formas de coordenação das políticas monetárias e cambiais, bem como da montagem de um arcabouço legal que estabelecesse um regime regulamentador dessas atividades internacionais.

O Acordo de Basiléia, de 1988, instituiu a primeira estrutura internacional contendo normas para adequação de capital e outros regulamentos a serem cumpridos pelos agentes financeiros internacionais. Este acordo foi fruto de intensas discussões no âmbito do Comitê de Regulamentação Bancária e Práticas de Supervisão — *Committee on Banking Regulation and Supervisory Practices* — e aprovado pelos presidentes dos bancos centrais do G-10 em julho de 1988. O documento aprovado — *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards* — impôs várias alterações nos regulamentos nacionais dos países do G-10. Posteriormente, mais de cem países aderiram às recomendações contidas no documento do Acordo de Basiléia¹⁸.

As principais preocupações refletidas no Acordo de 1988 diziam respeito ao estabelecimento do montante de capital requerido em face aos riscos de crédito

¹⁷ McMahan, C.W. — *The Central Banks Gather* — Euromoney, April, 1975.

¹⁸ Bank for International Settlements — 59th Annual Report — June 1989.

assumidos pelas instituições e à necessidade de provisões para as operações constantes no *off-balance sheet*. A pressão por uma maior regulamentação pode ser identificada nas sucessivas reuniões e acordos internacionais que vêm sendo firmados desde então.

- **Conclusão**

As principais alterações ocorridas nos EUA e demais países citados permitem concluir que, embora muitas dessas alterações realizadas pelos Bancos Centrais buscassem uma sintonização com as mudanças nos MFI, não se pode afirmar com isso que as autoridades monetárias tenham abandonado suas prerrogativas de gestoras da política monetária em seus respectivos países.

Se considerarmos que o aprofundamento do processo de internacionalização do capital financeiro desde a década de setenta originou a necessidade de alterações institucionais, podemos entender as transformações ocorridas dentro desse conjunto de regulamentações como uma mera adequação institucional. As questões de fundo que permanecem são: qual o grau de autonomia das políticas monetárias e cambiais nacionais face à interpenetração dos mercados domésticos e internacionais; e, qual a efetividade das medidas preventivas preconizadas para as operações internacionais.

É importante frisar que o grau de autonomia das políticas monetárias e cambiais nacionais, ainda que tenha diminuído de uma forma geral, está sendo particularmente reduzido nos casos dos países altamente endividados que adotaram políticas de estabilização pós-crise de 1982 fortemente sustentadas na manutenção de paridades rígidas e fixas em relação ao dólar americano.

Em relação à manutenção da credibilidade das instituições financeiras que operam internacionalmente, pode-se antecipar que os resultados não têm sido satisfatórios, a ponto de afastar a possibilidade de uma nova crise nos MFI.

Na realidade, as principais alterações regulatórias referem-se à estrutura dos mercados, isto é, à segmentação tradicional destes mercados de acordo com o tipo de produto e/ou área geográfica de operação. São estas regulamentações estruturais que sofreram as maiores modificações nos principais mercados financeiros domésticos com desdobramentos importantes para os MFI.

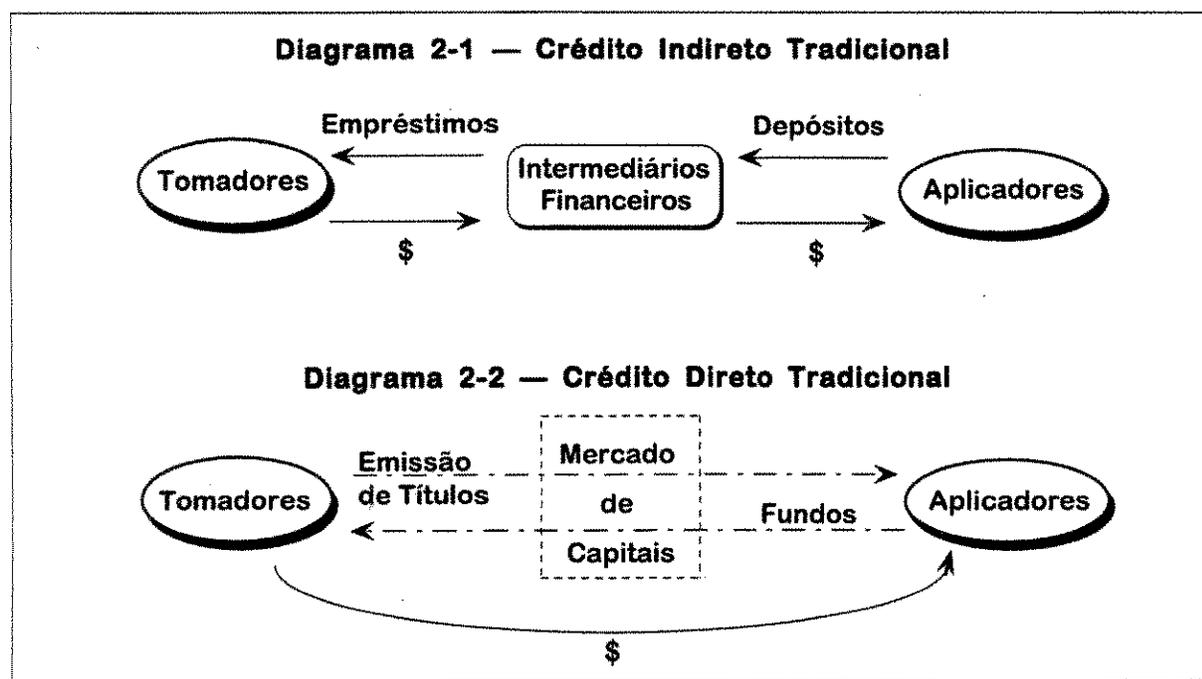
Além do mais, como já foi visto, se por um lado algumas das exigências foram atenuadas nos últimos anos nos principais mercados domésticos, por outro, intensificou-se a tutela exercida pelo BIS sobre as instituições financeiras internacionais após a crise de 1982.

Finalizando, o termo “desregulamentação” que passou a ser usado de maneira indiscriminada a partir do início dos anos oitenta, foi “criado” nos EUA no primeiro governo Reagan, tendo sido utilizado tanto para caracterizar o processo de alteração da regulamentação estrutural do sistema bancário quanto para outros setores como de telecomunicações e transporte aéreo. Muitas das transformações estruturais que passaram a ocorrer nos EUA a partir de então já tinham se iniciado nos países da Europa Ocidental desde meados dos anos sessenta. O que reforça o argumento de que esse termo tem um caráter muito mais ideológico do que de fato sintetizador de um novo conceito ou uma volta desenfreada aos princípios do *laissez-faire* como querem alguns.

2.2. Desintermediação Financeira: O Processo de Securitização do Crédito

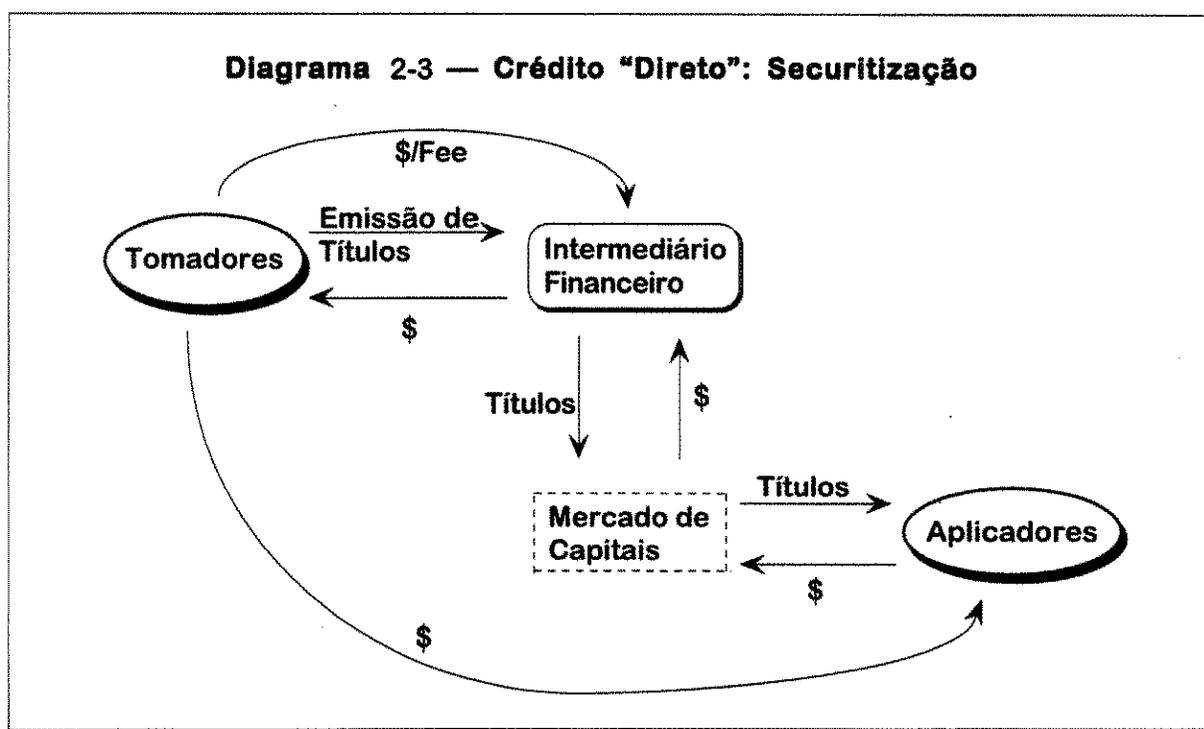
O conceito de intermediação financeira refere-se a operações nas quais um intermediário — banco ou outro agente financeiro — interpõe-se entre o último aplicador e último tomador. Este tipo de operação é chamado de financiamento indireto. Por outro lado, o processo de desintermediação supõe mecanismo direto de crédito sem a participação de um intermediário financeiro (bancário ou não-bancário). Segundo a definição utilizada pelo FMI¹⁹, as operações de crédito direto existem quando “um aplicador detém um ativo negociado diretamente com o tomador”, o que significa, portanto, operações de crédito através de títulos — *bonds* ou ações (diagramas 2-1 e 2-2).

Se, à primeira vista, o termo “desintermediação” sugere o afastamento dos intermediários financeiros do processo de captação e alocação de recursos financeiros, uma análise mais cuidadosa indica que as operações financeiras continuam a ser planejadas, arquitetadas, subscritas, custodiadas e comercializadas por esses intermediários.



¹⁹ International Monetary Fund (IMF) — International Capital Markets — Jan. 1986 p.6.

De qualquer forma, a transformação dos ativos financeiros em títulos que podem ser negociados nos mercados de capitais domésticos e internacionais representou uma alteração substancial nos sistemas financeiros privados, modificando-se o papel tradicional dos bancos e aumentando-se a importância dos intermediários financeiros não-bancários. Por esta razão é que se associa imediatamente à desintermediação o processo de securitização do crédito (diagrama 2-3).



As operações de crédito direto, isto é, a colocação de *bonds* e ações sob a denominação de *securities* são inovações que permitiram transformar empréstimos em títulos negociáveis nos mercados de capitais. Com a agregação de outros elementos como o encurtamento do prazo de maturidade desses títulos, possibilidade de repactuar o retorno das aplicações (inclusive através de instrumentos financeiros derivados e acoplados à operação original) e outras

transformações do próprio título, procedeu-se à progressiva perda de nitidez na separação tradicional entre os segmentos e mudança no papel dos intermediários financeiros.

Houve um crescimento significativo do “antigo” segmento de longo prazo (títulos) durante os anos de ajuste — 1982/85 — dos MFI após a crise do endividamento. A maior parte desses títulos negociados nos MFI refere-se à dívida pública de países avançados, ou seja, estes títulos públicos é que são a “base” de crescimento do segmento de *bonds* dos MFI. Os EUA, evidentemente, são os principais responsáveis pela emissão de títulos públicos colocados nos MFI desde o início dos anos oitenta.

Por esta razão, o termo “desintermediação” vem associado ao termo “securitização”. O conceito de “securitização” engloba a colocação de títulos tradicionais (*bonds*, *notes* e ações) e dos novos produtos que foram sendo criados a partir dos anos oitenta num processo acelerado de introdução de inovações financeiras. A redução abrupta do segmento de empréstimo e crescimento vigoroso do segmento de “longo prazo” entre 1982 a 1986, consagrou os termos acima.

Cabe ressaltar as ligações imediatas entre as alterações nos MFI e os desequilíbrios externos apontados anteriormente tanto decorrentes da crise do endividamento — cujo maior impacto se fez sentir no segmento de empréstimo — como da presença de déficits públicos crescentes, principalmente americanos, financiados através de colocação de títulos nos MFI. Outro elemento coadjuvante no processo de securitização do crédito, foi a intensa atividade de fusão e aquisição de empresas, públicas e privadas,

iniciada nos EUA e Grã-Bretanha e depois difundidas, já a partir do final dos anos oitenta, no Japão, nos demais países europeus e entre aqueles que foram protagonistas da crise da dívida de 1982.

A presença desses desequilíbrios, acompanhada pela volatilidade das taxas de juros e de câmbio, e a forma privilegiada de reciclagem dos mesmos agudizaram algumas das características das economias capitalistas contemporâneas: instabilidade internacional crescente e contínua com o decorrente aumento de riscos e, por outro lado, a possibilidade de desenvolvimento de novos produtos que captassem as oportunidades de ganhos extraordinários derivados dessa própria instabilidade.

Além disso, a securitização do crédito permitiu uma maior flexibilidade na administração financeira das empresas que foram alvo de reestruturação econômica intensificada a partir da década de oitenta. A possibilidade de concessão de financiamentos sob novas formas de colocação de *securities* aumentou muito a capacidade de alavancagem financeira de empresas que necessitavam captar recursos para seus projetos de remodelação e/ou privatização, viabilizando, assim, vários novos negócios.

Há inúmeras formas de securitização baseadas nos vários instrumentos financeiros que foram sendo criados num ritmo muito acelerado desde o início dos anos oitenta; porém, o conceito mais geral de securitização é o do planejamento da transformação — feito pelo próprio intermediário financeiro — de uma operação de crédito tradicionalmente realizada pelo agente financeiro (crédito indireto) em outra operação negociável no mercado aberto (crédito direto).

De maneira geral, o processo de securitização do crédito incluiu tanto a utilização crescente de estruturas tradicionais de colocação de títulos quanto de novas formas que vieram a ser desenvolvidas paulativamente a partir do início da década de oitenta.

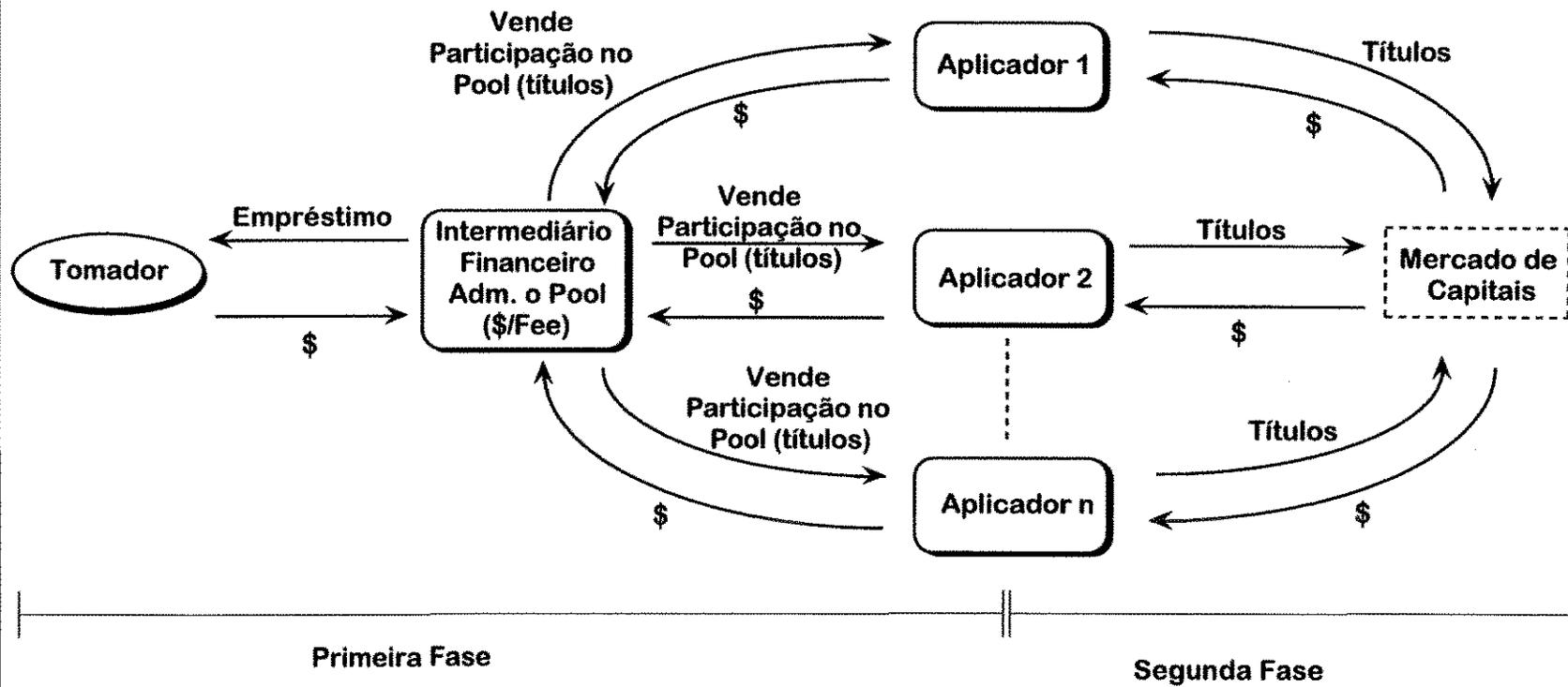
Dentro da estrutura tradicional de securitização de crédito, uma forma muito utilizada nos MFI, surgida em 1984, é do *transferable loan facility* (TLF) que consiste na venda de participação em empréstimos concedidos (tradicionais empréstimos sindicados) de tal forma que os investidores participantes do *pool* recebam certificados que possam ser negociados no mercado secundário. Nessa modalidade de securitização, o banco, que antes deveria fazer constar do seu ativo a operação de empréstimo, passa a ser o administrador do *pool* de títulos mediante o pagamento de um *fee* (geralmente recebido antecipadamente) que são negociáveis nos mercados de capitais.

A primeira fase do processo de concessão de crédito descrito acima corresponderia ao esquema descrito tradicionalmente como crédito indireto. No entanto, a segunda fase do mesmo processo seria classificada na concepção tradicional como crédito direto, o que de fato não ocorre, uma vez que todo processo é conduzido pelo intermediário financeiro. O diagrama 2-4 apresentado a seguir ilustra essa forma de securitização.

Ao longo da década de oitenta, uma nova estrutura de operações de securitização de crédito — denominada de *asset-backed securities* ou *loan-backed* — desenvolveu-se baseada no conceito de colaterização. Essas operações surgiram, inicialmente, no mercado hipotecário residencial americano²⁰ para, posteriormente, incluírem uma gama bastante variada de ativos usados como garantia colateral.

²⁰ O governo federal americano por meio da Federal National Mortgage Association, do Government National Mortgage Association e da Federal Home Loan Mortgage, instituiu programas de empréstimos para a aquisição de moradia utilizando a técnica *mortgage-backed securities*. Nessa transação, empréstimos para compra de residências eram concedidos através da formação de um *pool* de investidores que compravam títulos com determinada remuneração, cujo a garantia colateral era dada pelo próprio imóvel(is), e que podiam ser negociados no mercado secundário para esse tipo de título. Os chamados Fundos Mobiliários desenvolveram-se a partir dessa forma de securitização de crédito. Para maiores detalhes, ver, por exemplo, Rosenthal, J. e Ocampo, J.M. (1989, p.40).

Diagrama 2-4 — Transferable Loan Facility (TLF)



As transações de *asset-backed securities* podem ser melhor entendidas através do seguinte esquema: o tomador de recursos — empresa A — interessado em obter um financiamento de \$ X milhões elege um determinado ativo de sua propriedade (podendo ser, inclusive, uma percentagem de seu *cash flow*) para ser usado como garantia colateral, por meio de mecanismo denominado de *special purpose vehicle*. A operação é conduzida por um(ns) intermediário(s) financeiro(s) que se encarrega(m) de fazer a emissão de *securities* no montante total do financiamento requerido e colateralizado por um determinado ativo elegido por A, e de colocar esses títulos junto a investidores. Na transação, são estabelecidos os fluxos de pagamentos devidos pelo tomador ao(s) intermediário(s) financeiro(s) e os repasses desse(s) aos investidores. No caso de uma eventual falência do tomador, o ativo dado como garantia passa a ser, em condições especiais, de propriedade dos investidores²¹.

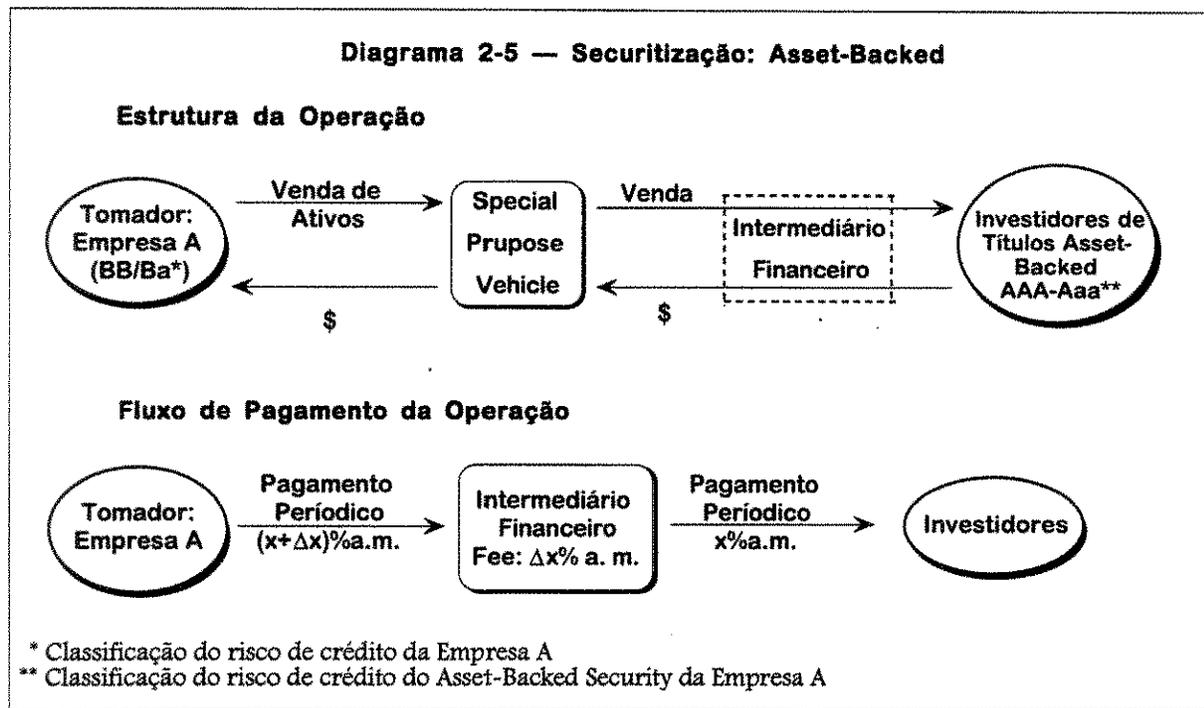
Como em caso de falência é previsto tratamento diferenciado entre o ativo dado como garantia nesse tipo de transação e os demais ativos da empresa, as empresas tomadoras de crédito por meio de *asset-backed securities* obtêm classificação mais elevada para esses títulos por parte das agências especializadas que fazem a avaliação do risco de crédito²². Por essa razão, os financiamentos assim obtidos pagam taxas de retornos mais baixas. O diagrama 2-5 representa uma operação típica de *Asset-Backed Security*.

A reestruturação financeira e econômica de grandes corporações americanas mediante o processo de fusão e aquisição, e a privatização de empresas públicas inglesas ensejaram a necessidade e o surgimento de novas técnicas para aumentar

²¹ Em caso de falência da empresa A, por meio do mecanismo — *special purpose vehicle* — é possível fazer a transferência imediata para o(s) investidor(es) do ativo dado como garantia sem a necessidade de se submeter as regras estipuladas para a liquidação de ativos de empresas insolventes.

²² No capítulo seguinte há uma explicação sobre os critérios das agências especializadas na avaliação do risco de crédito dos títulos negociados nos mercados de capitais.

o grau de alavancagem financeira que podem ser diretamente associadas ao processo de securitização de crédito: *leveraged recapitalization* e *leveraged buyout* (LBO)²³ Como já foi mencionado, essas técnicas desenvolvidas e padronizadas naqueles países tiveram posteriormente uma penetração muito grande em outros países.



No caso da *leveraged recapitalization*, há reestruturação financeira por meio da transformação de empréstimos em *securities* utilizando-se novos instrumentos financeiros. Esse tipo de operação é geralmente conduzida por um(ns) agente(s) financeiro(s) especializado(s) que se encarrega(m) de planejar e executar toda a transação. Como resultado desse procedimento, a empresa reduz a parcela de *senior debt* alterando, portanto, sua estrutura de capital. A partir dessa nova estrutura, a empresa poderá, eventualmente, voltar a captar empréstimos de terceiros²⁴.

²³ As operações de LBO comportam as diversas modalidades de transações que implicam em um aumento da alavancagem financeira, inclusive o *Management Buyout*. Sobre esse assunto ver, Altman, E.I. (1993, cap.6) e Sandri, S (1990).

²⁴ A respeito da relação entre a estrutura de capital e o valor de uma determinada empresa, ver Altman, E.I. (1993, p.142 a 146).

A LBO é intensamente usada para viabilizar projetos de readequação da estrutura proprietária e/ou produtiva das empresas públicas e privadas com dificuldades de captação do montante requerido para a execução de tais projetos. Nesse caso, o grupo que faz o *takeover* (compra da empresa ou *target*)²⁵ juntamente com o(s) intermediário(s) financeiro(s) arquitetam a operação de financiamento que permitirá a compra de ações ordinárias de tal forma que o adquirente obtenha o controle da empresa em questão. A principal inovação financeira é que nesse financiamento apenas parte refere-se a empréstimos bancários²⁶ cabendo uma participação relevante (25 a 30%) à colocação de *securities* (exceto ações ordinárias). Esse último tipo de débito também é chamado de *mezzanine*, dado que não tem a maior prioridade (*balcony*) e tampouco a menor primazia (*orchestra*). Geralmente, essas *securities* colocadas em uma operação de LBO são consideradas *junk bonds* em decorrência de sua classificação (conceitos abaixo de BB ou Ba)²⁷ e conseqüente alta taxa de retorno.

A securitização do crédito, intensificada desde o início da década de oitenta, foi considerada por muitos autores²⁸ não apenas uma importante tendência nos mercados financeiros domésticos e internacionais mas, também, uma resposta extremamente oportuna a muitas das dificuldades inerentes ao processo de financiamento. As principais vantagens seriam:

²⁵ No *takeover* geralmente é oferecido um prêmio considerável aos detentores de ações ordinárias, estimado em 46% acima do valor de mercado. Essa operação de compra pode ser conduzida pelo grupo de executivos da empresa alvo ou *target* (pública ou privada) — é o *management buyout*. Quando não há a participação consensual dos executivos da *target* trata-se de um *hostile takeover*, implicando, muitas vezes, um desmembramento da estrutura produtiva previamente existente. Ver Kaplan (1989) e Moore, H. (1990).

²⁶ Altman (1993, p.138) estima que os intermediários financeiros envolvidos em uma operação desse tipo não concedem empréstimos superiores a 60% do total do *buyout*.

²⁷ Sobre a classificação das *securities* de acordo com risco de crédito ver Capítulo III, p. 90 deste trabalho.

²⁸ Como exemplo, pode-se citar Rosenthal, J. e Ocampo, J.M. (1989) e Roussakis, E.N. (1990). Autores como Gardener, E.P.M. (1987b) e Sandri, S. (1990) adotam postura mais crítica em relação às vantagens do processo de securitização.

- redução expressiva para os intermediários financeiros dos riscos de crédito e de taxa de juros;
- menor necessidade de aumentar capital próprio em caso de ampliação das operações ativas por parte dos agentes financeiros;
- possibilidade de não fazer constar no balanço das instituições financeiras operações com *securities*;
- fonte de recursos mais barata do que empréstimos tradicionais para os tomadores;
- débitos contraídos pelos captadores por meio de *securities* com prioridade menor do que os empréstimos (*mezzanine financing*);
- possibilidade de expandir e alavancar a estrutura financeira das empresas não-financeiras;
- ampliação da gama de opções para investidores institucionais²⁹ implicando, portanto, maior flexibilidade na composição de *portfolios*;
- rentabilidade mais alta para investidores do que aplicações tradicionais;
- intensificação e aumento das aplicações financeiras;
- acesso a um número muito maior de participantes às aplicações em novos tipos de instrumentos por meio de vários tipos de fundos administrados por investidores institucionais.;

Se o processo de securitização trouxe essa série de vantagens mencionadas acima, podendo, portanto, atender a diversos objetivos dos intermediários financeiros, tomadores e investidores, trouxe também a possibilidade de um aumento no endividamento, de uma redução significativa nos prazos de maturidade dos títulos facilitando uma maior especulação, de uma expressiva pulverização dos aplicadores e do desenvolvimento de mecanismos capazes de propagar uma maior instabilidade por todo sistema financeiro.

²⁹ Fundos Mútuos, Fundos de Pensão, Seguradoras etc.

2.3. Globalização

O processo de internacionalização do capital que havia sido intensificado desde o final da Segunda Guerra Mundial sofreu alterações profundas com o desenvolvimento acelerado dos sistemas de computadores e da tecnologia de comunicação. No setor financeiro, além da enorme simplificação das rotinas operacionais tradicionais, surgiu a possibilidade da rápida transferência eletrônica de fundos; da centralização geográfica das operações sem necessidade, inclusive, do estabelecimento físico em uma praça para atuação naquele determinado mercado; e, do acesso rápido, em tempo real, a informações das várias praças financeiras.

A aceleração no ritmo de introdução de inovações financeiras, com o apoio desses novos sistemas de informação e comunicação, por sua vez, criaram novos mercados e exigiram que os mercados domésticos tradicionais dos países avançados passassem por um processo de “desregulamentação” possibilitando assim a interpenetração de vários mercados nacionais e o alargamento dos MFI. A esta ampliação e modificação estrutural dos mercados financeiros denomina-se “globalização” financeira.

A característica básica da “globalização” financeira é que uma *security* pode ser negociada por um residente ou não-residente em qualquer mercado onde esteja listada e pode também estar denominada em moeda que não a do país onde se realize a operação. É claro, que existe um série de regras para que um título seja negociado internacionalmente. Contudo, o número de *securities* assim transacionadas tem crescido continuamente. A internacionalização dos mercados monetários e de capitais pode-se dar de diversas formas, como por exemplo:

- forma clássica de internacionalização, ou seja, grandes instituições financeiras estabelecendo escritórios de representação ou filiais nos principais centros financeiros;
- diversificação de *portfolio* de investidores institucionais como fundos de pensão, fundos mútuos e companhias de seguro, por meio de manutenção em carteira de títulos estrangeiros e/ou de títulos negociados em outras praças fora do país de origem;
- colocação simultânea de títulos em várias bolsas por grandes empresas.

O interessante a se notar é que no auge da utilização do termo “globalização” financeira o grupo dos países em desenvolvimento altamente endividados estava absolutamente excluído dos MFI, pelo menos no que diz respeito aos créditos concedidos em base voluntária. Mais uma vez, é necessário discernir os fatos do discurso ideológico, sem contudo negar a intensificação e alteração do processo de internacionalização. Como se verá mais adiante neste trabalho, nem ao menos no núcleo dos MFI houve uma total integração como o termo “globalização” sugere.

Aglietta, M. (1995) sintetizou muito bem o caráter contraditório do processo de globalização. Para esse autor, “A globalização move-se por forças contraditórias. De um lado, existem tendências homogeneizantes: formou-se um mercado de liquidez no atacado em escala mundial; a desregulamentação teve efeitos contagiantes; a concorrência eliminou a separação entre os bancos e demais agentes financeiros. Mas, por outro lado, continuaram a existir sistemas financeiros diferentes, sem que se possa pretender que os princípios de organização que lhes dão embasamento irão ceder espaço a um tipo universal de finanças.”³⁰

³⁰ Aglietta, M. (1995) — p.117.

O que não se pode ignorar é a ampliação de mercados proporcionada por uma maior integração e interpenetração dos mercados domésticos e internacionais. Essa ampliação, em si, trazida pela globalização financeira também representa uma inovação financeira extremamente relevante. Do ponto de vista deste trabalho, a globalização dos mercados financeiros é entendida como um salto qualitativo do processo de internacionalização financeira que vem ocorrendo desde o final da Segunda Grande Guerra.

2.4. Conclusões

As alterações estruturais dos MFI, principalmente a partir de 1982, trouxeram como consequência imediata a eliminação da distinção clara entre os segmentos e os mercados. Novos produtos, por exemplo, associam características do tradicional segmento de empréstimo com o de *bonds*. Assim, títulos outrora apenas negociados com prazo longo de maturidade ganharam a liquidez que a instabilidade da situação econômica requeria. As tradicionais diferenças entre os mercados monetário e de capitais também estão desaparecendo em algumas áreas. Em alguns países avançados, a distinção entre o mercado doméstico e os internacionais torna-se cada vez menos clara. A este fenômeno de perda de nitidez na separação de segmentos e/ou mercados dá-se o nome de “difusão estrutural”³¹.

Essas mudanças — que vêm ocorrendo de maneira intensa desde o início dos anos oitenta — resultam, portanto, do processo competitivo e dos fatores externos aos mercados já mencionados e são viabilizadas pelo avanço tecnológico. As transações com os novos produtos — que são continuamente criados nos MFI — seriam impossíveis sem o desenvolvimento das redes internacionais de telecomunicação e desenvolvimento da microeletrônica.

O importante a se considerar são as alterações das regras de competição introduzidas pela aceleração do processo inovativo atual. Por um lado, bons resultados são obtidos pelas instituições que estão mais atentas às novas exigências e são mais rápidas tanto na criação e/ou adaptação de novos produtos quanto na aplicação de novas tecnologias. Por outro lado, a atividade

³¹ Gardener, E.P.M. (1989) — *Innovation and New Structural Frontiers in Banking* — Journal of Finance — Jan. 1989, p.9.

financeira internacional torna-se cada vez mais complexa e, portanto, são criadas barreiras à entrada para agentes financeiros menores e/ou menos qualificados. A própria sobrevivência desses agentes no seu mercado doméstico que se internacionaliza torna-se cada vez mais complicada.

“Tudo é incerto e derradeiro.
Tudo é disperso, nada é inteiro.”

Fernando Pessoa

3. Inovações Financeiras: os Novos Produtos Financeiros

As inovações financeiras são ofertadas ou requeridas a partir de necessidades existentes tanto de forma latente quanto de maneira expressa. Essas necessidades podem se originar a partir de condicionantes externos aos mercados financeiros ou por motivações que são próprias do sistema financeiro. Assim, a volatilidade das taxas de juros e de câmbio, elementos externos aos mercados financeiros, geraram vários novos instrumentos. A necessidade de maior capitalização dos bancos após a crise da dívida de 1982, elemento interno ao sistema, também gerou novos produtos.

De maneira geral, um produto financeiro pode ser decomposto nas seguintes características econômicas:

- liquidez
- risco
- rentabilidade

Os diferentes instrumentos existentes e os que vão sendo criados refletem as diferentes combinações das características acima. A tendência pós-1982 tem sido o acirramento da busca de menor risco e maior liquidez, tanto para mercados domésticos como para os internacionais¹. É um processo tão intenso que se pode dizer que houve uma “liquefação” dos mercados.

¹ Como já foi visto nesse trabalho, a interpenetração dos mercados financeiros (globalização) radicaliza a tendência de difusão de inovações.

3.1. O Processo de Inovações Financeiras

Existe uma série de instrumentos financeiros (produtos e processos) que foram e estão sendo criados para atender às necessidades e/ou exigências tanto das instituições financeiras quanto dos agentes não-financeiros. Assim, de maneira mais imediata, estes instrumentos refletem situações macroeconômicas, tanto globais quanto domésticas, e as preferências dos mercados.

A questão torna-se mais complexa caso se pretenda explicar o surgimento desses instrumentos de acordo com uma lógica que transcenda as análises mais casuísticas. Discutem-se a seguir duas das principais interpretações a respeito do processo de inovações financeiras.

3.1.1. As Visões Americana e Européia

A chamada visão americana do processo de inovação financeira procura associá-lo ao conjunto de regulamentos existente². Segundo esse modelo explicativo, regulamentos inadequados podem acabar sendo contornados por inovações vindas dos intermediários financeiros — bancários e não-bancários. O mercado, por meio de seus agentes, tem uma grande capacidade de resposta aos obstáculos que eventualmente venham a ser colocados pelas autoridades normativas. Alguns elementos são considerados coadjuvantes no estímulo à inovação, como é o caso da inflação e das mudanças tecnológicas exógenas.

² Ver, por exemplo, Kane, E.J. (1981) — *Accelerating inflation, technological innovation, and decreasing effectiveness of banking regulation* — *Journal of Finance* — May 1981 — p.355-367.

A inflação, ao provocar a elevação da taxa nominal de juros e conseqüentemente do custo de oportunidade dado o conjunto de regulamentos existente, induziria os agentes financeiros a introduzir inovações. As mudanças tecnológicas, ao ocasionarem uma redução dos custos marginais, também estimulariam a criação de novos instrumentos financeiros que burlassem os regulamentos vigentes. A reação *a posteriori* das autoridades normativas viria no sentido de alterar regulamentos de tal sorte que estes pudessem enquadrar os novos instrumentos, prosseguindo-se assim o processo.

Em 1986, o BIS³ desenvolveu um modelo muito mais sofisticado para analisar estas inovações financeiras que ficou conhecido como sendo a visão européia desse processo inovativo. Segundo essa visão, a dificuldade de se construir um modelo teórico para a análise das inovações financeiras parte da própria definição do objeto. O conceito de inovação financeira só pode ser firmado em termos muito amplos. Cada instrumento financeiro resulta da combinação de uma série de características: rentabilidade, montante, maturidade, risco de preço, risco de crédito, risco do país, liquidez, negociabilidade, e outros. A cada nova combinação dessas características, tem-se um novo instrumento financeiro, e o processo de inovação consiste, portanto, em gerar novas combinações. A questão, contudo, é que muitas dessas características não são evidentes e nem tampouco mensuráveis. Por esta razão, não é possível ter uma definição exata de inovação financeira.

3.1.2. Modelo Classificatório do BIS

No relatório do BIS (1986), há a formulação de um sistema classificatório das inovações financeiras a partir de suas principais características ou funções. Dada sua relevância, tratar-se-á de fazer uma breve exposição desse modelo a seguir.

³ Bank for International Settlements — *Recent Innovation in International banking* — April 1986.

3.1.2.1. Determinantes da Demanda por Inovações

A demanda por inovações financeiras é entendida como uma necessidade ou desejo dos agentes econômicos por um instrumento financeiro não-específico que tenha determinadas características ou desempenhe certas funções. Para construir a taxonomia das inovações financeiras, o relatório do BIS (1986) parte da seguinte definição das funções desempenhadas pelo setor financeiro:

- Prover o sistema econômico de mecanismos de transferência de riscos entre os agentes econômicos;
- Fornecer liquidez para a economia, no sentido de propiciar a troca de ativos entre os agentes (mudança de posição);
- Oferecer opções para a manutenção da riqueza, isto é, ativos financeiros que dão direito ao recebimento de parte da renda gerada em uma economia.

Dado o entendimento que se tem sobre o papel do setor financeiro, isto é, quais as funções que este deve cumprir em uma economia capitalista, chega-se à dedução de que a demanda por inovações implica a demanda por instrumentos que executem as seguintes funções:

- **transferência de risco (de preço ou de crédito)** — inovações que permitam ao agente econômico transferir o risco de mercado (ou preço) ou de crédito inerente a um determinado ativo financeiro;
- **incremento de liquidez** — instrumentos que confirmam maior liquidez (negociabilidade ou transferibilidade) a papéis já existentes ou novos produtos que já tragam embutida esta maior facilidade de negociação ou de mudança de posição;

- **geração de crédito (ou débito)** — ampliação da oferta de crédito por meio de inovações resultantes de um aumento no volume geral de crédito ou na mudança na forma de concessão de crédito, como, por exemplo, ênfase em crédito direto em detrimento de crédito indireto;
- **ampliação do capital acionário** — inovações que permitam ampliar a participação dos agentes econômicos do mercado acionário.

- **Transferência de Risco**

As inovações motivadas pela necessidade de transferência de risco — tanto de mercado quanto de crédito — emergiram em um contexto de grande instabilidade dos preços dos ativos e de deterioração da credibilidade dos agentes financeiros envolvidos no processo de concessão de crédito.

A instabilidade dos preços dos ativos está relacionada prioritariamente à grande volatilidade das taxas de juros e de câmbio, inclusive superando a inflação.

Vários dos instrumentos financeiros criados para minimizar o risco de mercado (ou de preço) tiveram como principal motivação evitar o risco de taxas de juros e/ou de taxa de câmbio. Na análise posterior dos principais produtos financeiros, abordar-se-á este ponto com mais cuidado.

Em relação ao risco de crédito, as causas apontadas pelo relatório do BIS (1986) para a deterioração da credibilidade dos agentes econômicos são as seguintes:

- fim do *boom* do setor energético — relacionado à mudança de posição de excesso de demanda para escassez de demanda por petróleo e seus derivados;

- crise dos países em desenvolvimento altamente endividados (1982)⁴.

Os instrumentos financeiros motivados pelo aumento do risco de crédito buscaram diminuir o impacto dos não-recebimentos nos ativos das instituições financeiras. Portanto, essas inovações associam-se à securitização dos ativos (produtos) e à nova tecnologia de administração (processo) dos balanços — *off-balance sheet*.

- **Incremento de Liquidez**

De acordo com o relatório do BIS (1986), uma série de novos produtos financeiros foram criados a partir da necessidade crescente de liquidez da economia. A primeira onda inovativa motivada pelo desejo de maior liquidez ocorreu na década de setenta, como fundos mútuos e novos tipos de depósitos negociáveis. Posteriormente, novas técnicas foram desenvolvidas para serem acopladas a produtos com prazo de maturidade mais longo e novos produtos foram criados já contendo a possibilidade de transação mais imediata. As inovações posteriores que procuram incrementar liquidez estão relacionadas, principalmente, às *securities*, isto é, aos instrumentos negociados nos mercados de capitais.

⁴No relatório do BIS (1986), a explicação para a deterioração das posições dos bancos coloca a crise do endividamento (1982) no mesmo nível dos problemas do setor energético. Ou seja, bancos que emprestaram para países altamente endividados e/ou para empresas do setor energético tiveram sua credibilidade fortemente abalada. Certamente, os técnicos do BIS incorreram no mesmo erro de vários analistas que, na época, acreditavam que a crise do endividamento era apenas uma crises de liquidez e portanto, passageira. Como se trata aqui de expor o modelo do BIS, está mantida a sua abordagem. Contudo, do ponto de vista deste trabalho, o risco de crédito propulsor de várias inovações está fundamentalmente associado à crise da dívida de 1982.

- **Geração de Crédito**

Em relação às inovações voltadas para expansão do crédito, o BIS (1986) relaciona alguns elementos fomentadores e facilitadores do aparecimento desses novos instrumentos:

- o aumento da necessidade de financiamento de forma geral da economia ou de setores específicos que demandam novas fontes e ampliação de crédito. Aponta para a necessidade crescente de financiamento do governo americano e facilidade de colocação dos títulos do Tesouro americano⁵;
- intensificação das operações de crédito direto;
- surgimento e crescimento de mercados secundários;
- incremento de crédito baseado no fluxo de caixa futuro das firmas e valorização imobiliária⁶;
- adoção de processos de desregulamentação diferenciados nos principais mercados domésticos, criando possibilidades de arbitragem captadas por novos instrumentos.

- **Ampliação do Capital Acionário**

O relatório do BIS (1986) associa às inovações derivadas da demanda por ampliação do capital acionário a mudança de regulamentos para bancos comerciais no sentido de aumentar o nível de capitalização. Considera que o número de inovações relacionadas à ampliação do capital acionário é limitado, e

⁵ Como já foi mencionado anteriormente neste trabalho, uma das causas básicas do crescimento dos MFI é a presença contínua e crescente de déficits do governo americano.

⁶ Novas técnicas de alavancagem financeira já foram mencionadas neste trabalho no capítulo anterior.

justifica este fato devido ao interesse relativamente pequeno das empresas não-bancárias por esse aspecto.

3.1.2.2. Determinantes da Oferta de Inovações

Analisados os determinantes da demanda por inovações, o relatório do BIS (1986), por analogia à teoria dos preços, procura estabelecer os elementos que definem a oferta de inovações financeiras. Desta forma, analisa-se a motivação por parte das instituições financeiras em prover ou comercializar novos produtos. Constatase que a oferta de um novo instrumento é derivada de quatro fatores básicos:

- **tecnologia;**
 - **necessidade de aumento da capitalização decorrente de mudanças regulatórias;**
 - **intensificação da concorrência;**
 - **dinâmica do processo de inovações.**
-
- **Tecnologia**

Também no relatório do BIS (1986), o papel das mudanças tecnológicas como o avanço nas telecomunicações, nos sistemas de informações e de computação aparece como o fator possibilitador das inovações financeiras. São citadas as três maiores contribuições advindas do progresso tecnológico:

- **Redução de custos e expansão das telecomunicações que permitiram a interpenetração dos vários mercados de forma inclusive indireta;**

- Utilização dos sistemas de informação e de computação que contribuíram para a criação de novos instrumentos de complexa engenharia financeira;
- Redução do custo de obtenção de informação através do aprimoramento do fluxo informativo.

- **Necessidade de Aumento da Capitalização Decorrente de Mudanças Regulatórias**

A deterioração dos ativos bancários levou as autoridades monetárias a exigirem formalmente ou a sugerirem de maneira indireta que os bancos passassem a trabalhar com um grau de alavancagem mais baixo, ou seja, com um menor coeficiente entre os ativos constantes em balanço e o capital próprio. Conseqüentemente, as instituições financeiras bancárias passaram a ter necessidade de aumentar a capitalização para manter o mesmo nível de operações. Esta situação foi um importante estímulo para que os bancos desenvolvessem operações com instrumentos que não constassem de seus balanços (*off-balance sheet*).

Entretanto, o próprio relatório afirma que os regulamentos mais conservadores foram coadjuvantes no processo de criação dos vários instrumentos financeiros derivados (derivativos) que, via de regra, não constam dos balanços dos bancos. Inclusive, muitos dos derivativos foram criados por instituições financeiras não-bancárias sobre as quais não recaíam as mesmas pressões para o aumento de capitalização.

- **Intensificação da Concorrência**

Em relação ao aumento da concorrência no setor financeiro, o BIS (1986) ressalta o aspecto de interpenetração dos vários mercados domésticos e dos MFI. Destaca também o acirramento da competição entre agentes financeiros bancários e não-bancários e a concorrência entre as instituições financeiras e não-financeiras.

A mudança tecnológica que abarcou as telecomunicações e os sistemas de informação e de computadores teve um papel crucial no sentido de aproximar mercados. Simultaneamente, a tendência dominante de liberalização dos regulamentos afeitos à segmentação de mercado impediu a separação clara entre os segmentos econômicos. O BIS inclusive usa a expressão *financial supermarket*⁷ para melhor caracterizar essa nova etapa da concorrência intercapitalista. Serviços financeiros como, por exemplo, empréstimos, depósitos, cartões de crédito e seguros passaram a ser oferecidos por qualquer empresa de qualquer setor e de várias nacionalidades. O elemento chave viabilizador da oferta de serviços financeiros passou ser a pré-existência de uma base de clientes. O exemplo clássico é das grandes empresas de varejo do tipo loja de departamentos, com bases de clientes em vários locais, que passaram a oferecer vários serviços financeiros.

- **Dinâmica do Processo Inovativo**

Este último aspecto arrolado pelo BIS (1986) como determinante da oferta de inovações ressalta uma dimensão da dinâmica do processo, qual seja, a de que novos produtos são criados tendo como base produtos já existentes. Em alguns casos, uma nova função é incluída; em outros, há o

⁷ Bank for International Settlements — *Recent Innovations in International Banking* — April 1986, p.183.

aperfeiçoamento das previamente existentes. Em suma, o caráter evolutivo do processo é apontado como elemento importante na criação de novos instrumentos financeiros.

3.1.2.3. Modelo do BIS: Conclusões

O modelo construído pelo BIS (1986) tornou-se uma referência obrigatória nos trabalhos sobre inovações financeiras por fornecer parâmetros adequados para se fazer a avaliação das implicações macroeconômicas que essas inovações têm trazido desde a década de oitenta. Além do mais, foi o primeiro esforço mais consistente de ordenamento da pletora de novos produtos que surgiu a partir do início dos anos oitenta.

Nesse relatório, discute-se ainda a institucionalização do processo inovativo nos sistemas financeiros como algo semelhante à existência de P&D⁸ das empresas industriais. Já naquele momento, vislumbrava-se a emergência dentro das organizações financeiras de grupos exclusivamente voltados para o desenvolvimento de novos produtos.

⁸ P&D — Pesquisa e Desenvolvimento.

3.2. Análise dos Principais Produtos

A análise de alguns instrumentos criados nesse acelerado processo inovativo poderá esclarecer os pontos acima mencionados. Os mercados de capitais passaram a ser um *locus* privilegiado de surgimento de instrumentos financeiros depois de 1982. Os principais produtos são:

- **FRNs — Floating Rate Notes**
- **NIFs — Note Issuance Facilities**
 - Euronotes
 - RUFs — Revolving Underwriting facilities
 - TRUFs — Transferable underwriting facilities
- **Commercial Papers:**
 - Eurocommercial paper
 - US commercial paper
- **Financial Futures**
- **Swaps — Currency e Interest Rate**
- **Options — Foreign Currency e Interest Rate**

3.2.1. Floating Rate Notes — FRNs

Como já foi dito, os chamados Mercados Financeiros Internacionais (MFI) originaram-se dos Euromercados⁹. Em 1957, quando do início desses mercados, apenas operações de curto prazo (chamadas de euromoedas), freqüentemente associadas ao financiamento do comércio internacional, eram realizadas. O crescimento do segmento de euromoedas entre 1959/1963 foi

⁹ Definição de Euromercado encontra-se no capítulo anterior.

algo surpreendente: a taxa média de crescimento real do volume líquido foi de cerca de 36.5% ao ano¹⁰.

Posteriormente, a partir de 1963, os Euromercados alargaram seu escopo inicial e passaram a colocar *bonds* (títulos para captação de recursos de longo-prazo). No mercado de *eurobonds*, títulos (denominados em qualquer uma das principais moedas) subscritos por banco(s) internacional(is) eram negociados simultaneamente em vários centros financeiros, inclusive naqueles localizados fora da Europa Ocidental. No tradicional mercado de *bonds* para estrangeiros, banco(s) nacional(is) oferecia(m) a possibilidade para investidores estrangeiros (não-residentes) de negociar títulos em moeda nacional no mercado de capitais doméstico.

No início da década de sessenta, apesar de Nova Iorque não ser o principal centro financeiro internacional era o mais importante local de emissão de *bonds* para estrangeiros, por ser considerada a melhor praça financeira para esse tipo de atividade por parte de empresas internacionalizadas, governos estrangeiros e instituições internacionais¹¹.

Em julho de 1963, o governo americano estabeleceu o *Interest Equalization Tax* com o objetivo de reduzir a saída de capitais dos EUA, sendo que em 1965 passou a ser aplicado para empréstimos bancários e para outros créditos concedidos pelo prazo de um a três anos¹². Com esse imposto, buscava-se a equiparação dos custos de financiamento através de títulos de longo-prazo nos EUA com o de

¹⁰ Lima, M.L.L.M.P. (1985) p.140.

¹¹ Sobre as razões de Nova Iorque não ter se tornado o maior centro financeiro internacional nesse período, o que seria de se esperar, ver Lima, M.L.L.M.P. (1985).

¹² Com o IET o volume de títulos negociados em Nova Iorque caiu de US\$569 milhões, em 1963, para US\$26 milhões, em 1964. Lima, M.L.L.M.P. (1985).

outras praças financeiras. Esse regulamento vigorou até julho de 1974. Apesar da suspensão da IET, em 1974, o segmento de *eurobonds* continuou a apresentar crescimento vigoroso, provavelmente, por ser um mercado quase sem nenhum regulamento ou restrição¹³.

Os bancos internacionais localizados na Europa, para fazer frente à concorrência dos mercados de *bonds* para estrangeiros, desenvolveram novas técnicas para lançamento e subscrição de *bonds*. A principal dessas técnicas foi a formação de sindicatos financeiros internacionais que eram capazes de atingir um número muito maior de clientes. A formação de um mercado secundário para os *eurobonds* era tida como pré-requisito para seu crescimento. Neste sentido, em dezembro de 1968, estabeleceu-se (inicialmente pelo Morgan Guaranty) um sistema de compensação, denominado *Euroclear*, mais tarde, em janeiro de 1971, um outro sistema competidor, CEDEL. Essas instituições tinham como objetivo principal centralizar informações sobre as transações com os *eurobonds*.

Ainda no final dos anos sessenta, o segmento de médio prazo — eurocréditos — começou a ser ativado por meio da emissão de notas promissórias (3 a 10 anos) pelos bancos internacionais. A partir de então, um dos títulos mais usados no segmento de longo prazo, o *Fixed-Rate Bond*, também passou a ser utilizado para prazos menores.

O título mais importante do mercado de *eurobonds* até o início da década de setenta foi o *Fixed-Rate Bond* que estabelecia uma taxa de juros fixa por todo o período. Mas, à medida que as taxas de inflação das principais economias capitalistas foram se elevando a partir de 1968, foi crescendo a dificuldade de se obter financiamentos de médio/longo prazos com esse instrumento.

¹³ Como foi visto no capítulo anterior.

As *Floating-Rate Notes* surgiram exatamente no momento em que bancos internacionais consideravam o risco de flutuações no custo dos recursos de médio/longo prazos excessivamente alto, ou seja, nos anos iniciais da década de setenta. Associado à elevação das taxas de inflação, outros eventos externos de extrema importância contribuíram para que inovações financeiras (particularmente as FRNs) fossem introduzidas. No início dos anos setenta, a crise do Sistema Monetário Internacional e a alteração brusca nos preços de importantes *commodities*, de modo especial o petróleo, propiciaram modificações fundamentais no Euromercado. Assim, por exemplo, parte substancial da reciclagem dos desequilíbrios externos provocados pela modificação dos preços relativos de importantes *commodities* no mercado internacional de 1973 a 1975 foi feita através dos Euromercados. Essa compensação de desequilíbrios externos alterou a própria composição dos ativos/passivos dos bancos internacionais: encurtou dramaticamente os passivos e alongou as operações ativas.

Com as FRNs (*floaters*) o retorno baseava-se na taxa de juros flutuante (geralmente Libor¹⁴) mais um *spread* fixo¹⁵. Dessa forma, repactuava-se a taxa de juros (parte do retorno) com uma determinada periodicidade, três ou seis meses, normalmente. No segmento de médio prazo, os bancos internacionais também incluíram nos seus empréstimos de médio prazo a cláusula de juros flutuantes adicionada de um *spread*; essa outra inovação ficou conhecida como *rollover credits*¹⁶. Assim, a introdução dos *rollover credits* e das *floaters* possibilitava a redução do risco de conceder créditos por no mínimo um ano, com captação de no máximo 3 meses, ou de se estabelecer uma remuneração fixa baseada numa taxa de juros nominal que se poderia modificar a qualquer momento.

¹⁴ Libor — London Interbank Offer Rate — taxa de juros do mercado interbancário londrino.

¹⁵ Em alguns casos os *spreads* podiam variar ao longo do tempo de acordo com o contrato inicial.

¹⁶ Quase a totalidade dos créditos obtidos pelos países em desenvolvimento a partir de 1967, quando puderam participar dos MFI, foi feita através dos *rollover credits*.

Assim como os *Fixed-Rate Bonds*, quase todas as FRNs são listadas nominalmente nos mercados de capitais; mas, a negociação efetiva desses papéis se dá fundamentalmente através de telefone. As FRNs são consideradas *bonds*; contudo, têm várias características de instrumentos do mercado monetário (*rollover credits*), ou seja, as FRNs remuneram os investidores com uma taxa de juros flutuante que acompanha as variações das taxas de curto prazo do mercado monetário. A emissão de *floaters* denominadas em moeda americana teve um crescimento muito rápido na primeira metade da década de oitenta quando, além da volatilidade crescente das taxas de juros, ocorreu também um período de forte valorização do dólar.

Após a crise da dívida (1982), o mercado de FRNs teve um rápido desenvolvimento a partir da troca de empréstimos sindicados por *floaters*, tendo, principalmente, como agentes nas duas pontas (tomadores/emprestadores) os próprios bancos. Em muitos países, como a Grã-Bretanha por exemplo, as FRNs perpétuas, chamadas *perpetuals*, poderiam compor o capital próprio do banco. As *floaters*, por serem títulos listados nos mercados de capitais, também contaram com a preferência dos aplicadores que se afastaram dos depósitos bancários após a crise de 1982. Além do mais, a persistência dos desequilíbrios externos trouxe muitos investidores para os mercados de capitais.

O prazo de maturidade das FRNs oscilava entre 5 a 15 anos sendo, portanto, um instrumento típico de médio e longo prazo. A partir de 1982, muitas inovações foram adicionadas às FRNs envolvendo prazos de maturidade, nova estruturas de preços e uma série de acordos referentes a tetos de taxas de juros.

No final de 1986, o mercado de FRNs sofreu uma violenta reversão, principalmente das chamadas *perpetuals* que, em dezembro daquele ano, tiveram as negociações

paralisadas em decorrência da incapacidade de absorção do volume de papéis emitidos. O mercado de FRNs foi se recuperando paulatinamente a partir de 1987. Este aspecto será posteriormente analisado no capítulo quatro, item 4.3.

3.2.2. Note Issuance Facilities — NIFs

As *Notes Issuance Facilities* — NIFs — são papéis de curto/médio prazos emitidos pelo próprio tomador mas com a subscrição do intermediário financeiro que se compromete a comprar a diferença (caso haja) entre o total emitido e total colocado e/ou conceder um crédito equivalente a esta diferença. Na verdade, a base das NIFs é a garantia (facilidade) de captação do total do valor emitido. No caso de o tomador ser um agente financeiro, o prazo de maturidade das NIFs costuma ser curto e assumir a forma de certificados de depósito. Em se tratando de tomadores não-financeiros, a forma preferencial é a de notas promissórias (conhecidas por *euro-notes*) com maturidade mais longa (de 5 a 7 anos).

Nos casos de prazos mais longos, normalmente o papel é emitido em base rotativa, com maturidade oscilando de três a seis meses. Portanto, o compromisso entre tomador e subscritor varia geralmente entre 5 a 7 anos, com emissões variando de três a seis meses. O compromisso de subscrição não consta do balanço da entidade financeira subscritora, e normalmente a instituição que subscreve as notas também as comercializa através da compra com deságio desses papéis emitidos pelo tomador¹⁷. A primeira operação publicada com NIFs foi em 1981, quando as instituições subscritoras compraram todas as notas para posterior distribuição mediante um *fee* de $\frac{1}{4}$ % a.a. sobre a Libor¹⁸.

¹⁷ Processo esse denominado de “ganho de fundador” por Hilferding.

¹⁸ Bank for International Settlements — BIS (1986) — p.20.

Uma variação das NIFs surgiu em 1982 e passou a ser denominada de RUFs — *Revolting Underwriting Facilities* — cuja diferença básica reside na separação entre as funções de subscrição e distribuição, ou seja, o(s) agente(s)¹⁹ que lidera(m) a colocação dos papéis é(são) distinto(s) da(s) instituição(ões) que subscreve(m) as notas. Esse procedimento permite ao distribuidor controle total sobre o processo e, inclusive, um lucro adicional proveniente do diferencial entre o valor de face da nota e o valor de aquisição da mesma. Em muitos casos, condições especiais de compra são concedidas aos subscritores. Acordos entre tomadores, subscritores e distribuidores podem ser feitos no sentido de se estabelecerem previamente margens máximas acima da Libor (tetos) com que as notas serão oferecidas; caso essas margens sejam superadas, o diferencial passa a ser compartilhado entre os acordantes.

Outras variações foram sendo criadas tendo como base as NIFs. Na verdade, para cada produto principal aqui citado, existem muitas outras combinações que, apesar de guardarem semelhanças com o produto originário, diferem em algum(s) aspecto(s). Por exemplo, o *transferable underwriting facility* — TRUF — prevê a possibilidade de transferência do agente subscritor original durante a vida útil do instrumento, muitas vezes sem a necessidade de anuência prévia do tomador.

Os custos incorridos pelo tomador (emissor dos papéis) dividem-se em dois principais componentes: taxa paga como retorno para os aplicadores; e *fees* pagos aos intermediários financeiros. Evidentemente, as taxas pagas aos aplicadores dependem da avaliação do risco do cliente, da(s) instituição(ões) que subscrevem e distribuem os títulos, do risco do país e da região geográfica²⁰.

¹⁹ A operação pode ser conduzida por agente financeiro ou um consórcio de agentes. No caso de ser conduzido por um único agente, este recebe a denominação de *lead manager*.

²⁰ Por exemplo, a América Latina é considerada como um bloco quanto se trata de analisar o risco para empresas de qualquer país da região. Voltaremos a analisar este ponto mais adiante.

3.2.3. Commercial Papers

A partir de meados de 1984, uma série de notas promissórias, chamadas genericamente de *commercial papers*, com características semelhantes às NIFs começaram a ser largamente emitidas nos MFI. A diferença fundamental desses papéis reside no fato de os bancos não subscreverem essas emissões e nem garantirem crédito adicional para o emissor caso não seja possível colocar o montante total emitido no mercado. O tomador, que no caso é o emissor, deixa de ter a garantia de perfazer o total pretendido com a emissão; por outro lado, os bancos diminuem substancialmente suas responsabilidades frente ao tomador. As principais características deste tipo de emissão são²¹:

- muitas das emissões são feitas por prazos de maturidade curtos e não-usuais;
- taxas de juros são fixas ao invés de ser usada a Libor mais um *spread*;
- mudança de agente(s) financeiro(s) na emissão do mesmo lote de notas é possível;
- não se estabelece compromisso de concessão de linha de crédito especial caso o montante total emitido não seja colocado no mercado ou não alcance o preço de face;
- a transação pode ser conduzida por um *dealer*;
- o emissor, em muitas praças financeiras, é dispensado de publicar informações completas sobre sua empresa²².

Fazem parte deste tipo de ativo financeiro os *US commercial papers* e os *Euro-commercial papers* (o que inclui a emissão de CP em várias moedas européias) e demais CP denominados em outras moedas.

²¹ BIS (1986) p.22-23.

²² O *Financial Services Act* (1986), por exemplo, reduziu drasticamente o número de informações que deve ser publicado sobre o emissor.

3.2.4. Financial Futures

De forma geral, os mercados de futuros são compostos por contratos negociados a termo, com prazos e preços previamente fixados que se referem a uma atividade, real ou financeira, e com um sistema de liquidação por diferenças estabelecidas a partir do preço acordado e preço de mercado (*spot*).

Os *financial futures* são contratos que envolvem duas contrapartes que têm por objetivo a compra/venda a termo de um produto financeiro subjacente ao contrato de futuro, ou seja, são instrumentos financeiros derivados de um outro principal²³. O valor dos contratos varia de acordo com o índice de referência dos mesmos (taxa de juros, taxa de câmbio, ações etc). Nas Bolsas de Futuros (BF), são estabelecidos compromissos de se realizar uma determinada transação numa data futura, diferenciado-se dos mercados a termo (*forward markets*) pela possibilidade de reverter posições assumidas e pela padronização contratual. Os mercados organizados de futuros têm as seguintes características:

- prazos determinados dos contratos — geralmente, três meses;
- utilização do sistema de *cash settlement* para fechamento dos contratos, baseado na compensação das posições diárias dos clientes nas *Clearing Houses*, e liquidação das diferenças em moeda no caso em que o contrato não pressuponha a consignação material dos títulos;
- estabelecimento de títulos ou grupo de títulos a que se referem os contratos futuros;

²³ Ativos financeiros públicos ou privados emitidos por intermediários financeiros (bancários e não-bancários). Por exemplo: US Treasury Bills, US Treasury Bonds, Eurodollars, U.K. short sterling e gilts, Obligations Assimilables du Trésor (OAT), Deustch Bonds etc.

- explicitação da atividade financeira que dá base para a operação de futuro, cujas características formam o quadro de referência da operação;
- definição do método de negociação, isto é, através de mercados organizados do tipo “contínuo” durante a sessão diária. No final de cada sessão, os contratos são atualizados pelo preço de mercado e as posições mantidas entre os agentes-membros e as *Clearing Houses* são assim recalculadas;
- determinação por parte das *Clearing Houses*, aos agentes-membros, do custo de entrada e fixação das margens (*initial margin* e *variation margin*) para manutenção e garantia das operações de futuro. A *initial margin* corresponde ao valor inicial a ser depositado — em moeda, títulos públicos ou outros títulos de alta liquidez — pelos agentes que desejam iniciar operações de futuro; as *variation margins* vão sendo calculadas ao longo do processo através da compensação das posições diárias (processo denominado *marking to market*) quando são computados créditos e débitos que refletem as mudanças ocasionadas pela variação do preço de mercado dessas posições. Assim, vão sendo recalculados os riscos na manutenção das mesmas e fixados os níveis de depósito caucional.

As *Clearing Houses* não se relacionam diretamente com todos os agentes que negociam na Bolsa de Futuros, mas apenas com os membros, geralmente os sócios fundadores que, por sua vez, fazem a intermediação entre os não-membros e as *Clearing Houses*. Os mercados de futuros são, portanto, bastante organizados — padronização de operações e regulamentos associados a estas operações — e pressupõem a existência de uma sociedade de compensação (*Clearing House*) muitas vezes de propriedade de parte dos intermediários financeiros que operam com futuros (agentes-membros).

Pode-se estabelecer a seguinte classificação dos agentes financeiros que operam nas Bolsas de Futuros²⁴:

- **hedgers** — agentes que utilizam o mercado para reduzirem os riscos financeiros (de taxa de juros, de câmbio, etc) assumindo posições para proteger ao longo do tempo o valor de seus *portfolios*. Neste caso, os futuros são utilizados como cobertura de risco de variação de preço sobre as posições mantidas no mercado *spot*. Este tipo de agente deveria ser dominante numa situação financeira estável;
- **especuladores** — agentes que, para obterem um ganho adicional, assumem um risco maior através de contratos futuros nos momentos de desequilíbrios, fazendo determinadas apostas que muitas vezes contrariam a corrente dominante dos demais. A tendência é que esses especuladores saiam do mercado assim que realizem ganhos e retornem em outro momento de desequilíbrio;
- **arbitradores** — agentes que fazem transações simultaneamente nos mercados *spot* e de futuros, isto é, compram no mercado à vista e vendem no de futuros, esperando realizar um ganho com qualquer divergência momentânea de preços devido à falta de informação e/ou de diferença no *timing* de reação em um dos mercados.

Os *financial futures* mais importantes são: *interest rate futures* (com uma variação importante — *forward rate agreements*), *currency futures* e *stock market index futures*..

Os *interest rate futures* podem ser utilizados como cobertura de risco de taxas de juros (variações) de posições mantidas à vista (*hedge*); como instrumentos especulativos através do aumento da exposição ao risco apostando numa variação

²⁴ Baseado em Demattè, C. e De Sury (1992) p.651.

inesperada que garanta a realização de ganhos; ou, com a finalidade de arbitragem para aproveitar eventuais ineficiências dos mercados *spot* e futuro. Em geral, são instrumentos largamente usados para fazer a imunização de ativos numa política de *asset/liability management*, devendo ser esta a função principal desses derivativos.

Os futuros de taxa de juros foram introduzidos pela primeira vez na Bolsa de Mercadorias de Chicago em meados da década de setenta. Estes primeiros contratos tinham como principais instrumentos financeiros subjacentes, os títulos do governo americano (*Treasury Bills — T-Bill*) e outros títulos. Dado o sucesso da Bolsa de Futuros organizada em Chicago e a crescente volatilidade das taxas de juros e de câmbio, em setembro de 1982 foi criada a London International Financial Futures Exchange (LIFFE) que trouxe como elemento novo a utilização de instrumentos financeiros subjacentes negociados no Euromercado.

Através de um contrato de futuro de taxa de juros, o investidor (*buyer*), ou aquele que deseja se proteger (*hedger*) contra um aumento de taxa de juros compromete-se a comprar um determinado montante de um título que oferece uma dada taxa de juros numa data futura; por outro lado, o ofertante (*seller*) procura se defender de uma queda da taxa de juros naquela data futura. O que motiva as duas contrapartes em estabelecer este tipo de contrato é a necessidade de compatibilizar pagamentos/recebimentos futuros de maneira que não ocorra um descasamento (*mismatching*) de taxa de juros entre os fluxos.

Para operações de futuro com títulos subjacentes de curto prazo, o exemplo clássico é de contratos de futuros que derivam de uma T-Bill de três meses negociada no *International Monetary Market* da Bolsa Mercantil de Chicago. Quanto mais alta for a taxa de juros, tanto menor o preço do contrato futuro e vice-versa.

Operações de futuro com títulos subjacentes de longo prazo podem ser exemplificadas por um contrato derivado de uma *U.S. Treasury Bond*. A cotação dos contratos de futuro baseados em títulos de longo prazo é estabelecida nos mercados secundários diferentemente do que ocorre com contratos derivados de títulos de curto prazo.

Um outro derivativo, o *forward rate agreement* (FRA) é um contrato muito semelhante ao *interest rate future*, e teve um crescimento bastante acentuado a partir de meados de 1984. O importante a ressaltar é que este instrumento, diferentemente do futuro de taxa de juros, é transacionado no chamado mercado de balcão ou *over-the-counter market* (mercado OTC)²⁵. Por conseqüência, os FRA podem ser formulados de acordo com os interesses das duas partes envolvidas, sem a necessidade de serem submetidos aos padrões vigentes nas diversas Bolsas de Futuros.

Os contratos de futuros de moedas (*currency futures*) dizem respeito à compra/venda de determinadas moedas²⁶ dentro de um prazo previamente fixado, e a taxas de câmbio específicas. São padronizados como os futuros de taxa de juros, isto é, seguem parâmetros semelhantes aos desses últimos. Há regras inclusive em relação ao lote mínimo constante em cada futuro de moedas²⁷. A diferença entre um futuro de moedas e um contrato *forward exchange* é que este não ocorre em um mercado organizado, não pode ser cancelado sem a anuência das duas partes envolvidas e não opera com lotes padronizados (múltiplos do lote mínimo).

²⁵ No mercado de balcão ou OTC não há padronização das operações como no caso dos mercados organizados.

²⁶ São mais freqüentes os futuros em moedas que envolvem: US\$ x DM; US\$ x Yen; US\$ x £ e US\$ x Franco Suíço.

²⁷ Na bolsa de Chicago, por exemplo, esses valores padronizados são: £25.000, ¥ 12.500.000, DM 125.000, Franco Suíço 125.000, etc. Demattè, C. e De Sury, P. (1992) p.667.

As variações de preço²⁸ (cotação das moedas envolvidas) são anotadas diariamente para a devida compensação nas posições mantidas na *Clearing House* onde o contrato de futuro em moedas está registrado. Como nos futuros de taxas de juros, também são calculadas as *initial margin* e *variation margin*.

Os *stock market index futures* ou futuros de índices acionários são contratos bastante padronizados, como de resto são todos os futuros, só que baseados em índices compostos por um número variável de ações, com diferentes critérios de ponderação e cálculo. No caso desse tipo de futuro, não há um produto real (*commodities*) ou financeiro subjacente ao contrato; por essa razão, é exigido o pagamento da variação do índice em dinheiro.

Em fevereiro de 1982, foram realizados os primeiros contratos de futuros de índices acionários baseados no índice *Value Line* na Bolsa Mercantil de Kansas City, e pouco depois, na Bolsa de Chicago através do índice *Standard & Poors 500* (S&P) e na Bolsa de Futuros de Nova Iorque usando-se o *New York Exchange Composite Index* (NYSE). A partir de 1984, foi introduzido o índice *Major Market Index* (MMI) para contratos realizados na Bolsa de Chicago²⁹.

Por meio desses contratos, os detentores de ações têm um instrumento financeiro para proteger suas posições acionárias da volatilidade do preço desses títulos ou fazer uma política ativa de gestão da carteira acionária. Os exemplos abaixo ilustram essas duas possibilidades de utilização de futuros de índices acionários³⁰:

²⁸ O nome dado às sucessivas variações de preços nos mercados de futuros é *tick*.

²⁹ Os índices *Value Line* e NYSE são compostos por cerca de 1500 ações; o S&P contempla 500 ações e o MMI apenas 20 *blue chips*, ou seja, papéis de primeiríssima linha.

³⁰ Exemplos baseados em Dematê, C. e de Sury, P. (1992) p.657-674.

- **Exemplo A: Proteção à volatilidade dos preços**

Suponha-se que, em 30 de setembro de 1993, o investidor A (IA) tenha uma carteira de ações avaliada a preço de mercado em US\$ 100.000 com um coeficiente beta de 1.1528³¹. A expectativa de IA é de que o mercado deverá operar em baixa nos próximos seis meses e avalia que esta queda deverá ser de 15%. Neste caso, IA estaria prevendo uma desvalorização em seu *portfolio* de 17.25% (15 x 1.15), ou seja, poderia vir a perder US\$17.250.

Na Bolsa de Futuros X, são negociados os futuros de índice acionário nas seguintes condições:

	Preço Futuro	Valor Contrato (10 x)
Setembro 1993	100	1.000
Dezembro 1993	102	1.020
Março 1994	104	1.040
Junho 1994	106	1.060

Adotando uma estratégia de defesa, IA irá vender contratos futuros para março de 1994. Para tanto, deverá fazer o seguinte cálculo:

$$\text{N}^\circ \text{ de contratos} = \frac{\text{valor de mercado do portfolio}}{\text{valor do contrato}} = \frac{100.000}{1040} = 96.2$$

³¹O coeficiente Beta mede a volatilidade do retorno de um determinado ativo, ação ou e é um elemento crucial do *capital asset pricing model* (CAPM). Quanto maior for β maior o risco ou volatilidade do ativo ou carteira. No item 3.4.2. deste trabalho é feita uma rápida exposição do CAPM. Para maiores detalhes a respeito do CAPM e do coeficiente β ver; Harrington, D.R. (1983) p.66-97; Francis, J.C. (1991, cap.10).

Dividindo o valor de mercado de seu *portfolio* pelo valor de cada contrato com data futura de março de 1994, IA obtém o número de contratos que deverá vender caso queira proteger integralmente sua carteira. Como não é possível comprar 0,2 contratos, IA irá adquirir 96 contratos.

Suponha-se agora que, após quatro meses, IA reveja sua expectativa em relação à queda dos valores das ações e decida fechar sua posição futura. A cotação da Bolsa de Futuros X naquele momento foi de 88. No entanto, no mercado *spot* a cotação foi de 86. Caso o beta tenha se mantido, IA terá tido uma perda de 16.1% ou US\$16.100³². No entanto, IA devido a sua participação no mercado de futuros, obteve o seguinte resultado:

Posição em 31/01/94	
Venda de 96 contratos a 104	US\$ 99.840
Liquidação de 96 contratos a 88	US\$ -84.480
Saldo da Posição	US\$ 15.360
Perda Virtual*	US\$ -16.100
Perda Real	US\$ -740

*perda que teria ocorrido caso IA não tivesse efetuado contrato de futuro.

Neste exemplo, IA limitou sua perda através da operação de futuro em 0.74% de sua carteira contra um possível prejuízo de 16,1%, caso não se tivesse protegido.

- **Exemplo B: Gestão Ativa de *Portfolio***

O investidor B (IB), que tem uma carteira de ações avaliada no dia 30 de setembro de 1993 em US\$100.000 cujo coeficiente beta é 0.9, espera um aumento de 15%

³² $(100-86) \times 1.15 = 16.1\%$

dos preços das ações nos próximos seis meses. Dado o valor de seu *portfolio* e o coeficiente beta associado, a possibilidade de ganho é de 13.5% (15 x 0.9) ou US\$ 13.500. IB pretende realizar um ganho adicional através de uma operação de compra no mercado de futuros de índices acionários. Na Bolsa de Futuros Y são oferecidos os seguintes futuros de índice acionário:

	Preço Futuro	Valor Contrato (10 x)
Setembro 1993	100	1.000
Dezembro 1993	102	1.020
Março 1994	104	1.040
Junho 1994	106	1.060

Para que IB possa efetuar um ganho adicional àquele esperado pela valorização das ações, deverá alterar o beta de 0.9 para 1.2 caso queira realizar um lucro de 3% acima do previsto, isto é, 18% (15 x 1.2 = 18). Assim, o número de contratos a serem adquiridos será dado por:

$$\begin{aligned} \text{N}^\circ \text{ de contratos} &= \frac{\text{valor de mercado do portfolio} \cdot (\beta_2 - \beta_1)}{\text{valor do contrato}} = \\ &= \frac{100.000 \cdot 0.3}{1040} = 28.8 \end{aligned}$$

onde:

β_1 = coeficiente beta existente

β_2 = coeficiente beta desejado

Como não é possível adquirir 0.8 contratos, IB irá comprar 29 contratos para atingir seu objetivo.

Suponha-se que IB tenha praticamente acertado na sua estimativa de crescimento do preço das ações e feche sua posição em 31 de março de 1994 com as seguintes condições: índice contratos futuros (115), aumento da cotação no mercado spot (113). O resultado final obtido por IB será:

Posição em 31/03/94		
Valor do incremento da carteira	$(100.000 \times 0.9 \times 0.13)$	= US\$11.700
Compra de 29 contratos a 1040	(1040×29)	= US\$ - 30.160
Liquidação de 29 contratos a 1150	(1150×29)	= US\$ 33.350
Saldo de posição		= US\$ 3.190
Ganho total	$(11.700 + 3190)$	= US\$14.890

IB terá realizado um ganho adicional de US\$3.190 por ter acertado em suas previsões e efetuado uma gestão ativa de seu *portfolio*.

3.2.5. Swaps — Currency e Interest Rate

A operação de *swap* consiste numa compra (venda) acoplada a uma venda (compra), isto é, são operações “casadas” de compra e venda estabelecidas entre as partes. Há dois tipos principais de *swaps*: de câmbio (*currency swaps*) e de taxas de juros (*interest rate swaps*).

Durante os anos sessenta, operações de *swap* foram usadas entre os Bancos Centrais dos EUA e da Europa Ocidental (principalmente Alemanha e Suíça) para evitar a

conversão de dólares excedentes das reservas dos países europeus superavitários em relação aos EUA, em ouro. Nesse caso, o banco central europeu recebia um diferencial de taxa de câmbio ao vender/comprar dólares. Posteriormente, os Bancos Centrais estenderam os acordos de *swap* para os Bancos Comerciais de seus respectivos países. Assim, por exemplo, o Banco Central de um determinado país vendia dólares ou outra moeda aos Bancos Comerciais localizados no próprio país, comprando simultaneamente a prazo, para os mesmos bancos, com uma taxa superior à vigente no mercado futuro de câmbio. Era a diferença entre o preço do mercado a termo e o preço de desconto que determinava a quantidade de dólares (ou outra moeda) à vista que o Banco Comercial desejava comprar.

Essa breve retrospectiva do início das operações de *swap* tem por objetivo mostrar a origem das inovações denominadas de *currency swap* e *interest rate swap*.

As *currency swaps* passaram a ser oferecidas nos mercados financeiros apenas na década de oitenta e diferem das operações descritas acima em importantes aspectos. Nos acordos de *swaps* tradicionais, a compra/venda de moeda não envolvia pagamento de juros entre a transação. As *currency swaps* associam à transação “casada” com moedas o pagamento de taxas de juros em relação aos montantes denominados nas duas diferentes moedas envolvidas durante o período em que a transação ocorre. Normalmente, usam-se taxas de juros fixas para cada uma das moedas envolvidas no acordo de *swap*, sendo que em vários casos não há troca de principal no início da operação e, em outros, tampouco ao fim do período de maturação da transação.

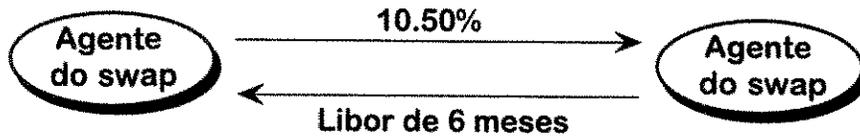
Nas operações de *interest rate swaps* não há troca de principal em nenhum momento da operação; mas, estabelece-se um fluxo de pagamentos de taxas de

juros baseado num montante virtual previamente estipulado. Os *interest rate swaps* comportam três formas principais:

- *Coupon Swaps*: associa *fixed rate* a *floating rate*, isto é, uma parte faz pagamentos baseados em taxa de juros fixa enquanto a outra parte faz pagamentos em taxas flutuantes de juros. Em outras palavras, uma parte faz pagamentos baseados em taxas de juros fixas e recebe pagamentos que têm como base taxas de juros flutuantes. A outra parte, paga juros em termos flutuantes e recebe pagamentos em termos fixos. Nesse caso, usa-se a mesma moeda para os fluxos de pagamentos;
- *Basis Swaps*: estabelece uma transação entre duas taxas de juros flutuantes. Por exemplo: uma parte paga em Libor de seis meses e recebe em Prime de seis meses. Sua contraparte, portanto, paga em Prime de seis meses e recebe em Libor de seis meses;
- *Cross-Currency*: relaciona taxa de juros fixa em uma determinada moeda com uma taxa de juros flutuante em outra moeda. Nesse caso, uma parte paga taxa de juros fixa em US\$ e recebe em £ em base de Libor de três meses. A outra parte paga em £ segundo Libor de três meses e recebe US\$ em termos de taxa fixa de juros. Uma das partes pode usar duas contrapartes, ao invés de apenas uma, desdobrando a operação de *cross-currency*.

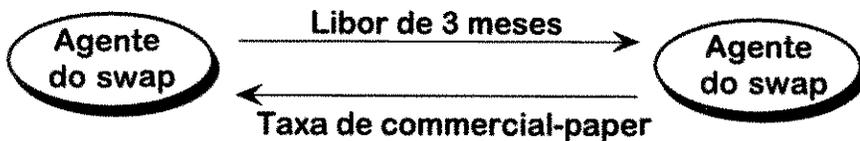
Os diagramas 3-1, 3-2 e 3-3 sintetizam as principais formas de *interest rate swaps*: *Coupon swap*, *basis swap* e *cross-currency swap*.

Diagrama 3-1 — Coupon Swap



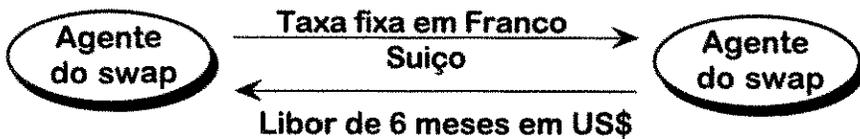
Principal Virtual: \$10 milhões
Maturidade: 5 anos
Frequência dos pagamentos: 6 meses

Diagrama 3-2 — Basis Swap

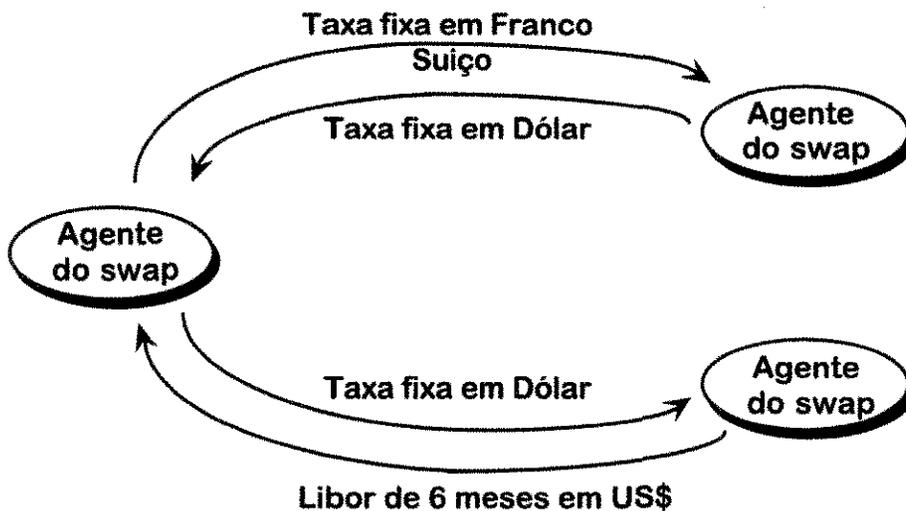


Principal Virtual: \$5 milhões
Maturidade: 3 anos
Frequência dos pagamentos: 3 meses

Diagrama 3-3 — Cross Currency Interest Rate Swap



ou



Fonte: Baseado no relatório do Bank for International Settlements — Recent Innovations in International Banking — April 1986, p.38-39

3.2.6. Options — Foreign Currency e Interest Rate

O contrato de opção é um acordo estabelecido entre duas partes: o vendedor (*Writer* ou *Seller*) e o comprador (*Buyer* ou *Holder*). Mediante esse acordo, o comprador obtém do vendedor a concessão do direito (não a obrigação) de exercer a opção estabelecida (compra ou venda) sobre o montante de determinado instrumento financeiro em um certo lapso definido de tempo, ou seja, da duração do acordo. A opção, no caso, refere-se a um preço fixado (*exercise* ou *strike price*) para compra (*call*) ou para venda (*put*) de um instrumento financeiro específico (*underlying instrument*) durante um período estabelecido (*expiration* ou *maturity*). Para a obtenção desse direito, o comprador paga um determinado valor (*premium* ou *option price*) ao vendedor, tornando-se titular de uma opção oferecida pelo lançador.

De uma forma genérica, podem-se exemplificar os contratos de opção da seguinte maneira: um contrato dá o direito ao *holder* de comprar (*call*) do *writer* 100 unidades de um determinado título por \$20 por unidade entre os dias 2 e 15 de julho do ano 1993; ou, um contrato garante o direito ao *holder* de vender (*put*) ao *writer* 100 unidades de uma *security* por \$20 cada entre a primeira segunda-feira de agosto e terceira sexta-feira de setembro de 1990. Para obtenção desses direitos, o *holder* paga um prêmio ao *writer*.

A Opção Americana pode ser exercida a qualquer momento durante a validade do contrato; já a Opção Européia restringe o comprador a exercer seu direito apenas no prazo de maturação do contrato. Na data de expiração do contrato, tanto para a opção americana quanto para a européia, aquele que detém o contrato pode exercer seu direito de compra ou venda do instrumento financeiro, deixar

simplesmente terminar o acordo ou, em determinados casos, negociá-lo no mercado.

Os contratos de opção podem ser negociados em mercados organizados (*exchange-traded*) ou diretamente entre as partes através da intermediação de um *broker* ou *dealer* (*over-the-counter/ OTC*).

O preço estabelecido (*strike price*) no contrato de opção pode ser: o mesmo do valor nominal à vista do papel (*at-the-money*); maior que o valor nominal à vista para compra e menor para venda (*out-of-the-money*); menor que o valor nominal à vista para compra e maior para venda (*in-the-money*).

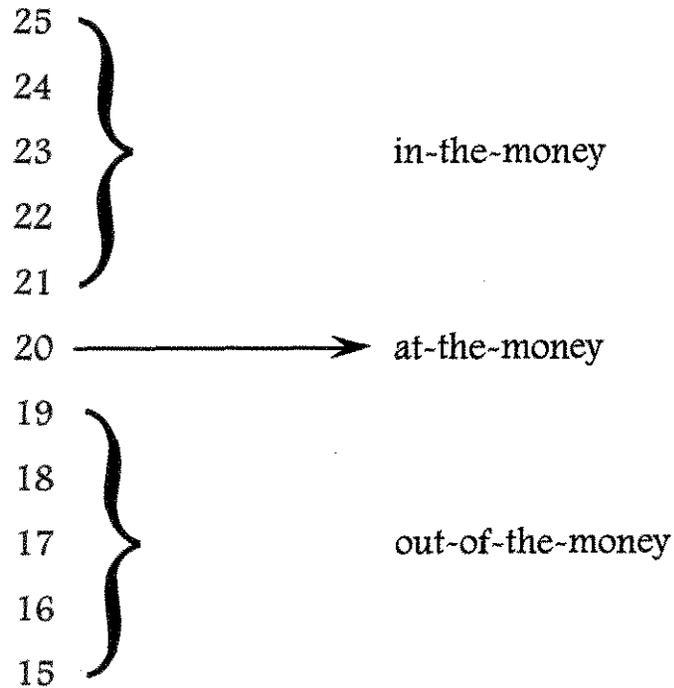
Esquemáticamente, tem-se:

Compra (Call) — Call option com strike price (exercise price) = \$20

Preço de mercado (\$)	Situações possíveis
25	out-of-the-money
24	
23	
22	
21	
20	at-the-money
19	in-the-money
18	
17	
16	
15	

Venda (Put) — Put option com strike price (exercise price) = \$20

Preço de mercado (\$) Situações possíveis



Ou seja,

Para Compra (Call):

$S_p = M_p$ at-the-money

$S_p > M_p$ out-of-the-money

$S_p < M_p$ in-the-money

Para Venda (Put):

$S_p = M_p$ at-the-money

$S_p < M_p$ out-of-the-money

$S_p > M_p$ in-the-money

onde,

S_p = strike price (preço estabelecido em contrato/ *exercise price*)

M_p = market price (preço de mercado nominal à vista)

Se,

O_p = option price (prêmio)

O_c = outcome (resultado)

n = quantidade de frações de determinado título acordada no contrato de opção

tem-se:

I) Para o comprador (*holder*):

a) *Call option*

$$O_{ca} = (M_p - S_p) n - O_p$$

se, $M_p < S_p$ (a opção não é exercida) e $O_{ca} = - O_p$ (piso para perda)

se, $M_p = S_p$ (a opção não é exercida) e $O_{ca} = - O_p$ (piso para perda)

se, $M_p > S_p$ (a opção é exercida)

para $(M_p - S_p) n < O_p$, $O_{ca} < 0$

para $(M_p - S_p) n = O_p$, $O_{ca} = 0$ (break-even point)

para $(M_p - S_p) n > O_p$, $O_{ca} > 0$ (sem teto para ganho)

b) Put Option

$$O_{cb} = (S_p - M_p) n - O_p$$

se, $S_p > M_p$ (a opção é exercida)

para $(S_p - M_p) n < O_p$, $O_{cb} < 0$

para $(S_p - M_p) n = O_p$, $O_{cb} = 0$ (break-even point)

para $(S_p - M_p) n > O_p$, $O_{cb} > 0$ (sem teto para ganho)

se, $S_p = M_p$ (a opção não é exercida) e $O_{cb} = - O_p$ (piso para perda)

se, $S_p < M_p$ (a opção não é exercida) e $O_{cb} = - O_p$ (piso para perda)

II) Para o vendedor (writer):

c) Call Option

$$O_{cc} = (M_p - S_p) n + O_p$$

se, $M_p < S_p$ (a opção vai ser exercida)

para $(M_p - S_p) n < O_p$, então $O_p > O_{cc} > 0$

para $(M_p - S_p) n = O_p$, então $O_{cc} = 0$ (break-even point)

para $(M_p - S_p) n > O_p$, então $O_{cc} < 0$ (sem piso para perda)

se, $M_p = S_p$ (a opção não vai ser exercida) e $O_{cc} = O_p$ (teto para ganho)

se, $M_p > S_p$ (a opção não vai ser exercida) e $O_{cc} = O_p$ (teto para ganho)

d) Put Option

$$O_{cd} = (S_p - M_p) n + O_p$$

se, $S_p > M_p$ (a opção não é exercida) e $O_{cd} = O_p$ (teto para ganho)

se, $S_p = M_p$ (a opção não é exercida) e $O_{cd} = O_p$ (teto para ganho)

se, $S_p < M_p$ (a opção é exercida)

para $(S_p - M_p) \leq O_p$, então $O_p \geq O_{cd} \geq 0$

para $(S_p - M_p) \leq O_p$, então $O_{cd} = 0$

para $(S_p - M_p) \leq O_p$, então $O_{cd} \geq 0$ (sem piso para perda)

O direito de exercer a opção é dado ao *holder* por contrato; por essa razão, este detém o papel ativo na transação. Caso não seja de seu interesse, pode simplesmente não exercer a opção, limitando sua perda ao valor do prêmio. Contudo, cabe ao *writer* a fixação do prêmio³³, que como foi visto representa seu teto de ganho. Para quem concede a opção, não há limite de perda, só de ganho; para quem recebe a concessão, há um piso para perda, mas não há limite para o ganho.

Donde se conclui que o contrato de opção é assimétrico entre *holders* e *writers*. Assim, o agente que participa como *writer* num contrato, caso queira limitar seu risco, deverá procurar uma contraparte para estabelecer uma opção com os mesmos parâmetros da original, onde ele participe como *holder*. Muitas vezes, o agente concorda em participar como *writer* em um contrato de opção para não perder seu cliente. A intensa competição entre as instituições financeiras explica em parte a existência desses contratos que são por natureza desiguais para as partes. Outro fator que pode ser mencionado é a diversificação das apostas feitas pelas partes.

É evidente que o comprador corre o risco de não conseguir realizar sua opção devido à ruptura do contrato por parte do vendedor. Em uma *call option*, por exemplo, o vendedor pode não ter o montante do título subjacente (*underlying*)

³³ Prêmio é estabelecido, geralmente, como uma porcentagem do valor do instrumento financeiro subjacente ou um valor monetário fixo pelo volume negociado.

estipulado no contrato³⁴. Da mesma forma, o comprador pode não pagar o prêmio devido (risco de crédito). Mas esses são apenas os riscos evidentes inerentes aos contratos de opção.

Os contratos de opção podem ser negociados em mercados organizados (*exchange-traded option contracts*) ou diretamente entre as partes por meio da intermediação de um *broker* ou *dealer* no mercado de balcão (*over-the-counter market* ou OTC). No primeiro caso, há padronização da operação, no sentido de se estabelecer, por exemplo, os seguintes parâmetros: o emissor, classificação do papel, série de emissão, dimensão dos lotes (múltiplos de um montante estipulado), preço no exercício, prazo de maturidade e outros. No mercado de OTC, há uma possibilidade maior de negociar as condições acima, ou seja, há maior liberdade em fixar os termos da transação que são, portanto, *tailor-made* pelos intermediários para os clientes.

Os contratos de opção seguem em linhas gerais as características apontadas acima. O que diferencia os contratos de opção, inclusive os de *foreign currency* e *interest rate*, são os produtos financeiros subjacentes, pois, como instrumentos financeiros derivados que são, dependem do produto original para obtenção de sua especificidade. Além da já mencionada possibilidade de poderem ser negociados através dos *exchange-traded option contracts* ou do mercado OTC.

Em relação às *foreign currency options*, ocorre a negociação de contratos de opção referidas às principais moedas como dólar americano, yen japonês, marco alemão, libras esterlinas, franco suíço, ECU³⁵, dólar canadense e outras. Essas operações são

³⁴ Ainda que, em muitos casos, os órgãos encarregados de supervisionar as bolsas de valores possa exigir o depósito como garantia por parte do vendedor.

³⁵ ECU — European Currency Unit.

bastante comuns em vários centros financeiros internacionais. Os contratos de opção em moeda estrangeira (*foreign currency options*) podem tanto fazer referência ao valor à vista da moeda (*spot*) quanto ao valor futuro (tanto o *forward* quanto o estimado tendo como base os contratos de futuro da moeda em foco).

Os *interest rate options* são contratos que têm como instrumentos financeiros subjacentes ativos financeiros como *US Treasury bonds*, *US Treasury Notes*, *Eurodollar (3 meses)*, *Euronotes*, *US Fixed Rate Mortgages* e outros títulos públicos.

Os contratos de opção em moeda e taxa de juros surgiram no início da década de oitenta e juntamente com os demais derivativos têm tido um crescimento vertiginoso. No próximo capítulo, ter-se-á a oportunidade de verificar esses números e seus significados.

3.3. Inovações Financeiras e Gestão de Risco

As inovações financeiras têm como um dos elementos centrais a busca de instrumentos que facilitem a administração do risco financeiro. Por essa razão, o conceito de risco é fundamental para a análise dos novos produtos e processos financeiros. A definição mais ampla de risco financeiro refere-se à variabilidade dos possíveis retornos de uma aplicação. Aos vários resultados possíveis associa-se uma determinada probabilidade de ocorrência de tal forma que o risco financeiro possa ser quantificado. Assim, a noção de risco está associada à possibilidade de quantificação e, portanto, à probabilidade de que um determinado evento — um determinado retorno sobre uma aplicação — ocorra.

3.3.1. Discriminação das Fontes de Risco

Os investimentos financeiros são sujeitos a diversos tipos, ou fontes, de risco. O modo como cada fator de risco afeta um título é variável em função de suas próprias características. Em *bonds*, por exemplo, o fator de risco primordial é o de taxa de juros. Já para ações ordinárias, o risco de inadimplência tem peso preponderante. Os principais tipos de risco de investimentos financeiros são:

- **risco de inadimplência ou de crédito** — decorrente da possibilidade de uma empresa não poder remunerar seus credores e/ou acionistas;
- **risco de mercado** — derivado das mudanças nas condições e expectativas do mercado, referentes a:
 - taxa de juros;
 - taxa de câmbio;

- **risco de liquidez** — decorrente de deságios e comissões de venda na negociação de ativos com baixa liquidez;
- **risco de poder de compra** — ocasionado pela inflação;
- **risco político** — correspondente à variação no retorno devida a alterações políticas que afetam o valor de mercado do ativo;
- **risco de opção de recompra do investimento** — associado aos títulos que têm cláusula de recompra. A opção só é exercida quando o valor de mercado do título for superior ao acordado;
- **risco de conversibilidade** — incorrido pelo detentor de um *bond* ou ação preferencial conversível, por cláusula contratual, em ações ordinárias;
- **risco de transparência** — associado ao crescimento das operações *off-balance sheet* das instituições financeiras que impede o conhecimento exato da posição financeira desses agentes apenas por meio da análise de seus balanços.

É importante mencionar que as diversas fontes de risco são independentes, mas podem ocorrer simultaneamente. Esse aspecto é de extrema importância na avaliação dos vários instrumentos financeiros descritos no início deste capítulo. Além do mais, há uma considerável assimetria entre os diferentes tipos de risco; por essa razão, analisar-se-ão a seguir as três fontes mais relevantes de risco: de crédito, de mercado (ou preço) e de liquidez.

3.3.1.1. Risco de Inadimplência ou de Crédito

Este tipo de risco avalia a variabilidade dos retornos decorrente de alterações na integridade financeira do investimento. A não ser em casos extremos nos quais instantaneamente uma empresa pode perder todo seu ativo, a deterioração do

valor do investimento é percebida pelo mercado muito antes da ocorrência de falência ou solicitação de concordata. As perdas sofridas pelos investidores, nessa situação, são conseqüência da queda dos preços dos títulos da empresa em dificuldade, à medida que o custo do crédito para a empresa aumenta.

De uma forma geral, pequenas e médias empresas são muito mais vulneráveis a situações de *default* do que grandes corporações. Evidentemente, o risco de crédito aumenta em períodos de recessão ou depressão econômica estando, portanto, relacionado aos ciclos econômicos que afetam os retornos de todos os investimentos. Mas, mesmo em uma situação de expansão econômica, firmas podem vir a enfrentar problemas de insolvência, dadas as particularidades de cada empresa³⁶.

Existem firmas especializadas que fornecem informações sobre a situação financeira de inúmeras empresas e de vários países, inclusive, classificando-os de acordo com a qualidade do crédito. As principais instituições que prestam esse tipo de serviço são a Standard and Poor's e a Moody's Investor Service³⁷. Os critérios mais utilizados para a avaliação de empresas e países são: relação entre

³⁶ Para a análise de concessão de crédito a empresas industriais ver, por exemplo, Mantovanini, J.C.L. (1990).

³⁷ Os conceitos atribuídos pela S&P e Moody's avaliam a possibilidade de performance (risco de crédito) das empresas ou países, estabelecendo a seguinte classificação:

S&P	Moody's	
AAA	Aaa	+Alta qualidade
AA	Aa	Alta Qualidade
A	A	Qualidade Média (Superior)
BBB	Baa	Qualidade Média
BB	Ba	Moderadamente Especulativo
B	B	Predominantemente Especulativo
CCC	Caa	Especulativo
CC	Ca	Altamente especulativo
C	C	+Baixa Qualidade (juros não pagos)
DDD	D	Inadimplente

Ainda são adicionados números de 1 (mais alto) a 3 ou sinal de + aos conceitos para diferenciar ainda mais a qualidade das empresas tomadoras de crédito.

capital próprio e de terceiros; capacidade dos detentores de títulos em cobrar os pagamentos e grau de solvência do país.

Titulos que recebem o conceito AAA (S&P) ou Aaa (Moody's) têm a menor probabilidade de não serem honrados e, portanto, o menor risco de crédito. *Bonds* com conceitos até BBB (S&P) ou Baa (Moody's) são considerados adequados para compor carteiras de agentes financeiros com aversão ao risco de *default*. Por outro lado, títulos classificados com conceitos inferiores são tidos como estritamente especulativos e denominados de *junk bonds*.

Titulos considerados especulativos costumam pagar taxas de retorno bem mais elevadas e, portanto, inclui-los em um *portfolio* pode significar rentabilidade maior.

Na conceituação de risco de crédito feita por Douat (1994), o risco de crédito deveria “ser entendido como o risco total de um tomador de empréstimo”. Sendo que o risco total, por sua vez, seria “tudo o que influencia a volatilidade do fluxo de caixa do tomador de empréstimo”³⁸. Ao definir dessa forma o risco de crédito, o autor coloca ênfase no aspecto mais crucial da atividade financeira, qual seja, o do não-recebimento dos retornos esperados relativos aos ativos financeiros. Se se entende que um ativo financeiro representa o direito de participação na renda a ser gerada, então, a possibilidade de não-cumprimento total ou parcial desse compromisso — em caso de *default* do tomador — compromete o cerne do processo de concessão de crédito por parte do sistema financeiro.

³⁸ Douat, J.C. (1994, p.134). Nesse trabalho, o autor desenvolve uma metodologia para administração bancária dos riscos financeiros centralizada no risco de crédito, ampliando em muito, a abordagem citada acima que se baseia, exclusivamente, na classificação da qualidade dos títulos ou empresas feita por agências especializadas.

3.3.1.2. Risco de Mercado ou de Preço

O risco de mercado refere-se às oscilações nos preços dos títulos em decorrência das variações das condições e das expectativas do mercado. Está associado principalmente às mudanças nas taxas de juros e taxas de câmbio.

- **Risco de Taxa de Juros**

Define-se o risco de taxa de juros como sendo as flutuações no valor do investimento causadas pelas mudanças nas suas taxas de desconto. A exposição ao risco é função da sensibilidade dos títulos aos movimentos das taxas de juros.

O principal determinante do preço dos *bonds* são as taxas de juros, e portanto, quando estas variam, os preços também mudam, embora em magnitudes diferentes. A variação diferenciada de taxa de juros e preço do título é devida à sensibilidade do preço do título face à taxa de juros. Essa sensibilidade, por sua vez, é função dos atributos do *bond* como o prazo de maturidade, a taxa de *coupon* e o valor nominal. Como regra geral, no entanto, pode-se dizer que um aumento no nível de taxa de juros resulta em uma queda do preço do título. Esta relação é facilmente visualizada através da fórmula de valor presente desses títulos:

$$P = \frac{C}{(1+R)} + \frac{C}{(1+R)^2} + \dots + \frac{C+F}{(1+R)^N}$$

Sendo:

P=valor presente

C= coupon (anual ou semestral)

R = rendimento até a maturidade. É a taxa de desconto que iguala o valor presente do título ao seu preço de mercado, ou seja, a taxa de juros ponderada pelo período de vida do título

F = valor de face do título

N = período até a maturidade

A complexa relação nas mudanças no preço de *bonds* decorrentes de alterações na taxa de juros possui diversos fatores, mas pode ser diretamente analisada por meio da elasticidade preço/taxa de juros ou *duration* ³⁹.

A formulação de *duration* feita por Macaulay (1938, cap. II) leva em consideração não apenas o prazo de maturidade do título mas também o fluxo de pagamentos intermediários. A *duration* é expressa por meio de uma unidade de tempo — meses ou anos — e mede a vida média de um título.

Para títulos que fazem um único pagamento ao final do prazo de maturidade (*zero coupon bond*), a *duration* é igual ao prazo de maturidade. Para todos os demais títulos, com pagamentos intermediários, a *duration* é menor do que o prazo de maturidade. Na realidade, a *duration* é a média ponderada dos pagamentos intermediários (*coupons*) convertidos em *zero coupons* equivalentes. A média ponderada usada para a composição da *duration* considera o valor presente dos fluxos de caixa futuros, descontados pela taxa de rendimento até a maturidade. Assim, a *duration* de um título pode ser representada pela seguinte equação:

³⁹ A análise da *duration* é uma das possibilidades de mensuração do risco de taxas de juros. Outros métodos também são adotados como o do *mismatching* e o da simulação. Dentro da análise da *duration* o modelo desenvolvido por Macaulay foi o pioneiro e a partir do qual se desenvolveram os demais modelos de *duration*. O FED e o BIS têm trabalhado em variantes do modelo Macaulay para o estabelecimento de novas regras de adequação entre capital e ativos que levem em consideração o risco de taxa de juros. Para maiores considerações sobre Macaulay's Duration e outros modelos de mensuração do risco de taxa de juros consultar, por exemplo, Saunders, A. (1993) e Mantovanini, R.M. (1995).

$$D = \frac{1 \cdot \frac{C}{(1+R)} + 2 \cdot \frac{C}{(1+R)^2} + \dots + N \cdot \frac{(C+F)}{(1+R)^N}}{\frac{C}{(1+R)} + \frac{C}{(1+R)^2} + \dots + \frac{(C+F)}{(1+R)^N}}$$

A partir do conceito de *duration*, é possível calcular a elasticidade preço-taxa de juros de um *bond*. A sensibilidade do preço de um determinado *bond* em função da variação da taxa de juros pode ser expressa pela seguinte equação:

$$\frac{\Delta P}{P} = -D \left(\frac{\Delta R}{1+R} \right)$$

Sendo:

D = Macaulay's *duration*

P = preço da *security*

R = retorno até a maturidade

As principais propriedades da *duration* são⁴⁰:

- mantidas as demais variáveis fixas, a *duration* de um título de renda fixa é tanto menor quanto maiores forem as taxas de *coupon*;
- a *duration* de um *zero coupon bond* é igual ao prazo de maturidade desse título;
- títulos com pagamentos intermediários têm *duration* sempre menor do que seus respectivos prazos de maturidade;
- a *duration* de um título com prazo de maturidade infinito é sempre igual a $(1+1/R)$, independentemente dos outros fatores;
- mantidas as demais variáveis constantes, a *duration* diminui com a taxa de rendimento até o prazo de maturidade;

⁴⁰ Mantovanini, R.M. (1995, p.62 a 66).

- a diferença entre a *duration* e o prazo de maturidade de um título será tanto maior quanto maior for a maturidade desse;
- a *duration* de um *portfolio* é a soma ponderada das *durations* dos títulos individuais, ou seja:

$$D_T = \frac{\sum_{i=1}^N P_i D_i}{\sum_{i=1}^N P_i}$$

Sendo:

D_T = *duration* do *portfolio*

P_i = preço dos títulos individuais

D_i = *duration* dos títulos individuais

N = número de títulos

Dada essa última propriedade, pode-se calcular a *duration* dos ativos e dos passivos de uma instituição financeira e dessa forma “imunizar” todo seu balanço⁴¹. Há imunização de um *portfolio* por um determinado período de tempo, se o seu valor ao final desse período, independentemente do comportamento das taxas de juros, for pelo menos igual ao que seria caso não houvesse alteração nas taxas de juros.

Para que haja imunização do balanço como um todo, é necessário fazer o balanceamento dos ativos e passivos de tal maneira que se mantenha o valor do capital próprio. O risco de taxa de juros a que esse está submetido é dada pela diferença entre a *duration* dos ativos e a *duration* ponderada dos passivos.

⁴¹ Baseado no conceito Macaulay's *duration*, foi desenvolvido por Fisher e Weil (1971) o teorema de imunização de *portfolios* por um determinado período de tempo.

$K=(DA-b.DP)$, onde:

K =risco de taxa de juros que afeta capital próprio

DA = *duration* dos ativos

DP = *duration* dos passivos

b = P/A

A imunização em relação ao risco de taxa de juros será feita se:

$DA=b.DP$, ou seja $K=0$

A instituição financeira pode ter como objetivo eliminar o risco de taxa de juros ($K=0$) ou adotar uma postura ativa, procurando maximizar seus retornos a partir de suas previsões a respeito do comportamento futuro das taxas de juros. De qualquer modo, o teorema da imunização traz implícita a necessidade de se fazerem suposições sobre as taxas de juros no futuro e de se rebalancearem as contas de ativo e passivo após cada mudança efetiva nas taxas de juros. O processo de imunização é, assim, dinâmico e dependente das expectativas que se têm a respeito do comportamento futuro das taxas de juros. Portanto, a eliminação completa do risco de taxa de juros dificilmente ocorre.

Pode-se também administrar o risco de taxas de juros por meio de *hedge*, isto é, utilizando-se os instrumentos financeiros derivados para tomada de posições que protejam o valor dos *portfolios* de ativos e passivos. Também nesse caso, estão implícitas as expectativas do agente financeiro em relação ao comportamento das taxas de juros no futuro.

Ações preferenciais e ordinárias são igualmente sujeitas ao risco de taxas de juros porque seu valor de mercado também corresponde ao valor presente do fluxo de pagamentos futuros descontados à taxa de rendimento até a maturidade desses títulos. Assim, quando a taxa de juros muda, o valor presente dos títulos também se altera. As diferenças básicas entre *bonds* e ações são dadas pelas características de risco e retorno desses títulos. *Bonds* possuem contratos de pagamentos previamente acordados (montante e periodicidade). No caso de ações, a obrigação de pagamento de dividendos não é tão imperativa e, em situações de dificuldade financeira, a empresa pode deixar de pagá-los ou mesmo diminuir os dividendos. Deste modo, a despeito da existência do risco de taxa de juros para as ações — preferenciais e ordinárias — o risco de *default* é o mais relevante.

- **Risco de Taxa de Câmbio**

Este risco refere-se a variabilidade nos preços dos títulos em decorrência das alterações das taxas de câmbio. Esse tipo de risco afeta todos os *portfolios* compostos por títulos denominados em moedas estrangeiras. Para a avaliação do risco de taxa de câmbio, pode-se utilizar o seguinte método.

A taxa de retorno de um *portfolio* denominado em uma única moeda em um determinado período t pode ser calculada por:

$$R_t(MI) = \frac{V_t - V_{t-1} + D_t}{V_{t-1}} \quad (1-3)$$

Sendo:

$$R_t(MI) = \text{taxa de retorno em moeda local}$$

V_t = valor do *portfolio* no final do período t

V_{t-1} = valor do *portfolio* no início do período t

D_t = total de dividendos distribuídos ao longo do período t

No caso de *portfolio* internacionalizado, isto é, com títulos denominados em várias moedas, é necessário acrescentar o fator de taxa de câmbio para a correta avaliação de sua taxa de retorno. Segundo a formulação algébrica⁴² que se segue, o fator de taxa de câmbio é calculado para cada conjunto de títulos denominados em uma mesma moeda estrangeira.

$$R_t(\$) = \frac{S_t V_t - S_{t-1} V_{t-1} + S_t D_t}{S_{t-1} V_{t-1}} \quad (2-3)$$

Sendo:

$R_t(\$)$ = taxa de retorno em moeda estrangeira

S_t = taxa de câmbio entre as moedas local e estrangeira no final do período t

S_{t-1} = taxa de câmbio entre as moedas local e estrangeira no início do período t

Na equação (2-3) os valores foram convertidos na moeda estrangeira pela taxa de câmbio entre a moeda local e a moeda estrangeira. Quando a taxa de câmbio entre essas moedas for constante ao longo do período t ($S_{t-1} = S_t$) a equação (2-3) se reduz à equação (1-3).

Partindo-se da equação (2-3) e supondo $S_{t-1} \neq S_t$, pode-se ter:

$$R_t(\$) = \frac{[(S_{t-1} - S_{t-1} + S_t)(V_t)] - [(S_{t-1})(V_{t-1})] + [(S_{t-1} - S_{t-1} + S_t)(D_t)]}{(S_{t-1})(V_{t-1})}$$

⁴² Formulação algébrica baseada em Francis, J.C. (1991, cap.24).

$$R_t(\$) = \frac{[(S_{t-1})(V_t - V_{t-1} + D_t)]}{[(S_{t-1})(V_{t-1})]} + \frac{[(S_t - S_{t-1})(V_t + D_t)]}{[(S_{t-1}) - (V_{t-1})]}$$

$$R_t(\$) = R_t(MI) + [1 + R_t(MI)] \left(\frac{S_{t-1} - S_t}{S_t} \right)$$

$$R_t(\$) = (\text{taxa de retorno do } portfolio \text{ em } t) + (\text{fator de taxa de câmbio})$$

Quanto mais volátil for a relação entre as moedas local e estrangeira maior será o risco de taxa de câmbio, ou seja, a taxa de retorno sobre os investimentos na moeda estrangeira será mais afetada.

No caso de se utilizarem instrumentos financeiros derivados para fazer o *hedge* de um *portfolio* internacionalizado, o risco de câmbio continua presente. Para se entender melhor esse tipo de risco, é necessário fazerem-se algumas considerações.

Partindo-se das premissas de Keynes, J.M. (1923), a relação entre moedas, ou seja, a fixação das taxas de câmbio baseia-se no diferencial de taxas de juros de curto-prazo e em outros fatores coadjuvantes na formação das expectativas futuras de valorização ou desvalorização das moedas envolvidas⁴³. Dentre esses fatores, destacam-se:

- possibilidade de ocorrer distúrbios financeiros e/ou políticos;
- ocorrência de moratória em um determinado país⁴⁴;
- introdução de mecanismos de controle cambial.

⁴³Discussão mais completa sobre as hipóteses de Keynes para a formação das taxas de juros encontra-se em Lima, M.L.L.M.P. (1985, ps.101 a 110).

⁴⁴Keynes referia-se à precária situação financeira de países derrotados na Primeira Grande Guerra. Mas, esta hipótese continua absolutamente atual, mesmo que por outras razões.

Evidentemente, quando Keynes elaborou sua teoria da formação das taxas de câmbio, as transações financeiras internacionais eram sensivelmente menos sofisticadas. No entanto, sua incrível intuição econômica baseada em seu profundo conhecimento do sistema capitalista permitiu estabelecer a clara conexão entre o mercado de câmbio e o monetário. Na década de oitenta, complexos modelos matemáticos de determinação da taxa de câmbio foram desenvolvidos para a comprovação dessa mesma conexão.

Devido à inequívoca ligação entre taxas de câmbio e de juros, o risco de taxa de câmbio, quando se trata de operações com derivativos (*swaps, futures, options*) é dependente das mesmas hipóteses e condições dos mercados monetários. Por exemplo, o resultado de uma operação de *hedge* cambial, usando-se um contrato de *swap* depende exclusivamente do desenvolvimento das taxas de juros para as duas moedas envolvidas.

3.3.1.3. Risco de Liquidez

Esta categoria de risco torna-se importante face à intensificação do processo de securitização. De maneira geral, esse processo está associado à demanda crescente por parte dos agentes financeiros de instrumentos financeiros com maior liquidez. A transformação da forma tradicional de concessão de créditos — empréstimos — em títulos negociáveis no mercado trouxe como consequência a possibilidade de mudança muito mais ágil de posição.

Mas, na verdade, trata-se apenas de uma possibilidade. A liquidez pretendida por meio de tantas das inovações financeiras pode se mostrar como totalmente

ilusória pela simples inexistência de compradores. Basta pensar em uma situação em que grandes operadores busquem realizar simultaneamente a venda de determinados ativos financeiros. Nesse caso, o “mercado” pode simplesmente desaparecer.

Em suma, o risco de liquidez que está associado ao deságio e comissões na venda de ativos financeiros com baixa negociabilidade pode vir a significar a perda completa do valor de mercado desses títulos. Ainda mais grave é que quando a liquidez se evapora para determinados ativos o efeito de contaminação, provocado pela desconfiança dos agentes nos desdobramentos de um evento desse tipo, pode atingir os demais, e assim desestabilizar rapidamente todo sistema.

3.3.2. Quantificação do Risco Total

O risco total de um ativo financeiro é definido como a variabilidade de seu retorno, e entendido como a soma dos diversos fatores de risco apontados anteriormente. Com o intuito de melhor administrar uma carteira, foram desenvolvidos a partir da chamada *Modern Portfolio Theory* (MPT)⁴⁵ vários modelos que associavam uma avaliação do risco total e o retorno de um *portfólio*. Os três principais elementos desses modelos são:

- montante de retorno esperado;
- datas de recebimento desses retornos;
- risco total em que o investidor incorre para a obtenção desses possíveis retornos.

⁴⁵O primeiro desses modelos derivados da MPT foi o de Markowitz desenvolvido em 1952. Sobre o modelo de gestão de portfólio de Markowitz, ver Harrington, D. (1983, cap.1). Uma outra abordagem a respeito da administração de carteiras é a *Arbitrage Pricing Theory* (APT) elaborada inicialmente por Ross, S.A. (1976).

Todos esses modelos envolvem previsões a respeito do comportamento futuro dos componentes acima. A dimensão mais difícil de ser avaliada, isto é, quantificada, é a do risco total incorrido em uma aplicação. A própria definição de risco financeiro traz em si várias controvérsias. O conceito de gestão de *portfolio*, englobado no *Modern Portfolio Theory* (MPT) teve vários desdobramentos, sendo que o mais conhecido e utilizado é o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

O CAPM tem como objetivo precificar o risco total de um investimento e assume como concepção inicial a consagrada premissa de que quanto maior for o risco de um investimento tanto maior será seu retorno (*risk premium model*). Além dessa premissa geral, o CAPM considera mais oito pressupostos, dos quais, os cinco primeiros referem-se à hipótese de eficiência do mercado e os três últimos são peculiares ao próprio modelo. Os pressupostos são:

- o investidor tem como objetivo maximizar a utilidade de seu patrimônio;
- as escolhas são feitas tendo como base o *trade-off* entre risco e retorno, sendo que o retorno é avaliado em termos do retorno esperado do *portfolio*, e o risco é dado pela variância dos retornos desse *portfolio*;
- as expectativas de retorno e risco são homogêneas para todos os investidores;
- o horizonte temporal é o mesmo para o conjunto de investidores;
- informações não têm custo e estão disponíveis a todos os investidores;
- há ativos sem risco e acessíveis aos investidores;
- não há impostos, custos de transação ou outras imperfeições de mercado;
- o total de ativos é fixo e todos são negociáveis e divisíveis.

Trata-se, ainda, de um modelo expectacional, isto é, baseia-se nas expectativas dos investidores a respeito do comportamento futuro dos preços dos títulos, pois,

considera-se que as expectativas dos agentes é que determinam esses preços. Adicionalmente, o CAPM requer a utilização do conjunto de ativos financeiros disponíveis ao aplicador e por essa razão utiliza um índice composto por esses títulos, ou amostra significativa.

A formalização do CAPM (em sua versão básica) é a que se segue:

Parte-se dos cálculos dos retornos de um e uma ação.

Bond:

$$\text{Retorno} = R + \frac{(P_v - P_c)}{P_c}$$

Sendo:

R= rendimento obtido durante o período de manutenção do título

P_v = preço de venda

P_c = preço de compra

Ação:

$$\text{Retorno} = \frac{D_t + (P_{M_t} - P_{M_{t-1}})}{P_{M_t}}$$

Sendo:

D_t = dividendos obtidos no período t

P_{M_t} = preço de mercado em t

$P_{M_{t-1}}$ = preço de mercado em t-1

Mas, as previsões de retorno são incertas e, portanto, podem não se concretizar. As incertezas em relação à obtenção do retorno esperado são, por sua vez, transformadas em riscos e, portanto, mensuráveis. Como já foi mencionado, o conjunto dos riscos financeiros denomina-se risco total.

No CAPM, considera-se o risco total composto por duas partes estatisticamente determinadas: risco sistemático ou não diversificável e o risco não sistemático ou diversificável.

O risco sistemático corresponde à parcela de variabilidade total dos retornos causada por fatores que afetam simultaneamente os preços de todos títulos negociáveis e por essa razão não é diversificável. Nesse caso, apesar desse risco afetar todos os ativos, não o faz de forma homogênea.

A outra parte do risco total é única para cada empresa ou indústria, sendo por esta razão considerado um risco não sistemático, isto é, não afeta simultaneamente todos os títulos negociáveis, mas, apenas aqueles referentes a uma determinada empresa ou indústria. A não simultaneidade permite, portanto, a diversificação.

O elemento crucial para se entender o CAPM é que o risco diversificável produz movimentos nos preços dos títulos que são estatisticamente independentes uns dos outros, ou seja, um investidor poderá diminuir o risco não-sistemático ou mesmo eliminá-lo ao compor sua carteira com títulos diversificados. Em relação ao risco sistemático há uma dificuldade muito maior para eliminá-lo ou mesmo diminuí-lo.

Todavia, como já foi citado, o risco sistemático não afeta o valor de todos títulos negociáveis de forma homogênea. A relação de variabilidade do retorno de um título ou *portfolio* (j) em função de uma alteração no retorno do mercado (m) ocasionada por um risco sistemático pode ser quantificada estatisticamente por meio de uma regressão linear simples denominada de linha característica que tem a seguinte expressão:

$$R_{j_t} = a_j + b_j \cdot R_{M_t} + e_{j_t}$$

Sendo:

R_{j_t} = retorno do título ou *portfolio* j no período t

a_j = intercepto da regressão linear

b_j = risco sistemático, chamado coeficiente beta (β) do título ou *portfolio* j que indica a reação do retorno desse a uma dada alteração do retorno do mercado

R_{M_t} = retorno do mercado no período t

e_{j_t} = coeficiente de erro

O termo a_j é denominado de alfa (α) e representa a taxa de retorno mínima do título ou *portfolio* quando a taxa de retorno do mercado é zero ($R_M=0$). O coeficiente b_j ou beta (β) indica a reação do retorno do título ou *portfolio* j a uma dada alteração do retorno do mercado (R_M)

O coeficiente b_j ou β_j é definido matematicamente por:

$$\beta_j = \frac{\text{covariância}(R_J, R_M)}{\text{variância}(R_M)}$$

Sendo:

covariância (R_j, R_M) = a reação da taxa de retorno de j em função de mudanças econômicas ou risco sistemático

variância (R_M) = variações das taxas de retorno do índice de mercado (S&P) atribuídas pelo investidor a mudanças econômicas ou quantificação do risco sistemático.

Ou,

$$\text{cov}(R_j, R_M) = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \left[\left(R_j - \bar{R}_j \right) \left(R_M - \bar{R}_M \right) \right] = \rho_{jM} \sigma_j \sigma_M \text{ onde}$$

ρ_{jM} = coeficiente de correlação entre o retorno de j e o retorno de m

σ = desvio padrão dos retornos

$$\text{var}(R_M) = \sum_{t=1}^T (R_M - \bar{R}_M)^2$$

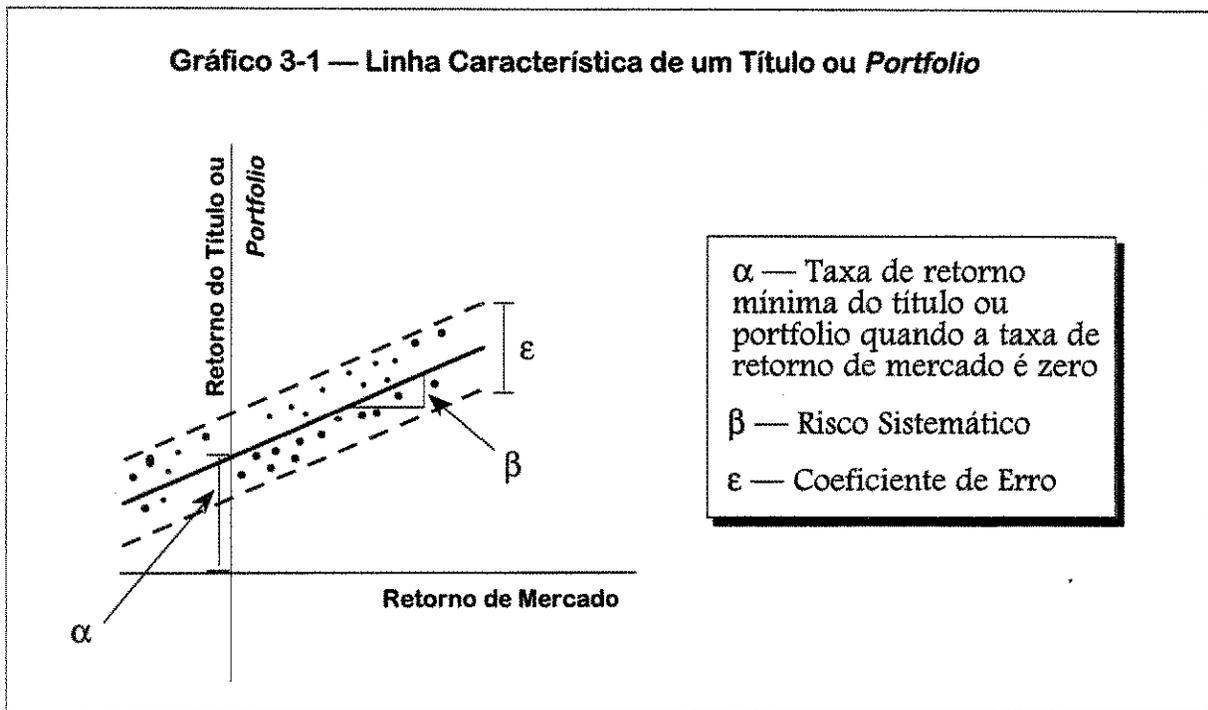
Se $\beta_j > 1$, então j é mais volátil do que o conjunto de ativos do mercado (representado por um índice) e é denominado um título ou *portfolio* de posição agressiva. No caso de $\beta_j < 1$, j em relação ao mercado é menos volátil e representa uma posição defensiva.

Por sua vez, o retorno do conjunto dos títulos do mercado no período t (R_{M_t}) é estimado pela variação das taxas de retorno do índice que representa esse conjunto em diferentes períodos de tempo. Geralmente, utiliza-se o índice de mercado da Standard & Poor's (S&P)⁴⁶. Assim:

$$R_{M_t} = \frac{(S\&P)_{t-1} - (S\&P)_t}{(S\&P)_t}$$

⁴⁶ O índice da S&P pode ser substituído por qualquer outro índice da mesma natureza.

O gráfico 3-1 ilustra representa a linha característica do modelo CAPM:



O risco total, sistemático e não sistemático, é dado pela variância dos retornos do título ou *portfolio* j . Dessa forma,

$$\text{var}(R_j) = \text{Risco total de } j$$

Ou:

$$\text{var}(R_j) = \text{var}(a_j + b_j R_M + e_j)$$

dado que, $\text{var}(a_j) = 0$

Então:

$$\text{var}(R_j) = \text{var}(b_j R_M) + \text{var}(e_j)$$

Sendo, $\text{var}(b_j R_M) = (b_j)^2 \text{var}(R_M)$

Tem-se:

$$\text{var}(R_j) = (b_j)^2 \text{var}(R_M) + \text{var}(e_j), \text{ ou}$$

$$\text{var}(R_j) = \text{risco sistemático} + \text{risco não sistemático}$$

Para o cálculo da participação relativa dos riscos sistemático e não sistemático de j no risco total, faz-se:

$$\frac{\text{RiscoSistemático}}{\text{RiscoTotal}} = \frac{(b_j)^2 \text{var}(R_M)}{\text{var}(R_j)} = \rho^2$$

$$\frac{\text{RiscoNãoSistemático}}{\text{RiscoTotal}} = \frac{\text{var}(e_j)}{\text{var}(R_j)} = (1 - \rho^2)$$

Ou seja, a participação relativa do risco sistemático no risco total é igual ao quadrado do coeficiente de correlação entre os retornos de j e m.

Resumindo-se, o CAPM estabelece uma relação linear na qual a expectativa média de retorno de um título ou *portfolio* é função linear de seu risco sistemático ou não diversificável. O risco não sistemático é considerado a variância residual ou desvio padrão dessa regressão linear. O CAPM, bem como suas variantes, é utilizado para quantificação do risco total e, portanto, como instrumento auxiliar nas tomadas de decisão de gestão de *portfolios* e mesmo para criação de novos instrumentos financeiros.

3.3.3. Criação de Produtos Financeiros para a Gestão de Risco

Parece não restar dúvidas em relação à preocupação crescente dos agentes econômicos face ao aumento das incertezas que compõem o cenário econômico internacional. O desenvolvimento e a utilização crescente de métodos de avaliação dos riscos financeiros e a criação em ritmo acelerado de novos produtos e processos financeiros constituem a evidência incontestável da percepção dessa realidade econômica mais instável.

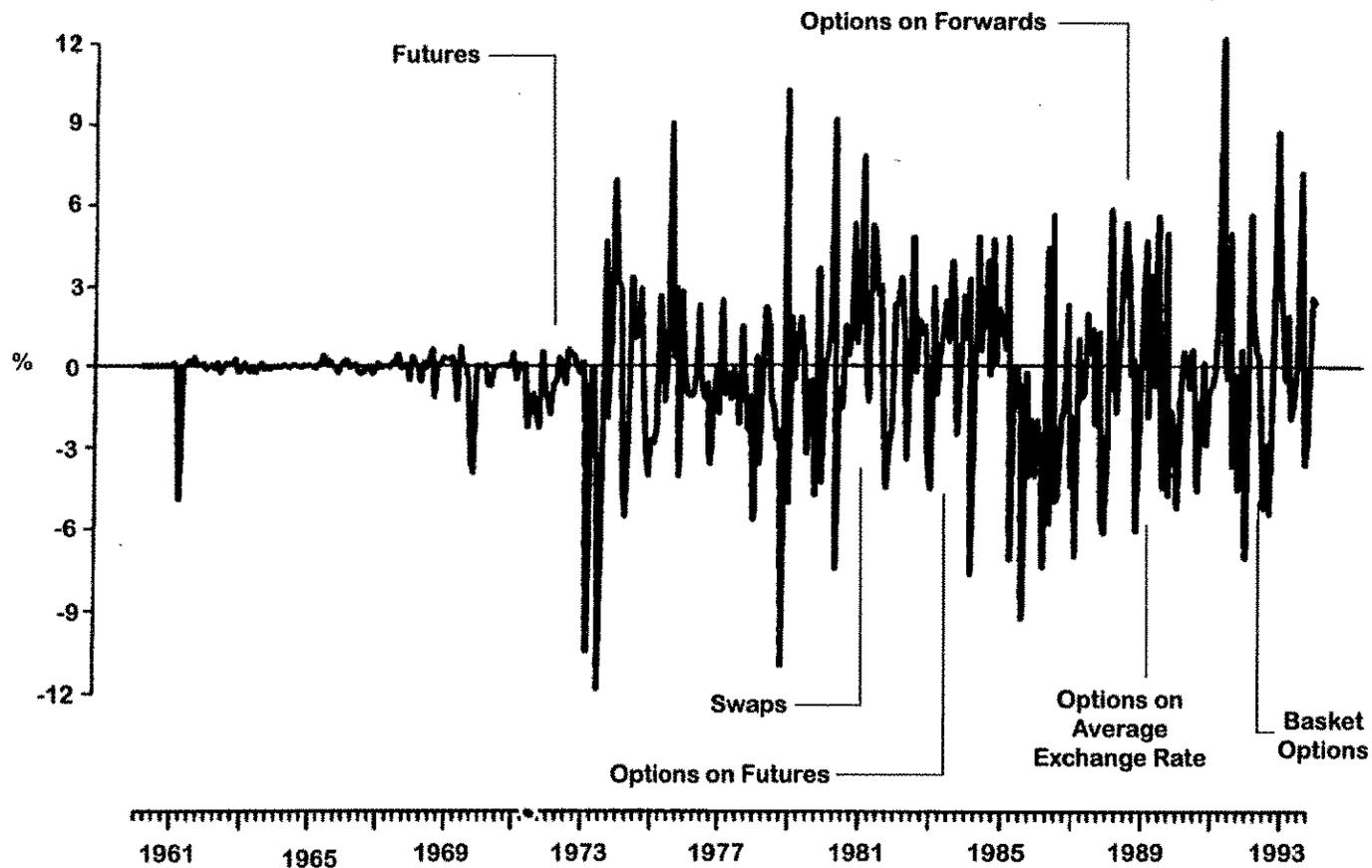
Como está ilustrado nos gráficos 3-2 e 3-3 que se seguem, o surgimento das inovações financeiras está conectado ao aumento de volatilidade das taxas de juros de juros e de câmbio.

Grande parte desses instrumentos financeiros têm como objetivo diluir o risco financeiro a princípio não diversificável de um ativo por meio de vários produtos negociáveis, de tal forma que esse risco assim dividido seja absorvido por todos aqueles que compram os papéis. Não há a eliminação do risco total; o que ocorre é uma reestruturação dos riscos e transferência para terceiros.

A característica comum a esses novos produtos, portanto, é separar riscos que não seriam passíveis de serem decompostos em operações de crédito mais tradicionais. Assim, por exemplo, as opções de taxa de juros e câmbio podem ser acopladas a uma transação financeira de tal forma que o operador inicial transfira o risco de mercado. Dessa forma, os agentes financeiros podem administrar melhor seus ativos e passivos.

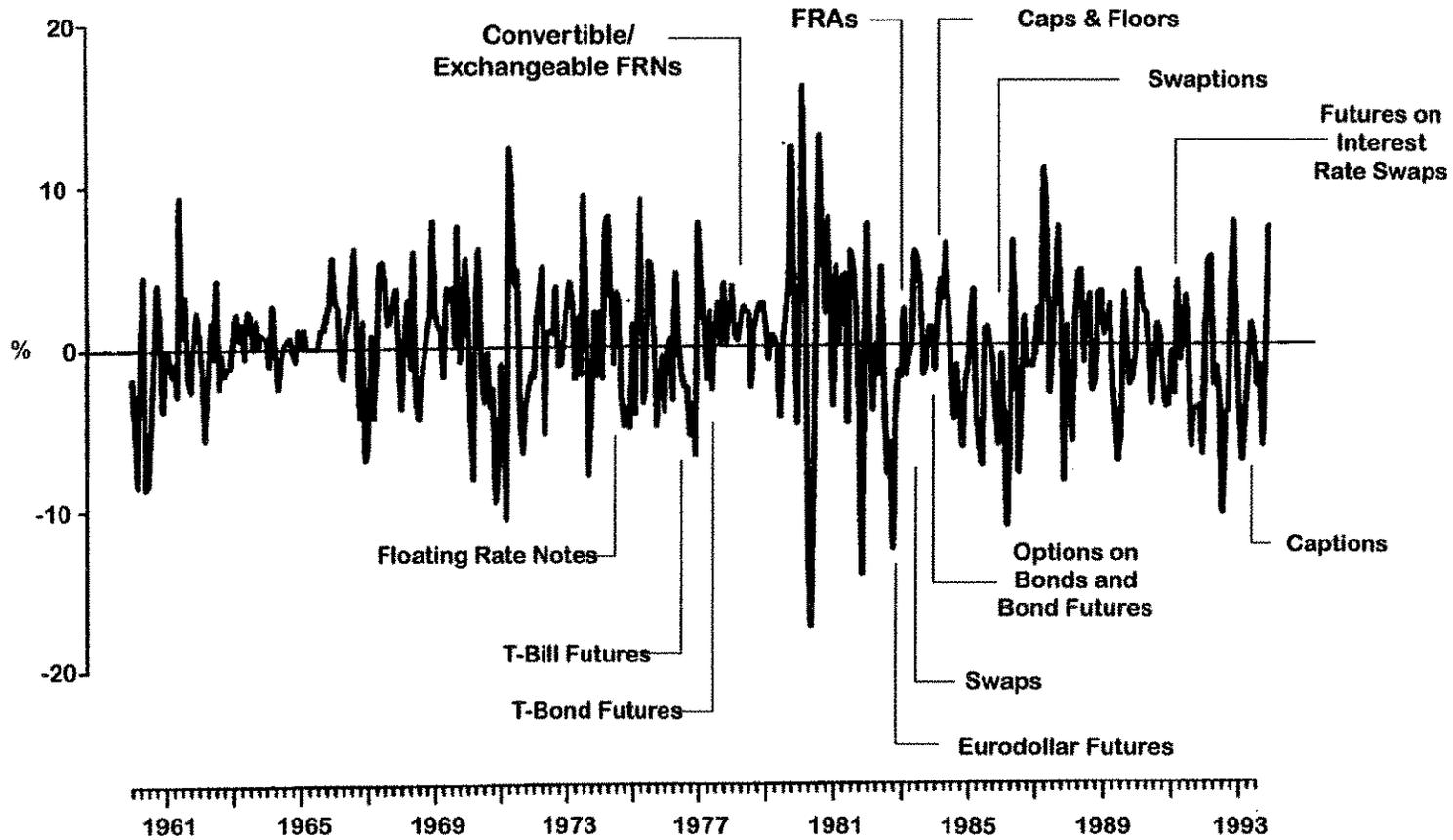
Adicionalmente, essa transferência de riscos para terceiros possibilita uma nova forma de contabilização das operações financeiras, excluindo-se do balanço várias

Gráfico 3-2 — Volatilidade de taxa de câmbio: novos produtos financeiros para gestão de risco de taxa de câmbio



DM / US\$ — valores de final de mês

Gráfico 3-3 — Volatilidade de taxa de juros: novos produtos financeiros para gestão de risco de taxa de juros



Libor (6 meses) — valores de final de mês

dessas transações. Todos os instrumentos financeiros derivados, por exemplo, não constam do balanço das instituições financeiras que operam com esses instrumentos (*Off-Balance Sheet — OBS*). O fato de não constarem do balanço dificulta o controle por parte das autoridades monetárias nacionais, e por se tratarem, muitas vezes, de operações internacionais, fogem completamente de qualquer monitoramento.

A tabela 3-1 reproduzida a seguir⁴⁷ oferece uma visão mais clara e sintetizada das funções que os novos produtos financeiros desempenham associadas aos principais tipos de risco financeiro. O grau de imprecisão dessa classificação decorre da dificuldade em se estabelecer exatamente a capacidade real de transformação dos riscos de cada grupo desses novos produtos.

Tabela 3-1 — Avaliação da Capacidade de Transformação dos Riscos dos Novos Instrumentos Financeiros			
	Risco de Taxa de Juros	Risco de Taxa de Câmbio	Risco de Crédito
NIFs	G	O	G
Currency Swaps	P	G	P
Interest Rate Swaps	G	O	P
Currency Options	O	G	P/O*
Interest Rate Options	G	O	P/O*
Forward Rate Agreements	G	O	P
Ativos Securitizados	G	O	G

G: grande capacidade

P: pequena capacidade

O: nenhuma capacidade

* No caso das options há assimetria do risco de crédito e por essa razão para o vendedor é zero e para o comprador é pequena

Fonte: Recent Innovations In International Banking

Bank for International Settlements — April 1986, p. 198

⁴⁷ Baseada na matriz elaborada pelo BIS (1986, tab. 10-2, p.172).

3.4. Conclusões

Por mais sofisticados que sejam os métodos estatísticos utilizados para a quantificação dos riscos financeiros, e apesar da incessante capacidade de criação de instrumentos financeiros facilitadores da gestão desses riscos, a questão que permanece é que modelos e técnicas de avaliação e administração dos riscos financeiros baseiam-se sempre em expectativas futuras. Ou seja, nas apostas em relação ao futuro feitas individualmente pelos agentes econômicos.

As inovações financeiras permitem que sejam dados tratamentos diferenciados e cada vez mais sofisticados para as várias fontes de risco identificáveis, recompondo, muitas vezes de forma mais conveniente, situações iniciais de maior risco por meio de redução ou transferência. Todavia, constituem-se em soluções parciais que não afastam todos os elementos comprometedores dos fluxos de pagamentos futuros relativos aos ativos financeiros. A redução ou transferência de risco de um agente possibilitada por um determinado instrumento significa sempre que uma terceira parte está assumindo aquele risco. Portanto, no conjunto dos agentes, não há sequer o desaparecimento do risco, quanto mais das incertezas a ele associadas.

Se, por um lado, o intenso processo inovativo do sistema financeiro implicou uma maior capacidade individual em administrar riscos considerados excessivamente elevados por um agente financeiro, por outro, potencializou o risco sistêmico. Na verdade, as inovações financeiras possibilitam uma tomada de posição mais agressiva por parte dos agentes individuais, colocando, por essa razão, o sistema como um todo em situação de crescente instabilidade. E quando se faz referência a “sistema”, tem-se em conta a crescente interdependência e interpenetração entre os mercados domésticos e internacionais.

Certamente, não é por outra razão que as autoridades monetárias dos países mais avançados em estreita colaboração com o BIS estão voltadas para a elaboração de normas e regulamentos adequados a coibir práticas consideradas potencializadoras de riscos para o conjunto dos sistemas financeiros privados — domésticos e internacional. O Acordo de Basileia de 1988⁴⁸, representou um passo importante nesse sentido; no entanto, a preocupação maior naquele momento era com relação ao risco de crédito considerado o risco mais relevante para as instituições bancárias.

A concepção inicial do Acordo de 1988 foi ampliada para contemplar também o risco de mercado nas operações constantes ou não dos balanços das instituições financeiras bancárias. A idéia básica é de se adequar o montante de capital próprio requerido de acordo com as posições abertas em títulos de dívida, ações e mercado cambial, levando-se em consideração os riscos de crédito e de mercado. Dessa forma, o *Committee on Banking Supervision*⁴⁹ pretende incluir as operações que não eram tradicionalmente realizadas por esses agentes financeiros para efeito dos cálculos do capital requerido dessas instituições.

⁴⁸ Mencionado no capítulo anterior.

⁴⁹ Este comitê foi criado pelos bancos centrais dos países do G-10 em 1975 tendo como local de reuniões a sede do BIS em Basileia. Atualmente, compõem esse comitê os seguintes países: Alemanha, Bélgica, Canadá, Estados Unidos, França, Grã-Bretanha, Holanda, Itália, Japão, Luxemburgo, Suécia e Suíça.

“É sempre mais difícil
ancorar um navio no espaço.”

Ana Cristina Cesar

4. Mercados Financeiros Internacionais: Evolução Recente (1981/1994)

A definição de Mercados Financeiros Internacionais (MFI) já traz em si dificuldades como foi visto no capítulo introdutório deste trabalho; no entanto, as estatísticas que procuram cobrir as atividades dos MFI são ainda mais problemáticas como será visto a seguir. As principais fontes primárias de dados são:

Instituições Multilaterais:

- Bank for International Settlements (BIS) — Relatório Anual e publicações especiais;
- International Monetary Fund (IMF) — International Financial Statistics, International Capital Markets/ Developments, Prospects and Policy Issues, e outros estudos do World Economic and Financial Surveys;
- Organization for Economic Cooperation and Development (OECD) — Financial Statistics Monthly e Financial Market Trends.

Instituições Nacionais:

- Bank of England — com a publicação do Quarterly Bulletin que traz todas as operações internacionais realizadas na praça de Londres desde 1963;
- Federal Reserve — através do registro das operações internacionais dos bancos americanos;

- Morgan Guaranty Trust Company — com o tradicional relatório World Financial Markets;
- Revista Euromoney e suplemento para América Latina — Latin Finance.

A dificuldade maior para a análise das informações estatísticas referentes aos MFI consiste nas enormes diferenças entre os dados publicados e a inconstância na forma de apresentação dos mesmos por uma só uma fonte. Pode-se justificar essa dificuldade apontando-se pelo menos três ordens de problemas.

Em primeiro lugar, dado que os MFI têm se modificado com enorme rapidez — através de ampliação do espaço geográfico e interpenetração com os mercados domésticos, introdução de novos produtos e alteração dos instrumentos previamente existentes — é compreensível a não manutenção do tratamento e apresentação dos dados ao longo do tempo.

Em segundo lugar, as instituições, sobretudo as multilaterais que são as mais importantes fontes primárias, divergem na maneira de obter e tratar os dados e no próprio tamanho do universo pesquisado. O BIS recebe informações da chamada *reporting area* composta pelos seguintes países: Estados Unidos, Canadá, Japão, países da União Européia e EFTA, Hong Kong, Singapura, Bahamas, Cayman e Panamá. O Fundo Monetário Internacional trabalha com um número maior de países e difere na metodologia usada pelo BIS. Por fim, a OECD tem trabalhado em cooperação com o BIS desde 1982 com a finalidade de produzir estatísticas sobre os países mais endividados internacionalmente.

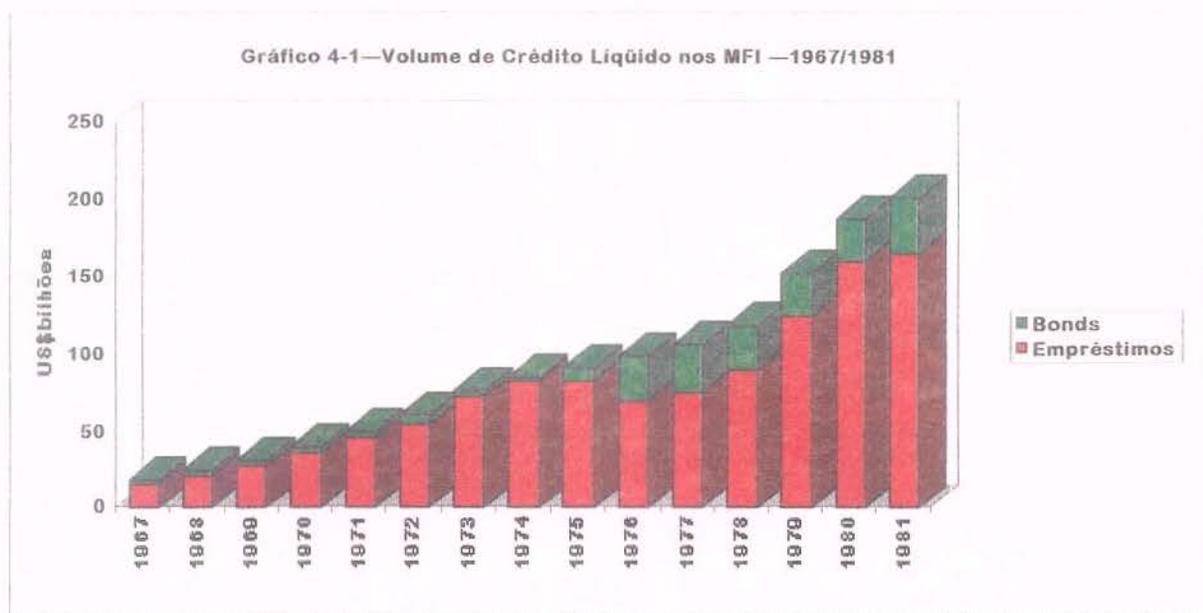
Por último, a expansão das operações que compõem o chamado *off-balance sheet* aumentou ainda mais a dificuldade de obter informações completas sobre as

atividades financeiras internacionais e conseqüentemente, a análise procedente desses dados.

O desenvolvimento recente dos MFI será feito tendo por base algumas séries que tratam da evolução do montante de crédito oferecido através de empréstimos, colocação de *bonds* e de ações para os principais grupos de países e do comportamento dos principais instrumentos e facilidades negociados internacionalmente.

4.1. Prelúdio da Crise da Dívida de 1982

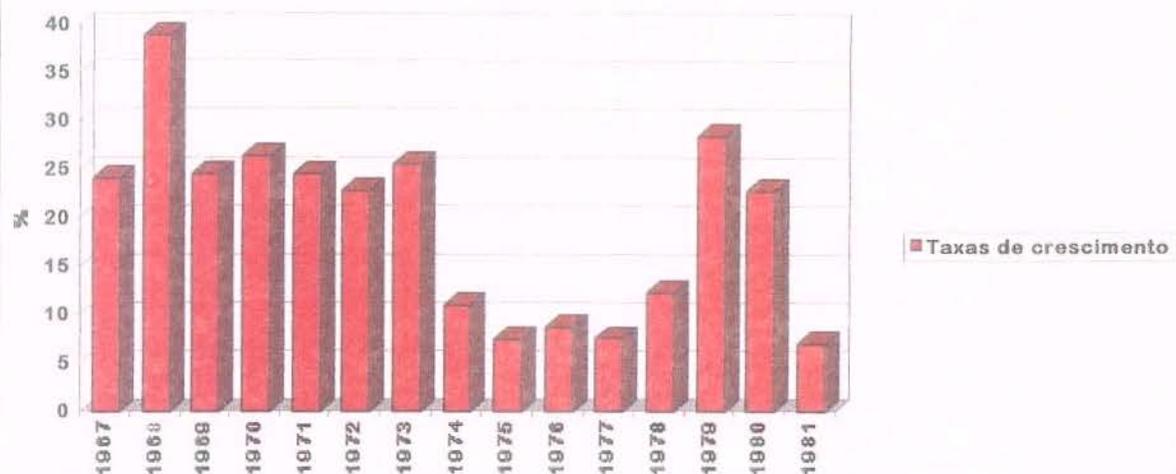
O ano de 1981 representou o momento de ápice, em termos de volume líquido¹, de crédito oferecido pelos MFI ao longo do ciclo de endividamento (1967/1981) e reciclagem dos desequilíbrios decorrentes dos eventos macroeconômicos da década de setenta, tanto para os países industrializados como para os países em desenvolvimento. De fato, esse ano representou um momento marcante em que houve uma grande oferta de novos fundos e também uma forte demanda por crédito. No entanto, a taxa de crescimento anual desses mercados que havia diminuído sensivelmente após a crise do Herstatt, em 1974, voltou a crescer e teve seu pico em 1979, a partir de quando agudizaram-se os desequilíbrios externos e iniciou-se uma nova fase de muita turbulência nos MFI (Vide gráficos 4-1, 4-2, 4-3 e tabela 4-1).



Fonte: BIS — Annual Report — Vários números

¹ Conceito de volume líquido do BIS exclui os depósitos interbancários entre os bancos da *reporting area*, exceto quando estes depósitos são convertidos na moeda de mesma nacionalidade que o banco para utilização desses recursos no próprio mercado doméstico em operações com residentes; em relação aos *bonds*, são excluídas recompras.

Gráfico 4-2— Taxas de Crescimento Anual do Volume de Crédito Líquido nos MFI — 1967/1981



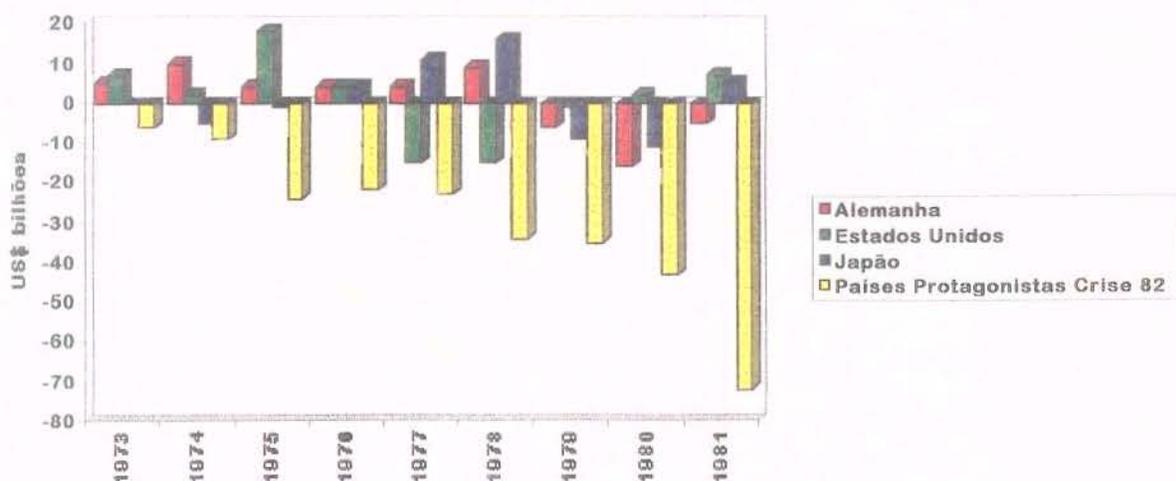
Fonte: BIS — Annual Report — Vários números

Tabela 4-1 Evolução dos Principais Indicadores Macroeconômicos

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
Transações Correntes (em US\$ bilhões)									
Países Industrializados	13	-22	9	-10	-15	15	-23	-60	-19
Países Protagonistas Crise 1982	-6	-9	-24	-22	-23	-34	-34	-43	-72
Crescimento Real do Produto (%)									
Países Industrializados	6	0.6	-0.5	4.9	3.7	4.2	3.4	1.3	1.4
Países Protagonistas Crise 1982	7.9	6.7	3.3	5.7	5.3	4.1	6.1	6.1	0.1
Inflação(%)									
Países Industrializados	7.7	13.1	11	8.2	7.8	7.5	8	9.2	8.7
Países Protagonistas Crise 1982	27.9	34.9	47.2	66.5	49.7	42.5	47.6	57	57.1

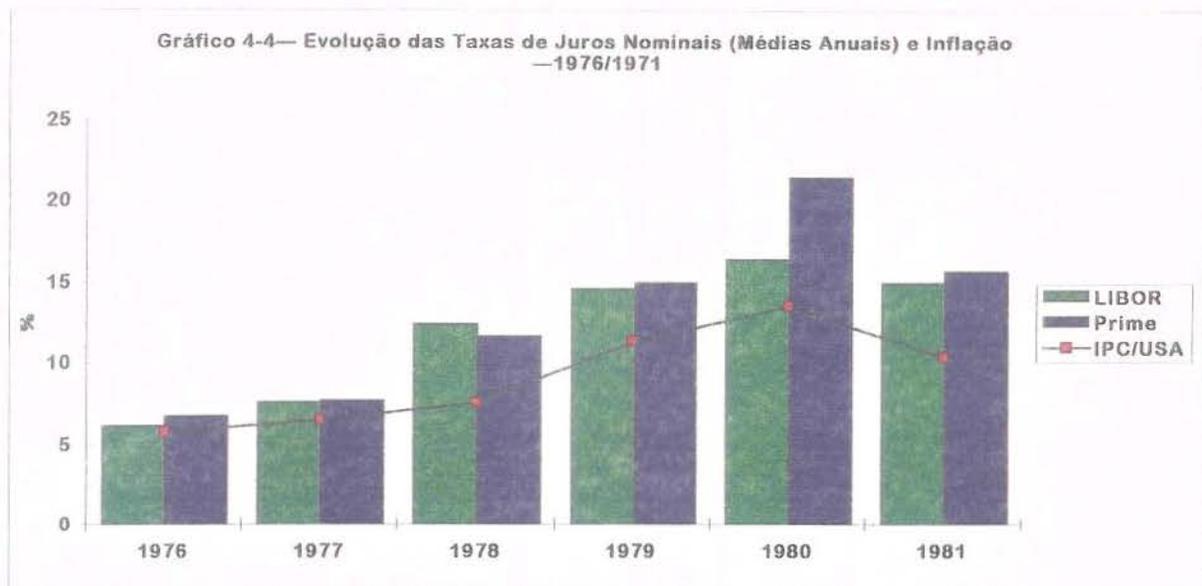
Fonte: IMF- World Economic Outlook - Vários Números

Gráfico 4-3— Balanço de Transações Correntes — 1973/1981



Fonte: IMF — World Economic Outlook — Vários números

Esses desequilíbrios agravaram-se devido aos movimentos de ascensão das taxas de juros e da oscilação das taxas de câmbio, alterando tanto as condições de oferta quanto de demanda dos recursos dos MFI (Gráfico 4-4).



Fonte: IMF — International Capital Markets — Vários números

A maior oferta de fundos decorreu essencialmente do aumento inusitado das taxas de juros nominais e reais nos EUA e da manutenção de um diferencial entre estas e a Libor. Decorrentemente, houve um aumento significativo na procura por ativos financeiros denominados em dólares negociados internacionalmente que constituíam a maior parte dos papéis transacionados nos mercados financeiros internacionais.

Além do mais, em três de dezembro de 1981, foi aberto o mercado financeiro *offshore* americano através da aprovação do *International Banking Facilities (IBFs)*², com impacto imediato sobre as operações em dólar com não-residentes nos EUA. O aumento da oferta de fundos derivado da mudança de taxas de juros americanas mais do que compensou a redução de fundos provenientes dos países da OPEC³.

² Ver Anexo 1 — Desregulamentação do Mercado Financeiro americano

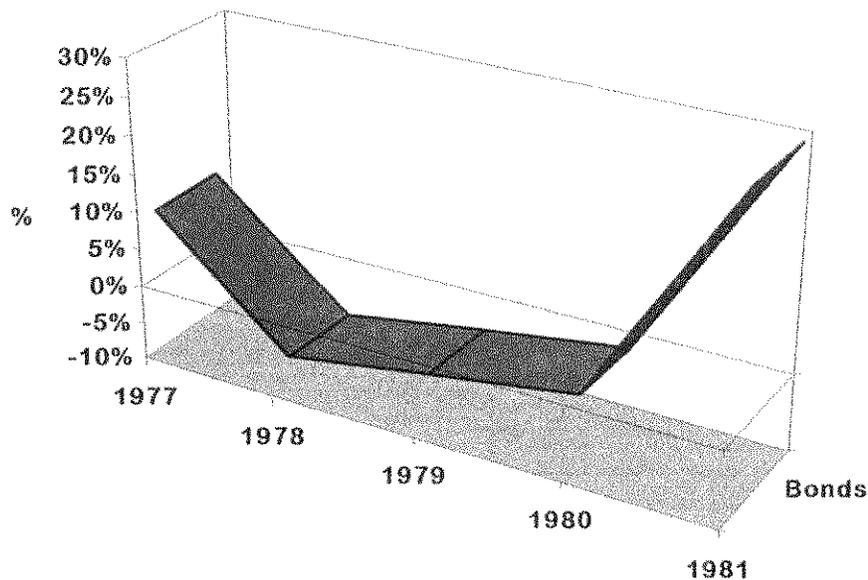
³ Em 1980, logo após o segundo choque do petróleo, os países da OPEC contribuíram com US\$58 bilhões de novos fundos para os MFI. Em compensação, em 1981, essa cifra ficou em torno de US\$28 bilhões. Dados do BIS — Annual Report 1981/82.

Adicionalmente, a subida vertiginosa das taxas de juros americanas no início dos anos oitenta provocou também uma valorização muito significativa da moeda americana implicando, portanto, alterações importantes nas paridades entre as principais moedas com repercussões notáveis nos passivos das instituições financeiras internacionais.

O aumento da oferta de fundos foi acompanhado por uma elevação também significativa da demanda por empréstimos, principalmente por parte de países com posições devedoras bastante representativas. Em relação à concessão de créditos, a atitude de extrema cautela dos bancos em relação a esses países altamente endividados ficou evidenciada pelo encurtamento dos prazos e pelo aumento expressivo dos *spreads* cobrados para créditos concedidos a esses países.

Ao mesmo tempo, era possível observar então, a tendência dos agentes financeiros internacionais em procurar atrair os clientes de primeira categoria por meio da diminuição dos *spreads* cobrados. Simultaneamente à busca de tomadores de primeira linha para concessão de empréstimos, esses agentes intensificaram suas operações no segmento de *bonds*. O montante anual de novas emissões de *bonds* nos MFI que vinha se mantendo no patamar de US\$ 28 bilhões de dólares teve um crescimento nominal de 30% no ano de 1981 (Gráfico 4-5).

Gráfico 4-5— Taxa de Crescimento Anual da Emissão Líquida de Bonds nos MFI
—1977/1981



Fonte: BIS — Annual Report — Vários números

É possível constatar que, em 1981, com a saída dos países da OPEC⁴ como supridores de recursos e o contingenciamento do crédito para os países em desenvolvimento altamente endividados, mesmo antes da moratória do México, os fluxos de capitais dos MFI começavam a sofrer uma alteração importante: as transações financeiras internacionais, a partir de então, ficariam limitadas quase que exclusivamente aos países pertencentes ao G-10 e a alguns centros financeiros *offshore*.

Com a deflagração da crise do endividamento após a moratória do México (agosto de 1982), os mercados financeiros internacionais reduziram o total líquido de crédito concedido em 24%, sendo esta a primeira taxa anual negativa de crescimento desde sua origem no final dos anos cinqüenta. A recente criação de um mercado *offshore* americano (dezembro de 1981) conjugada com taxa negativa de crescimento dos MFI fizeram com que alguns analistas previssem o fim desses mercados. De fato, os MFI “acabaram”, mas apenas para os países altamente endividados.

⁴ Com a queda dos depósitos dos países da OPEC de US\$ 58 bilhões em 1980 para cerca de US\$ 28 bilhões em 1981, os países em desenvolvimento diminuíram sua participação enquanto fornecedores de fundos. Do lado dos usos, a concessão de crédito para os países em desenvolvimento altamente endividados ficou limitada a aproximadamente o mesmo valor de 1980. Informações obtidas no relatório anual do BIS (1981/82).

4.2. Recomposição dos MFI (1982/1985)

O período de 1982 a 1985 foi de extrema importância para a recomposição e configuração atual dos MFI. Não há dúvidas de que a crise da dívida de 1982 representou o grande momento a partir do qual os fenômenos descritos, resumidos no conceito de inovações financeiras, nos capítulos anteriores, passaram a ocorrer de forma intensa e generalizada. Apesar de essa crise ter sido tratada inicialmente como apenas um problema de “liquidez” de alguns devedores, trouxe à tona a consciência do aumento dos riscos incorridos pelas instituições financeiras face às condições macroeconômicas vigentes.

O tratamento adotado pelos agentes financeiros internacionais em relação aos devedores com problemas de “liquidez” resumiu-se na imposição, por meio de organismos multilaterais e da formação de comitês de credores privados, de condições rígidas para reescalonamento do principal e, em alguns casos, de concessão de novos créditos em base não-voluntária⁵. Dada a assimetria existente entre credores e devedores e a falta de coordenação política entre os devedores, foi possível imputar a essas nações altamente endividadas a maior parte do ônus decorrente dessa crise. As dificuldades passadas por esses países são sobejamente conhecidas, bem como a inviabilidade dos programas propostos de reescalonamento das dívidas existentes. O equacionamento desse estoque de débitos deu-se somente na segunda metade da década de oitenta.

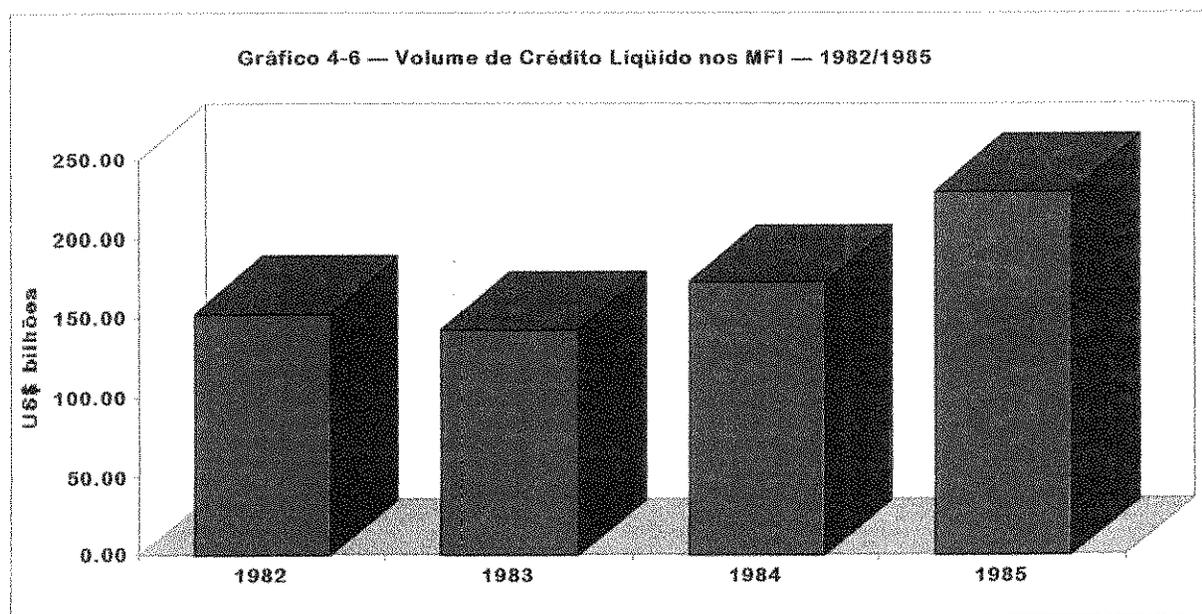
Aos agentes financeiros internacionais, coube o papel de buscar mecanismos que os protegessem de episódios como os vividos em 1982. Com a rapidez que lhes é peculiar, avaliaram o ambiente macroeconômico internacional em que atuavam

⁵ A gestão da crise da dívida vista sob a ótica dos devedores dispõe de ampla bibliografia e não se constitui, em si, objeto deste trabalho.

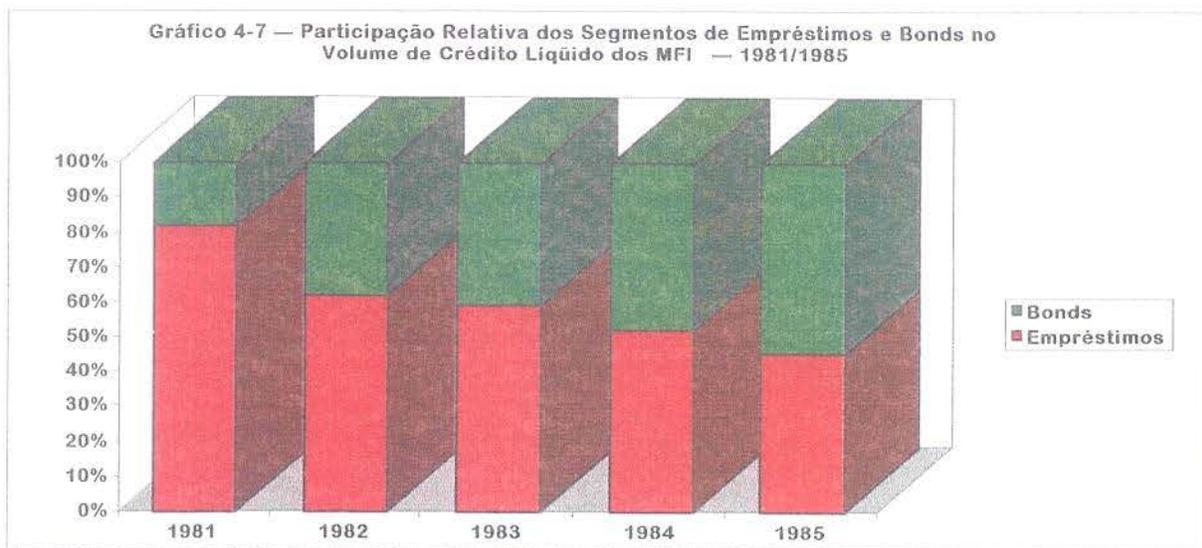
e moldaram suas operações levando em consideração o adicional de riscos de taxas de juros, de câmbio e de crédito da empresa, do país e mesmo da região de possíveis tomadores. Foram obrigados também a levar em conta as exigências relativas à adequação da relação entre capital próprio e ativos.

Assim, no rastro das chamadas inovações financeiras, muitos instrumentos foram criados, vários dos quais não contabilizados em balanço, e estreitaram-se as ligações entre os mercados domésticos dos países industrializados e internacionais. São esses os elementos que deram a nova configuração dos MFI e que possibilitaram sua reabilitação. Através dos dados expostos a seguir, é possível constatar esse processo.

Os dados seguintes mostram que, só a partir de 1985, os MFI começaram a recuperar o ímpeto de crescimento que sempre foi sua marca característica. Isso ocorreu, porém, com a inversão da liderança do segmentos. Os gráficos 4-6 e 4-7 ilustram a aceleração do processo de securitização muito característico do período de ajuste pós-crise de 1982.

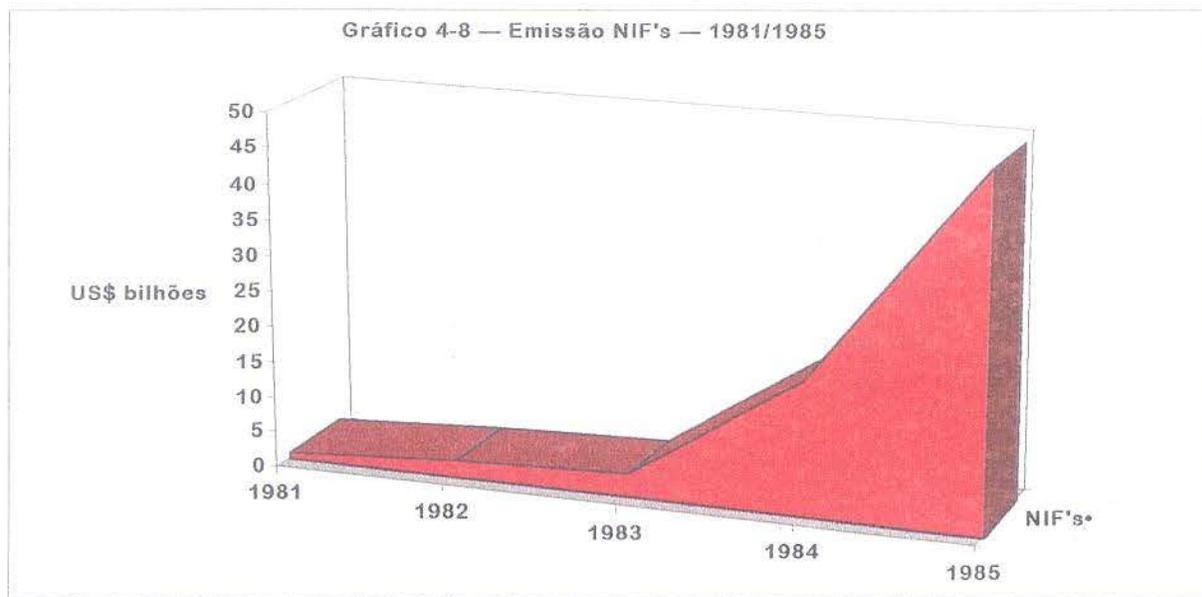


Fonte: BIS — Annual Report — Vários números



Fonte: BIS — Annual Report — Vários números

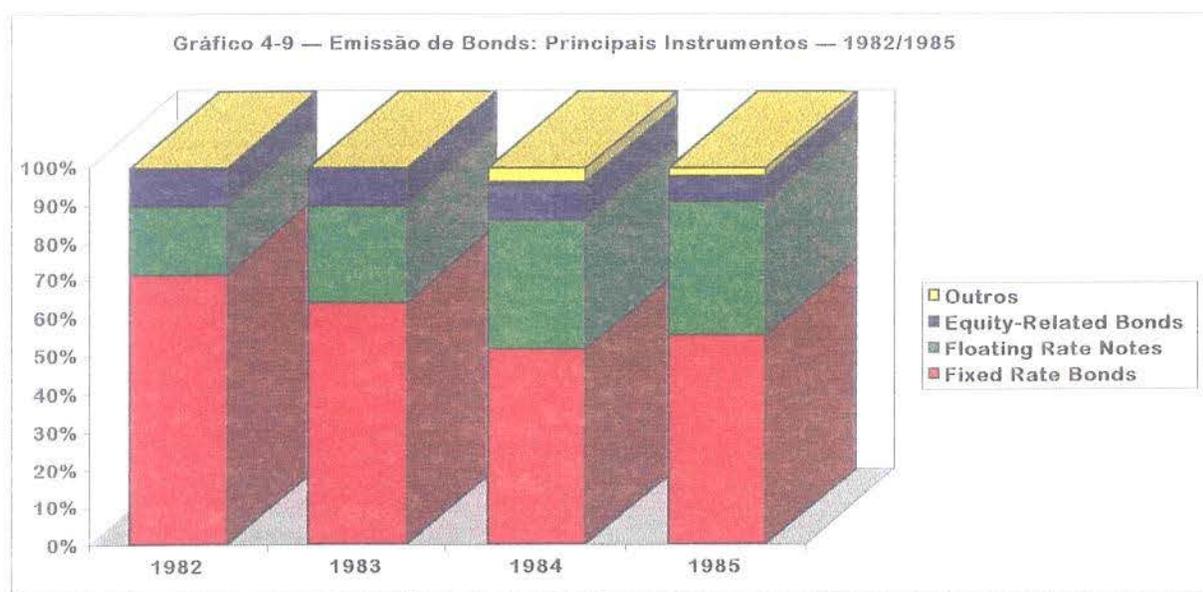
O segmento de bonds cresceu entre 1982/85 a uma taxa anual média de 20.9% enquanto que o segmento de empréstimos apresentou uma taxa anual média de apenas 2.53%. Em termos absolutos, foram concedidos empréstimos em um total líquido de US\$165 bilhões em 1981 e apenas US\$85 bilhões em 1983, sendo este o menor valor do período. Entretanto, as NIFs (*note issuance facilities*) representaram a forma mais importante para captação de créditos de curto prazo com crescimento médio anual de 115.28%⁶(gráfico 4-8).



Fonte: BIS — Annual Report — June 1986

⁶ Mais recentemente, as NIF's passaram a ser consideradas quase como uma forma de empréstimo. Em 1982, logo no início da utilização desses instrumentos, foram emitidos papéis desse tipo no total de US\$2 bilhões, e, em 1985, esse valor passou para US\$49.4 bilhões. BIS — Annual Report — (1983/84 e 1986/87).

Quanto à emissão líquida de novos *bonds*, os MFI ofereceram cerca de US\$36.5 bilhões em 1981 e US\$ 125 bilhões em 1985. O gráfico 4-9 apresentado a seguir, mostra evolução dos principais tipos de *bonds* negociados no período em foco apresentando uma taxa de crescimento médio anual de 44.8% entre 1982/85. O crescimento marcante das FRNs deveu-se ao fato de esse instrumento ser considerado um substituto próximo dos empréstimos sindicados e ter sido acrescido de inovações que o tornaram ainda mais interessante.



Fonte: BIS — Annual Report — June 1986

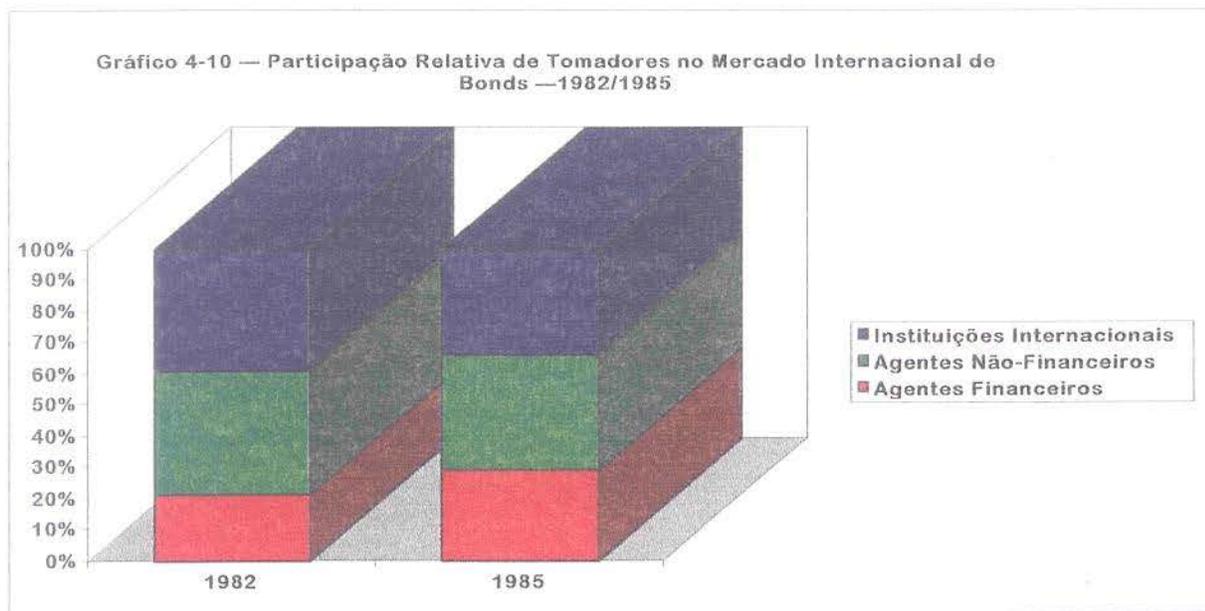
Dentre as novidades adicionadas às novas emissões de FRNs, pode-se mencionar:

- teto para taxa de juros (*capped* FRNs);
- possibilidade de ser convertida em ações em caso de problemas de solvência (*perpetual* FRNs);
- desvinculação do período de ajuste para pagamento da taxa de juros devida pelo tomador com a recebida pelo aplicador⁷ (*interest mismatching*).

⁷ Por exemplo, o tomador deve ajustar o pagamento devido pela Libor de seis meses, enquanto que o aplicador recebe seu retorno ajustado pela Libor de três meses.

As *fixed rate bonds* ou *straight bonds* só voltaram a ter crescimento expressivo a partir de 1985 quando incorporaram algumas inovações e alterou-se a tendência de elevação das taxas de juros internacionais. Os chamados *convertible bonds* ou *equity-bonds*⁸ — que dão ao investidor a opção de converter o *bond* em ação a um preço de conversão fixado — também mantiveram sua participação relativa.

Os agentes financeiros — bancários e não-bancários — aumentaram sua participação relativa no mercado internacional de *bonds*: se, em 1982, detinham cerca de 21.57% desses títulos, em 1985, esse valor representou quase 30% do total. Já os agentes privados não-bancários diminuíram suas posições nesse mercado, passando de 39.22% em 1982 para 36.29% no final do período em foco. O gráfico 4-10 mostra a distribuição entre tomadores no mercado internacional de *bonds* em 1982 e 1985.



Fonte: BIS — Annual Report — June 1986

⁸ As primeiras emissões das *convertible bonds* foram feitas em 1965. Bank of England (1970 p.306).

Uma outra forma de securitização, os *transferable loans facility*⁹, também se expandiu rapidamente a partir de 1985, e por iniciativa dos bancos americanos. A participação no *pool* que concede o empréstimo foi estendida para agentes não-residentes nos EUA, transformando uma operação inicialmente doméstica em internacional. Esse tipo de empréstimo, no final de 1985, representava um montante acumulado de US\$45 bilhões.¹⁰

A utilização crescente de técnicas de alavancagem financeira associadas à colocação de *securities* como as LBO's¹¹ nos processos de reestruturação econômica e financeira de empresas privadas e públicas não apenas aceleraram esse processo de securitização como, praticamente, criaram um mercado de *junk bonds* a princípio nos EUA e Grã-Bretanha e posteriormente nos demais mercados domésticos que foram se sofisticando. A dimensão cada vez mais internacional das atividades financeiras possibilitou a difusão global¹² dessas novas técnicas para a fusão e aquisição de empresas.

Outro elemento absolutamente incontestável foi a sensível redução da participação dos países em desenvolvimento nos novos créditos em base voluntária evidenciada pelos gráficos 4-11 e 4-12. Como se pode observar, a diminuição mais significativa ocorreu no segmento de empréstimos. Isto se deve ao fato de que os países em desenvolvimento, principalmente os altamente endividados, tinham tido acesso, até 1982, aos créditos internacionais basicamente por meio de empréstimos. Por isso mesmo, após a crise da dívida de 82, a exclusão dos altamente endividados e redução de participação dos demais países em desenvolvimento deram-se exatamente no segmento de empréstimos.

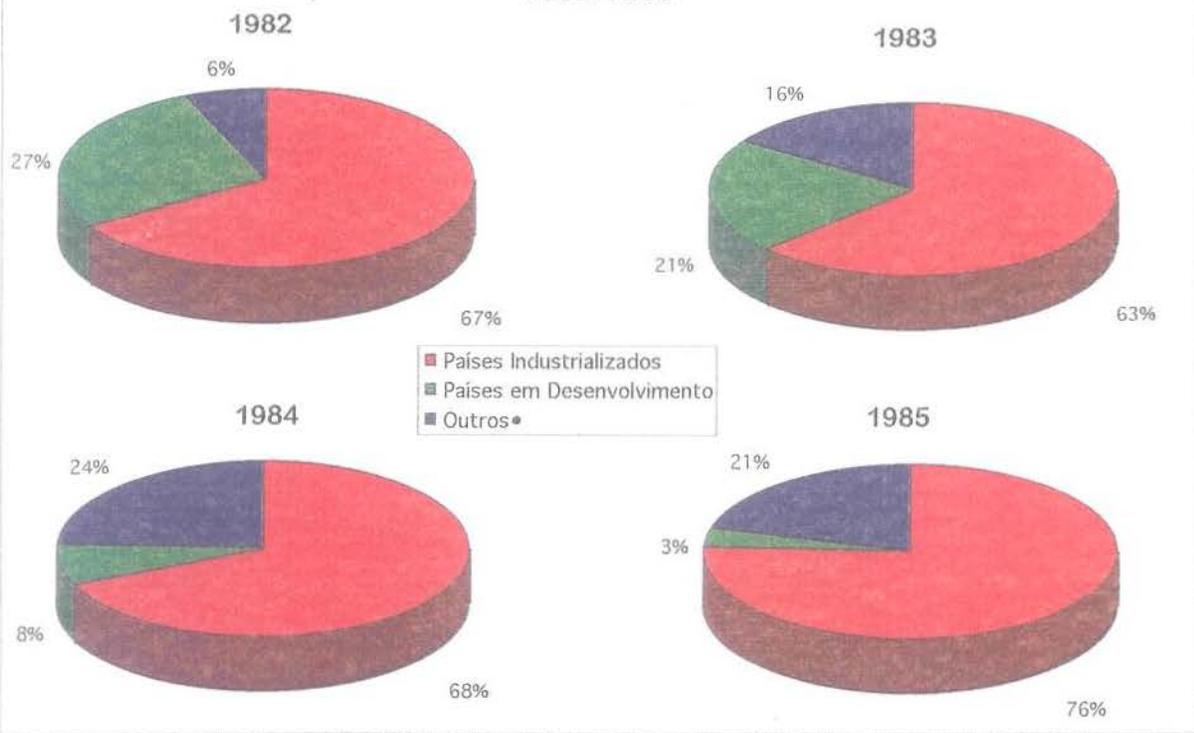
⁹ Essa forma de securitizar o ativo já foi descrita neste trabalho no capítulo 2. O primeiro empréstimo deste tipo foi feito em 1984.

¹⁰ BIS (1986, p.136).

¹¹ Mencionado no capítulo 2.

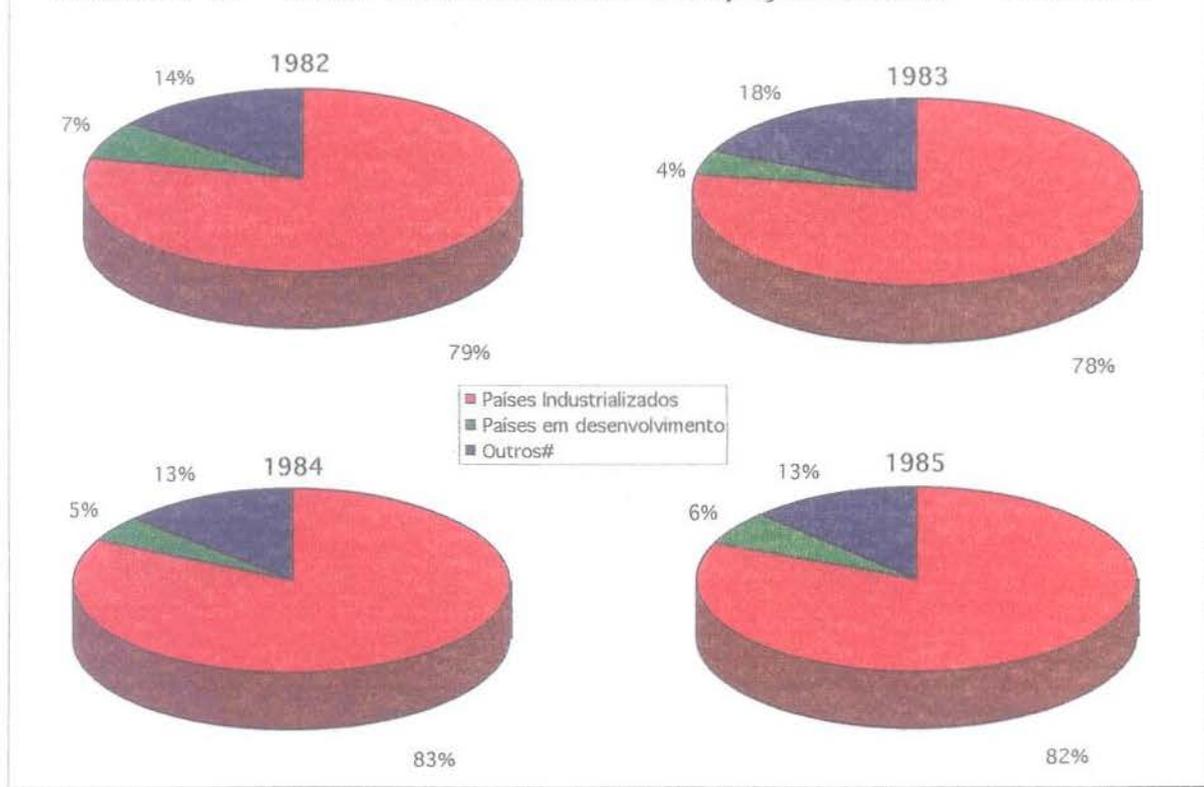
¹² Tem-se tomado cuidado em caracterizar o processo de globalização dos mercados financeiros como sendo a intensificação de operações internacionais, que, contudo, implica em um conceito bastante elástico do universo que comporta tais transações.

Gráfico 4-11 — Empréstimos Internacionais: Participação Relativa — 1982/1985



Fonte: IMF — International Capital Markets — Vários números

Gráfico 4-12 — Bonds Internacionais: Participação Relativa — 1982/1985



Fonte: IMF — International Capital Markets — Vários números

Também nesse período, os bancos que carregavam em seus ativos empréstimos para devedores duvidosos (países em desenvolvimento altamente endividados) passaram a praticar uma política agressiva de venda desses ativos — por meio da negociação dessas posições no mercado secundário e com deságio em relação ao preço de face — e a buscar novos participantes nos empréstimos sindicados (não-voluntários) concedidos a esses devedores (tabela 4-2).

	1982	1983	1984	1985
Países Protagonistas da Crise de 82	6.9	2.1	1.8	-4.5
Argentina	-0.2	0.3	-0.5	0.4
Brasil	3.6	0.2	3.2	-1.1
México	2.9	2	0.2	-1.6

*dados de final de período

Fonte: IMF- International Capital Markets - 1988

No próximo capítulo, quando se irá tratar da questão dos “mercados emergentes”, voltar-se-ão a discutir as formas de equacionamento do estoque de dívida acumulado até 1982 pelos países em desenvolvimento altamente endividados.

Finalmente, cabe salientar que os MFI fizeram sua reciclagem simultaneamente à retomada do crescimento das principais economias capitalistas. Por exemplo, a busca de tomadores não-financeiros de primeira linha foi extremamente facilitada pela recuperação econômica nos países industrializados. A saída da crise do endividamento foi, portanto, muito menos “dolorosa” do que se poderia prever caso as economias capitalistas avançadas não tivessem tido a performance que tiveram (tabela 4-3).

Transações Correntes (em US\$ bilhões)	1982	1983	1984	1985
Países Industrializados	-22	-20	-58	-51
Países OPEC	-10	-22	-7	4
Países Protagonistas Crise 1982	-67	-23	-10	-6
Crescimento Real do Produto (%)				
Países Industrializados	-0.4	2.7	4.7	3
Países OPEC	0.1	-1.2	0.2	-0.4
Países Protagonistas Crise 1982	-1	-2.8	3.6	3.5
Inflação (%)				
Países Industrializados	7.2	4.9	4.2	3.8
Países OPEC	1.4	2.2	8.2	3
Países Protagonistas Crise 1982	67.6	105.8	134	151.3

Fonte: IMF- World Economic Outlook- 1987

4.3. Voltando a Crescer: 1986/1990

O ano de 1986 marcou a retomada dos MFI e pode ser considerado como o divisor entre o período de enorme turbulência causada pela crise da dívida e o florescimento de um novo padrão de comportamento dos MFI. O segmento de empréstimos voltou a responder pela maior parte do crédito oferecido internacionalmente, refletindo a intensificação das relações econômicas internacionais entre os países desenvolvidos assim como as alterações nas taxas de juros e de câmbio (tabela 4-4).

Tabela 4-4— Volume de Crédito Líquido nos MFI— 1986/1990 (em US\$ bilhões)					
	1986	1987	1988	1989	1990
Empréstimos*	282.00	352.00	337.00	500.00	508.00
Bonds#	163.10	104.80	144.20	166.60	122.00
Total	445.10	456.80	481.20	666.60	630.00

*Sem dupla contagem

#Emissões líquidas = emissões totais menos amortizações

Fonte: BIS- Annual Reports- vários números e IMF - International Capital Markets - vários números

Mesmo com o Acordo de Plaza de 1985¹³, a desvalorização continuada da moeda americana não impediu a contínua deterioração da Conta de Transações Correntes americana. O desequilíbrio externo entre as principais economias industrializadas continuou a ser a base do crescimento dos MFI nesta nova fase de expansão¹⁴. Além do mais, os países capitalistas avançados continuaram a crescer até o final da década de oitenta, apesar, ou por razão mesmo, dos crescentes desequilíbrios externos existentes. Por outro lado, a continuidade do processo de liberalização de importantes mercados financeiros domésticos — países desenvolvidos — impeliu a uma cada vez maior proximidade entre esses mercados e os MFI (tabela 4-5).

¹³ No Acordo de Plaza (New York, 1985) ficou estabelecida entre os países avançados uma forma coordenada de promover a desvalorização da moeda americana face às principais moedas.

¹⁴ Note-se a redução dos desequilíbrios em Conta Corrente dos países em desenvolvimento neste período.

Tabela 4-5 — Evolução dos Principais Indicadores Macroeconômicos —1896/1990					
Transações Correntes (em US\$ bilhões)	1986	1987	1988	1989	1990
Países Industrializados	-20	-73.2	-65.4	-96.6	-117.1
Países Protagonistas Crise 1982	-22	-23	-28.3	-19.1	-13.8
Crescimento Real do Produto (%)					
Países Industrializados	2.4	4	4.6	3.4	2.4
Países Protagonistas Crise 1982	4.4	3.8	1.8	2	0.5
Inflação (%)					
Países Industrializados	3.4	3.1	3.4	4.4	5
Países Protagonistas Crise 1982	84.3	84.2	149.7	194.6	240.9

Fonte: IMF- World Economic Outlook - Vários Números

O esforço de coordenação das políticas econômicas entre os países do G-10 redundou numa desvalorização concertada da moeda americana em relação às moedas dos principais parceiros econômicos dos EUA e na queda das taxas de juros internacionais a partir de 1986. Essa queda de taxas de juros estimulou o crescimento da emissão de bonds e do valor das ações negociadas internacionalmente.

Contudo, a partir de dezembro de 1986, o mercado para as *perpetual floating notes* emitidas em excesso por bancos com o objetivo de compor seu capital próprio não conseguiu absorver a grande quantidade de títulos colocada¹⁵.

O ano de 1987 iniciou-se com um mercado para as *perpetuals floating notes* praticamente inexistente, afetando a colocação das demais FRNs. No rastro de boatos que se multiplicaram a partir da crise desse instrumento iniciada em dezembro de 1986, dava-se como certo que as autoridades monetárias, por meio do BIS, não mais permitiriam que bancos internacionais carregassem as posições de *perpetuals* dos demais¹⁶.

¹⁵ Pela natureza desse instrumento, o retorno baseia-se em taxa de juros do mercado monetário apesar de o papel ser negociado como um título no mercado de capitais. Do total de US\$51 bilhões de novas emissões em 1986, cerca de 47% não conseguiu colocação no mercado. (IMF — International Capital Markets — Developments and Prospects — 1988, p.20).

¹⁶ Os agentes financeiros internacionais desenvolveram, desde os primórdios desses mercados, no final da década de cinquenta, a prática de sustentar suas operações baseados no interbancário. Portanto, um banco internacional carregar em seu passivo títulos (no caso *perpetuals*) que representassem parte do capital próprio de outro banco era absolutamente corriqueiro. Todavia, este tipo de procedimento poderia ser eventualmente considerado pelo BIS como *double leveraging* do sistema bancário internacional.

A crise com as *perpetuals floating notes* não apenas prejudicou as FRNs como também contaminou os outros papéis negociados nos mercados de capitais provocando uma queda generalizada de preço. Além do mais, a elevação conjuntural das taxas de juros nos EUA no primeiro semestre de 1987 e o aumento pelo FED da taxa de redesconto em setembro do mesmo ano arrefeceram ainda mais as operações com as *securities*.

O movimento de queda dos preços das *securities* negociadas nos principais mercados de capitais — Alemanha, Estados Unidos, Grã-Bretanha e Japão — perdurou por todos os meses de 1987; todavia, em 19 de outubro desse ano, no mercado de Nova Iorque, o índice Dow Jones apresentou uma queda diária recorde: vinte três pontos percentuais¹⁷. A repercussão nas demais bolsas foi imediata e, deste ponto de vista, ficou evidente o significado da globalização dos mercados. No dia 20 de outubro, o índice da bolsa japonesa (Nikkei) caiu 17%, o da inglesa 21% e o da alemã 11%¹⁸.

As autoridades monetárias dos principais países capitalistas, notadamente dos EUA, intervieram rápida e pesadamente nesse episódio, desempenhando o papel de prestamista em última instância e garantindo assim a credibilidade do sistema. As intervenções foram bem-sucedidas no sentido de conter uma crise que poderia ter alcançado dimensões muito mais dramáticas.

Passada a turbulência do final de outubro e do mês de novembro, a avaliação final foi de que os índices retroagiram respectivamente para: o valor de março de 1987 no Japão, de outubro de 1986 nos casos dos EUA e Grã-Bretanha e de abril de 1985 no caso alemão.

¹⁷ Para se ter uma idéia do que isto representa, basta dizer que a maior queda diária durante o *crash* de 1929 foi de 13%.

¹⁸ IMF — *International Capital Markets* — (1988, p.5).

Razões de ordem macroeconômica podem ser arroladas para explicar esse choque adverso das principais Bolsas de Valores em outubro/novembro de 1987: dificuldades de coordenação de política econômica entre os países do G-10, permanência dos desequilíbrios externos desses países, oscilações das paridades entre as principais moedas, interpenetração dos mercados domésticos e internacionais, elementos que compunham — e por que não dizer, continuam a compor — o cenário macroeconômico internacional.

A questão que intriga é saber o que faz com que este tipo de crise irrompa “naquele” determinado momento, uma vez que os componentes básicos estavam presentes antes e depois do *crash*. Essa última consideração é válida para todos os outros momentos de crise que abalaram os mercados financeiros¹⁹ nos períodos analisados.

Em decorrência da crise de outubro de 1987, muitas instituições financeiras internacionais mudaram sua estratégia reduzindo sua participação nos mercados de capitais, procurando reduzir seus custos de operação, reavaliando suas políticas de gestão de riscos, voltando-se para operações domésticas e, em alguns casos, buscando melhorar suas posições através de fusões.

Passados os efeitos do *crash* de 1987, os índices das principais Bolsas de Valores voltaram a apresentar alta, e, durante o ano de 1989, os preços das ações negociadas internacionalmente voltaram a alcançar seus mais altos níveis históricos. Entretanto, em outubro de 1989, uma nova queda abrupta dos preços ocorreu nos principais mercados de capitais. A queda mais expressiva deu-se no Japão onde o índice Nikkei caiu cerca de 40% no período de outubro de 1989 a dezembro de 1990.

¹⁹ Pode-se falar em mercados financeiros num sentido universal por força da estreita ligação existente entre os mercados domésticos e internacionais. Fazendo-se sempre a ressalva de que o tamanho do universo variou ao longo dos últimos quatorze anos (1980/94).

Novamente, pode-se argumentar que a percepção das condições macroeconômicas internacionais — a continuidade dos desequilíbrios externos entre os principais países industrializados, crescimento do déficit fiscal americano, pressões inflacionárias, oscilações nas taxas de câmbio — por parte dos agentes induziu a essa queda violenta dos preços das ações nos mercados de capitais. Contudo, depois da crise de 87, os preços desses títulos tinham voltado a atingir os picos históricos num cenário econômico não muito diferente daquele existente na nova crise.

Mais uma vez, as intervenções das autoridades monetárias foram eficazes no sentido de estancar a crise e impedir que o pânico dominasse os sistemas financeiros domésticos e internacional.

Com os dados apresentados na tabela 4-6, pode-se acompanhar a evolução do mercado internacional de ações²⁰. A emissão primária e o volume líquido — compras brutas menos vendas brutas — das ações transacionadas internacionalmente refletem o impacto negativo das crises das bolsas em 87 e 89, mas demonstram também a rápida recuperação havida após esses episódios. A negociação internacional de ações relacionada ao processo de fusão e incorporação de empresas manteve taxas de crescimento anuais positivas durante todo o período (1986/1990), sendo que somente em 1991, quando o ritmo dos negócios em geral arrefeceu-se, é que houve um crescimento negativo nesse setor.

²⁰ As transações no mercado internacional de ações compreendem a compra/venda de ações estrangeiras nos mercados domésticos bem como a compra/venda de ações nacionais por não-residentes. Os agentes que carregam em seus *portfolios* ações com essas características formam carteiras internacionais.

Tabela 4-6 — Mercado de Ações Negociadas Internacionalmente — 1986/1990 (em US\$ bilhões)						
	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Emissão Primária de Ações ¶	18	34.5	14.9	22	19.4	24.5
Fluxo Líquido de Ações*	31.7	4	21.1	92.3	11	51.1
Fluxo Bruto de Ações**	800.8	1344.4	1212.6	1598.1	1441.2	1322.5
Fusões e Incorporações*	39.2	70.9	109.6	117.5	128.4	75

¶ — ações oferecidas internacionalmente

*Compras menos Vendas de ações que compõem portifolios internacionalizados

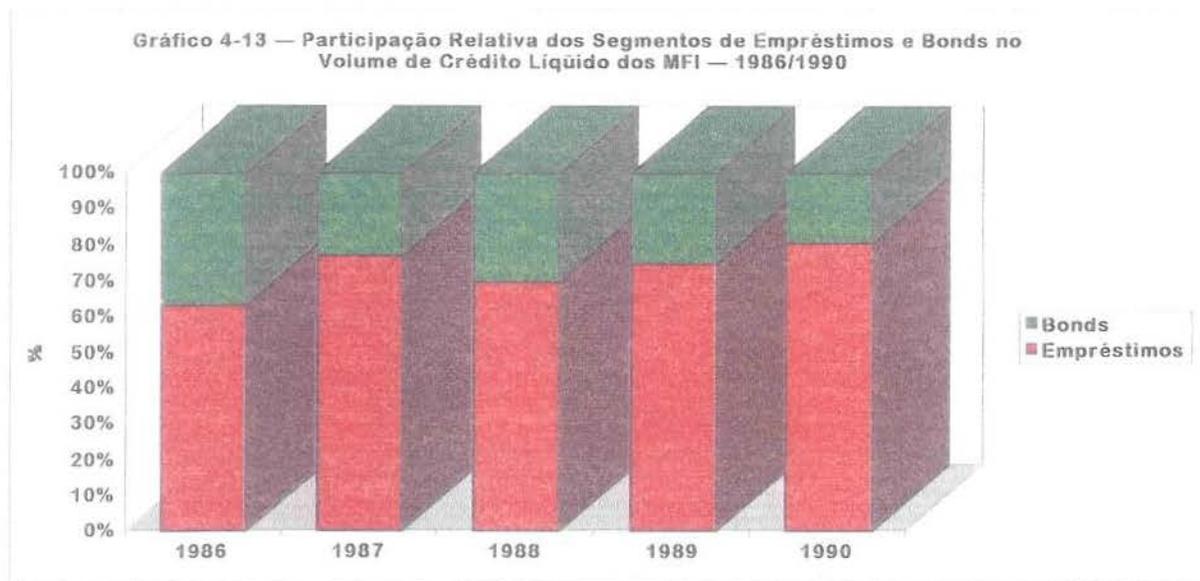
**Soma das compras e vendas de ações que compõem portifolios internacionalizados

*Ações transacionadas internacionalmente associadas a processos de fusão ou incorporação de empresas

Fonte: IMF — International Capital Markets — September, 1992

As crises de outubro de 1987 e 1989 tiveram implicações relevantes nos MFI, mas não impediram que os MFI como um todo continuassem a crescer até 1990. Na realidade, os grandes desequilíbrios de conta corrente dos países industrializados continuaram a ser reciclados nos MFI. Por outro lado, a gradual abertura do mercado japonês continuou a oferecer estímulo renovado aos MFI. Finalmente, os antigos empréstimos sindicados puderam recuperar-se em grande parte pelo desenvolvimento de instrumentos e facilidades financeiras que lhes foram agregados.

Como se pôde observar na tabela 4-4, a retração em termos absolutos do volume líquido de crédito oferecido por esses mercados ficou circunscrita ao ano de 1990 e decorreu da redução da emissão de *bonds*. Cabe ainda notar que o segmento de empréstimos recuperou a liderança que havia perdido em 1985. Finalmente, a oscilação no volume de novas emissões de títulos internacionais reflete o impacto causado nesse segmento pelas crises de 1987 e 1989 que abalaram os mercados de capitais (gráfico 4-13).

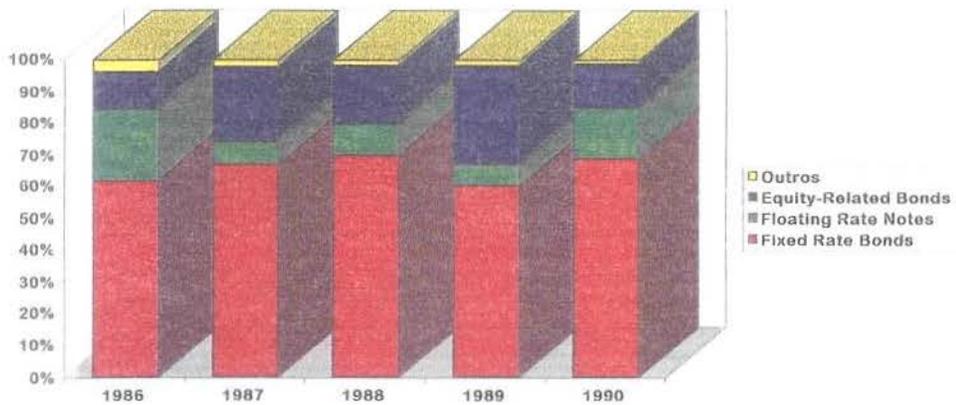


Fonte: BIS — Annual Report — Vários números

A volta da liderança do segmento de empréstimos no período em foco pode ser associada tanto às inovações mencionadas acima quanto à volatilidade das taxas de juros e de câmbio, às mudanças na taxa de retorno dos títulos e ao diferencial entre as taxas de juros. O fenômeno da “difusão estrutural” e a simbiose existente entre os mercados domésticos e internacional mencionado anteriormente neste trabalho também colaboram para o entendimento desse “revezamento” dos segmentos na liderança da oferta de crédito internacional. Em suma, as instituições financeiras internacionais procuram se beneficiar das oportunidades de arbitragem oferecidas nos vários segmentos e mercados, o que é extremamente facilitado dado que a separação entre os diversos segmentos e mercados tornou-se cada vez menos relevante.

O gráfico 4-14 mostra a evolução da participação dos principais instrumentos nas novas emissões de bonds internacionais. Interessante notar-se que a emissão de FRNs teve um aumento de mais de 100% entre 1989 e 1990, mas sua participação relativa no período continuou a ser pequena face às *fixed rate bonds*.

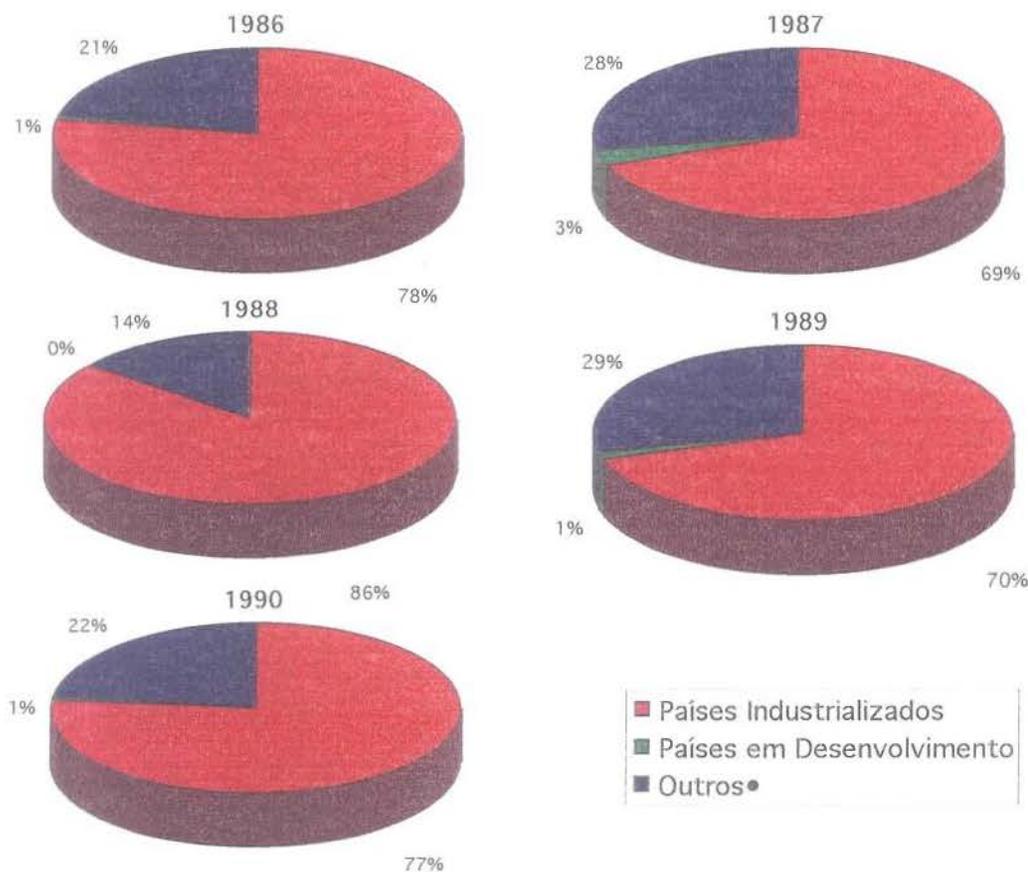
Gráfico 4-14 — Emissão de Bonds: Principais Instrumentos — 1986/1990



Fonte: IMF — International Capital Markets — Vários números

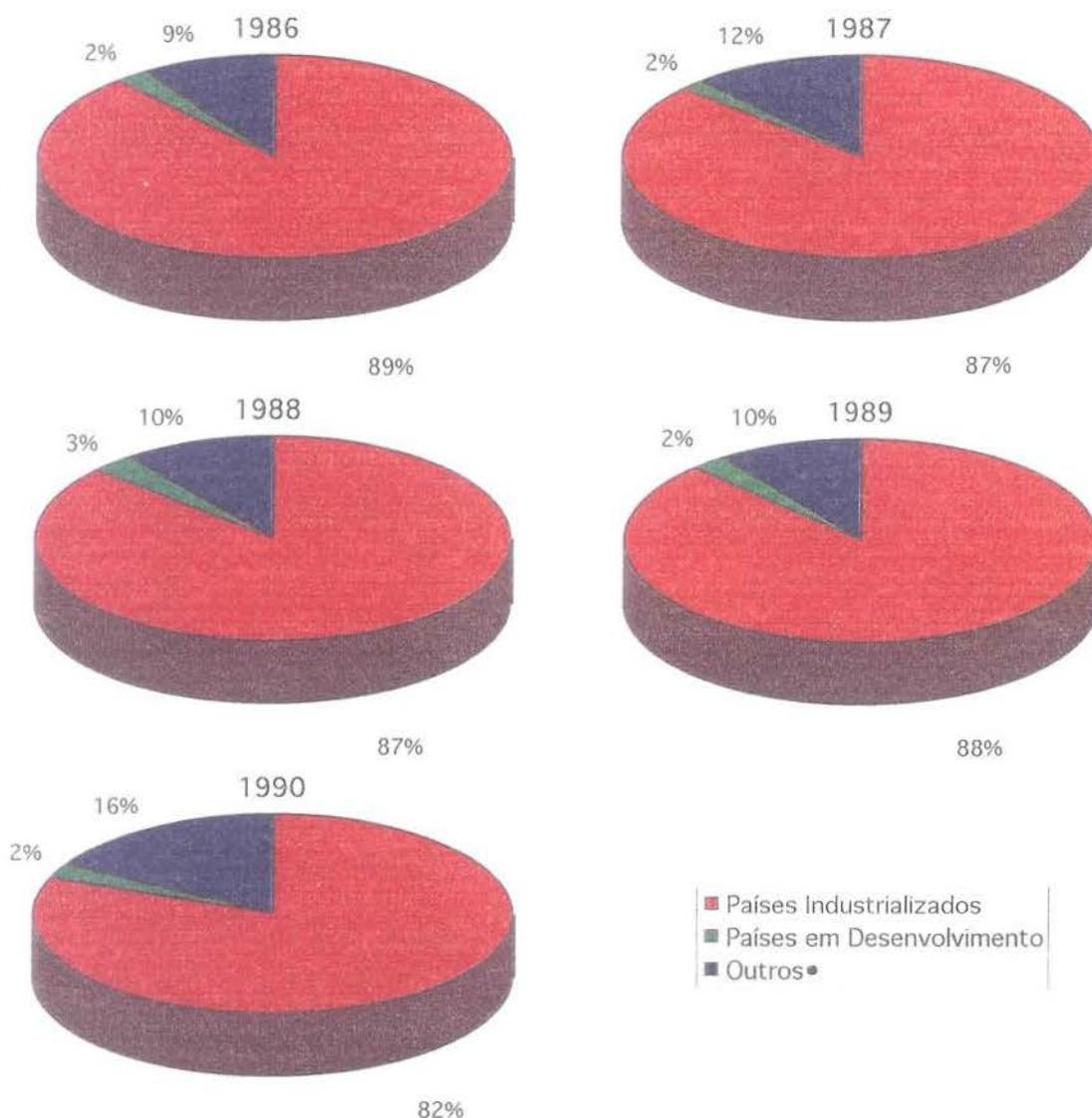
O crescimento dos MFI entre 1986/90 esteve concentrado nos países avançados e em alguns centros financeiros *offshore*, em decorrência dos contínuos desequilíbrios externos desses países. A tão propalada globalização restringiu-se no período ao grupo de países avançados e a alguns poucos de industrialização recente (gráficos 4-15 e 4-16).

Gráfico 4-15 — Empréstimos Internacionais: Participação Relativa — 1986/1990



Fonte: IMF — International Capital Markets — Vários números

Gráfico 4-16 — *Bonds* Internacionais: Participação Relativa



Fonte: IMF — International Capital Markets — Vários números

Foi também no período analisado que se iniciou o surpreendente crescimento dos chamados instrumentos financeiros derivados ou, simplesmente, derivativos. Os principais produtos englobados nessa categoria são:

- *financial futures* — interest rate, currency e stock index
- *options* — interest rate e currency

- *swaps — interest rate, currency e cross-currency*²¹

Os derivativos permitem aos tomadores e aplicadores mudarem as características de risco de um determinado ativo financeiro, isto é, a moeda de denominação do ativo, tipo de taxa de juros (fixa ou flutuante), ou alterar completamente a composição dos riscos de um determinado *portfolio*.

Esses instrumentos são negociados tanto em mercados organizados e supervisionados — *exchange-traded* — quanto nos chamados mercados *over-the-counter* (OTC)²². Entre os principais mercados organizados²³ há uma concorrência feroz para atrair novos contratos. Além de concorrerem entre si, os mercados organizados disputam fatias de mercado com os OTC²⁴.

As instituições financeiras, principalmente as bancárias, dos países industrializados foram os principais agentes tanto dos mercados organizados quanto dos OTC onde atuavam como *dealers*. As tabelas 4-7 e 4-8 mostram a evolução dos derivativos entre 1986/90. O crescimento foi exponencial e alterou profundamente a estrutura financeira e interação entre os mercados.

²¹ As principais características desses instrumentos foram descritas no capítulo anterior. Outros derivativos como *caps*, *floors*, *collars* e *swaption* que constam dos dados da tabela 4-8 no item "Outros" têm a seguinte configuração:

caps — estabelece um limite superior para taxa de juros a ser paga em empréstimo contratado a taxa flutuante.

floors — estabelece um piso para taxa de juros a ser recebida.

collars — estabelece um teto e um piso para flutuação de taxa de juros.

swaption — estabelece uma opção para um contrato de swap.

²² Mercados Over-the-counter (OTC) — Transações são realizadas entre as contrapartes mediante apenas a intermediação de *brokers* ou *dealers*.

²³ Chicago Mercantile Exchange — International Monetary Market (CME-IMM), New York Futures Exchange (NYFE), London International Futures Exchange (LIFFE), Tokyo International Financial Futures Exchange (TIFFE), Bolsa de Mercadorias e Futuro de São Paulo (BM&F), Osaka Securities Exchange (OSE), Chicago Board of Trade (CBOT), Marché à Terme d'Instruments Financiers (MATIF), Singapore Mercantile Exchange (SIMEX), Deutsche Terminbörse (DTB), Swiss Options and Financial Futures (SOFFEX), London Traded Options Market (LTOM).

²⁴ Em alguns casos acordos são feitos entre concorrentes para fortalecimento recíproco. Foi notório em 1990 o acordo entre duas tradicionais e grandes bolsas, o CME e CBOT, para a formação do sistema eletrônico integrado de informações e negócios Globex.

	1986	1987	1988	1989	1990
Interest Rates Futures	91	145.7	156.3	201	219.1
Currency Futures	19.7	20.8	22.1	27.5	29.1
Interest Rate Options	22.2	29.3	30.5	39.5	52
Currency Options	13	18.2	18.2	20.7	18.8
Total	145.9	214	227.1	288.7	319

*Dados de Final de Período

Fonte: IMF — International Capital Markets — August, 1993

	1986	1987	1988	1989	1990
Mercados Organizados					
Interest Rate Futures	370	488	895	1201	1454
Interest Rate Options*	146	122	279	387	600
Currency Futures	10	14	12	16	16
Currency Options*	39	60	48	50	56
Stock Market Index Futures	15	18	28	42	70
Options em Stock Market Index	3	23	38	66	88
Total	583	725	1300	1762	2284
Mercados Over-the-Counter §					
Interest Rate Swaps	400	683	1010	1539	2312
Currency e Cross-Currency					
Interest Rate Swaps	100	183	316	434	578
Outros Derivativos #	—	—	—	450	561
Total	500	866	1326	2423	3451

§ valores estimados a partir de informações coletadas pela International Swap Dealers Association — ISDA

*calls e puts

caps, collars, floors e swaptions

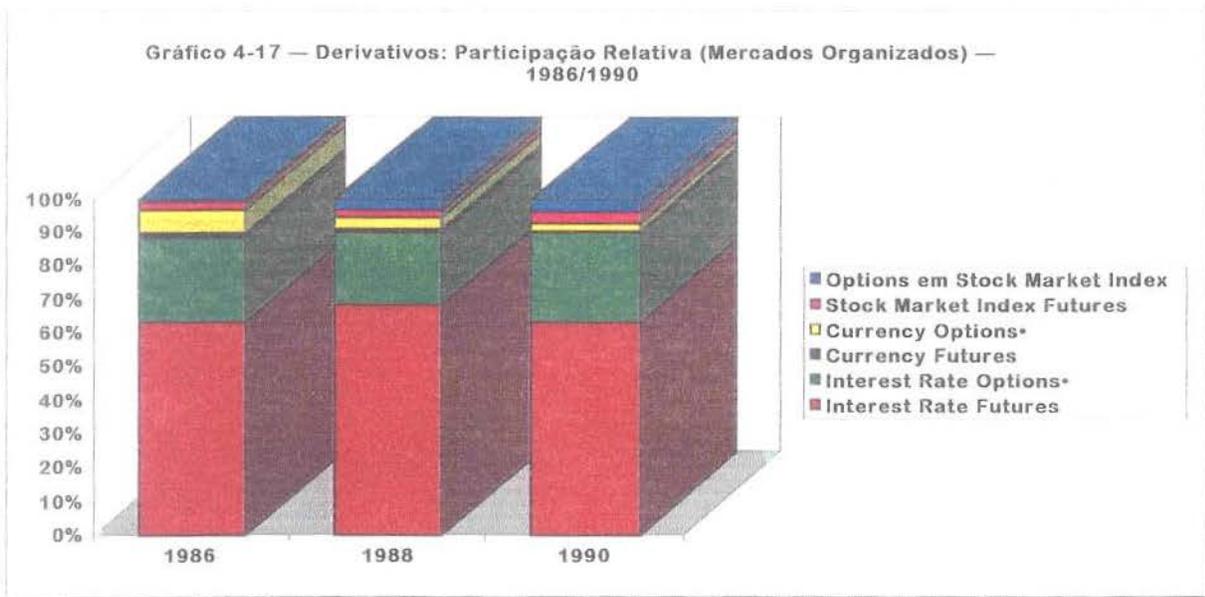
*Dados de Final de Período

Fonte: IMF- International Capital Markets- August, 1993

A volatilidade das taxas de juros e de câmbio, presente no cenário econômico desde os anos setenta e intensificada a partir de 1980, estimulou o surgimento de inovações financeiras que transformassem e realocassem riscos. Os derivativos, instrumentos e técnicas financeiras de *hedging*, possibilitaram proteger posições em relação aos riscos de taxa de juros, taxa de câmbio, preço e crédito, além de viabilizar o aumento de liquidez dos ativos financeiros subjacentes a esses contratos. Assim, as operações com os

derivativos não apenas tiveram crescimento explosivo como também diversificaram-se enormemente.

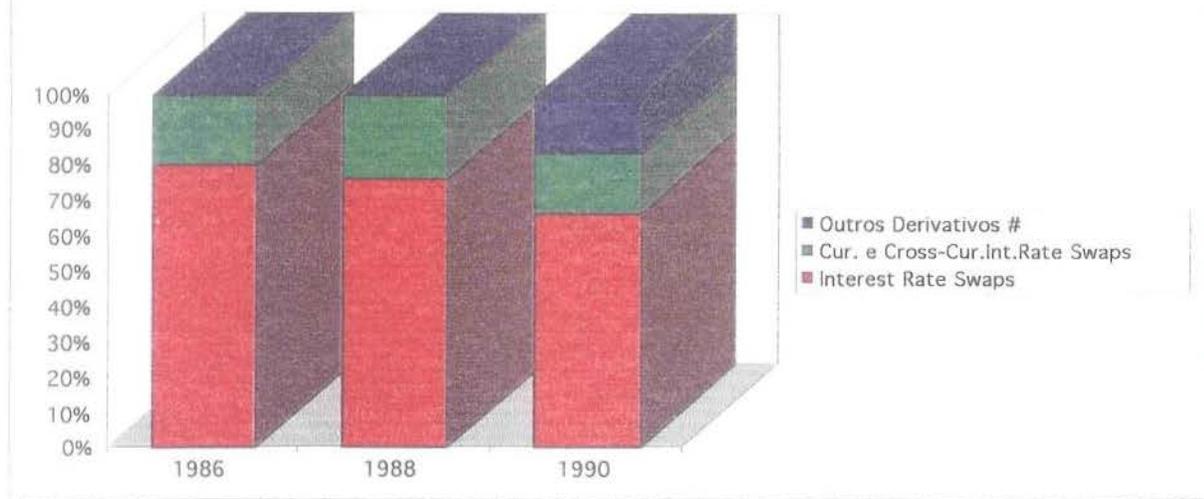
Os dados demonstram que os instrumentos financeiros derivados utilizados para fazer *hedge* de taxa de juros foram os que tiveram maior crescimento no período, tanto em termos do valor virtual do principal quanto em número de contratos. O montante virtual do valor de face²⁵ das operações com *interest rate futures*, que se iniciaram na CME em 1981 e depois se estenderam para outras bolsas como a LIFFE, cresceu a uma taxa média anual de 31.48% no período, totalizando cerca de US\$1,4 bilhão em 1990. Em termos de número de contratos de futuros de taxa de juros negociados nos mercados organizados, passou-se de 91 milhões em 1986, para 219,1 milhões em 1990, ou seja, uma taxa média anual de crescimento de 19.21% (gráficos 4-17 e 4-18).



Fonte: IMF — International Capital Markets — Vários números

²⁵ O montante virtual é o principal (hipotético) utilizado como referência para cálculo do fluxo de pagamentos envolvidos num contrato de instrumento financeiro derivado. Por exemplo, o valor de face unitário do contrato de futuro com Eurodollar de três meses como título subjacente é de US\$1 milhão.

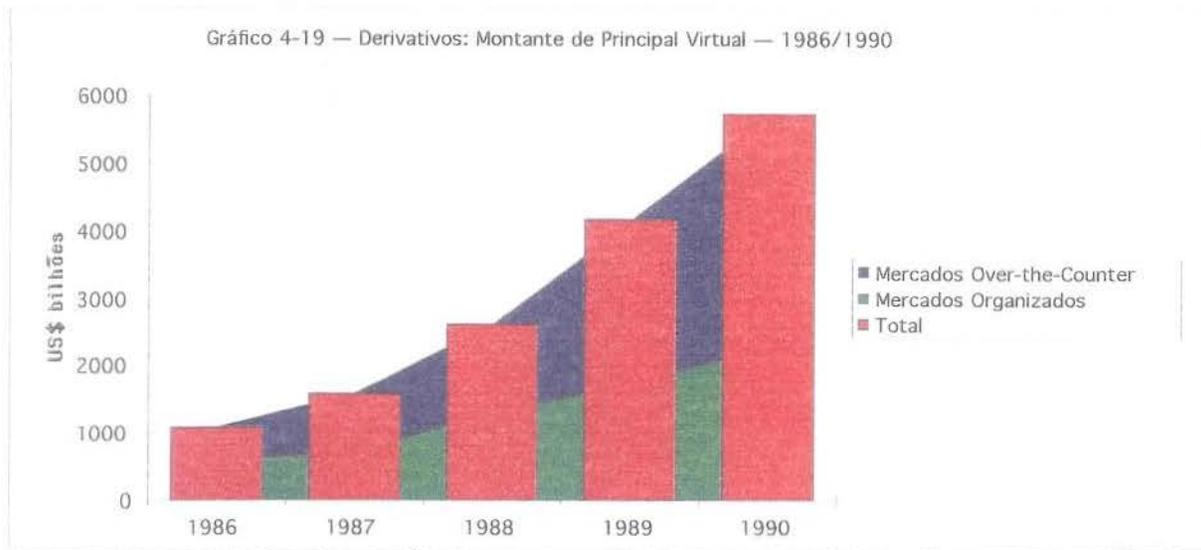
Gráfico 4-18 — Derivativos: Participação Relativa (OTC) — 1986/1990



Fonte: IMF — International Capital Markets — Vários números

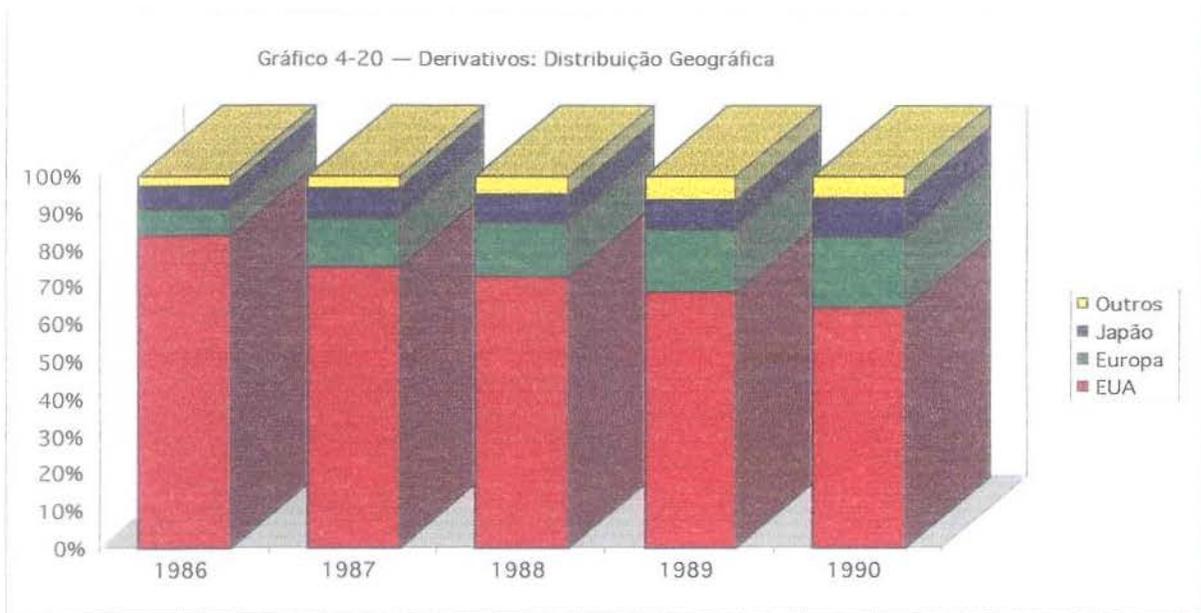
Nos mercados organizados, os futuros de moeda que envolvem dólar americano, yen japonês, marco alemão, libra esterlina, franco suíço totalizaram 19,7 milhões de contratos em 1986 e 29,1 milhões em 1990, representando um crescimento de quase 50% no período. Os demais derivativos como opções em taxas de juros, opções em moedas, em taxas de juros e futuros e opções em *stock index* negociados nas bolsas também cresceram significativamente.

O crescimento dos negócios com derivativos nos mercados OTC foi ainda mais surpreendente, superando a partir de 1987 as transações efetuadas nas bolsas mercantis e de futuros. O gráfico 4-19 ilustra o enorme crescimento dos mercados derivativos e a participação crescente das operações com esses instrumentos realizadas nos mercados OTC.



Fonte: IMF — International Capital Markets — Vários números

A maior parte dos intermediários que atuavam nos mercados de derivativos — tanto nos organizados quanto nos OTC — eram grandes bancos e outras instituições financeiras dos EUA, Japão, França, Grã-Bretanha e Suíça. O gráfico 4-20 mostra a distribuição geográfica das operações com derivativos realizadas nos mercados organizados.



Fonte: IMF — International Capital Markets — Vários números

4.4. Os MFI em seu Labirinto: 1991/1994

A partir de 1991, os MFI passaram a apresentar um comportamento errático decorrente da desaceleração dessincronizada das economias avançadas, da redução dos déficits em conta corrente dos EUA, do declínio marcante das taxas de juros, do aumento dos déficits dos países em desenvolvimento, dos problemas enfrentados para a consecução da União Européia e de eventos pontuais como a Guerra do Golfo no início de 1991 (tabela 4-9).

	1991	1992	1993	1994
Taxa de Crescimento Real(%)	0.08	1.5	1.2	3
EUA	-0.6	2.3	3.1	4.1
União Européia	1.1	1	-0.4	2.8
Japão	4.3	1.1	-0.2	0.6
Transações Correntes (US\$bi)	-35.6	-41.4	23.3	-10.1
EUA	-6.9	-67.9	-103.9	-237.6
União Européia	-81.9	-74.7	10.9	28.5
Japão	72.9	117.6	131.4	129.3
Taxas de Juros de Curto-Prazo*(%)				
EUA	5.4	3.4	3	4.2
Japão	7	4.1	2.7	1.9
Alemanha	9.2	9.5	7.2	5.3
Libor	6.1	3.9	3.4	5.1
Taxa de Inflação(IPC)	4.5	3.3	3	2.4
EUA	4.2	3	3	2.6
União Européia	5.3	4.5	3.8	3.1
Japão	3.3	1.7	1.3	0.7
Transações Correntes Países em Des.	-83.6	-73.5	-98.3	-91
Países Protagonistas da Crise 82	-24.7	-44.6	-56.3	-60.1

*Para EUA, T/B de 3 meses; para Japão, certificados de depósito de 3 meses; para a Alemanha, taxa de 3 meses do interbancário; e, Libor de 6 meses.

Fonte: IMF - World Economic Outlook - vários números

A recuperação das atividades financeiras internacionais após a crise da dívida de 1982 ocorreu praticamente entre os países desenvolvidos, apoiada no crescimento das economias desses países e no desequilíbrio acentuado de suas contas correntes. Evidentemente, fatores coadjuvantes como a mudança tecnológica e a liberalização de regulamentos dos sistemas financeiros domésticos deram uma contribuição relevante para a nova configuração e crescimento dos MFI.

Com o arrefecimento do nível de atividade econômica nos EUA, Canadá, Japão e Europa Ocidental, ainda que não simultâneo, diminuiu-se consideravelmente a demanda por novos créditos internacionais. Além disso, o alto grau de endividamento dos agentes econômicos nessas economias também contribuiu para a redução da procura por novos créditos.

Dado que o fluxo de capitais internacionais tende a refletir o movimento de compensação dos desequilíbrios externos, considera-se a soma dos déficits dos países industrializados um bom indicador para estimar o volume líquido de capitais entre esses países²⁶. Desse modo, à redução no total dos déficits em transações correntes dos países industrializados no período correspondeu um decréscimo nos fluxos financeiros internacionais. Especialmente em 1991, quando, devido às transferências relativas a Guerra do Golfo feitas para os EUA, houve uma redução abrupta do déficit em conta corrente americano com uma conseqüente significativa redução no total de créditos líquidos ofertados internacionalmente.

Em 1991, o total líquido de crédito internacional reduziu-se em função da drástica diminuição dos empréstimos internacionais líquidos. No segmento de bonds houve, pelo contrário, um aumento de 30%. Se considerados apenas os empréstimos líquidos concedidos nos MFI — excluindo-se a emissão de NIF's — houve uma inversão da liderança entre os segmentos (tabela 4-10 e gráfico 4-21).

	1991	1992	1993
Empréstimos*	116	117.9	130.1
NIF's	87.9	134.6	158.7
Bonds#	159.4	111.2	198
Total	363.3	363.7	486.8

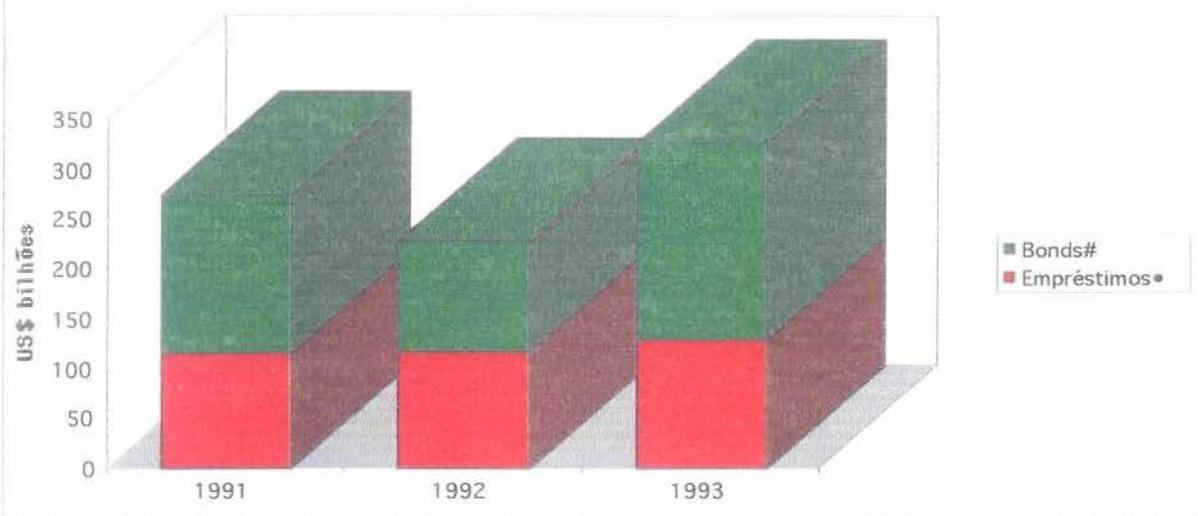
*sem dupla contagem

#emissões líquidos

Fonte: IMF — International Capital Markets — September 1994

²⁶ O Fundo Monetário Internacional usa este critério para avaliar as tendências do fluxo líquido de capitais internacionais. De fato, parece bastante razoável o uso desse indicador.

Gráfico 4-21— Volume Líquido de Empréstimos e Bonds nos MFI —1991/1993



Fonte: BIS — Annual Report — Vários números

A razão imediata para a drástica redução no segmento de empréstimos em 1991 foi o ajuste feito pelos intermediários financeiros internacionais para adequação de suas taxas de capital/ativos segundo as normas fixadas pelo Acordo da Basileia²⁷. Para tanto, vários bancos que operam nos MFI, principalmente os bancos japoneses, americanos e ingleses, tiveram que ampliar capital e/ou alterar a composição de seus ativos. Parte significativa do aumento de capital desses bancos deu-se por meio da colocação de ações e de *bonds*.

Além do mais, problemas relativos ao mercado imobiliário nos EUA, Japão e Grã-Bretanha contribuíram para que os bancos adotassem uma postura de maior cautela em relação a novos empréstimos, procurando reduzir o risco de crédito associado a seus ativos.

Certamente, a já mencionada deterioração das condições econômicas nos países industrializados colaborou para a redução da demanda por crédito internacional.

²⁷ De acordo com o FMI (1992), os bancos japoneses lideraram esse processo de ajuste. Como já foi visto, os intermediários japoneses foram a principal fonte de empréstimos durante a fase de expansão do mercado (1986/1990).

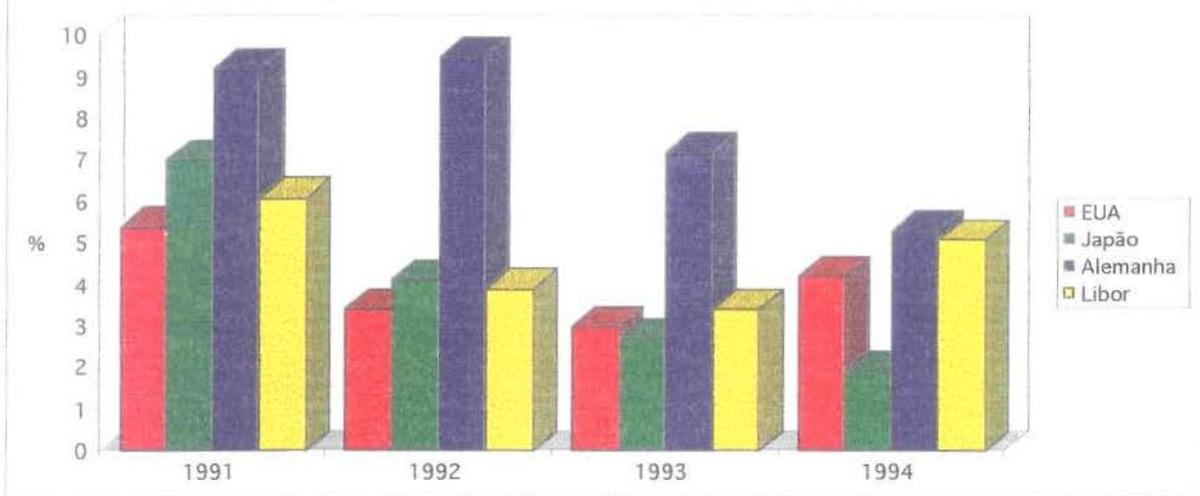
Adicionalmente, o alto grau de endividamento, herdado da década de oitenta, dos agentes econômicos não-financeiros em vários países avançados também coibiu a procura por novos empréstimos.

A partir de 1991, a redução da taxa de juro internacional de curto prazo²⁸, com expectativa de manutenção dessa tendência, representou um importante estímulo à emissão de *securities* de uma maneira geral e um fator adicional para explicar o encolhimento do segmento de empréstimos.

No entanto, as taxas de juros de curto prazo nos mercados domésticos dos principais países industrializados não apresentaram um comportamento uniforme no período em tela devido à dissensão de política econômica, principalmente monetária, entre esses países. Nos três principais países industrializados — EUA, Japão e Alemanha — o comportamento das taxas de juros de curto prazo evidencia essa falta de sintonia das políticas monetárias. A Alemanha, por exemplo, manteve, até 1994 a mais alta taxa de juros de curto prazo por razões relacionadas ao custo do processo de unificação. Por conseguinte, as taxas de retorno das *securities* oferecidas nesses mercados variaram significativamente. Nos EUA e Japão, por exemplo, a rentabilidade dos títulos esteve consideravelmente acima das taxas pagas para depósitos de curto prazo. Dado o aumento continuado da mobilidade dos capitais entre os mercados financeiros e a tendência de internacionalização dos *portfolios*, os títulos colocados em mercados que ofereciam maior taxa de retorno tiveram não apenas um crescimento significativo como também a participação ativa de não-residentes (gráfico 4-22).

²⁸ Libor de seis meses para depósitos denominados em US\$.

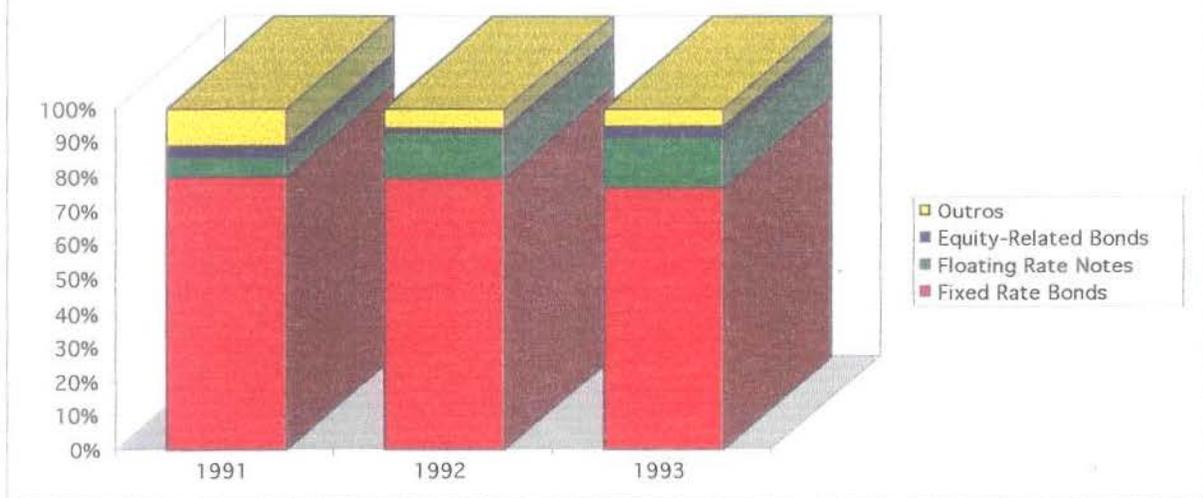
Gráfico 4-22 — Taxas de Juros de Curto-Prazo — 1991/1994



Fonte: IMF — World Economic Outlook — May 1995

No que diz respeito à performance dos principais tipos de *bonds*, as *fixed rate bonds* não apenas mantiveram sua participação majoritária como também a incrementaram até 1993. As FRNs tiveram um impulso significativo devido ao fato de que várias das emissões contaram com a agregação de facilidades financeiras como *collars* e SURFs²⁹. A partir de 1994, com os aumentos sucessivos das taxas de juros americanas e da Libor, a ascensão das FRNs foi ainda mais pronunciada (gráfico 4-23).

Gráfico 4-23 — Emissão de Bonds: Principais Instrumentos — 1991/1993



Fonte: IMF — International Capital Markets — Vários números

²⁹ Collars — uma facilidade financeira que coloca teto de taxa de juros para o tomador e um piso de taxa de juros para o aplicador. Outras facilidades foram introduzidas nesse instrumento financeiro como por exemplo SURFs — *step-up recovery floaters* — Neste caso, o retorno não está vinculado à *Libor* e sim a um índice chamado *Constant Maturity Treasuries*.

Um elemento adicional para explicar o aumento da emissão de *bonds*, especialmente em 1993, foi a série de dificuldades decorrentes da crise do Sistema Europeu de Câmbio, a partir de setembro de 1992, enfrentada por vários países da União Européia. Como decorrência do aumento de emissões de *bonds* por governos desses países, uma nova prática consagrou-se no mercado: a emissão de grandes lotes ou *jumbo bonds*³⁰.

Outra importante alteração ocorrida no período analisado foi a volta em base voluntária dos países em desenvolvimento protagonistas da crise do endividamento de 1982. Coube ao México³¹ o privilégio de ter sido aceito nos MFI antes de seus outros parceiros. O acesso desses países aos MFI deu-se fundamentalmente por meio da emissão de *securities*. O próximo capítulo tratará exclusivamente da relação entre esse grupo de países e os MFI.

Além do grupo acima, outros países em desenvolvimento— principalmente os asiáticos — tiveram sua participação nos MFI bastante aumentada nos últimos anos. Os chamados *emerging markets* englobam tanto os países em desenvolvimento quanto os de industrialização recente (*newly industrializing countries* — NICs). Pela definição de mercados emergentes do Fundo Monetário Internacional, países, como o Brasil, considerados NICs pela OCDE mas do grupo dos protagonistas da crise de 1982, são considerados “em desenvolvimento” sem distinção³².

³⁰ O valor médio das emissões de *bonds* oscilava entre US\$ 50 a 100 milhões; no caso das *jumbo bonds*, o valor não era inferior a US\$1 bilhão. A Itália, por exemplo, emitiu um lote de títulos a serem negociados internacionalmente no valor US\$5,5 bilhões. É bem verdade que na crise da lira de outubro de 1992 La Banca d'Italia perdeu US\$ 2 bilhões em uma semana na tentativa de conter os ataques especulativos contra a moeda italiana. IMF (1994, p.68) e Corriere della Settimana (1992).

³¹ O México voltou a captar recursos nos MFI em base voluntária no 2º semestre de 1989.

³² IMF (1990, p.39). A classificação dos *newly industrializing countries* foi feita pela OCDE a partir da critérios firmados por aquele órgão. No final da década de 70, a OCDE constatou que era necessário separar os países que se haviam industrializados tardiamente daqueles que não tinham efetivamente se industrializado. O Brasil faz parte do grupo dos NICs desde então.

Entre 1991/1994, o crescimento dos MFI através das *securities* deu-se tanto no segmento de *bonds* quanto no de *equities*. Dentro desse último, uma nova forma — *depository receipts* — ganhou muito espaço, principalmente nos EUA³³.

Além do aumento nas operações com ações nos mercados de capitais tradicionais³⁴, um fato novo animou o fluxo de capitais nesse segmento: a participação de investidores estrangeiros nos mercados emergentes. Desta forma, intensificou-se a internacionalização dos *portfolios*, inclusive de importantes investidores institucionais³⁵. A tabela 4-11 traz os principais dados sobre o desenvolvimento desse segmento do mercado financeiro internacional.

	1991	1992	1993
Emissão Primária de Ações ¶¶	23.8	25.3	36.6
DRs(ADRs/GDRs/Regra 144 A)	4.6	5.3	9.5
Fluxo Líquido de Ações•	100.6	53.2	159.2
Fluxo Bruto de Ações**	1322.5	1400	2000
Fusões e Incorporações*	81.1	80.9	76.4

¶¶ — ações oferecidas internacionalmente

•Compras menos vendas de ações que compõem portfolios internacionalizados

**Soma das compras e vendas de ações que compõem portfolios internacionalizados

*Ações transacionadas internacionalmente associadas a processos de fusão ou incorporação de empresas

Fonte:IMF-International Capital Markets- September, 1994

Em relação aos derivativos, se o crescimento no período anterior (1986/1990) já havia sido impressionante, nos últimos anos tornou-se assustador. Essa não é apenas uma figura de linguagem, haja vista a enorme preocupação das autoridades

³³ Os *depository receipts* americanos são os ADRs — *american depository receipts*. Estes títulos são emitidos por um banco em favor de um não-residente e negociado nos mercados de capitais ou OTC sem que haja a necessidade de seguir as regras impostas pelas autoridades governamentais para colocação de ações junto ao público. É uma prerrogativa, portanto, concedida pelas autoridades governamentais a um conjunto de agentes financeiros qualificados.

³⁴ Ações de agentes estrangeiros listadas nesses mercados e participação de não-residentes.

³⁵ Por exemplo: Fundos de Pensão, Companhias de Seguro, Fundos Mútuos, etc.

monetárias e internacionais em relação a esse aspecto dos MFI. Os dados apresentados nas tabelas 4-12 e 4-13 ilustram essa evolução:

Principais Instrumentos Financeiros Derivados: Montante de Principal Virtual (em US\$ bilhões)*			
	1991	1992	1993
Mercados Organizados			
Interest Rate Futures	2157.1	2902.2	4960.4
Interest Rate Options*	1072.6	1385.4	2362.4
Currency Futures	17.8	24.5	29.8
Currency Options*	61.2	80.1	81.1
Stock Market Index Futures	77.3	80.7	119.2
Options em Stock Market Index	137.4	167.6	286.4
Total	3523.4	4640.5	7839.3
Mercados Over-the-Counter§			
Interest Rate Swaps	3065.1	3850.8	n.d.
Currency e Cross-Currency	n.d.	n.d.	n.d.
Interest Rate Swaps	1614.3	1720.8	n.d.
Total	4679.4	5571.6	n.d.

*Dados de Final de Período

§ valores estimados a partir de informações coletadas pela International Swap Dealers Association -ISDA
International Swap Dealers Association — ISDA

*calls e puts

n.d. — não disponível

Fonte: IMF — International Capital Markets — September, 1994

Tabela 4-13 — Derivativos: Número de Contratos negociados nos Mercados Organizados — 1991/1993 (em milhões de contratos)*			
	1991	1992	1993
Interest Rates Futures	230.9	330.1	427
Interest Rate Options	50.8	64.8	82.9
Currency Futures	29.2	30.7	38
Currency Options	22.9	23.4	23.8
Stock Market Index Futures	54.6	52	60.7
Options on Stock Market Index	121.4	133.9	141.8
Total	509.8	634.9	774.2

*Dados de Final de Período

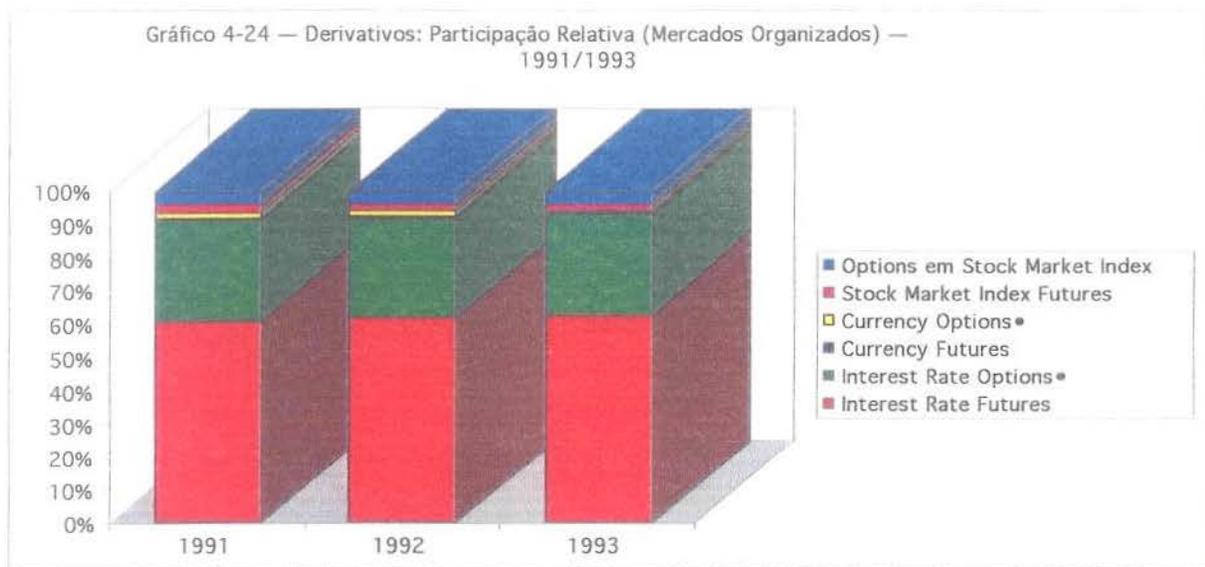
Fonte: IMF — International Capital Markets — September, 1994

É importante salientar que os montantes das posições em aberto dos principais instrumentos financeiros derivados que estão expressos acima referem-se ao chamado principal virtual³⁶, ou seja, o valor de referência sobre o qual se calculam os fluxos de pagamentos dos contratos. São, portanto, valores hipotéticos que dão base aos diversos tipos de contratos, contratos esses que geram um determinado fluxo de caixa sobre o qual se deve calcular o risco de crédito.

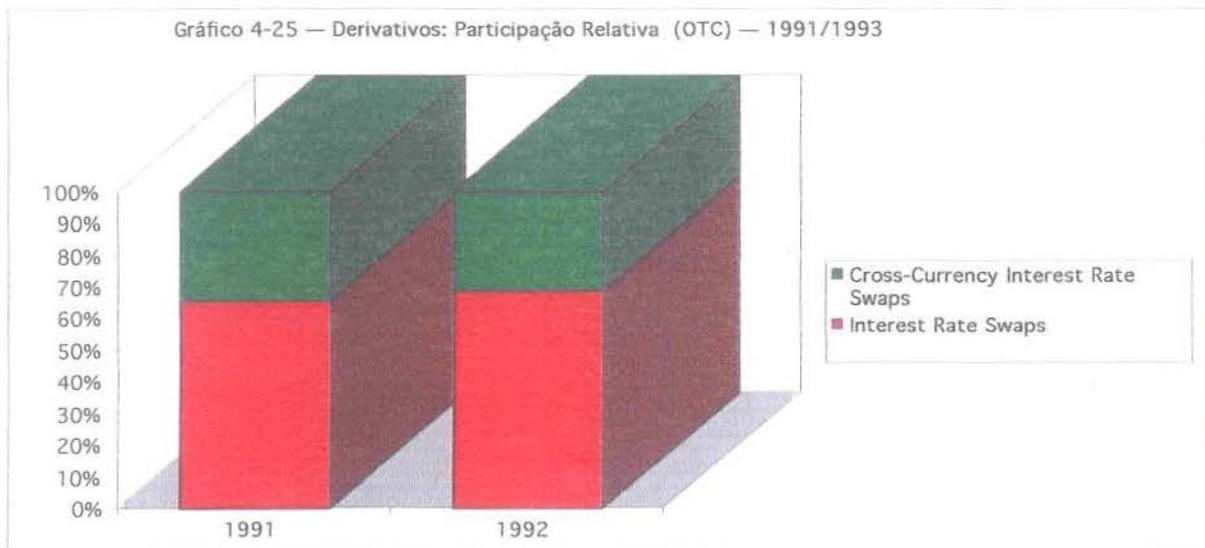
³⁶ *Notional Principal* — Traduzido nesse trabalho como Principal Virtual.

Este risco diz respeito ao custo de reposição do contrato caso a contraparte não cumpra o acordado. A dificuldade das autoridades monetárias envolvidas na análise deste conjunto de instrumentos financeiros é de estabelecer precisamente o montante real dessas operações para poder então fixar regulamentos que colaborem para a manutenção da credibilidade dos sistemas financeiros.

Como já havia ocorrido no período anterior (1986/1990), os instrumentos financeiros derivados mais utilizados foram aqueles que possibilitam fazer *hedge* em relação à taxa de juros (gráficos 4-24 e 4-25).

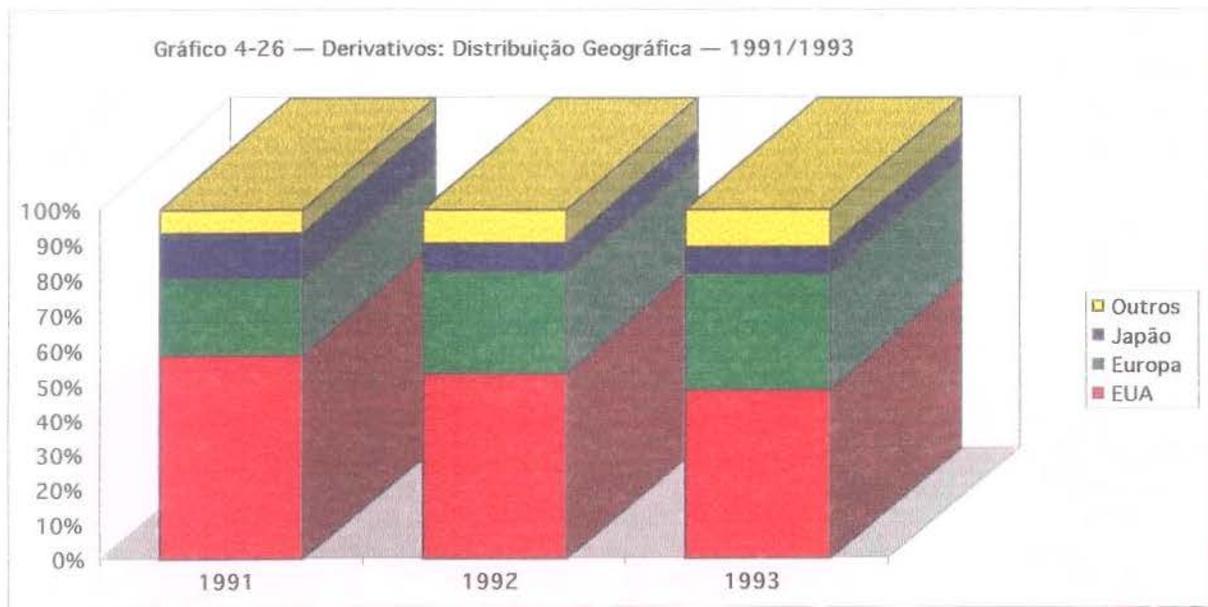


Fonte: IMF — International Capital Markets — Vários números



Fonte: IMF — International Capital Markets — Vários números

As dificuldades de manutenção do Sistema Europeu de Câmbio, desde de 1991, fizeram com que houvesse um crescimento significativo das operações com derivativos envolvendo títulos dos governos de países como a Alemanha, Espanha, França, Grã-Bretanha e Itália. Outros países da Europa, como a Suécia, também participaram desse crescimento. Após a crise desse sistema entre setembro de 1992 e agosto de 1993, as preocupações em relação às formas utilizadas pelos agentes financeiros para fazer o *hedging* dos títulos governamentais de vários países europeus ficaram evidentes nas alterações de regulamentos dos mercados de derivativos (gráfico 4-26).



Fonte: IMF — International Capital Markets — Vários números

4.5. Conclusões

Os MFI a despeito da crise dos países em desenvolvimento altamente endividados em 1982, apresentaram um crescimento vigoroso no período em foco (1980/1994). Por outro lado, inclusive como consequência daquela crise, esses mercados alteraram substancialmente as formas tradicionais de operação que haviam garantido o crescimento das atividades financeiras internacionais ao longo das décadas de sessenta e setenta.

As inovações financeiras intensificadas a partir do início da década de oitenta permitiram que os MFI recuperassem o ritmo de suas atividades após a crise da dívida de 1982 e deram uma nova dimensão às transações internacionais. Novos instrumentos e formas de contabilizar as operações facilitaram a gestão do risco e garantiram a expansão dos negócios.

O crescimento das dívidas públicas de vários países avançados sustentou o aumento das transações internacionais com *securities*. As tabelas 4-14, 4-15 e 4-16 ilustram esse processo de endividamento crescente por parte dos governos dos países industrializados (G-7) bem como a manutenção em carteira desses débitos por não-residentes. É notável o aumento de participação de investidores estrangeiros detentores de títulos das dívidas públicas da Alemanha, da França, Japão e do Canadá, significando um aumento do grau de internacionalização financeira desses países.

Tabela 4-14 — Dívida Pública : Emissão Bruta de títulos de médio e longo prazos* (em US\$ bilhões)					
			% cresc.	% PIB	
	1980	1993	1980/1993	1980	1993
USA	132.4	544.7	311.4	4.89	8.55
Japão	61.6	461.5	649.19	5.81	10.92
Alemanha	11.5	97	743.48	1.42	5.14
França	9.3	63.7	584.95	1.39	5.09
Itália	15.3	97.8	539.22	3.39	9.81
Grã-Bretanha	34.9	87.3	150.14	6.49	9.43
Canadá	8.9	19.5	119.1	3.38	3.09

*maturidade acima de um ano

Fonte: IMF, International Capital Markets, Sept.1994

Tabela 4-15 — Dívida Pública: Emissão Bruta de Títulos de Curto Prazo — (Em US\$ Bilhões)			
			% cresc
	1988	1993	1988/1993
USA	887.2	1558.9	75.71
Japão	—	1751.8	—
Itália	320.1	364.9	14
Canadá	—	144.6	—

*maturidade até um ano

Fonte: IMF, International Capital Markets, Sept.1994

Tabela 4-16— Títulos da dívida pública detidos por não-residentes (em % do total de emissões)			
			% cresc.
	1979	1992	1979/1992
USA	18.5	20.4	10.27
Japão	2.3	5.6	143.48
Alemanha	5	25.9	418
França	0	31.8	-
Itália	1.2	6.1	408.33
Grã-Bretanha	11.4	12.5	9.65
Canadá	15	27.7	84.67

Fonte:IMF, World Economic Outlook, May 1995

Em relação a transações internacionais com *securities* de um modo geral, os dados revelam a inequívoca tendência de integração dos mercados de capitais dos países do G-7. O estoque de *securities* negociadas internacionalmente passou de US\$ 574 bilhões em 1985 para US\$ 2 trilhões em junho de 1994. Nesse mesmo período de tempo, o montante total de empréstimos internacionais foi de US\$ 1.3 trilhão para US\$ 4 trilhões ³⁷.

³⁷Dados obtidos no relatório do IMF — World Economic Outlook — May 1995 (p.80)

É interessante observar, por meio dos dados expostos na tabela 4-17, que o processo de internacionalização financeira não se deu de forma homogênea nem mesmo entre os países que formam o núcleo básico da chamada “globalização”. O grau de adesão a esse processo variou consideravelmente entre os países do G-7.

Tabela 4-17— Transações Internacionais com Securities		
	(% do PIB)	
Países do G7	1980	1992
USA	9.3	109.4
Japão	7	69.9
Alemanha	7.5	91.2
França	8	122
Itália	1.1	118.4
Grã-Bretanha	266	1015.8
Canadá	9.6	113.1

Fonte: IMF, World Economic Outlook, May 1995

Outro traço marcante do período analisado é a participação crescente dos investidores institucionais dos países industrializados por meio da chamada institucionalização da poupança privada. Por exemplo, nos EUA, os 300 maiores investidores institucionais detinham cerca de US\$ 535 bilhões em ativos no ano de 1975 (equivalente a 30% do PIB), e por volta de US\$ 7.25 trilhões em 1993³⁸, ou seja, em torno de 110% do PIB daquele país³⁹. O montante total dos ativos de investidores institucionais da Alemanha, França e Grã-Bretanha em 1991 era cerca de US\$ 5.7 trilhões⁴⁰.

Esse significativo aumento do volume dos ativos desses agentes financeiros foi acompanhado por uma diversificação crescente de seus *portfolios* por meio de títulos negociados internacionalmente. A partir do início dos anos noventa,

³⁸ A estimativa feita pelo IMF, é de que desse total cerca de US\$ 2 trilhões eram dos fundos mútuos e o restante (US\$ 5.25 trilhões) dos fundos de pensão e de companhias de seguro. IMF — *International Capital Markets* — Sept 1994 (p.87)

³⁹ Informações obtidas nos relatórios do IMF — *International Capital Markets* — Sept 1994 (p.88) e *World Economic Outlook* — May 1995. (p.80)

⁴⁰ Dados extraídos do relatório IMF — *International Capital Markets* — Sept 1994 (p.87)

vários investidores institucionais dos países industrializados passaram a incluir em suas carteiras títulos dos países ditos emergentes. A participação relativa dos ativos de países emergentes no total dos títulos internacionais mantidos em carteira por esses investidores passou de 2.5 % em 1989, para cerca de 13% em 1993⁴¹.

Em relação à participação dos investidores institucionais nos mercados emergentes as opções variaram de acordo com a origem desses agentes. Os investidores institucionais americanos e ingleses optaram por manter suas participações nos mercados da América Latina e Ásia, sendo que os primeiros deram preferência aos títulos latino-americanos e os últimos aos do países asiáticos. Em relação às aplicações dos investidores institucionais alemães, foi dada prioridade aos títulos de países do leste europeu e denominados em marco-alemão. No caso do Japão, a opção recaiu sobre os títulos dos mercados emergentes asiáticos. Porém, durante o *boom* dos papéis da América Latina em 1993, vários desses investidores institucionais passaram a aplicar em títulos daqueles países.

Cabe ainda ressaltar como traço característico dos MFI nos últimos quinze anos a “criação” e crescimento do mercado de *junk bonds* (títulos com escore inferior a BB e altas taxas de retorno⁴²) associado ao processo de fusões e incorporações decorrente da reestruturação econômica e financeira de empresas privadas e públicas⁴³. Por se tratar de uma inovação que se originou nos EUA, considera-se

⁴¹ Números obtidos no relatório IMF — *International Capital Markets* — Sept 1994 (p.87)

⁴² A taxa média de retorno em outubro de 1990, um momento de crise nesse mercado e, portanto, com elevação significativa dessas taxas, foi de 1200 *basis points* acima da U.S./T.B. de 10 anos (ou seja, 12% a mais).

⁴³ No capítulo anterior deste trabalho já foi mencionado a utilização de técnicas de alavancagem financeira associadas ao processo de securitização no processo de reestruturação econômica e financeira de empresas privadas e públicas. Também foi dito que essas técnicas começaram a ser utilizadas no início dos anos oitenta nos EUA e Grã-Bretanha e depois difundidas para outros países. Em todos esses mercados esses títulos são transacionados por residentes e não-residentes, o que lhes confere a dimensão internacional.

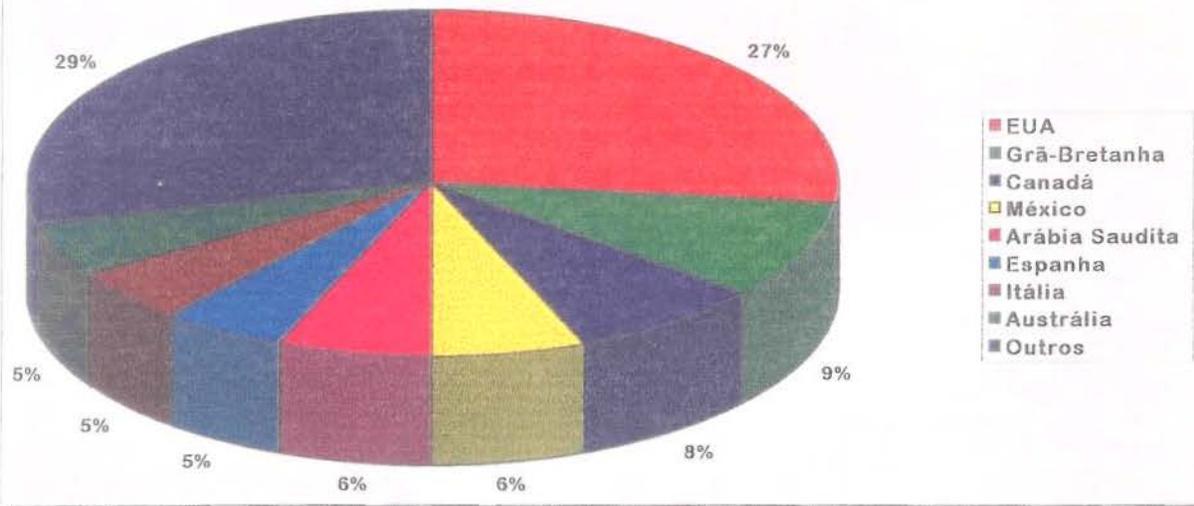
relevante a apresentação de alguns dados a respeito da evolução desses títulos naquele país. De acordo com Altman, E. (1993), cerca de 50% do total de *junk bonds* lançadas no mercado americano, principalmente entre 1983/89, estavam relacionadas ao financiamento desses projetos de reestruturação. O estoque desses títulos no mercado americano passou de US\$ 15,13 bilhões em 1980 para US\$ 209,4 bilhões em 1991⁴⁴.

A utilização durante os anos oitenta dessas técnicas para a alavancagem financeira teve como resultado lógico o aumento muito relevante do grau de endividamento de inúmeras empresas que se valeram desse procedimento. Com a desaceleração econômica dos países avançados no início dessa década e consequente impacto nos lucros prospectivos, houve uma redução expressiva na emissão de novos títulos com altos retornos. No mercado americano, por exemplo, o total de emissões dessas *securities* passou de US\$ 27,66 bilhões em 1989 para US\$ 1.2 bilhão em 1990. A recuperação parcial já em 1991 dos negócios com ativos dessa natureza pode ser associada ao retorno aos MFI de alguns países da América Latina.

Apesar de que os países em desenvolvimento protagonistas da crise da dívida de 1982 voltaram a ter acesso aos MFI a partir do final de 1989, a parcela mais significativa dos fluxos líquidos internacionais continuou a ser captada pelos países industrializados. Os gráficos 4-27 e 4-28 mostram os maiores usuários e fornecedores de capitais internacionais no período de cinco anos (1989 a 1993).

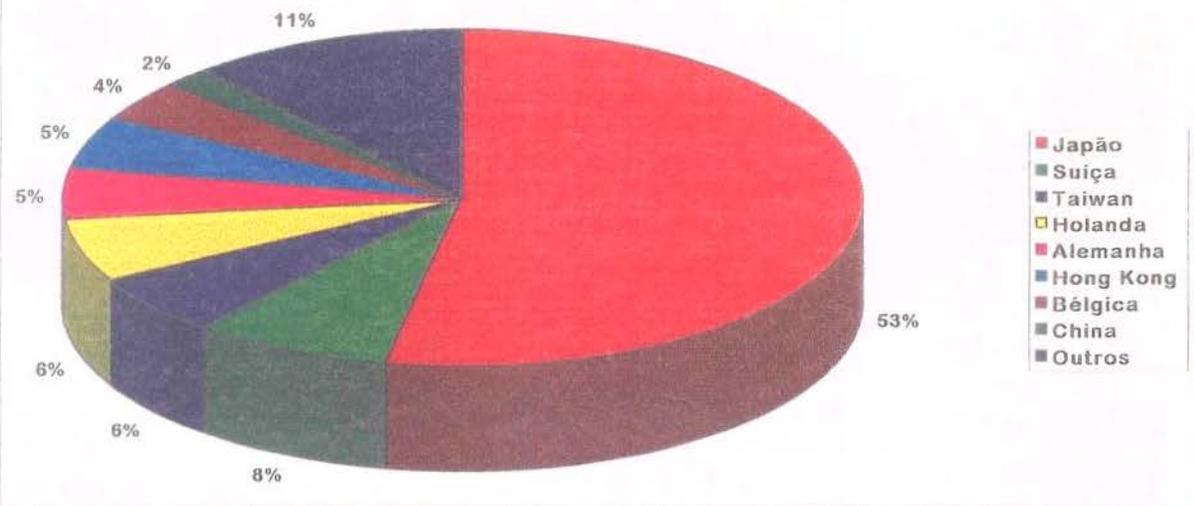
⁴⁴ Altman, E. (1993, p.108).

Gráfico 4-27 — Usuários de Fundos Líquidos Internacionais — 1989/1993



Fonte: IMF — International Capital Markets — Vários números

Gráfico 4-28 — Supridores de Fundos Líquidos Internacionais — 1989/1993



Fonte: IMF — International Capital Markets — Vários números

O Japão aparece como o grande supridor de capitais internacionais, o que seria de esperar dado o fato de se tratar de uma economia madura. No entanto, o maior usuário individual foram os Estados Unidos (27%) seguidos pela Grã-Bretanha (9%) e Canadá (8%). Essa distribuição reforça o argumento de que o financiamento externo fundado essencialmente nos excedentes de alguns países industrializados é acessível

principalmente aos demais países industrializados. Como já foi dito anteriormente, parte desses recursos internacionais sustentam os desequilíbrios fiscais de alguns países avançados, mas também financiam parte de seus novos investimentos.

Entre 1989/1993 os países em desenvolvimento tiveram uma participação bastante modesta como captadores líquidos desses capitais internacionais, ainda que o México tenha recebido cerca de 6% do fluxo líquido de capitais internacionais. No próximo capítulo será discutida a difícil relação entre o grupo de países América Latina protagonistas da crise de 1982 e os Mercados Financeiros Internacionais.

“La vita fugge, e non s’arresta un’ora.
E la morte vien dietro a gran giornate,
E le cose presenti e le passate
Mi danno guerra, e le future ancora;”

Francesco Petrarca

5. Países Protagonistas da Crise da Dívida de 1982: Agonia e Êxtase

Os Mercados Financeiros Internacionais (MFI) são uma criação dos grandes bancos que se internacionalizaram seguindo o processo de transbordamento das empresas produtivas no pós-guerra. A liderança desse processo de internacionalização do capital produtivo e financeiro coube às empresas americanas, embora, com a recuperação da Europa Ocidental e do Japão no final da década de cinquenta, tenham tido que compartilhar mercados com as concorrentes de origem europeia e japonesa.

A essência do universo econômico internacionalizado restringiu-se desde então a um número relativamente pequeno de países, basicamente EUA, Canadá, Japão, países membros da União Europeia e EFTA. É claro que não se está negando a inserção de outros países nesse universo; mas, o que se gostaria de ressaltar é que a intensificação e o aprofundamento das relações econômicas deu-se fundamentalmente entre parceiros privilegiados.

Os países da América Latina, embora fão dispares entre si, compõem um dos grupos dos *outsiders* que participam desse universo internacionalizado variando contudo a intensidade e forma de inserção ao longo do tempo. No que diz respeito especificamente aos MFI, a relação não poderia ser mais tempestuosa: períodos de total abstinência sucedendo outros de enorme euforia.

Cabe ainda uma ressalva: apesar das contínuas referências à “América Latina” como um todo, na verdade o acesso aos MFI, ainda que extremamente conflituoso, não tem sido facultado a todos os países da região. Para acentuar a diferenciação que objetivamente existe, utiliza-se neste trabalho a expressão “países do grupo da América Latina” composto basicamente por Argentina, Brasil, Chile, México e Venezuela. Mais precisamente, em relação a vários aspectos, fala-se unicamente de Argentina, Brasil e México — os grandes protagonistas dos episódios mais marcantes desse complexo relacionamento nas últimas três décadas.

Sabe-se, também, que a análise das relações entre os países do grupo da América Latina e o chamado *capital internacional* deve contemplar os aspectos de comércio internacional, investimentos diretos, transferência tecnológica e de financiamento externo. A experiência histórica já demonstrou que a comunidade internacional¹ trata essas várias dimensões de maneira integrada, principalmente nos momentos de crise. Basta citar o penoso processo de *ajuste* dos anos oitenta.

Contudo, não se pode ignorar a possibilidade de haver diversidade de interesses entre as frações do capital internacional, ou seja, não há necessariamente convergência de posições ao longo do tempo. Mesmo no caso de empresas que combinam várias atividades, fato cada vez mais corriqueiro, a decisão de ampliar a planta em um determinado país, por exemplo, não se dá tendo como base os mesmos critérios adotados para compra ou venda de *bonds* emitidos por uma determinada firma daquele país.

¹ Entende-se por comunidade internacional o conjunto composto por organismos e agências governamentais ou multilaterais; empresas e entidades representativas do setor privado.

Parece, pois, procedente a análise em separado das relações do grupo de países da América Latina com os MFI, principalmente porque um dos objetivos deste trabalho é demonstrar a fragilidade dessas relações. Fragilidade esta, dada tanto pela precária inserção desses países nos MFI quanto pela características peculiares desses mercados.

5.1. Welcome aos Clientes de 2ª Classe — 1967/1981

Os países da América Latina, principalmente a Argentina, o México e o Brasil, passaram a ter acesso significativo aos créditos internacionais privados a partir de meados de 1967. No entanto, esses créditos ficaram restritos àqueles obtidos nos segmentos de curto e médio prazos; ao então novo e promissor segmento de longo prazo — *securities* — não foi igualmente facultada a entrada desses países.

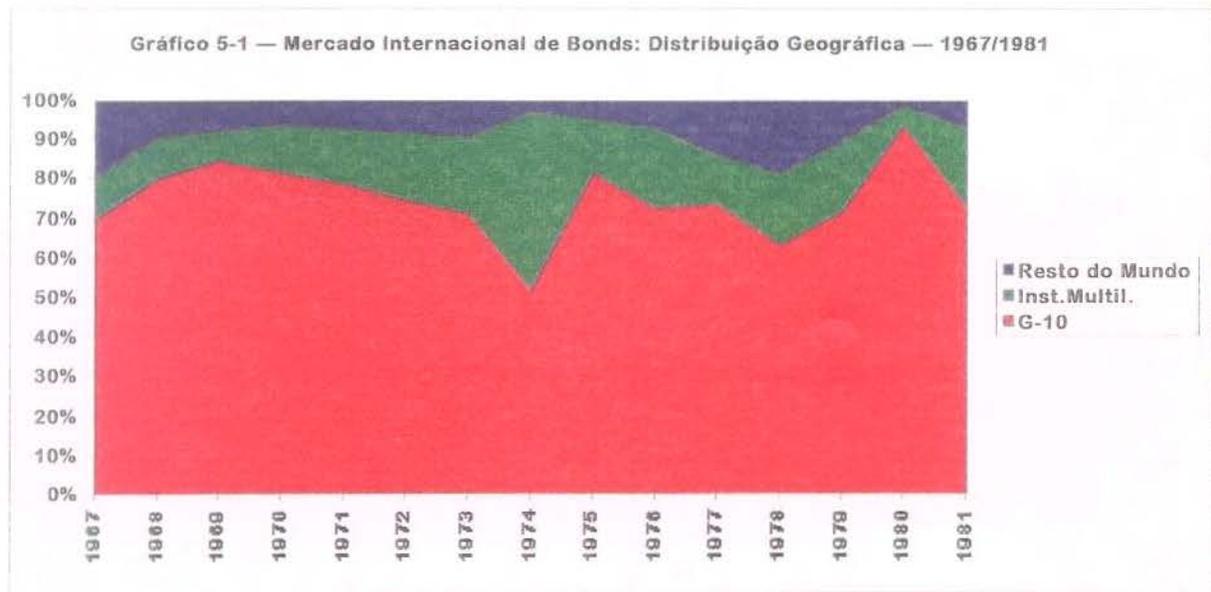
A técnica recém-desenvolvida da emissão de *bonds* internacionais através de sindicatos de bancos e/ou agentes financeiros² permitia o acesso a financiamentos de longo prazo em condições geralmente mais vantajosas do que outras fontes alternativas. Também o desenvolvimento do mercado internacional de ações, principalmente através das *equities-related bonds*³, oferecia boas oportunidades de obtenção de crédito.

Todavia, esses créditos de prazo mais longo e mais baratos restringiam-se praticamente aos países desenvolvidos e às instituições internacionais. No gráfico 5-1 não há desagregação do item *Resto do Mundo* e, portanto, não é possível avaliar qual a participação relativa dos países do grupo da América Latina no total de créditos de longo prazo nos MFI. De qualquer forma, dada a modesta participação relativa de todos os países que compõem o *Resto do Mundo*, é possível inferir que o acesso desses países a financiamentos de mais longo prazo e em condições mais vantajosas foi •

² O procedimento para emissão dos *bonds* internacionais por meio dos sindicatos bancários era a seguinte: o banco líder convidava vários outros bancos e/ou instituições financeiras não-bancárias internacionais para fazer parte na emissão e colocação dos papéis junto aos seus clientes ao valor de face. Um grupo de subscritores, normalmente incluindo o banco líder, também era constituído e geralmente participava também da colocação dos papéis. No entanto, nem todos participavam da subscrição e/ou colocação dos títulos. Essas funções eram claramente divididas, inclusive com a fixação das comissões para cada uma delas.

³ Como mencionado anteriormente, emissões de *bonds* com a possibilidade de haver conversão para ações. As primeiras operações deste tipo no mercado internacional foram feitas em 1965.

muito restrito. Além do mais, comparando-se o volume líquido de empréstimos com o montante de novas emissões de *bonds*, fica claro que o predominante no período era a concessão de crédito via empréstimos (ver gráfico 4-1). No mercado de *bonds*, então de longo prazo, participavam apenas tomadores de primeiríssima linha.



Fonte: BIS — Annual Report — Vários números

No que diz respeito ao segmento de empréstimos, seu crescimento marcante foi acompanhado por um aumento na participação relativa dos países do grupo da América Latina como tomadores líquidos a partir de 1968. O crescimento do total dos empréstimos internacionais está relacionado às condições macroeconômicas da época e às características operacionais dos agentes financeiros internacionais.

Em relação às condições macroeconômicas, já se fez menção anteriormente ao crescimento dos déficits externos americanos, do arrefecimento do crescimento das economias avançadas entre 1968/1970 e posterior estagnação a partir de 1974. Quanto à forma de operar dos agentes financeiros internacionais, cabe destacar os seguintes aspectos:

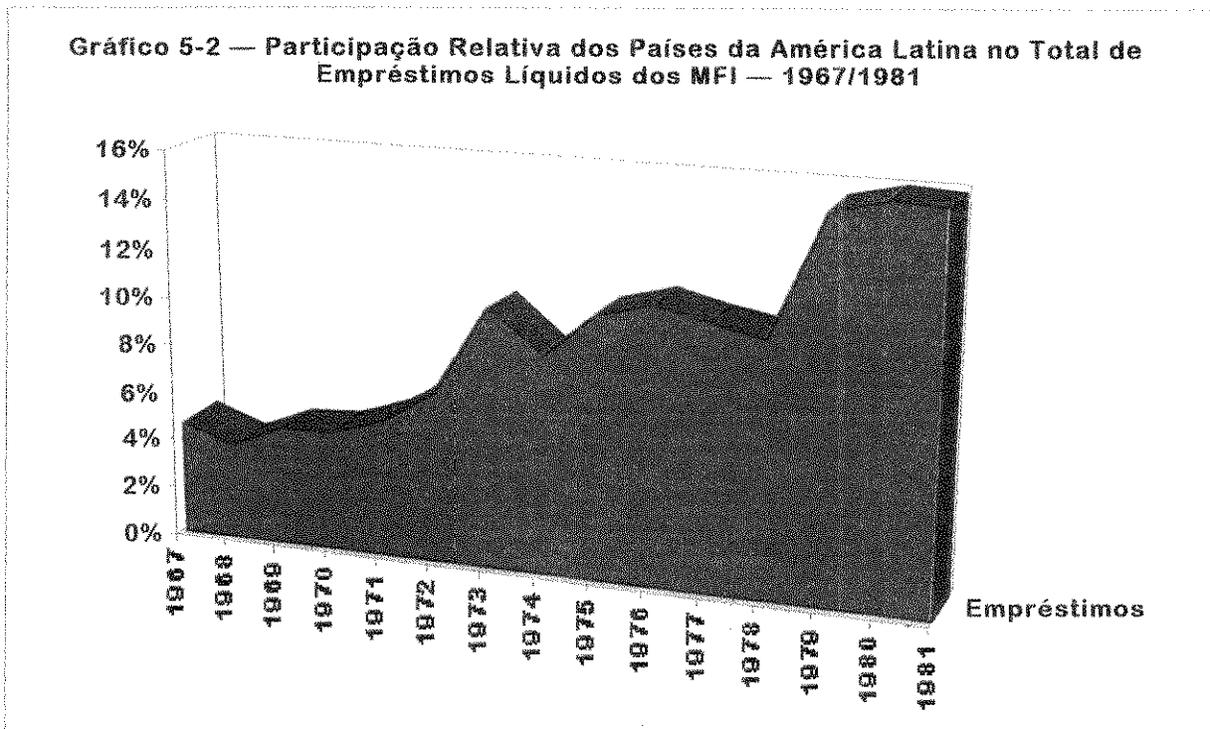
as operações realizadas nos segmentos de curto e médio prazos eram feitas com margens muito reduzidas, se comparadas às operações domésticas, em relação aos recursos captados e aos empréstimos concedidos;

- a inexistência de normas e regulamentos para operações internacionais davam aos agentes internacionais a possibilidade de operar sem a necessidade de manter uma determinada relação entre capital próprio/ativo, de efetuar depósitos compulsórios, de limitar o prazo mínimo de maturidade, de fixar teto para taxa de juros, e de fazer operações não-nominativas garantindo, assim, o anonimato dos clientes;
- os volumes transacionados não eram inferiores a US\$50 mil o que significa que não se tratava de operações de varejo, o que contribuía para a redução dos custos de intermediação.

A disponibilidade crescente de crédito internacional de curto e médio prazos e concomitante diminuição na demanda por empréstimos por parte das grandes empresas transnacionais explicam em grande medida o aumento na participação relativa dos países da América Latina. Note-se que o acesso aos empréstimos internacionais deu-se antes do primeiro choque do petróleo, como se demonstra com o gráfico 5-2.

A participação de bancos provenientes desses países nos mercados internacionais também merece ser destacada. De fato, a ampliação dos MFI permitiu não apenas a entrada de clientes de 2º classe mas também agentes financeiros de menor porte, inclusive de países em desenvolvimento.

Evidentemente, para os países do grupo da América Latina, a possibilidade de contar com financiamento externo privado representava uma mudança muito



Fonte: BIS — Annual Report — Vários números

economias. Até então, esses países tinham contado apenas com as agências multilaterais e/ou instituições governamentais dos países avançados para a obtenção de financiamentos externos. Os créditos internacionais privados ofereciam uma flexibilidade muito maior se comparados com os créditos oficiais.

A gestão, nesse período, do processo de endividamento dos países do grupo da América Latina não é objeto desse trabalho; no entanto, não se pretende isentar as autoridades governamentais de suas responsabilidades frente a administração desse processo. É certo que a liquidez internacional propiciou a entrada desses países no seleto grupo de tomadores internacionais; mas, é igualmente correto afirmar que havia a liberdade de decisão dos governos domésticos na obtenção e alocação desses recursos.

Os primeiros anos da década de setenta foram marcados pela ruptura do Acordo de Bretton Woods, pela alteração dos preços relativos das principais •

Acordo de Bretton Woods, pela alteração dos preços relativos das principais *commodities*, especialmente o petróleo, e pelo início de uma profunda revolução tecnológica após o esgotamento do longo ciclo de crescimento das economias capitalistas desde o pós-guerra. Do ponto de vista dos MFI e da participação dos países do grupo da América Latina, cabe salientar os aspectos mencionados a seguir.

A ruptura do Acordo de Bretton Woods simbolizou o final da ordem econômica internacional estabelecida em 1944 garantidora de um longo período de estabilidade econômica. Em linhas muito gerais, pode-se dizer que os acontecimentos econômicos que culminaram com o fim do padrão dólar-ouro em 1971 e conseqüente abandono das taxas de câmbio fixas no início de 1973, estão associados também ao crescimento das taxas de inflação, marcando o início de um período de crescente instabilidade das relações econômicas internacionais⁴. O significado imediato desses eventos para os agentes financeiros internacionais foi o de que estes passaram a ter que operar em condições de maior volatilidade das taxas de câmbio e taxa de juros e, por esta razão, a alterar muitas das condições existentes até o início da participação dos países do grupo da América Latina.

A quadruplicação dos preços do petróleo em novembro de 1973 implicou, por um lado, o aumento dos preços de vários produtos industrializados, simultaneamente à redução no preço dos principais produtos primários e semi-manufaturados. Esta mudança de preços relativos acarretou uma deterioração

⁴Os crescentes déficits do Balanço de Pagamentos dos EUA a partir de 1968 e a política de “negligência benigna” — adoção de atitude passiva em relação ao controle desses déficits — implantada por Nixon em 1969, fizeram com que vultosas massas de dólares inundassem os mercados europeus, provocando intensa instabilidade monetária e difusão inflacionária.

acentuada nos termos de intercâmbio dos países em desenvolvimento, inclusive os do grupo da América Latina. Como conseqüência, surgiram expressivos déficits comerciais que foram financiados em grande medida por meio de empréstimos internacionais privados com prazos superiores a um ano. Por outro lado, com aquela quadruplicação dos preços do petróleo, os países da OPEC tiveram superávits consideráveis, mesmo com o aumento de suas importações. Parte significativa desses superávits foi canalizada para aplicações de curto prazo nos MFI, introduzindo a possibilidade crescente de um *mismatching* entre os ativos e passivos dos agentes financeiros internacionais.

O início da revolução tecnológica deu-se também nos meados da década de setenta, e a princípio significou uma redução de investimentos em novas plantas e com uma conseqüente diminuição da necessidade de financiamento por parte das grandes empresas transnacionais. Contudo, as mudanças tecnológicas apenas se esboçavam nessa segunda metade dos anos setenta. Aquilo que se apresentava como um esforço em alterar a matriz energética e racionalizar os sistemas produtivos em busca de uma redução de custos não deixava claro os rumos que seriam seguidos do ponto de vista da reestruturação produtiva.

Quando foi discutido neste trabalho o processo de inovação financeira, já se mencionou esse processo de acirramento da instabilidade econômica, da reciclagem feita por meio dos MFI dos desequilíbrios externos acarretados pela brusca alteração dos preços dos principais produtos comercializados internacionalmente, e das mudanças tecnológicas.

Cabe, aqui, salientar as repercussões sofridas pelos países do grupo da América Latina. Do ponto de vista deste trabalho, o vácuo deixado pelos principais

participantes do período inicial dos MFI foi cada vez mais sendo ocupado por atores de 2º categoria: países em desenvolvimento. Tanto no que diz respeito às fontes quanto aos usos, houve uma alteração significativa. Se, até 1972, grande parte dos fundos vinha dos países avançados, a partir do final de 1973, os chamados petrodólares inundaram os MFI. Em relação ao uso desses fundos, a partir de 1975, quando países como a Alemanha e Japão promoveram a reestruturação de seus Balanços de Pagamentos e absorveram o aumento dos preços do petróleo, reinstalou-se a situação existente até 1973: superávits em dólares desses países e déficits norte-americanos. O fato novo esteve relacionado ao aumento dos déficits dos países em desenvolvimento não produtores de petróleo e à dependência crescente dos MFI para a reciclagem de suas posições externas.

Apesar da crise Herstatt em 1974, os MFI recuperaram o ritmo de suas operações já em 1975, atuando num mercado decididamente modificado. O ritmo lento das inversões por parte dos tomadores de 1º linha, coincidente com uma posição francamente “tomadora” de clientes de 2º categoria, impeliu os agentes financeiros internacionais a selecionar os instrumentos de crédito, considerando cada vez mais a rentabilidade e os riscos envolvidos.

A percepção da deterioração financeira de importantes devedores pertencentes ao grupo da América Latina, já na segunda metade dos anos setenta, evidenciava-se por práticas amplamente adotadas pelos agentes financeiros internacionais tais como:

- introdução de um sistema de taxas flutuantes capaz de compatibilizar depósitos de curto prazo com empréstimos de médio prazo num contexto de incertezas crescentes, os chamados *rollover credits*⁵. Esses créditos eram

⁵Já mencionados no capítulo 3.

contratados prevendo o pagamento de taxa de juros flutuante (Libor de três ou seis meses) acrescida de um *spread* que espelhava a taxa de risco de cada tomador, além de outras comissões (*fees*) que eram pagas para cada um dos participantes do empréstimo sindicado;

- empréstimos sindicados, usados desde 1972, mas difundidos amplamente a partir de 1976, no qual um número considerável de agentes participava sob a coordenação de um ou mais bancos líderes, ampliando dessa forma a cadeia de participantes na operação de concessão de créditos;
- cláusulas especiais foram sendo introduzidas, como a denominada “disponibilidade” que conferia ao(s) banco(s) prestamista(s) a possibilidade de rescindir seus compromissos de crédito, caso os recursos no mercado se tornassem insuficientes. Uma outra cláusula que costumava figurar nos contratos de empréstimo era a *eurodollar catastrophe clause* a qual estabelecia que — se em um determinado trimestre/semestre não houvesse condições de se fixar a Libor que deveria vigorar por ausência de atividade no mercado interbancário londrino, ou seja, colapso do mercado — o prestatário deveria saldar toda sua dívida (principal mais juros). Finalmente, cabe ainda mencionar a cláusula de *multicurrency* que previa a possibilidade de se exigir que a amortização da dívida fosse feita por meio de diversas moedas, previamente especificadas no acordo⁶.

As técnicas desenvolvidas pelos agentes financeiros internacionais visavam a dar melhores condições para a administração dos riscos crescentes que eram claramente percebidos. Cabe questionar até que ponto a introdução daquelas inovações financeiras contribuíram para a redução efetiva desses riscos. É

⁶ Crawford, F.O. (1978, p.49/57); Einzing, P. (1975, p.59); Lima, M.L.L.M.P. (1985, p.180/190).

difícil chegar a uma conclusão, dado o impacto que a reversão da política monetária americana causou nos estoques de dívidas já contratadas e nas dificuldades adicionais que esta política proporcionou aos países do grupo da América Latina. Pode-se alegar, com razão, que esse choque externo não era previsível. No entanto, também é necessário constatar que a adoção daquelas inovações não teve efeitos homogêneos para o conjunto de agentes financeiros internacionais.

No que diz respeito ao sistema de taxas de juros flutuantes, por exemplo, é provável que os grandes bancos tenham podido utilizar esse mecanismo como uma proteção efetiva contra variações entre as taxas de juros pagas e recebidas. Em relação aos agentes de menor porte, por terem de refinarciar continuamente suas posições no mercado interbancário com taxas mais altas daquelas cobradas para os bancos de 1º linha, as dificuldades advindas de oscilações das taxas de juros foram contornadas, majoritariamente, por meio da redução de margem das operações.

A própria técnica dos empréstimos sindicados trazia a vantagem de diluir o montante total de crédito concedido entre os diversos agentes financeiros, formando uma ampla cadeia de intermediários e, portanto, dividindo o risco de crédito. No entanto, por não se tratar de um universo homogêneo, esta longa corrente era composta por elos bastante diferentes entre si, isto é, com uma capacidade diferenciada de absorver perdas e de acessar o mercado interbancário. Na eventualidade de uma crise, a possibilidade de ruptura dessa cadeia era absolutamente previsível. Aliás, no episódio Herstatt, a contração ocorrida no interbancário indicou a forma de reação dos MFI em momentos críticos.

A falta de uma instituição que fizesse o papel de prestamista em última instância para o sistema financeiro internacional privado e a ausência de regulamentos adequados à preservação da credibilidade desse sistema tornavam seus participantes ainda mais sensíveis a qualquer ameaça de crise.

Alguns traços do comportamento dos agentes financeiros internacionais evidenciavam a ciência que tinham a respeito dessa fragilidade dos MFI. É claro que esses agentes procuraram desenvolver mecanismos que lhes assegurassem maior estabilidade, e desse ponto de vista, a experiência tem demonstrado a rapidez de resposta de que são capazes.

Enfatiza-se este ponto, pois, em várias análises feitas *a posteriori* de eventos como a crise da dívida de 1982, ou da crise do México de 1994, costuma-se insistir no aspecto da total “imprevisibilidade” deste tipo de acidente⁷.

O choque das taxas de juros, muito mais intenso e durador, associado ao segundo choque do petróleo ocorreu quando as posições devedoras dos países do grupo da América Latina já eram bastante significativas. Como foi dito no capítulo anterior, a reação dos agentes financeiros internacionais frente às necessidades crescentes de financiamento dos desequilíbrios em conta corrente desses países foi a de encurtar os prazos de empréstimos e aumentar ainda mais os *spreads* cobrados.

⁷Já foi comentada neste trabalho a impossibilidade de se prever o momento exato da irrupção de crises financeiras, ou seja, a determinação precisa no tempo onde passam a predominar as expectativas de *non-performance*. No entanto, os elementos que denunciam uma maior instabilidade capaz de afetar profundamente as expectativas, geralmente, podem ser detectados antes da ocorrência de uma crise financeira.

5.2. O “Globo” Torna-se Menor para os MFI: 1982/1989

No relatório do BIS⁸, publicado em junho de 1982, previa-se que as dificuldades em obter novos créditos por parte dos países em desenvolvimento altamente endividados seriam crescentes. Se, em 1981, os agentes financeiros internacionais já tinham praticado uma política de redução de fundos para esses países e um aumento significativo dos *spreads* cobrados, em 1982, a posição de extrema cautela em relação a países da Europa Oriental e demais países em desenvolvimento altamente endividados⁹ deveria ser reforçada.

Mesmo reconhecendo-se o esforço perpetrado por alguns dos grandes devedores em ajustar seus Balanços de Pagamentos, salientava-se que o grau de *exposure* em relação ao conjunto dos países em desenvolvimento impelia os agentes financeiros a restringir drasticamente os empréstimos para esses países. A decisão dos bancos em dificultar o acesso desses países aos MFI parece ser uma tendência marcante diagnosticada pelo BIS.

A moratória do México, em agosto de 1982, teve como efeito imediato a exclusão dos MFI dos países em desenvolvimento altamente endividados, especificamente os grandes devedores da América Latina. A exclusão quase que simultânea desses países só não foi mais severa para os credores devido à docilidade dos países devedores incluindo a incapacidade de articulação de uma reação concertada desses. Assim, os MFI voltavam às suas origens, isto é, a realização de transações quase que exclusivamente entre países avançados.

⁸ BIS (1982, p.117-124).

⁹ Basicamente os grandes devedores da América Latina.

A partir da crise do México de agosto de 1982, foi formulada uma estratégia por parte dos credores privados internacionais que contou com a colaboração decisiva dos organismos multilaterais. Os princípios básicos que nortearam essa estratégia eram os de que a dívida deveria ser honrada, de que seria necessário aplacar possíveis disputas entre os inúmeros credores construindo uma “posição” única, e de que se adotaria o tratamento do “caso a caso” para os devedores.

Assim que irrompeu a crise de 1982, ao contrário dos credores oficiais que podiam contar com o Clube de Paris¹⁰, os credores privados não tinham nenhuma instituição que lhes desse respaldo nas negociações com os devedores. Por esta razão, as agências multilaterais e oficiais tiveram um papel crucial na condução dessas negociações. No início da crise, as agências oficiais americanas concederam empréstimos-ponte para alguns grandes devedores com o intuito de impedir que crise se agravasse ainda mais. O Fundo Monetário Internacional (FMI) encarregou-se de consolidar as dívidas privadas e oficiais dos principais devedores problemáticos e de montar um sistema detalhado de informações econômicas desses países. Em seguida, o FMI desenhou e passou a monitorar a execução de programas de ajuste dessas economias que visavam a garantir o pagamento da dívida externa.

Os países do grupo da América Latina tinham tido acesso aos créditos internacionais privados fundamentalmente através de empréstimos bancários sindicados, ou seja, apesar de esses empréstimos terem sido liderados pelos grandes

¹⁰ Negociações envolvendo créditos concedidos por governos ou agências oficiais são geralmente realizadas no Clube de Paris. Não há um número fixo de participantes nem uma estrutura institucional definida. Na verdade, o Clube de Paris desenvolveu uma série de regras de procedimento negocial e para ter acesso ao Clube, o credor oficial basta estar de acordo com essas regras. Para iniciar um processo de reescalonamento de dívidas, o país devedor deve enviar um pedido formal ao *chairman* do Clube de Paris que analisará a pertinência da solicitação e, caso haja concordância, irá organizar a reunião para a elaboração do acordo entre as partes.

bancos internacionais, tinham contado também com a participação de inúmeros agentes. Como consequência, a imposição pelo FMI de uma política econômica que visasse ao ajuste dos Balanços de Pagamentos, revertendo a posição altamente deficitária das Contas Correntes desses países, não garantiria por si só o resultado esperado por parte dos credores privados. Era essencial que houvesse também uma coordenação entre os vários credores. A solução encontrada foi a formação de Comitês de Assessoramento Bancário¹¹ que representariam o conjunto dos credores privados.

É evidente que a formação desses comitês reforçava a posição dos credores privados; mas não deixou de ser conflituosa¹², uma vez que os grandes bancos americanos ocupavam o maior número de postos, detendo dessa forma o controle das negociações¹³. Em 1989, quando a crise da dívida de 1982 já havia sido mitigada, a avaliação feita por um credor desse tipo de solução era de que *“it’s an imperfect, inefficient, frustrating system. But in the end, it’s the best we’ve been able to devise.”*¹⁴

Um outro elemento adicional no equacionamento da crise de 1982 foi o surgimento de um mercado secundário para títulos da dívida dos países em desenvolvimento altamente endividados. Nesse mercado secundário, criado pelos credores privados, transacionavam-se os ativos referentes aos devedores problemáticos com descontos, por meio das seguintes principais formas:

¹¹ Bank Advisory Committees.

¹² O conflito dava-se tanto entre bancos americanos — os *money center banks* e os bancos regionais — quanto entre bancos americanos e não-americanos.

¹³ William Rhodes do Citibank presidiu vários desses comitês ao longo do período em foco.

¹⁴ LatinFinance, March 1989 — *Rescheduling Fatigue* — p.39

- *debt-for-cash*;
- *debt swaps*;
- *debt-for-equity*;
- *debt exchange*;
- *debt repurchase (buy-back)*.

A primeira forma — *debt-for-cash* — compreendia a venda do ativo por um valor determinado pelo mercado e menor do que aquele de face, permitindo ao vendedor excluir do seu balanço aquele ativo. A segunda maneira de transacionar — *debt swaps* — envolvia dois agentes financeiros interessados em trocar posições, isto é, não havendo a liquidação do ativo, não havia também a redução do débito, possibilitando, entretanto, a mudança de posição de cada agente financeiro envolvido na operação.

O componente seguinte — *debt-for-equity* — compreendia a compra em moeda local de um exigível pelo banco central do país devedor — pelo valor de face ou com deságio — dando ao possuidor do ativo a possibilidade de investir no país. Assim, o investidor, geralmente, comprava o débito no mercado secundário por P_1 , vendia esse ativo por P_2 para o banco central do país detentor desse débito, sendo $P_1 < P_2$, e adquiria ações de empresas localizadas no país devedor. Nesse caso, ocorria redução do débito.

O instrumento seguinte — *debt exchange* — envolvia a troca de um tipo de ativo por outro com retorno e prazo de maturidade diferentes, e com garantias adicionais do devedor em relação ao pagamento do serviço da dívida. Geralmente, este tipo de operação pressupunha um acordo prévio entre o país devedor e o(s) credor(es)¹⁵.

¹⁵ O exemplo clássico da utilização desse instrumento é o acordo México-Morgan de fevereiro de 1988.

A última forma — *debt repurchase* ou *buy-back* — implicava a compra do débito por parte do país devedor mediante um deságio. Como na maioria dos contratos de empréstimo havia cláusulas que impediam a recompra ou pré-pagamento com desconto do débito assumido, esse tipo de transação requeria a existência prévia de acordo de reescalonamento de dívida entre devedor e credor.

Apesar de esse mercado secundário para ativos de países em desenvolvimento ser composto por cerca de 30 países, a maior parte das transações são realizadas com ativos provenientes de um grupo bastante pequeno de países formado basicamente pelos grandes devedores da América Latina: Brasil, México, Argentina, Chile e Venezuela. Por ser um mercado predominantemente especulativo, seus preços são bastante voláteis, e alterações nos valores dos ativos de um dos grandes componentes afeta os demais, independentemente da existência de razões objetivas para tanto. Esse mercado caracteriza-se, por esse motivo, pela presença do chamado “risco de contaminação”, que significa a enorme sensibilidade do mercado como um todo a eventos restritos a um dos principais países que o compõem.

Na maioria dos casos, o grau de *exposure* dos credores em relação aos grandes devedores da América Latina, principalmente dos bancos americanos, ultrapassava o capital desses agentes. Apesar de essa crise ter sido qualificada inicialmente como um problema passageiro (dois ou três anos) de “liquidez” de alguns tomadores, a possibilidade de ocorrer um colapso nos MFI foi bastante presente. Contudo, a implementação por parte dos credores dessa estratégia nos anos iniciais da crise (1982/1984)¹⁶, da já mencionada postura dos grandes devedores e do desenvolvimento de mercado secundário afastaram esse risco.

¹⁶ A estratégia referida, como já foi mencionada, apoiava-se na intermediação dos organismos multilaterais, principalmente o FMI, na formação dos Comitês de Assessoramento Bancário, no tratamento “caso a caso” dos devedores e na criação de um mercado secundário para os ativos referentes aos países “problemáticos”.

Se, com a estratégia acima descrita, não houve a eclosão dos MFI, também não foram resolvidos os principais problemas decorrentes dessa crise. Quando, em 1985, por força de mudanças políticas, alguns dos países altamente endividados começaram a esboçar posições menos subservientes e a pensar em saídas menos convencionais, foi elaborado o Plano Baker.

O Plano Baker, lançado pelo Secretário do Tesouro americano em outubro de 1985, propunha esquemas plurianuais de reescalonamento das dívidas e colocava como contrapartida o compromisso por parte dos países “problemáticos” de realizarem reformas estruturais com a seguinte tônica: liberalização do comércio externo, redução do Estado e elaboração de legislação que favorecesse os investimentos diretos.

O Plano Baker pode ser visto como uma tentativa de reforçar o aspecto mais relevante da estratégia de gestão da dívida adotada até então — imposição unilateral das condições de negociação — com nuances que procuravam abrandar ao mesmo tempo possíveis reações adversas dos novos governos dos países altamente endividados da América Latina.

Segundo Cline, W. (1990) o clima que precedeu o Plano Baker levava a crer que “os *policy-makers* latino-americanos sentiam-se cada vez mais frustrados com os ajustes recessivos que seus países tinham sido obrigados a fazer, principalmente por meio de cortes nas importações e pela crescente evidência de que os empréstimos voluntários não voltariam a ocorrer tão cedo”¹⁷. Era, portanto, necessário acenar com alternativas de mais longo prazo que pudessem deter iniciativas não-convencionais por parte dos grandes devedores.

¹⁷ Cline, W. (1990) — *From Baker to Brady: Managing International Debt* — p.85.

Para Cline, W. (1990), no período de vigência do Plano Baker, o fato de ter declinado o coeficiente entre pagamentos de juros sobre exportações de bens e serviços significava que havia tido um “progresso” na gestão do estoque da dívida (tabela 5-1). O autor ainda cita a diminuição no deságio dos papéis da América Latina negociados nos mercados secundários com evidência do referido “progresso”.

Tabela 5-1 — Relação entre o pagamento de juros e exportações de bens e serviços (em %)		
	1982	1988
América Latina	41	28
Argentina	58	40
Brasil	57	30
Chile	50	23
Colômbia	27	21
México	47	29
Venezuela	31	26

Fonte: Cline, W (1990, p.86)

No entanto, o fluxo anual de empréstimos de US\$20 bilhões para os quinze países participantes do Plano que era considerado o ideal não chegou a se concretizar em nenhum momento. Como se verá a seguir, ocorreu neste período um aumento extremamente significativo do volume de transações no mercado secundário. Quanto às reformas estruturais, dos três principais devedores, apenas o México “entendeu” e passou a executar as mudanças de estrutura preconizadas pelo Plano Baker, em contraste com a Argentina e Brasil.

De qualquer forma, na segunda metade da década de oitenta, os países do grupo da América Latina aceleraram as transferências líquidas para os países credores o que acarretou o agravamento da crise fiscal, da pressão inflacionária, da queda de investimentos e da estagnação econômica desses devedores. A continuidade da deterioração econômica desses países ocorreu dentro de um quadro político de novos regimes democráticos que impeliu esses governos a A

adotarem posições menos passivas e “cooperativas” com os credores e seus representantes multilaterais.

Conseqüentemente, as relações entre devedores e credores tornaram-se muito mais tensas levando a situações como a recusa do novo governo brasileiro em assinar um acordo com o FMI desde 1985; a limitação unilateral dos pagamentos dos juros da dívida peruana de médio e longo prazo a 10% das exportações e rompimento com o FMI (1985); e da moratória brasileira em fevereiro de 1987 com impacto muito mais significativo, dada a dimensão da dívida desse país. A suspensão dos pagamentos do serviço da dívida de médio e longo prazos brasileira junto aos bancos comerciais provocou a queda no valor das ações dos grandes bancos americanos e criou um fato inteiramente novo no processo de negociação que se arrastava desde 1982¹⁸.

Após a moratória do Brasil, o Citibank elevou, em maio de 1987, de US\$2 bilhões para US\$5 bilhões suas reservas em relação a devedores duvidosos da América Latina. O comportamento desse grande banco americano, motivado pela moratória brasileira, foi seguido por outros *money centers banks* americanos e considerado um “divisor de águas” da crise da dívida¹⁹, pois com o aumento das reservas, os grandes credores ficaram em posição mais confortável para administrar de forma mais agressiva suas carteiras contendo ativos referentes aos países da América Latina. De fato, a liquidação de *portfolios* compostos por ativos do grupo da América Latina intensificou-se a partir de 1987²⁰.

¹⁸ Segundo William Rhodes “Brazil’s partial moratorium on interest payments to creditor banks, declared in February 1987, was a milestone in the debt crisis. To many, it signaled a shift in approach from cooperation to confrontation.” *LatinFinance (Evolution, Not Revolution — March, 1989 p.38)*. Sobre a moratória brasileira de 1987 ver Batista Jr., P.N.(1988).

¹⁹ Ver, por exemplo, artigo do *LatinFinance* (May 1989, p.16-29) — *Playing it close to the Vest* — e Sachs, J. e Huizinga, H. (1987).

²⁰ Os bancos europeus, por exemplo, trocaram ativos relativos à América Latina por outros da Europa Oriental.

Do ponto de vista dos credores, a crise da dívida de 1982 praticamente encerrou-se no final de 1988, uma vez que esses se consideravam refeitos das principais conseqüências dessa crise e imunes a novas reviravoltas nos países “problemáticos”. O risco América Latina tinha sido razoavelmente equacionado, não podendo mais impactar negativamente os resultados operacionais das instituições financeiras internacionais. Os grandes bancos americanos, notadamente o Citibank²¹, aproveitaram a oportunidade de reestruturação de seus ativos por meio dos vários instrumentos²² desenvolvidos para administração dos *portfolios* relativos aos países “problemáticos” para diversificar seus investimentos nos países mais importantes da América Latina.

Foi nesse clima que, em março de 1989, o então Secretário do Tesouro americano, Nicholas Brady, propôs um novo plano para países endividados que incluía a redução voluntária da dívida de longo prazo (cerca de US\$ 70 bilhões de um total de US\$340 bilhões) e a concessão de novos créditos co-financiados pelos agentes privados e instituições multilaterais, desde que esses países adotassem programas de reestruturação econômica. Apesar de haver uma preocupação com os “*free riders*”²³, o plano, por seguir as tendências desenhadas pelo mercado, trazia uma margem maior de garantia de seu êxito.

Em maio daquele ano, o Plano Brady²⁴ foi endossado pelo FMI e pelo BIRD para países que seguissem os conjuntos de regras estabelecidos por essas

²¹ O *slogan* do Citibank parece retratar perfeitamente a postura dos grandes agentes financeiros internacionais: “*The Citi never sleeps*”.

²² Os principais instrumentos utilizados para a recomposição do estoque de dívida dos países problemáticos foram: *debt-equity swaps*, *debt-cash*, *debt-exchange* e *charge-off*.

²³ Agentes que preferem manter as condições originais dos contratos a aderir a planos de redução da dívida ou do serviço da dívida.

²⁴ As informações sobre o Plano Brady foram obtidas em publicação do World Bank (1991).

entidades²⁵ e colocaram à disposição créditos no valor de US\$20 bilhões. Posteriormente, o governo japonês anunciou a disposição de participar do Plano Brady com US\$10 bilhões. O Conselho Diretivo do Banco Interamericano, em outubro de 1990, também aprovou a concessão de empréstimos por parte desse banco para operações de redução de débito ou do serviço da dívida.

As primeiras negociações dentro do âmbito do Plano Brady iniciaram-se ainda em 1989 e foram concluídas no final de 1990 contemplando os seguintes países: México, Costa Rica, Filipinas e Venezuela. De maneira geral, as negociações realizadas sob o Plano Brady pautaram-se pelo princípio do “caso a caso”, seguindo um “menu” de opções oferecido pelos credores privados e negociado entre o país devedor e um Comitê de Assessoramento Bancário. Dessa forma, os instrumentos, prazos e demais condições variaram de país a país.

Os dados apresentados a seguir ilustram o processo de restrição ao crédito internacional aos países em desenvolvimento altamente endividados e o decorrente ajuste dos Balanço de Pagamentos efetuado por esses países. Se considerado apenas o grupo da América Latina, além da queda mais acentuada dos empréstimos líquidos deve-se notar também o expressivo aumento das transferências líquidas que passou a ocorrer a partir de 1983²⁶ (tabelas 5-2, 5-3 e gráfico 5-3).

²⁵ As regras estabelecidas pelo BIRD e pelo FMI eram muito semelhantes e contemplavam os aspectos de elegibilidade, disponibilidade, modalidades e procedimentos. O país para se tornar elegível deveria adotar um programa de ajuste que enfatizasse os seguintes aspectos: legislação doméstica que favorecesse a entrada de capital de risco, estímulo para operações de *debt-equity swaps*, incentivos a privatizações com conseqüente redução do tamanho do Estado.

²⁶ Empréstimos líquidos ou fluxos líquidos são iguais aos desembolsos totais menos o pagamento do principal. Transferências líquidas equivalem aos fluxos líquidos menos o pagamento de juros. World Bank (1990, p.115).

Tabela 5-2 — Dívida Externa dos Países da América Latina: Principais Indicadores — 1980/1989
(em US\$bilhões)

	1980	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Estoque total de débito	242,535	360,999	377,531	389,974	409,708	445,122	427,597	422,188
Débito de longo-prazo	172,788	290,857	315,552	330,941	359,396	384,745	363,161	348,070
Público ou com aval públ.	129,689	221,803	249,850	275,414	309,607	341,547	332,524	324,558
Privado	43,099	69,054	65,702	55,527	49,789	43,198	30,637	23,512
Débito de curto-prazo	68,337	61,274	50,420	44,485	33,934	42,199	48,058	58,370
Crédito FMI	1,410	8,868	11,559	14,548	16,378	18,178	16,378	15,748
Serviço Dívida	38,526	41,147	45,098	41,207	40,933	39,163	47,168	37,163

Fonte: The World Bank- World Debt Tables -1990-91

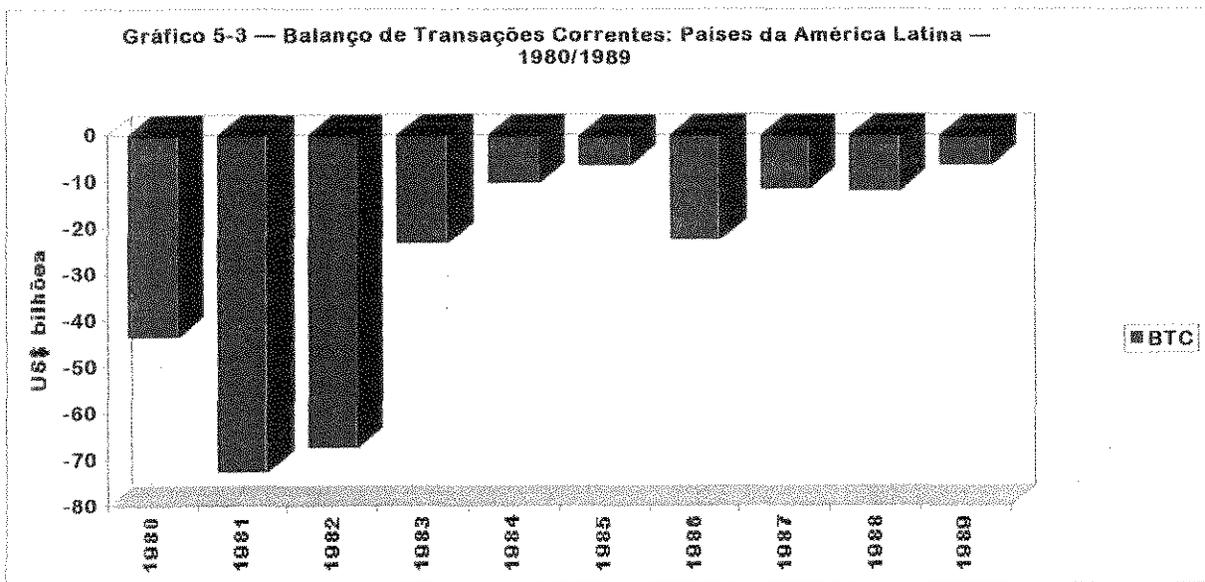
Tabela 5-3 — América Latina: Fluxos Líquidos de Empréstimos e Transferências — 1980/1989

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Empréstimos*	24.3	28.9	31.6	21.1	18.7	13.8	8.7	10.8	9.7	3.3
Créditos de agentes oficiais	6.8	7.8	8.5	7	8	7.1	7.5	6.3	6	4.6
Créditos de agentes privados	17.5	21.1	23.1	14.1	10.7	6.7	1.2	4.5	3.7	-1.3
Transferências**	9.1	11.2	10.6	-0.4	-5.4	-12.5	-15.6	-13	-19.1	-19.1
Agentes Oficiais	4.5	5.3	5.6	4	4.5	2.7	2.1	1	-0.3	-2
Agentes Privados	4.6	5.9	5	-4.4	-9.9	-15.2	-17.7	-14	-18.8	-17.1

*empréstimo líquido = empréstimo - pagamento do princípio

**transferência líquida=empréstimo líquido-pagamento de juros

Fonte: The World Bank- World Debt Tables -1990-91



Fonte: IMF — World Economic Outlook — Vários números

evolução das operações ocorridas no mercado secundário²⁷ para débitos dos países em desenvolvimento compõe outro conjunto de dados relevante a ser analisado no período, pois representa um indicador importante do valor de mercado dos débitos pendentes bem como a possibilidade de ganhos de capital através de transações nesse mercado. Por sua vez, o uso desse tipo de informação (valor de mercado dos títulos da dívida dos países problemáticos) teve repercussões significativas no desenrolar do processo de negociação entre devedores e credores.

As primeiras operações no mercado secundário foram realizadas em 1983; mas, foi a partir de 1984 que o volume negociado começou a ser mais expressivo — US\$2 bilhões — chegando, em 1989, a atingir a cifra de US\$40 bilhões. Este crescimento extremamente acelerado decorreu tanto da busca por parte dos credores de reduzirem seus ativos referentes aos países em desenvolvimento altamente endividados quanto da possibilidade de realização de ganhos de capital por meio da oscilação dos valores de mercado desses ativos (tabela 5-4).

	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Argentina	31	469 n.d.		35	1,330	500
Brasil	731	537	176	1,800	9,175	4,000
Chile	11	313	987	1,983	2,905	2,000
México	n.d.	769	1,023	3,804	6,670	6,000
Filipinas	n.d.	n.d.	43	287	806	300
Outros	0	0	7	279	1,467	980
Sub-Total*	773	2,088	2,236	8,188	22,353	13,780
Demais Transações*	1,227	1,912	4,764	3,812	27,647	26,220
Total	2,000	4,000	7,000	12,000	50,000	40,000

*Inclui debt for equity, debt swaps e debt repurchases. Todas as transações que convertem ativos referentes à dívida externa em outras formas

* Inclui todas as transações não contabilizadas anteriormente, inclusive as operações interbancári

Fonte: The World Bank - World Bank Debt Tables - 1989/90

²⁷ Dados sobre o mercado secundário para papéis dos países em desenvolvimento altamente endividados são controvertidos, pois, existem vários “mercados” dependendo do tipo de ativo negociado e as informações só são coletadas pelas principais *trading houses* que operam nesse mercado. Além dessas razões, o FMI aponta o fato de esse mercado ser absolutamente desregulamentado, não havendo sequer consenso em relação à sua definição. Portanto, as informações relativas a esse mercado são extremamente incertas.

Os dados de conversão de dívida apresentados abaixo, apesar de não considerarem algumas opções como *buy-backs* e *debt-exchanges* que se tornaram importantes após 1989, são relevantes para se acompanhar, principalmente, o ritmo diferenciado das privatizações nos principais países da América Latina (tabela 5-5).

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Argentina	31	469	—	—	699	528	6,464
Brasil	731	537	176	336	2,095	942	283
Chile	—	324	987	1,983	2,606	2,500	828
México	—	—	413	1,680	1,056	532	344
Outros	0	0	22	736	1,484	1,316	2,149
Total	762	1,330	1,598	4,735	7,940	5,818	10,068

Fonte: IMF — International Capital Markets — Abril 1990

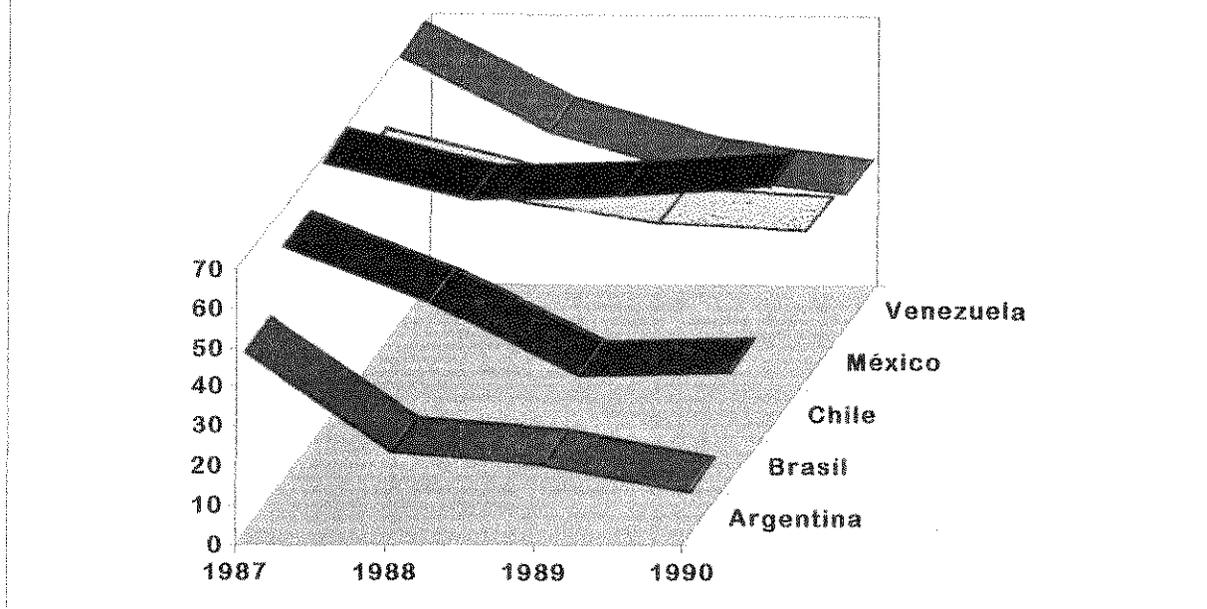
A tabela 5-6 e o gráfico 5-4 mostram a variação de preços ocorrida nesse mercado secundário entre 1986 e 1989. A saída “determinada” do Brasil da moratória em 1988²⁸ fez com que diminuísse significativamente o desconto sobre o valor de face dos títulos da dívida desse país, o que explica, em parte, o aumento no valor médio dos preços do mercado secundário.

	Jun. 1987	Set. 1988	Set. 1989	Fev. 1990
Argentina	47	21.75	18.25	11.75
Brasil	61	46.25	27.75	28.75
Chile	69	59.5	61	63.5
Colômbia	—	66.5	64.25	59.75
Iugoslávia	75	47	54	54.59
México	56	46.75	40.75	38.75
Polônia	44	40	33	16.5
Venezuela	70	51	40.25	35.25

Fonte: The World Bank - World Debt Tables - vários números

²⁸ O Brasil encerrou formalmente a moratória de 1987 em setembro de 1988. Se a moratória do Brasil em fevereiro de 1987 teve um impacto muito significativo nos rumos das negociações das dívidas externas dos países “problemáticos”, a saída da moratória no ano seguinte também teve repercussão importante. O mercado jamais poderia imaginar que o país reverteria tão abruptamente sua posição em relação aos credores privados.

Gráfico 5-4 — Mercado Secundário: Evolução dos Descontos nos Preços de Ativos Referentes a Países do Grupo da América Latina — 1987/1990



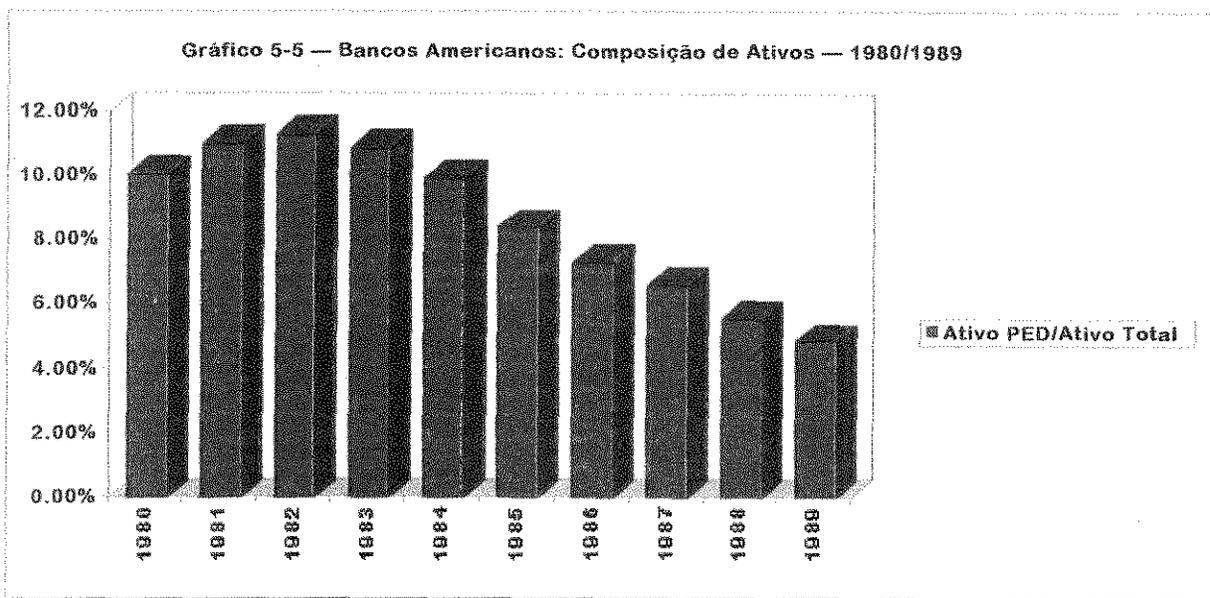
Fonte: The World Bank — World Debt Tables — vários números

A forma de administrar a crise da dívida adotada pelos credores privados resultou em uma redução considerável do grau de *exposure* desses agentes no final da década de oitenta. A tabela 5-7 com dados dos bancos americanos ilustra esse fato: pode-se constatar que esses agentes reduziram — principalmente por meio de vendas no mercado secundário e participação em operações de *debt-equity* — seus ativos em relação aos países em desenvolvimento de US\$ 145,2 bilhões em 1983 para US\$84,5 bilhões em 1989. Saliente-se, ainda, que esses bancos ampliaram sua base de capital próprio reduzindo-se, portanto, o coeficiente entre capital próprio e ativos junto a países em desenvolvimento (gráfico 5-5).

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Ativos referentes a PED	107	128	143	145	141	129	119	109	93.2	84.5
Total de Ativos	1066	1165	1261	1336	1413	1529	1613	1633	1670	1733
Capital Próprio	56.9	62.7	70.6	79.3	92.2	105	116	129	136	145

PED — Países em Desenvolvimento

Fonte: IMF — International Capital Markets — April 1990.



Fonte: IMF — Interantional Capital Markets — Vários números

A série dos *spreads* médios cobrados para os créditos concedidos de forma não-voluntária aos países em desenvolvimento indica uma redução expressiva ao longo do período: em torno de 200 pontos acima da Libor de seis meses em 1983 para cerca de 80 pontos em 1989²⁹ (tabela 5-8). Em relação aos empréstimos espontâneos, apesar de os valores serem mais baixos, a variação foi pouca expressiva; porém, a concessão desse tipo de empréstimo para os países do grupo da América Latina foi muito pequena até 1989. Mesmo após a reentrada dos países do grupo da América Latina nos MFI, a obtenção de empréstimos por esses países foi irrisória como se verá mais adiante.

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Empréstimos	15.2	16.1	2.4	8.5	2.7	6.4	3.2
Espontâneos	1.9	0.6	0.2	0.8	0.4	1.2	1.6
Não-Voluntários	13.3	15.5	2.2	7.7	2.3	5.2	1.6
Spreads Médios*							
Créditos Espontâneos	80	72	64	61	56	57	72
Créditos não-voluntários							
Três maiores devedores**	225	186	179	81	88	81	81
Geral	255	185	179	84	89	83	81
Débito reestruturado							
Três maiores devedores**	193	128	—	85	81	81	81
Geral	193	131	138	95	80	83	81

* pontos acima da Libor

** Argentina, Brasil e México

Fonte: OECD — Financial Market Trends — vários números

²⁹ Para os três maiores devedores — Argentina, Brasil e México — os valores são muito próximos aos do conjunto dos países em desenvolvimento.

5.3. La Festa è appena Cominciata e già è Finita ? 1990/1994

A partir do início dessa década³⁰, os países do grupo da América Latina voltaram a ter amplo acesso aos créditos internacionais concedidos em base voluntária. Deve-se esclarecer que esta volta aos MFI não se deu nos mesmos moldes da década de setenta, pela simples razão de que os próprios mercados já não operavam da mesma forma que faziam até a crise do endividamento. Assim, a maior parte dos novos financiamentos foram provenientes dos mercados internacionais de *securities* — *bonds* e ações.

Muito se discutiu sobre a possibilidade e condições de retorno dos países protagonistas da crise da dívida de 1982 aos MFI. A *mainstream* considerou por boa parte do longo período de abstinência que o acesso a créditos espontâneos era “imminente”; bastava para tanto que o país devedor seguisse os preceitos da “boa” política econômica³¹. O argumento fundamental era de que, da mesma forma que a negociação da dívida se dava na base do *country-by-country*, a recuperação da credibilidade se faria também baseada no caso-a-caso; portanto, caberia ao país, e exclusivamente a ele, a iniciativa de promover as reformas estruturais em sua economia para assim obter o acesso aos MFI³². Apesar de a formulação desse ponto de vista ter partido da chamada comunidade internacional, foi rapidamente endossada por autoridades governamentais e analistas dos países devedores³³.

³⁰ Em 1989, já era possível detectar uma tendência à concessão voluntária de créditos internacionais privados aos países em desenvolvimento altamente endividados; contudo, foi apenas a partir de 1990 que se efetivou a reentrada desses países nos MFI.

³¹ Conjunto de políticas econômicas que se altera de acordo com os interesses internacionais conjunturais. Assim, tanto pode ser o ajuste “clássico” de balanço de pagamentos quanto o programa de estabilização com âncora cambial e abertura comercial. A história econômica recente da América Latina oferece os exemplos e a comprovação do que se entende por “boa” política econômica.

³² O trabalho de Krueger, A. (1989) sintetiza perfeitamente essa visão.

³³ Em Batista Jr., P.N. (1988) podem-se encontrar vários exemplos do pensamento de autoridades brasileiras que partilhavam da convicção de que a reintegração do Brasil nos MFI dependia exclusivamente de o país manter uma conduta considerada adequada pela comunidade internacional.

Por outro lado, havia aqueles que, por terem adotado uma postura crítica em relação ao oneroso processo de ajuste dos países “problemáticos” durante a década de oitenta, estavam absolutamente céticos quanto à possibilidade de uma reintegração rápida nos MFI. Os fatos indicavam que os credores privados buscavam firmemente diminuir seus compromissos junto aos países do grupo da América Latina e que, portanto, nada fazia crer que esses países voltassem tão cedo a participar de créditos internacionais voluntários. O tratamento a “pão e água” dado pelos credores internacionais privados deveria perdurar por um longo período, fosse qual fosse a atitude do devedor. As transformações políticas e econômicas nos países do bloco socialista e a euforia que se seguiu por parte das nações avançadas vinham apenas confirmar que a exclusão dos países do grupo da América Latina do “mercado financeiro global” poderia ser ainda mais longa do que se previra antes.

Do ponto de vista deste trabalho, dada a enorme agilidade com que os agentes financeiros internacionais se reposicionam e a incessante busca de alternativas para a contínua valorização dos capitais, a lógica de operação dos MFI — inclusão ou exclusão de clientes — obedece a critérios absolutamente pragmáticos que não são necessariamente aqueles apontados pela *mainstream* e tampouco se restringe ao fatalismo dos críticos da visão dominante. Trata-se de mercados especialmente sensíveis às variações macroeconômicas e que operam sob condições extremamente mutáveis. Portanto, para se entender a dinâmica da volta dos protagonistas da crise de 1982, deve-se considerar o conjunto de variáveis que moldaram, por assim dizer, a reversão das expectativas dos investidores internacionais.

Dentre os fatores responsáveis por este retorno dos países em desenvolvimento altamente endividados aos Mercados Financeiros Internacionais, podem-se citar:

- a situação econômica dos países avançados;
- as alterações nos MFI;
- reestruturação do “antigo” estoque da dívida desses países;
- a reavaliação das “potencialidades” dos países do leste europeu.

O arrefecimento no ritmo de atividade dos países avançados no início da década de noventa foi um fator essencial para explicar o retorno dos países altamente endividados aos MFI. Como já havia sido mencionado neste trabalho, a partir de 1981, esses mercados restringiram-se quase que exclusivamente aos países desenvolvidos. No entanto, após vários anos de crescimento dessas economias com desequilíbrios externos notáveis e, por conseguinte, de demanda por crédito, a diminuição das atividades econômicas dos países avançados contribuiu para induzir os agentes internacionais a concederem novos financiamentos aos países do grupo da América Latina. Deve-se considerar também a redução das taxas de juros americanas e internacionais e a possibilidade de maior retorno oferecida por papéis emitidos por tomadores de segunda classe, dada a contração do segmento de *junk bonds* ocorrida no início dos anos noventa.

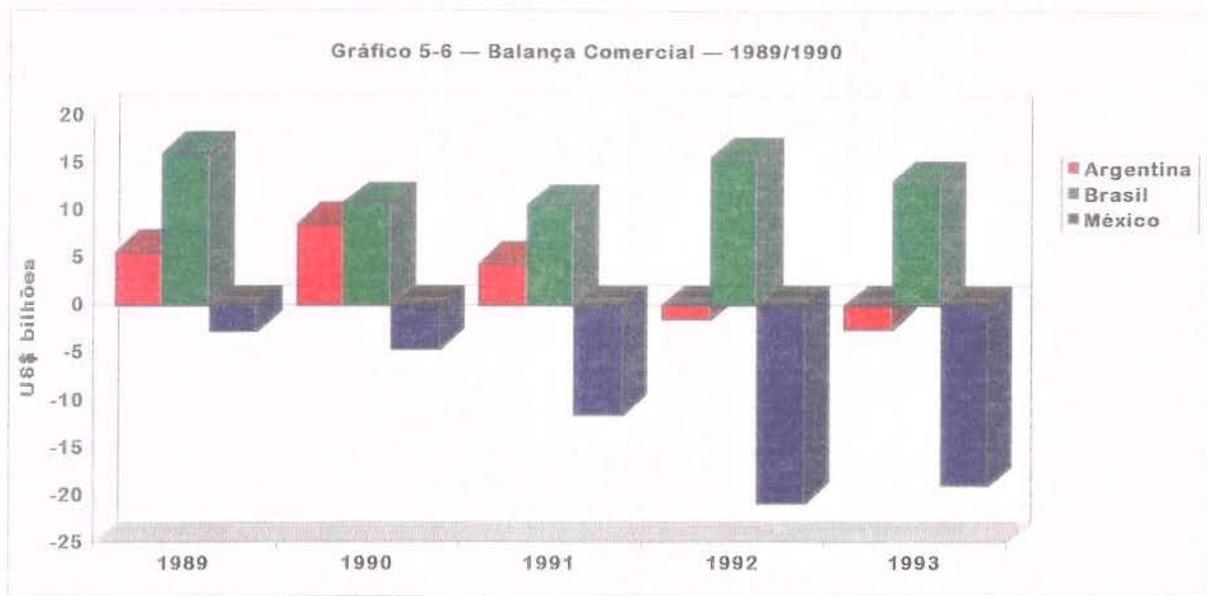
As profundas alterações ocorridas nos MFI tiveram uma participação decisiva para o retorno de antigos devedores duvidosos: a idéia de que os agentes financeiros internacionais tinham aprendido com a crise de 82 e por isso desenvolvido uma série de instrumentos financeiros capazes de viabilizar uma gestão adequada dos riscos incentivava o reestabelecimento de relações espontâneas com parceiros que, afinal, haviam propiciado retornos significativos no passado. Se a questão dos riscos estava equacionada, por que não voltar a realizar operações que permitiam altos retornos?

Evidentemente, nesse momento, isto é, na virada da década de oitenta, os grandes bancos internacionais já tinham resolvido o problema dos débitos passados junto aos países do grupo da América Latina. A iniciativa Brady veio apenas ratificar o processo de reestruturação do estoque da dívida já implementado pelos agentes financeiros privados. Do ponto de vista desses credores, o ciclo de endividamento iniciado no final da década de sessenta havia percorrido toda sua trajetória e estava encerrado. Era possível, pois, iniciar um novo ciclo.

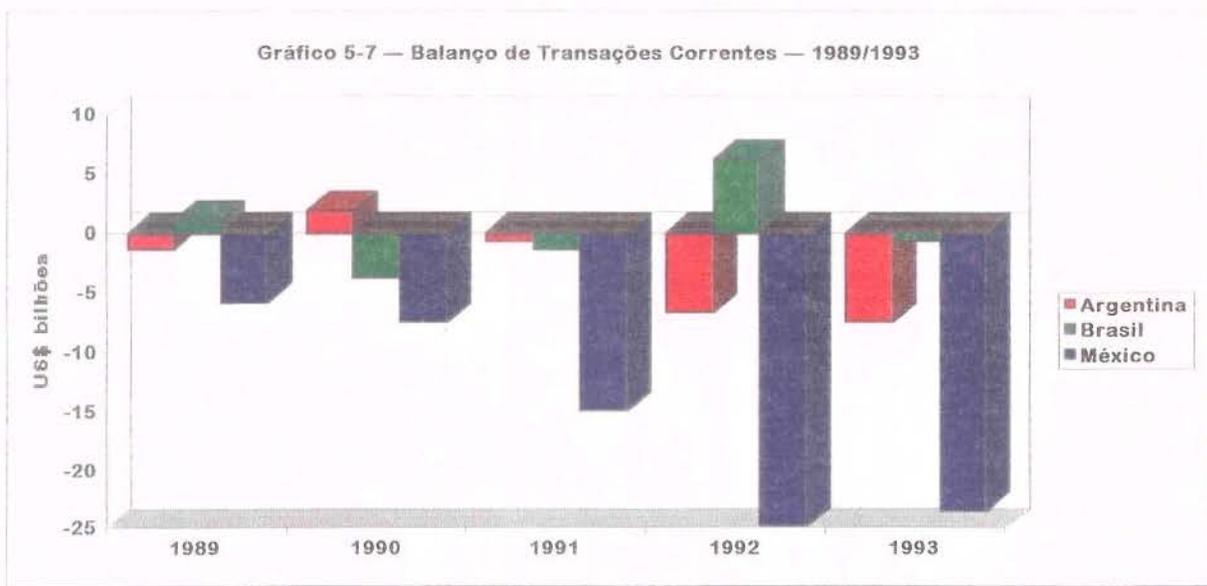
Finalmente, a expectativa de que os países da Europa Oriental representariam um novo campo fértil para as operações financeiras internacionais foi rapidamente desfeita. Quando se conheceram mais precisamente as condições institucionais e macroeconômicas dessas economias, percebeu-se que muitas dificuldades deveriam ser superadas antes que se pudessem realizar transações realmente lucrativas. Em comparação aos países do leste europeu, a América Latina, ou para ser preciso, alguns países dessa região representavam melhores oportunidades e menores riscos.

Apesar da insistência no argumento de que foram as reformas econômicas prescritas pelas instituições multilaterais que garantiram a recuperação da credibilidade dos países do grupo da América Latina e conseqüente reestabelecimento de relações em base voluntária com a comunidade financeira internacional, não se pode deixar de questionar firmemente esta interpretação. A diversidade de políticas econômicas e de performances existentes entre os principais países do grupo da América Latina impede que se possa afirmar que a reentrada nos MFI deu-se fundamentalmente devido às alterações macroeconômicas provocadas pelas reformas estruturais. A partir

implementadas. Essas reformas econômicas, apesar de terem criado espaço para muitos negócios, não se constituíram na condição *sine qua non* para reaccessar os MFI. Os gráficos 5-6 e 5-7 abaixo mostram as disparidades das contas externas existentes entre Argentina, Brasil e México, no período de 1989 a 1993.



Fonte: IMF — World Economic Outlook — Vários números



Fonte: IMF — World Economic Outlook — Vários números

do retorno aos MFI no início dos anos noventa, os principais protagonistas da crise de 1982 foram incorporados aos chamados *emerging markets*³⁴. A concessão de créditos voluntários aos países do grupo da América Latina pelos MFI deu-se fundamentalmente por meio de emissão de *bonds*, de *depository receipts facilities*³⁵ e de ações de empresas desses países, e participação de investidores estrangeiros nos mercados acionários desses países.

O tradicional segmento de longo-prazo dos MFI composto pela emissão e colocação de *bonds* tinha sido profundamente alterado desde a década de setenta, mas sobretudo após a crise de 1982, para atender a um requisito básico derivado da instabilidade econômica vigente: liquidez. Quando os países do grupo da América Latina ganharam novamente acesso aos financiamentos externos por meio da colocação de *bonds* defrontaram-se com essa realidade transformada. Os antigos títulos de longo-prazo tinham se tornado papéis de prazo curto, e essa era a situação de mercado. No entanto, além do encurtamento radical dos prazos, esses países tiveram que conviver com o pagamento de taxas de retorno significativamente superiores àquelas praticadas para emissões de *bonds* de instituições de primeira linha oriundas dos países avançados.

O declínio dominante das taxas de juros internacionais de longo-prazo associado à diminuição significativa de emissões de *junk bonds* por parte de empresas que tinham operado nesse mercado durante toda década de oitenta incitavam uma demanda voraz por títulos de risco maior mas com retornos

³⁴ De acordo com a International Finance Corporation (IFC), o conceito de *emerging stock markets* aplicava-se aos mercados acionários que ainda não estavam plenamente desenvolvidos. Esta classificação incluía Bolsas de Valores de países industrializados, de industrialização recente (NICs) e em desenvolvimento. Cerca de trinta países são classificados como mercados emergentes. Se no início da década de oitenta essa denominação referia-se apenas aos mercados acionários, atualmente caracteriza um conjunto de países que não compõem o “núcleo” dos MFI.

³⁵ Principalmente, por meio de *american deposit receipt*.

mais elevados. Era exatamente o que os protagonistas da crise de 82 estavam dispostos a oferecer naquele momento: altos retornos. A tabela 5-9 compara a taxa de retorno média paga neste período pelos principais países do grupo da América Latina emissores de *bonds* no mercado internacional e por alguns outros países emergentes selecionados.

Tabela 5-9 — Taxa de Retorno Médio no Lançamento de Bonds (pontos acima de títulos com prazo de maturidade comparáveis dos governos dos países avançados)					
	1989	1990	1991	1992	1993*
Setor Público					
Argentina	—	—	—	—	440
Brasil	—	—	548	416	528
China	—	—	67	104	58
Coréia do Sul	—	—	—	88	84
Índia	101	127	140	—	—
México	820	366	264	215	198
Venezuela	—	260	275	256	—
Setor Privado					
Argentina	—	—	447	427	533
Brasil	—	—	655	502	578
Coréia do Sul	—	—	—	121	86
Hong Kong	—	—	—	180	133
México	800	555	566	427	366
Venezuela	—	496	362	—	450

* Valores para o primeiro semestre

Fonte: IMF — Private Market Financing for Developing Countries — December 1993

Não se pode deixar de mencionar que as taxas de retorno pagas por agentes econômicos desses países eram, em muitos casos, inferiores às taxas de juros reais internas. A interrupção do financiamento externo e conseqüente processo de ajuste de Balanço de Pagamentos da década de oitenta tinha deixado uma série de seqüelas importantes nessas economias, principalmente um respeitável estoque de dívida pública interna que requeria a manutenção de altíssimas taxas de juros reais. Além do mais, a adoção de planos de estabilização, já na virada da década de oitenta, cujos pressupostos assentavam-se na captação contínua de fluxos de capitais externos, corroborou a manutenção de taxas de juros reais Os

domésticas com um diferencial altamente positivo vis a vis às taxas internacionais. Assim, havia uma racionalidade econômica por parte das empresas que procuravam obter financiamento externo por meio de emissão de *bonds* mesmo pagando uma taxa de retorno muito mais elevada³⁶.

Em junho de 1989, foi feita a primeira emissão de *bonds* (NIFs de cinco anos) nos MFI no valor de US\$ 100 milhões com taxa de retorno equivalente a 820 pontos acima da *U.S. Treasury Bond* (U.S./T.B.) de mesmo prazo de maturidade³⁷, por uma empresa originária de um país do grupo da América Latina: a Bancomex mexicana. O total de emissões mexicanas de 1989 atingiu a cifra de US\$570 milhões que, adicionado ao total de emissões venezuelanas, perfaziam o volume total de emissões de *bonds* da região: US\$833 milhões. Além desse financiamento externo obtido pela emissão de *bonds*, foi feito um empréstimo de US\$230 milhões para o Chile, significando que o total de crédito concedido voluntariamente aos países do grupo da América Latina em 1989 totalizou US\$1,06 bilhão. No ano seguinte, apenas por meio de emissão de *bonds*, esses países captaram cerca de US\$ 2,6 bilhões. A taxa média anual de crescimento desse segmento entre 1989 e 1993 foi extremamente representativa: cerca de 101% (tabela 5-10 e gráfico 5-8).

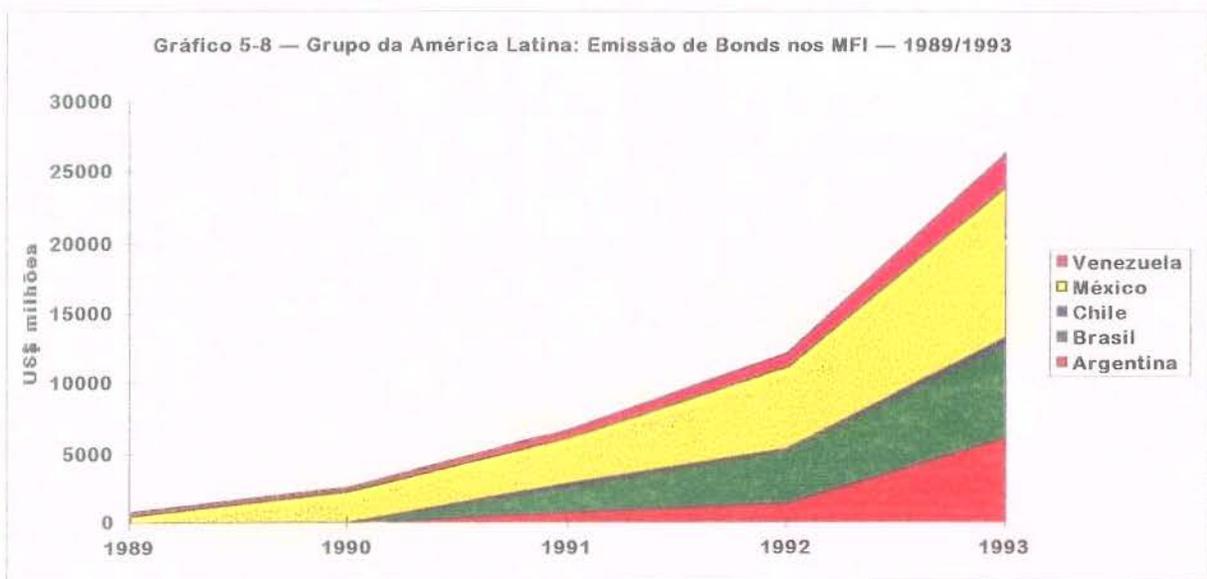
³⁶ O diferencial de taxa de retorno era visto como absolutamente normal. Peter Clark, do J.P.Morgan, não poderia ser mais explícito ao comentar as *yields* pagas pelos *bonds* da Telecom argentina “é um fenômeno comum no mercado de *junk bond* que os *spreads* apresentem um diferença expressiva em relação ao mercado de *treasuries*...de qualquer forma foi barato para os emissores” *LatinFinance - Out of Step* September 1992, p.66.

³⁷ Faz-se referência ao *spread* inicial, ou seja, de lançamento. Ao longo da vida útil do ativo esse valor pode variar bastante em transações posteriores no mercado secundário. Como foi mencionado em nota no capítulo anterior, a taxa média de retorno das *junk bonds* durante a crise de 1990 foi de 1200 pontos acima da US/TB de dez anos, considerada naquele momento como “astronômica”.

	1989	1990	1991	1992	1993	1994*
Argentina	0	21	795	1,570	6,233	1,460
Brasil	0	0	1,837	3,655	6,619	1,095
Chile	0	0	200	120	433	0
México	570	2,306	3,373	5,916	10,783	3,307
Venezuela	263	262	578	932	2,348	0
América Latina	833	2,589	6,836	12,392	27,396	6,313
Países em Desenvolvimento	5,487	6,164	12,428	23,526	59,437	17,628

*dados para os primeiros três meses de 1994

Fonte: IMF — Private Market Financing for Developing Countries — December 1993 e IMF — International Capital Markets — September



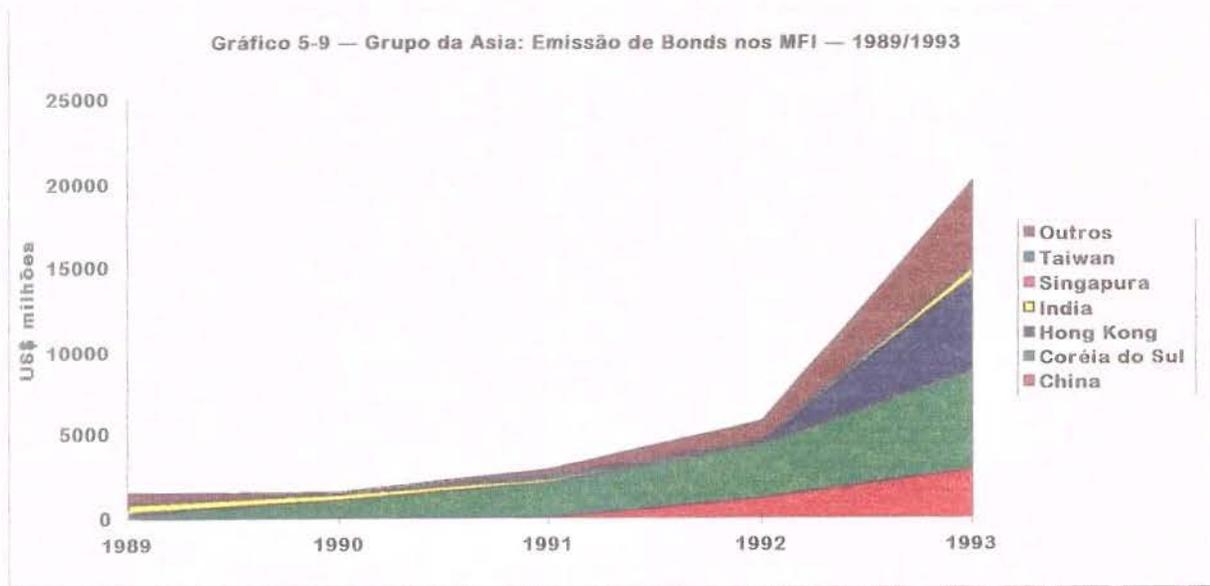
Fonte: IMF — Private Market Financing for Developing Countries — December 1993

dados referentes a emissões de *bonds* por parte dos países asiáticos são apresentados na tabela 5-11 e gráfico 5-9 com o intuito de se enfatizar o rápido crescimento das emissões feitas pelos países do grupo da América Latina *vis-à-vis* aos países asiáticos. Desde o início desta década esses dois grupos de países totalizaram mais de 70% das emissões de *bonds* feitas pelos países em desenvolvimento nos MFI.

Tabela 5-11 — Asia: Emissão de Bonds nos MFI — 1989/1994* (em US\$ milhões)						
	1989	1990	1991	1992	1993	1994*
China	0	0	115	1,289	2,929	1,500
Coréia do Sul	258	1,105	2,012	3,208	5,864	1,273
Hong Kong	193	66	100	185	5,785	1,305
India	450	274	227	0	546	439
Singapura	0	105	0	0	0	0
Taiwan	100	0	160	60	79	318
Outros	600	80	386	1,104	4,978	2,770
Asia	1,601	1,630	3,000	5,846	20,181	7,605
América Latina	833	2,589	6,836	12,392	27,396	6,313
Países em Desenvolvimento	5,487	6,164	12,428	23,526	59,437	17,628

*dados para os primeiros três meses de 1994

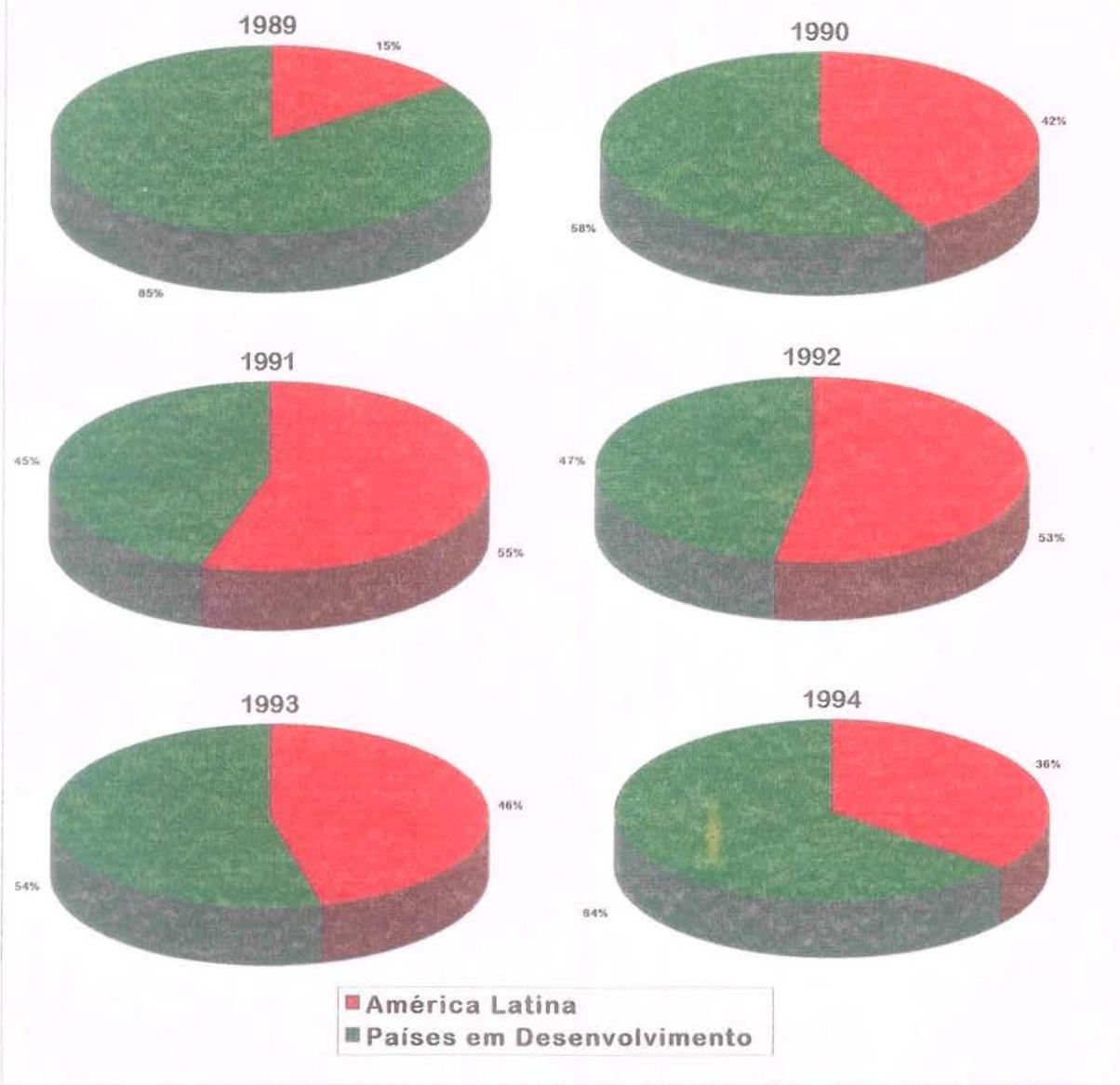
Fonte: IMF- Private Market Financing for Developing Countries - December 1993 e IMF - International Capital Markets - September 1994



Fonte: IMF — Private Market Financing for Developing Countries — December 1993

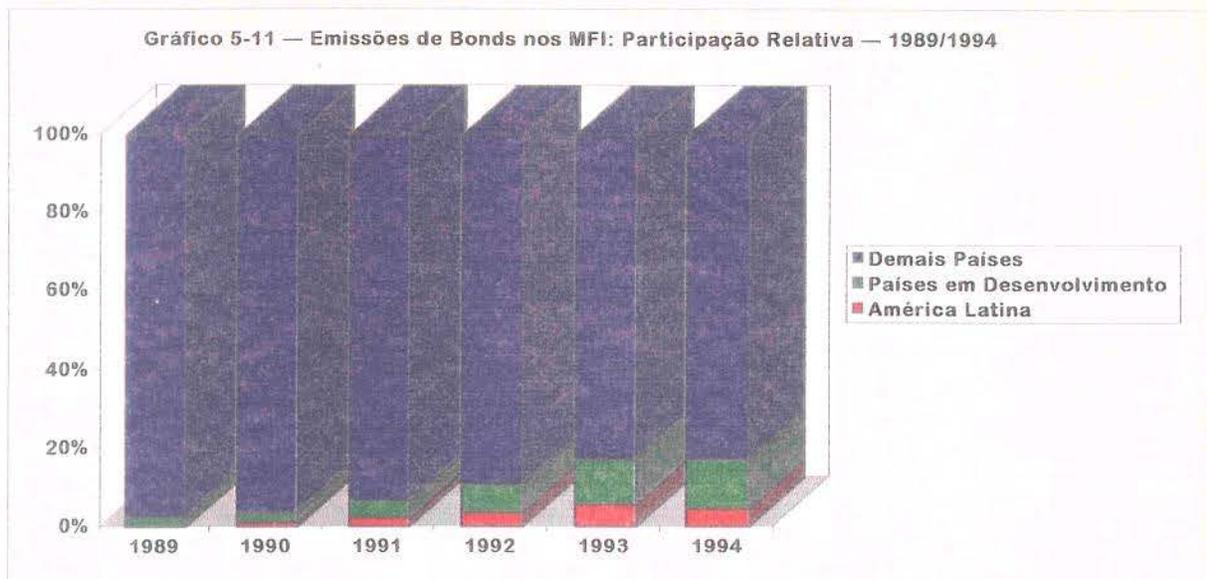
Em termos de participação relativa, no ano de 1993, os países do grupo da América Latina emitiram cerca de 46% do total de *bonds* emitidos pelos países em desenvolvimento no período, sendo que, pelos dados parciais de 1994 é possível identificar uma redução na participação relativa desses países e crescimento dos países asiáticos (gráfico 5-10).

Gráfico 5-10 — Países em Desenvolvimento: Emissão de Bonds nos MFI: 1989/1994



Fonte: IMF — Private Market Financing for Developing Countries — Vários números

Se considerada a emissão total de *bonds* nos MFI durante o período em tela, pode-se notar que a participação relativa dos países em desenvolvimento passou de 2,72% em 1990, para cerca de 12,4% em 1993. É interessante notar que as emissões provenientes do México, Brasil e Argentina, em 1993, representaram cerca de 40% do total das emissões dos países em desenvolvimento, o que significa que esses três países responderam por cerca 4.7% do total de emissões de *bonds* nos MFI em 1993 (gráfico 5-11).



Fonte: IMF — Private Market Financing for Developing Countries — Vários números

O montante médio para emissões dos países do grupo da América Latina oscilou em torno de US\$130 milhões, se bem que uma empresa mexicana (Cemex) e o governo argentino conseguiram fazer emissões bem-sucedidas de US\$1 bilhão em 1993³⁸. As condições em que muitas dessas emissões foram feitas apresentaram uma melhora significativa até 1993: redução das taxas de retorno, aumento do volume de emissão e ampliação do prazo de maturidade dos papéis.

De maneira geral, entre 1990 e 1993, o México obteve as melhores condições para colocação de seus *bonds*, chegando mesmo a pagar um pouco menos que 200 pontos acima das U.S./T.B. em 1993³⁹. Em contrapartida, nesse mesmo período, o Brasil foi o país da região que pagou os *spreads* mais altos — cerca de 200 a 300 pontos acima dos *spreads* pagos pelo México — e fez as emissões com os prazos mais curtos.

Assim, provavelmente, o “mercado” estava premiando e punindo respectivamente aqueles países. O México, por ter feito as reformas econômicas consideradas adequadas e por ter sido o primeiro país a voltar a ter acesso aos MFI, representava o modelo a

³⁸ IMF (Sept. 1994, p.82).

³⁹ Considerado um *spread* bastante baixo, uma vez que se aproxima dos *spreads* pagos por empresas americanas para operações semelhantes.

ser seguido pelos demais países da região; e o Brasil — muito mais resistente em adotar as reformas estruturais preconizadas para a região — o exemplo a não ser seguido. Contudo, com a subida das taxas de juros americanas a partir de fevereiro de 1994, houve uma progressiva deterioração nos termos de negociação desses títulos e uma “nova” realidade se impôs ao mercado de *bonds* para América Latina.

Um outro componente relevante na volta dos países do grupo da América Latina aos MFI foi o acesso aos mercados de capitais por meio da colocação de ações de empresas desses países, mas sobretudo fazendo-se uso das facilidades oferecidas pelos *depository receipts* (DRs)⁴⁰. A tabela 5-12 e 5-13 mostram os dados relativos à emissão primária de ações e revela a importância crescente dos DRs, tanto do ponto de vista do volume negociado quanto de sua participação relativa. No entanto, como se pode observar na tabela 5-15, mais adiante, a emissão de ações para o total dos países da região não chegou a representar mais do que 33% do total de crédito concedido em base voluntária para esses países.

	1990	1991	1992	1993	1994*
Argentina	0	356	372	2,793	197
Brasil	0	0	133	0	300
Chile	98	0	129	271	96
México	0	3,764	3,058	2,493	583
Venezuela	0	0	283	42	0
Outros	0	0	88	126	0
América Latina	98	4,120	4,063	5,725	1,176
Países em Desenvolvimento	1,262	5,437	9,259	11,865	4,018

*dados para os primeiros três meses de 1994

Fonte: IMF — Private Market Financing for Developing Countries — December 1993

e IMF — International Capital Markets — September 1994

	1990	1991	1992	1993
DRs*	98	2166	1781	5246
Outros	0	1954	2282	479
Total	98	4120	4063	5725

* *depository receipts* — ADRs, GDRs e Regra 144 A

Fonte: IMF — International Capital Markets — September 1994

⁴⁰ Os *american depository receipts* (ADRs) emitidas através da Regra 144 A da SEC são a forma mais importante de DRs para os países do grupo da América Latina. Mais recentemente, também foram lançadas as *global depository receipts* (GDRs), cuja principal diferença é a negociação simultânea em várias bolsas.

A tabela 5-14 traz os dados relativos às emissões de ações nos MFI dos países asiáticos. Os grupos dos países da América Latina e da Ásia responderam por quase a totalidade das emissões de ações negociadas internacionalmente dos países em desenvolvimento.

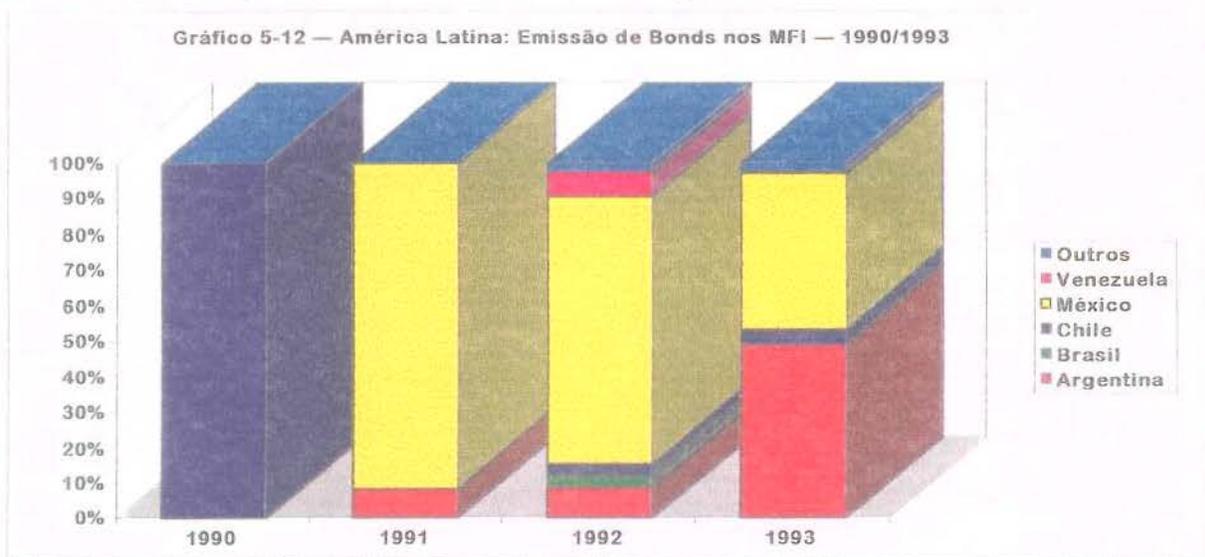
	1990	1991	1992	1993	1994*
China	0	11	1049	1908	351
Coréia do Sul	40	200	150	328	150
Hong Kong	0	140	1250	1264	72
Índia	0	0	240	331	1310
Singapura	214	125	272	613	70
Taiwan	0	0	543	72	0
Outros	786	546	1228	1157	555
Ásia	1040	1022	4732	5673	2508
América Latina	98	4120	4063	5725	1176
Países em Desenvolvimento	1262	5437	9259	11865	4018

*dados para os primeiros três meses de 1994

Fonte: IMF — Private Market Financing for Developing Countries — December 1993

e IMF — International Capital Markets — September 1994

O lançamento de ações — fundamentalmente por meio de DRs — de países do grupo da América Latina esteve relacionado ao processo de privatização ocorrido nesses países. Pode-se observar pelo gráfico 5-12 que o Chile foi o líder absoluto das emissões de ações nos MFI em 1990, tendo sido substituído pelo México em 1991 e 1992. Em 1993, a Argentina aumentou significativamente sua participação relativa nas emissões de ações negociadas internacionalmente. Os dados parciais de 1994, indicavam o crescimento da participação do Brasil nesse segmento de mercado.



Fonte: IMF — Private Market Financing for Developing Countries — Vários números

A tabela 5-15 sintetiza as várias fontes de financiamento obtido de forma voluntária pelos países do grupo da América Latina entre 1990 e o primeiro semestre de 1994. Os gráficos 5-13, 5-14, 5-15 e 5-16 ilustram a participação relativa dos principais países desse grupo nos diversos segmentos dos MFI no período em foco.

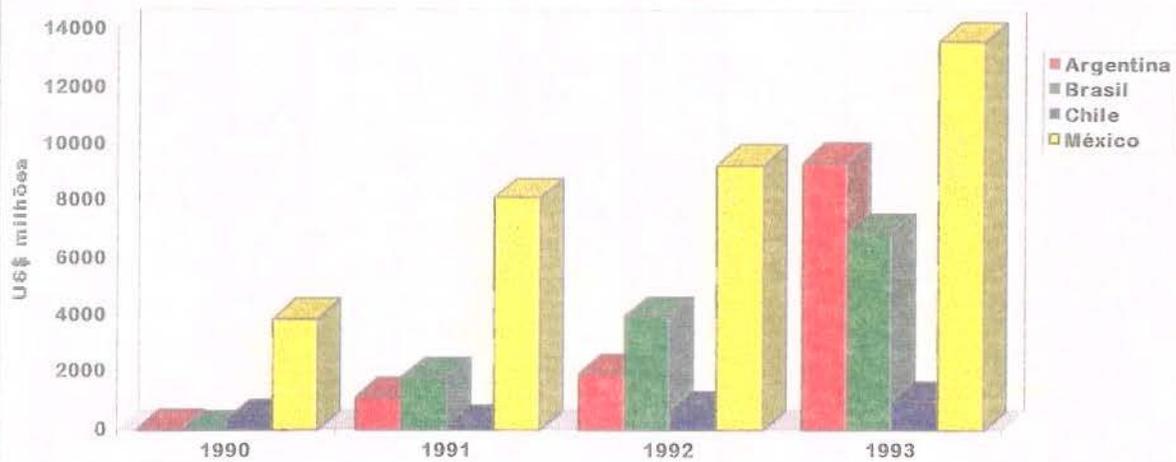
Tabela 5-15 — América Latina: Total de Crédito Concedido em Base Voluntária — 1990/1994 (em US\$ milhões)					
	1990	1991	1992	1993	1994*
Argentina	21	1151	1942	9426	1657
Bonds	21	795	1570	6233	1460
Ações	0	356	372	2793	197
Empréstimos	0	0	0	400	N.D.
Brasil	0	1837	3988	6919	1395
Bonds	0	1837	3655	6619	1095
Ações	0	0	133	0	300
Empréstimos	0	0	200	300	N.D.
Chile	398	200	649	1004	96
Bonds	0	200	120	433	0
Ações	98	0	129	271	96
Empréstimos	300	0	400	300	N.D.
México	3906	8146	9358	13676	3890
Bonds	2306	3782	6100	10783	3307
Ações	0	3764	3058	2493	583
Empréstimos	1600	600	200	400	N.D.
Venezuela	1662	578	1415	3190	0
Bonds	262	578	932	2348	0
Ações	0	0	283	42	0
Empréstimos	1400	0	200	800	N.D.
Outros	0	450	288	1306	
Bonds	0	50	200	980	451
Ações	0	0	88	126	0
Empréstimos	0	400	0	200	
América Latina	5987	12362	17640	35521	7489
Bonds	2589	7242	12577	27396	6313
Ações	98	4120	4063	5725	1176
Empréstimos	3300	1000	1000	2400	N.D.
Asia	14670	17622	21078	39257	10113
Bonds	1630	3000	5846	20181	7605
Ações	1040	1022	4732	5676	2508
Empréstimos	12000	13600	10500	13400	N.D.
Países em Desenvolvimento	28426	44785	50039	90002	21646
Bonds	6164	12438	23780	59437	17628
Ações	1262	5347	9259	11865	4018
Empréstimos	21000	27000	17000	18700	N.D.

*dados parciais — apenas três primeiros meses.

Fonte: IMF — International Capital Markets — September 1994

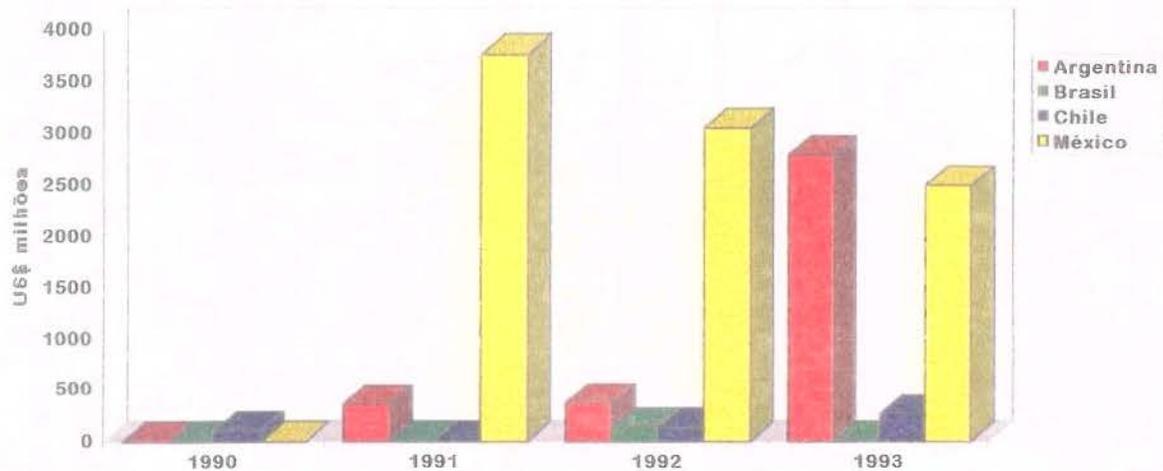
e IMF — Private Market Financing for Developing Countries — December 1993

Gráfico 5-13 — Grupo da América Latina: Total de Créditos Voluntários nos MFI — 1990/1993



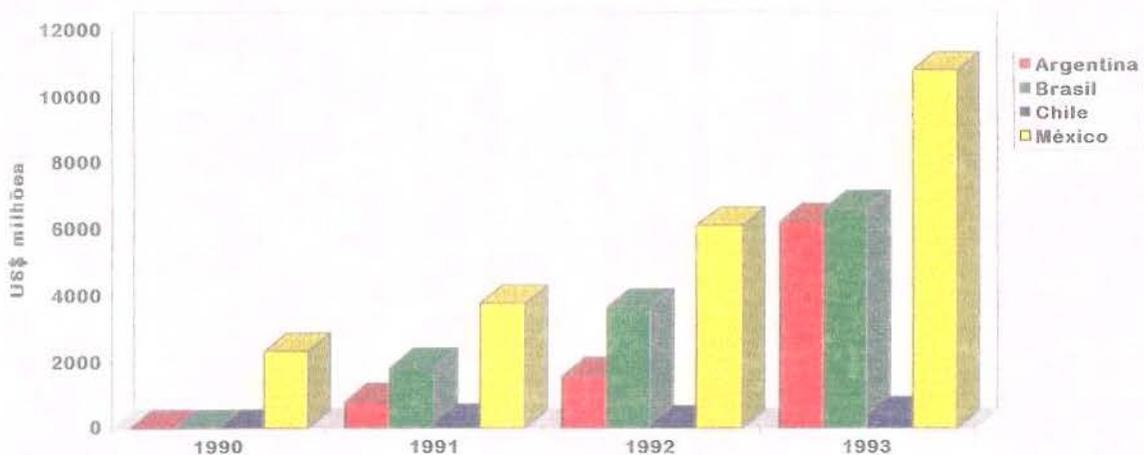
Fonte: IMF — Private Market Financing for Developing Countries — Vários números

Gráficos 5-14 — Grupo da América Latina: Emissão de Ações nos MFI — 1990/1993

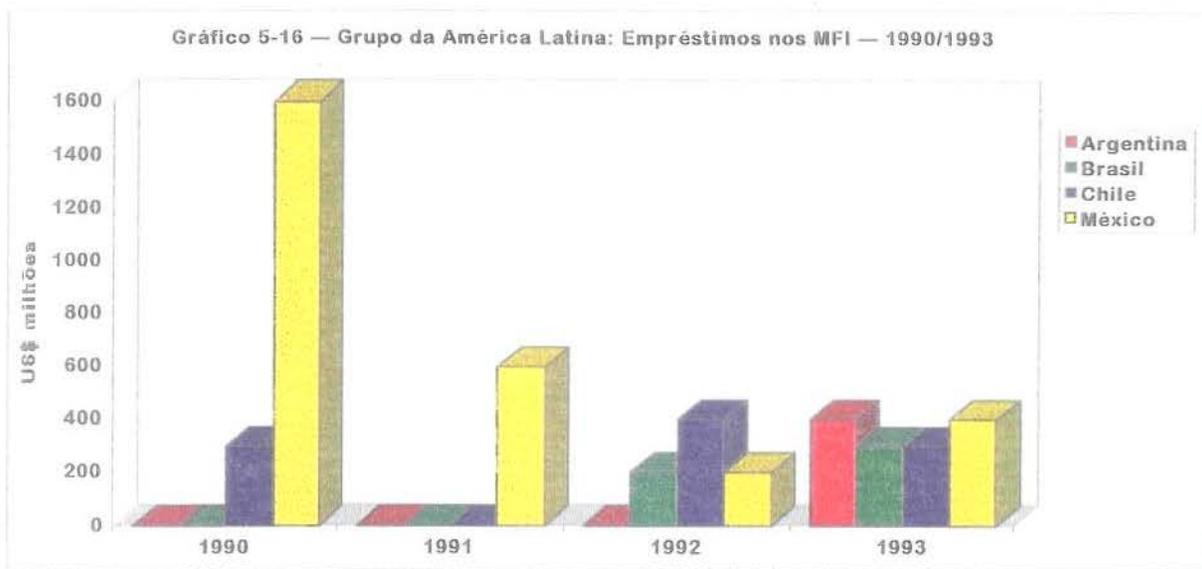


Fonte: IMF — Private Market Financing for Developing Countries — Vários números

Gráfico 5-15 — Grupo da América Latina: Emissão de Bonds nos MFI — 1990/1993



Fonte: IMF — Private Market Financing for Developing Countries — Vários números



Fonte: IMF — Private Market Financing for Developing Countries — Vários números

O aumento significativo de interesse por parte dos grandes investidores institucionais nas operações com os países da região fez com que as principais agências especializadas em análise de risco de crédito passassem a analisar e classificar os papéis negociados internacionalmente dos países mais relevantes da América Latina. A tabela 5-16 sintetiza esse tipo de informação.

Tabela 5-16 — Classificação da Qualidade do Crédito dos Países do Grupo da América Latina e de Países Emergentes Selecionados — 1993

	Moody's Investor Service	S&P	
Argentina	B1	BB-	Predominantemente especulativo
Brasil	B2	N.D.	Predominantemente especulativo
Chile	Baa3	BBB	Qualidade Média
México	Ba2	BB+	Moderadamente Especulativo
Venezuela	Ba1	BB	Moderadamente Especulativo
China	Baa1	BBB	Qualidade Média
Coréia do Sul	A1	A+	Qualidade Média (Superior)
Hong Kong	A3	A	Qualidade Média (Superior)
India	Ba2	BB+	Moderadamente Especulativo
Singapura	Aa3	AA+	Alta Qualidade
Taiwan	N.D.	AA+	Alta Qualidade

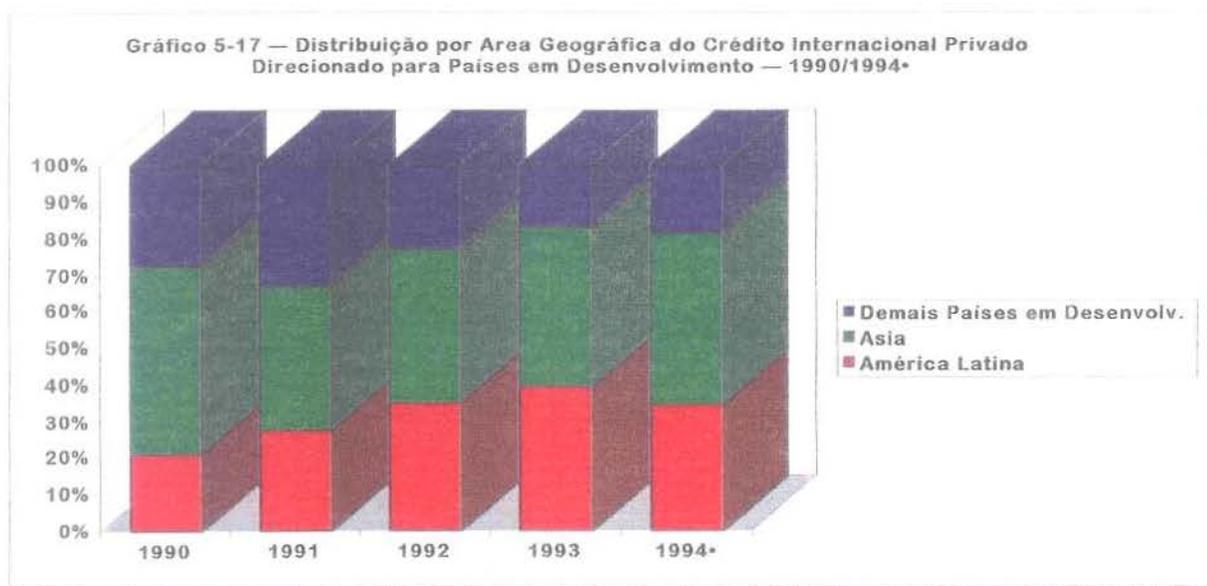
N.D. — não disponível

Fonte: IMF — Private Market Financing for Developing Countries

Além da participação de empresas provenientes desses países nos mercados de capitais internacionais houve também no período um aumento significativo de investidores estrangeiros nas Bolsas de Valores dos principais países da América Latina. Apesar de não se ter dados consolidados a respeito desses investimentos,

estima-se, por exemplo, que para a Bolsa do México foi destinado o equivalente a US\$6 bilhões em 1992 e 1993¹¹.

Em relação aos empréstimos — principal fonte de crédito internacional privado no ciclo de endividamento anterior — a receptividade da comunidade financeira internacional não foi a mesma: os bancos internacionais mostraram uma resistência significativa em conceder financiamentos por meio de empréstimos mesmo podendo utilizar as novas técnicas de redução de risco de que dispunham¹². Os empréstimos concedidos foram basicamente de curto prazo para o financiamento do comércio externo. A tabela 5-15 e os gráficos 5-17, 5-18, 5-19 e 5-20 confirmam as constatações feitas acima revelando também a marcante diferença de tratamento entre os países da Ásia e os do grupo da América Latina. Enquanto aqueles carregaram mais de 50% do total de empréstimos destinados aos países em desenvolvimento, a participação desses não ultrapassou 16% no período analisado.

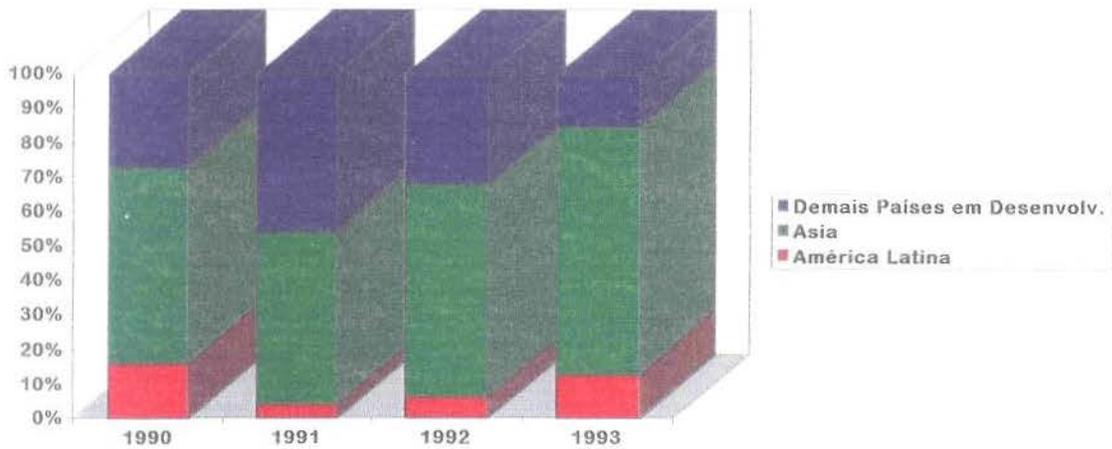


Fonte: IMF — Private Market Financing for Developing Countries — Vários números

¹¹ Dados obtidos no relatório IMF (Sept. 1994, p.84).

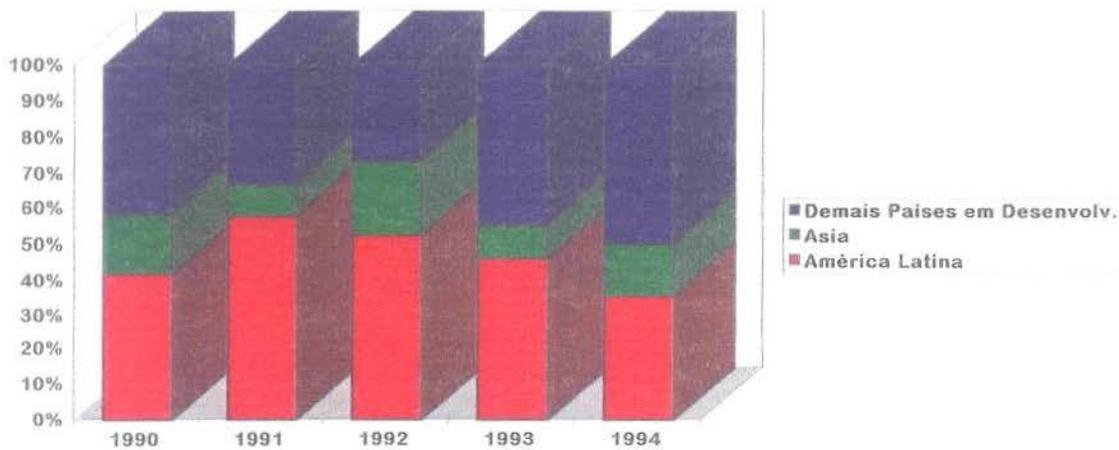
¹² Técnicas de securitização do ativo que já foram descritas neste trabalho.

Gráfico 5-18 — Empréstimos nos MFI: Distribuição Geográfica entre Países em Desenvolvimento — 1990/1993



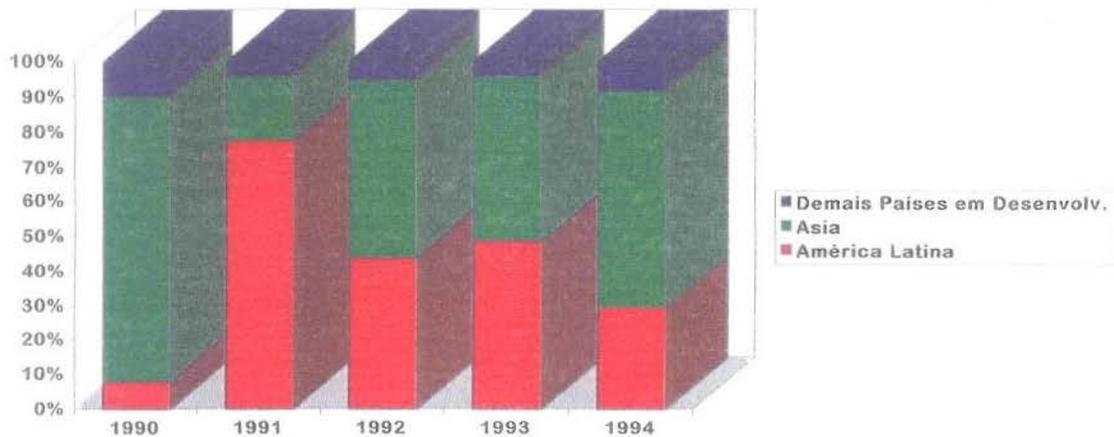
Fonte: IMF — Private Market Financing for Developing Countries — Vários números

Gráfico 5-19 — Emissão de Bonds nos MFI: Distribuição Geográfica entre Países em Desenvolvimento — 1990/1994



Fonte: IMF — Private Market Financing for Developing Countries — Vários números

Gráfico 5-20 — Emissão de Ações nos MFI: Distribuição Geográfica entre Países em Desenvolvimento — 1990/1994



Fonte: IMF — Private Market Financing for Developing Countries — Vários números

Contrariamente, no mercado secundário de ativos relativos a países em desenvolvimento, a maior parte das operações — 80% — disseram respeito a negociações com títulos referentes a países do grupo da América Latina⁴³. Apesar de não se ter os dados exatos sobre os valores agregados das transações — que incluem novas emissões de *bonds*, *Brady bonds*, outros instrumentos relativos à reestruturação do estoque da dívida “antiga”, o restante do débito ainda não negociado — a evolução desse mercado secundário é mostrada na tabela 5-17⁴⁴.

Tabela 5-17 — Volume de Negócios nos Mercados Secundários para Títulos dos Países em Desenvolvimento — 1990/1993 (em US\$ bilhões)				
	1990	1991	1992	1993
Total*	100	200	500	750

* Inclui Brady bonds, ativos referentes ao antigo estoque da dívida e os títulos da nova dívida. Dados estimados pelo IMF.

Fonte: IMF — Private market Financing for Developing Countries — December 1993

Se considerarmos que em 1984 foi negociado nesse mercado secundário cerca de US\$2 bilhões, o volume dos negócios nesse mercado secundário aumentou quase 400 vezes em menos de dez anos. Cerca de 75% das operações referem-se a transações envolvendo créditos bancários concedidos aos três maiores devedores da América Latina: Brasil, México e Argentina. Os grandes investidores institucionais — fundos de pensão, fundos mútuos e companhias de seguro — passaram a ter uma participação cada mais ativa nesses mercados atraídos pela possibilidade especulativa oferecida e alta liquidez existente⁴⁵. O acoplamento de instrumentos financeiros derivados a essas operações alavancou ainda mais a capacidade de especular desses investidores internacionais no mercado secundário para títulos dos países “emergentes”.

⁴³ Informações obtidas no relatório do IMF — *Private Market Financing for Developing Countries* — de dezembro de 1993.

⁴⁴ Informações do relatório de outubro de 1993 da Emerging Markets Association, citadas no relatório do IMF (1994-Sept.)

⁴⁵ Segundo o relatório do IMF (Dec. 1992) a liquidez desse mercado foi muito ampliada com listagem dos títulos de países da América Latina em Luxemburgo a partir de 1991. As operações nessa praça passaram a ser feitas no Euroclear e no Cedel.

As possibilidades de realização de ganhos extraordinários nesse mercado advém do fato de esse mercado ser desregulamentado, e das especiais características dos papéis negociados, a saber:

- dívida “antiga”: reestruturação dos débitos feita por meio de colaterização (redução de risco) e com altas taxas de retorno se comparado a outros títulos;
- dívida “antiga” não-restruturada: ganhos de capital provenientes da antecipação de futuras negociações;
- dívida nova: títulos com taxas de retorno altas e extrema volatilidade;
- uso de derivativos: operações nos mercados *over-the counter* (OTC) implicando menor controle do que aquele existente nos mercados organizados (*exchange-traded*).

A atividade especulativa foi tão intensa nos últimos anos que a Emerging Markets Traders Association (EMTA) elaborou, em junho de 1993, um código de conduta estabelecendo diretrizes gerais para operadores no mercado secundário, visando à manutenção da liquidez desse mercado, mesmo em situações mais críticas.

O processo de conversão da dívida “antiga”, após atingir seu pico em 1990, reduziu seu ritmo devido ao esgotamento das fases iniciais⁴⁶ do processo de privatização em países como Argentina, México e Chile, à elevação dos preços no mercado secundário das dívidas dos principais países da América Latina, às restrições colocadas por alguns países como o Brasil para utilização da conversão de dívida em ações de empresas privatizáveis (tabela 5-18).

⁴⁶ Antes da crise de dezembro de 1994 preparava-se a privatização dos sistemas financeiros e previdenciários do México e da Argentina. Naquele momento, o Chile já se encontrava mais avançado no processo de privatização e por isso mesmo mais próximo de um esgotamento substantivo desse processo.

Tabela 5-18 — América Latina: Conversão do Antigo Estoque da Dívida — 1990/1992			
	1990	1991	1992
Argentina	6464	132	3652
Brasil	283	68	95
Chile	1096	828	391
México	221	1956	344
Venezuela	595	343	148

Fonte: IMF — Private Market Financing for Developing Countries — December 1993

O aumento de participação dos países do grupo da América Latina nos MFI, a partir de 1990, esteve intimamente relacionado à expansão da base de credores estrangeiros: ao lado dos grandes bancos internacionais e instituições financeiras que tradicionalmente operavam nos MFI, outros agentes financeiros — especialmente os grandes investidores institucionais como os fundos de pensão, companhias de seguro e fundos mútuos — passaram a compor o universo de investidores estrangeiros em ativos financeiros dos países da região. Normalmente, esses investidores institucionais participavam desses mercados por meio de fundos específicos de países emergentes. Ao final de 1993, existiam cerca de 500 fundos especializados em países emergentes listados nos maiores centros financeiros internacionais, sendo que oitenta desses fundos dedicavam-se exclusivamente à negociação de títulos da América Latina⁴⁷.

Esses novos investidores foram atraídos, evidentemente, pelas altas taxas de retorno oferecidas pelos papéis desses países. A possibilidade de participar desses mercados através dos fundos especializados também contribuiu para aumentar a participação desses novos aplicadores. Além do mais, o desenvolvimento crescente desses fundos específicos de investimento em mercados emergentes acelerou a entrada de pequenos aplicadores dos países avançados⁴⁸. A pulverização dos credores, portanto, foi mais uma das características marcantes da reentrada dos países do grupo da América Latina nos MFI.

⁴⁷ As informações a respeito de fundos de países emergentes foram obtidas em LatinFinance (1993, nº52, p.20 a 31).

⁴⁸ Para se ter uma idéia do crescimento dos fundos da América Latina, por exemplo, os fundos para essa região administrados pelo Baring passaram de US\$300 milhões em 1992 para US\$ 1,3 bilhão em meados de 1994.

A euforia dominava os mercados relativos aos países do grupo da América Latina até o início de 1994, especialmente no ano de 1993 que tinha sido excelente para os investidores nesses mercados. A tabela 5-19 atesta os resultados extraordinários obtidos com ações nos principais mercados emergentes incluindo aqueles da América Latina.

Tabela 5-19 — Ações: Retorno Médio em Mercados Emergentes Seleccionados —1989/1993 (em %)					
	1989	1990	1991	1992	1993
Argentina	204.4	-42.5	444.9	-25.7	76.7
Brasil	23	-69.5	285.1	1	94.2
México	129.8	27.2	113.9	16.7	54.8
Venezuela	n.d.	n.d.	56.9	-50.7	50.7
América Latina	76.2	9.1	139.2	3.4	60.2
China	n.d	n.d	n.d	n.d	49.8
Índia	n.d	n.d	n.d	n.d	26
Malásia	47.4	-9.4	10.3	24.1	110
Tailândia	105.8	-24.4	20.6	38.5	114
Ásia	54.1	-19.2	12.4	18.5	97.6
S&P (EUA)	31.6	-3.1	30.4	7.6	7.5

n.d.— não disponível

Fonte: IMF — International Capital Markets — September 1994

Entretanto, em fevereiro de 1994, as autoridades monetárias americanas começaram a elevar as taxas de juros dos títulos do Tesouro Americano, movimento esse que foi acompanhado pela alta dos retornos de títulos de outros governos dos países desenvolvidos. Apesar de a elevação das taxas de juros nos EUA e demais países industrializados de imediato não ter sido tão representativa colaborou decisivamente para reverter as expectativas dos agentes econômicos, inclusive em relação aos mercados emergentes.

Em junho de 1994, em artigos publicados pela Latin Finance (1994, nº58), alguns analistas alertavam para os riscos de perdas nos mercados emergentes decorrentes de problemas cambiais: a saída de investidores estrangeiros desses mercados devido à melhora na remuneração de títulos dos governos dos países

avançados e turbulências políticas em alguns dos países do grupo da América Latina poderiam comprometer a continuidade do financiamento dos déficits comerciais e de conta corrente de alguns dos mais proeminentes países “emergentes” daquela região.

Sem a entrada de financiamento externo compatível com esses déficits, haveria a necessidade de desvalorização das moedas nacionais o que levaria a uma inevitável redução dos retornos obtidos nesses mercados afastando, dessa forma, ainda mais os investidores externos. Dado que a lógica da reestruturação econômica de importantes países da América Latina estava baseada na entrada contínua de fluxos externos, a redução desses fluxos significaria a asfixia dessas economias e o retorno ao círculo vicioso do estrangulamento externo⁴⁹.

Quando, em 20 de dezembro de 1994, as autoridades governamentais mexicanas anunciaram a mudança da política cambial face aos constrangimentos externos impostos pela acentuada perda de reservas internacionais daquele país, instaurou-se um clima muito propício para a irrupção de uma crise financeira de proporções internacionais. Além das inevitáveis perdas decorrentes da desvalorização de ativos denominados em peso e da queda nos preços dos títulos mexicanos negociados internacionalmente, a perplexidade maior residia no fato de que um importante país da América Latina apresentado como modelo de reestruturação econômica *market-oriented* estava novamente à beira do colapso. E o pior, ameaçando mais uma vez a estabilidade dos Mercados Financeiros Internacionais, as convicções econômicas de tantos acadêmicos e *policy-makers*, e as análises dos operadores de mercado.

⁴⁹ É bem verdade que opiniões muito mais otimistas também estavam presentes em vários artigos publicados pela LatinFinance daquele ano. Os fatos posteriores a dezembro de 1994 se encarregaram de demonstrar que excesso de “otimismo” em situações tão instáveis costumam obliterar a capacidade de análise.

Quando foi deflagrada a crise do México de 1994, os instrumentos financeiros criados a partir da década de oitenta, apesar de terem “liqüefeito” o mercado de *securities*, mostraram-se incapazes de oferecer garantias contra o risco de liquidez e de crédito, e muito menos de evitar crises financeiras. Certamente, os acontecimentos anteriores⁵⁰ já tinham oferecido evidências suficientes a respeito da crescente fragilidade presente nos MFI. Contudo, o enorme ufanismo que cercara o processo de inovações financeiras retardou a imposição de uma postura mais crítica a respeito da instabilidade intrínseca aos MFI.

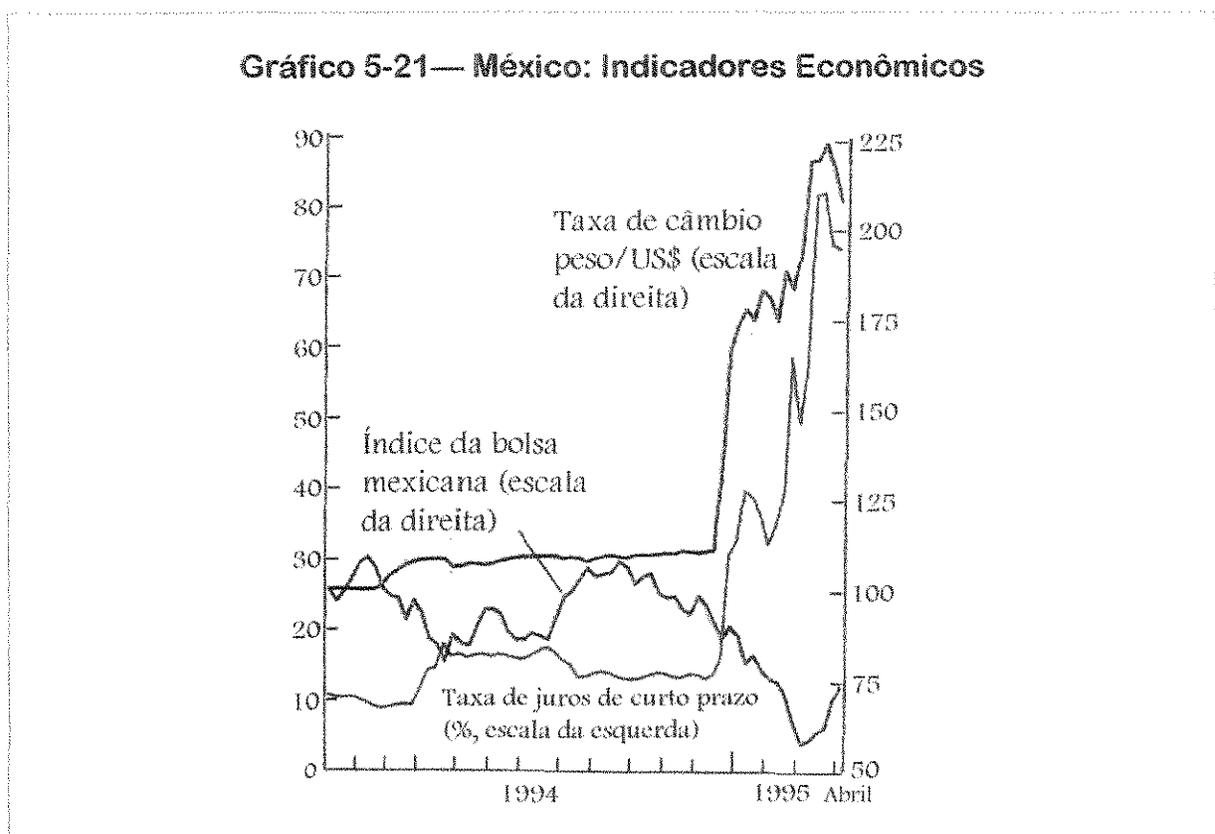
Em todos esses episódios, inclusive no mexicano, somente com a intervenção rápida de “um prestamista em última instância” é que as crises foram contidas. Situação, aliás, muito delicada, uma vez que a rigor não há uma instituição multilateral que tenha condições de desempenhar efetivamente esse papel. No caso mexicano, especificamente, o governo americano desempenhou essa função mediante a imposição de uma série de restrições ao governo mexicano. A questão que se coloca é saber até que ponto autoridades monetárias nacionais são capazes de controlar crises financeiras de proporções internacionais.

No recente episódio mexicano, evidentemente, as críticas recaíram muito mais sobre a incapacidade atávica dos países da região em seguir os preceitos da “boa” política econômica do que na própria essência dos MFI. O cerne das interpretações apresentadas sobre a crise do México que abalou a credibilidade de toda a região é de que a responsabilidade coube exclusivamente ao próprio país. A diminuição do ritmo de crescimento do produto em 1993 e a turbulência política que acompanhou a campanha eleitoral de 1994 impeliram o governo local a ter uma recaída “populista”, relaxando

⁵⁰ As crises já mencionadas no capítulo 3 deste trabalho de 1987/1988/1992 que foram engendradas no próprio núcleo dos MFI independentemente de qualquer “colaboração” dos *outsiders*.

ter uma recaída “populista”, relaxando a disciplina fiscal por meio do aumento de gastos em políticas sociais e a redução de receitas mediante a diminuição de impostos.

O excesso de otimismo das autoridades governamentais em relação ao fluxo de capitais externos que seriam atraídos pelo país após a conclusão do acordo do NAFTA⁵¹ também se inclui no rol de equívocos causadores da crise de dezembro de 1994. A avaliação incorreta da capacidade de captação de recursos externos fez com que as autoridades econômicas mexicanas garantissem a expansão do crédito induzindo a um aumento exagerado da demanda interna. Como as expectativas não se concretizaram esse excesso de demanda refletiu-se em um aumento do déficit em conta corrente, sem a necessária contrapartida de financiamento externo. O gráfico 5-21 ilustra o comportamento recente de alguns indicadores econômicos mexicanos.

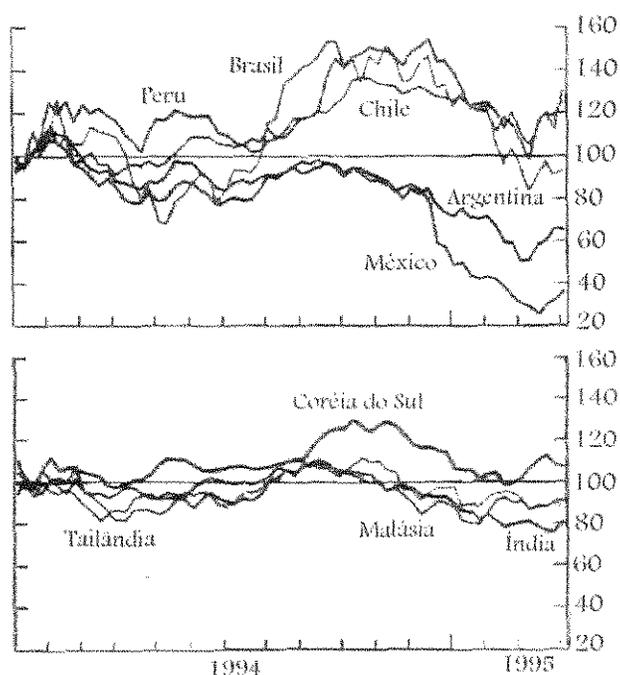


Fonte: International Finance Corporation, Emerging Markets data base, in IMF — World Economic Outlook — may 1995

⁵¹ A aprovação do Acordo do NAFTA ocorreu em novembro de 1993.

Os erros de política econômica associados ao clima de instabilidade política no país aumentaram as desconfianças dos investidores internacionais, afugentando-os. Nada mais natural que o “mercado” impusesse as “correções” cabíveis nesse caso. Como também seria de se esperar, as dificuldades enfrentadas por um país da região espalhou-se para os demais. O risco de contaminação existente fez com que se realizasse uma nova avaliação dos preços dos títulos desses países e das possibilidades de ganhos nos mercados locais (gráfico 5-22).

Gráfico 5-22 — Preço das Ações Negociadas Internacionalmente de Alguns Países em Desenvolvimento (EM US\$; Janeiro 1994 = 100)



Fonte: International Finance Corporation, Emerging Markets data base, in IMF — World Economic Outlook — may 1995

Mesmo antes da implosão da crise mexicana de dezembro de 1994, as “correções de mercado”³² já se faziam sentir nos mercados emergentes da América Latina. A forma privilegiada de acesso aos MFI por parte dos países do grupo da América Latina foi afetada no decorrer de 1994, sendo que o

³² Eufemismo muito apreciado para se falar de crise.

do grupo da América Latina foi afetada no decorrer de 1994, sendo que o total da emissão de *bonds* para a América Latina naquele ano teve uma redução de 38% em relação a 1993⁵³. Para mercados que estavam “emergindo”, um sinal claro de que a “submersão” poderia ocorrer antes mesmo de um completo desenvolvimento.

⁵³ Em relação ao México, entre 1989/1994, apenas 20% do total de capitais externos entraram sob a forma de investimento direto. Os restantes 80% distribuíram-se entre colocação de títulos nos mercados internacionais e aplicações estrangeiras no mercado de capitais mexicano. IMF - *World Economic Outlook*- May,1995 (p.91)

5.4. Conclusões

As condições de inserção e permanência dos países do grupo da América Latina nos Mercados Financeiros Internacionais estão longe de serem estáveis, duradouras e demais sinônimos que se possam encontrar. Ao contrário, ao longo dos dois ciclos recentes de endividamento desses países nos MFI — 1967/1982 e 1989/1994 — o financiamento externo obtido por meio de fontes privadas internacionais foi feito em condições menos favoráveis do que aquelas concedidas aos clientes de primeira linha e de forma sempre mais precária. A exclusão ocorrida entre 1982/1989 foi suficientemente contundente para exemplificar a precariedade dessas relações.

É necessário salientar que as formas assumidas desse financiamento externo privado alteraram-se em função das próprias mudanças ocorridas nos MFI e das contínuas avaliações feitas em relação à participação desses países da América Latina. Diga-se de passagem que os critérios de apreciação também mudaram consideravelmente ao longo desse período. Para citar apenas os acontecimentos mais recentes, não deixa de ser irônico acompanhar as análises feitas em relação ao México e o Brasil a partir reentrada desses países nos MFI no início dessa década.

Falar que as avaliações a respeito dos países do grupo da América Latina têm um caráter ciclotímico é pouco. O contra-argumento imediato é de que, afinal, a oscilação de estados de extremo otimismo e de profunda depressão é algo inerente às economias capitalistas. O que mais preocupa é a aparente falta de critérios objetivos para se saltar da euforia ao desânimo. Mesmo com todo pragmatismo que permeia a ação dos agentes financeiros internacionais em muitos momentos,

não é possível identificar razões realmente fundamentadas para as reversões de expectativas, se observados exclusivamente os dados das economias do grupo da América Latina. Por essa razão, procurou-se associar o desenvolvimento geral dos MFI à particular participação desse grupo de países.

Procurar entender as transformações recentes dos MFI, tanto do ponto de vista de suas formas de operar quanto da evolução de seus principais agregados, pareceu ser o caminho mais adequado para analisar os ciclos de endividamento dos países do grupo da América Latina.

Finalmente, um aspecto que não foi mencionado, e sobre o qual é conveniente fazer referência, diz respeito ao movimento de fuga e retorno de capitais de residentes nesses países. A mobilidade de capitais existente permite aos residentes nos países do grupo da América Latina adotarem comportamento muito semelhante aos dos não-residentes. Por essa razão, do ponto de vista deste trabalho, não é muito relevante precisar qual a porcentagem do montante total de recursos externos provem desses residentes. Cabe apenas frisar que essas oscilações dão-se cada vez mais em sintonia com o movimento geral.

It has no future — but itself.
It's infinite contain
It's past enlightened to perceive
New periods of pain.

Emily Dickinson

6. Considerações Finais

Os Mercados Financeiros Internacionais têm sobrevivido às inúmeras crises pela quais passaram desde o início dos anos setenta. Os agentes financeiros internacionais demonstraram em todos esses episódios uma indiscutível capacidade de adaptação às oscilações macroeconômicas internacionais dos últimos vinte e cinco anos, sinalizando claramente sua enorme vitalidade. Evidentemente, não se tratam de instituições “moribundas” a espera do golpe de misericórdia que definitivamente varrerá do globo os Mercados Financeiros Internacionais. Segundo Belluzzo, L.G.M. (1995) “A instabilidade atual do mercado financeiro e cambial é fruto da vitalidade capitalista e não o contrário”¹.

Como foi exposto ao longo deste trabalho, as instituições financeiras internacionais foram extremamente competentes na busca de alternativas operacionais que pudessem compatibilizar seus objetivos internos com os desafios externos. A intensificação do processo de inovações financeiras é a prova cabal da enorme vitalidade desses agentes. A diversificação dos instrumentos financeiros, as mudanças nos procedimentos administrativos e contábeis, o alargamento do universo operacional e a alteração no papel desempenhado por esses intermediários financeiros são os elementos que atestam a enorme capacidade inovativa do setor financeiro.

Ressaltou-se que as inovações financeiras resultam da ação de cada agente individual que procura administrar os riscos financeiros derivados das mudanças

¹ Belluzzo, L.G.M. — Entrevista concedida ao jornal Folha de São Paulo, em 20 de fevereiro de 1995.

dos preços dos ativos financeiros e das expectativas sobre estes preços. As alterações no ambiente — macroeconômicas e tecnológicas — são subjacentes ao processo da busca individual para administrar os riscos financeiros e obter assim o maior ganho possível. Como em qualquer outra atividade econômica no sistema capitalista, são as inovações que garantem ganhos adicionais ao setor financeiro.

No trabalho pioneiro de Gurley e Shaw (1960, Cap.VI), já estava destacada a necessidade dos intermediários financeiros de desenvolverem uma capacidade especial de gerenciamento de riscos, obtendo assim ganhos de escala nas atividades de captação e aplicação de recursos e, também, aumentando a possibilidade de explorarem as ineficiências do mercado. Os ganhos de escala nas atividades ativas e passivas, por exemplo, permitiriam aos agentes financeiros aumentarem seus *portfolios* com custos mais reduzidos e dessa maneira, diminuiriam seus riscos por meio da diversificação.

O processo de inovações financeiras, com marcante aceleração a partir do início da década de oitenta, criou novos instrumentos e processos capazes de reduzir e/ou transferirem riscos inerentes às operações. No entanto, não significou a eliminação das incertezas em relação ao futuro e por isso mesmo, não tornou os sistemas financeiros domésticos e internacional imunes a crises. O processo de securitização, por exemplo, representou uma ampliação muito significativa da possibilidade de administrar riscos e, inclusive, de não fazer constar dos balanços das instituições financeiras muitas das novas operações.

Na verdade, a existência dessa incerteza radical em relação ao futuro — relativa à ocorrência de eventos futuros não suscetíveis de serem reduzidos em termos de probabilidade — é que propicia muitos dos ganhos por meio desses novos

instrumentos financeiros. Caso contrário, não faria sequer sentido o desenvolvimento das operações com derivativos onde sempre estão implícitas apostas diferentes em relação ao futuro.

O que se pretende ressaltar é que essa indiscutível habilidade de gerenciar riscos potencializa a fragilidade financeira dos MFI, dado que a aversão “natural” ao risco dos agentes financeiros pode ser crescentemente dissipada por meio de inovações que contornam riscos sem contudo eliminar incertezas. Além do mais, a percepção dos riscos e a utilização de técnicas de gestão de ativos e passivos por meio de diversificação são sempre iniciativas individuais que resultam na transferência de risco. Para o conjunto dos agentes não há, portanto, nem ao menos essa possibilidade de redução do risco. Por essa razão, mesmo comportamentos absolutamente racionais do ponto de vista de cada agente podem ter como resultado o aumento da insegurança do sistema como um todo.

A possibilidade de transmissão de crises localizadas em mercados domésticos para os MFI e vice-versa foi acentuada pela crescente globalização dos mercados financeiros, em que pesem as ressalvas já feitas em relação a esse processo. Entretanto, não é exatamente a globalização ou interpenetração dos mercados financeiros domésticos e internacionais que induz à crise, mas sim, a ausência de regras e instituições internacionais adequadas que reduzam a instabilidade intrínseca a esses mercados. É bem verdade que o BIS tem assumido progressivamente o papel de instância regulamentatória e supervisora dos MFI, mas está longe de ser o prestamista em última instância do sistema financeiro internacional. Se até o momento, a intervenção de autoridades monetárias nacionais têm conseguido abortar as catástrofes financeiras internacionais, isto não significa que o sistema tenha instituições adequadas para o enfrentamento de crises futuras.

O processo de inovações financeiras ocorrido nos MFI também propiciou o aumento significativo de opções para o financiamento de investimentos e a diversificação das formas de captação de poupança privada². A ampliação da gama de instrumentos financeiros trouxe maior flexibilidade ao financiamento de investimentos e possibilitou, ao mesmo tempo, o aumento da riqueza privada através da manutenção desses ativos financeiros. Entretanto, a existência desses novos produtos financeiros “não significa facilidade de financiamento para o conjunto da economia”³ e muito menos condições mais favoráveis para o suprimento das necessidades de financiamento externo por parte dos países em desenvolvimento.

No caso específico dos países do grupo da América Latina, o acesso aos créditos internacionais privados nesse novo ciclo de endividamento que se iniciou na segunda metade de 1989 tem sido relativamente limitado. As próprias características do financiamento externo disponível a esses países não permitem que se estabeleça uma estratégia de desenvolvimento de longo prazo baseada na manutenção ao longo do tempo desses créditos.

Além do mais, a instabilidade intrínseca aos Mercados Financeiros se apresenta sob forma muito mais dramática para os países do grupo da América Latina. Os movimentos de inserção e exclusão desses países nos MFI ao longo dos últimos vinte e cinco anos demonstram a enorme fragilidade dessa relação tão delicada. Adicionalmente, com a “liquidação” crescente desses mercados a partir da década de oitenta, a tendência tem sido de encurtamento do ciclo de

² Autores como Aglietta, M. (1995), Chick, V. (1989) e Gardener, E. (1989) procuraram analisar o impacto dessas inovações financeiras no financiamento dos novos investimetos.

³ Aglietta, M. (1995) p.51.

endividamento: esses países passam de uma situação financeira mais sólida para outra mais frágil muito mais rapidamente ⁴.

As condições “permissivas” de liquidez nos MFI nos momentos de entrada desses clientes de segunda classe, acabam induzindo a alterações de política econômica que resultam na mudança do perfil de financiamento dessas economias tornando-as, conseqüentemente, mais dependentes da manutenção dos fluxos de crédito externo e, portanto, mais vulneráveis à instabilidade financeira existente nos MFI. Nos momentos em que as condições de crédito nos MFI se alteram e interrompe-se o fluxo de financiamento externo, esses países do grupo da América Latina defrontam-se com a eclosão de graves desequilíbrios externos.

Não é por outra razão que as “recomendações” de política econômica aos países da região feitas pela comunidade internacional, nos últimos treze anos oscilaram da “austeridade” ao “liberalismo” exacerbado. Durante o período de exclusão (ou restrição de crédito) dos MFI, a orientação, quando não imposição, foi no sentido de gerar superávits comerciais por meio de um conjunto de medidas econômicas dentre as quais se destacam: desvalorização da moeda doméstica, controle rígido das importações e contenção do crédito interno para o surgimento de excedentes exportáveis. A lógica de gerar superávits comerciais a qualquer custo se impõe sempre que ocorre a redução (ou desaparecimento) do fluxo de financiamento externo. Para esses países da América Latina, parece ser muito improvável a manutenção de déficits correntes financiados por meio de créditos internacionais privados. Por outro lado, quando a liquidez e as condições internas dos MFI permitiram o acesso por parte desse grupo de países a esses créditos, a retórica se transformou para exaltar as qualidades das reformas “liberalizantes”.

⁴As considerações a seguir estão apoiadas teoricamente na hipótese da instabilidade financeira formulada por Hyman P. Minsky. Minsky, H.P. (1975), (1986 a), (1986 b), (1992).

Finalmente, dadas as atuais formas de operação dos MFI e o rumo que as economias dos países do grupo da América Latina tomou nos últimos anos, problemas de insolvência de um país que seja poderá vir a desencadear crises muito mais sérias do que aquela ocorrida em 1982. É evidente, pelo que foi exposto neste trabalho, que esta fragilidade não é dada apenas pela volta de clientes de segunda linha. De qualquer forma, a reinserção desses países tem se dado em condições que aumentam a possibilidade de uma crise financeira internacional.

Anexo 1

Cronologia dos principais eventos dos processos de desregulamentação do sistemas financeiros dos EUA e do Japão.

- **Estados Unidos da América**

O quadro 1-A sintetiza as principais alterações havidas no sistema financeiro americano entre 1972/1990¹.

Quadro 1-A — Principais Alterações de Regulamentação do Sistema Financeiro Americano

1972 — São autorizadas as NOW (contas correntes que rendem juros) para as instituições de poupança em Massachusetts.

Nos anos seguintes todas as outras instituições de New England receberam a mesma permissão.

1975 — Instituições estaduais de poupança na Califórnia são autorizadas a lançar hipotecas com taxas variáveis. Alguns bancos nacionais da Califórnia fazem o mesmo.

1978 — Instituições federais de poupança na Califórnia são autorizadas a lançar hipotecas com taxas variáveis.

¹ Fontes: Daniel J. Vraba, "Recent Developments at Banks and Nonbanks Depository Institutions" Economic Review (Federal Reserve Bank of Kansas City) (July-August 1983): 35, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Annual Report (1981) in Khoury, S.J. (1990) p.81/82. Bank for International Settlements — Annual Report — Vários números.

05/1978 — Regulamentação federal autoriza bancos comerciais e instituições de poupança a emitir certificados de curto prazo, a partir de 1 de junho. Estes certificados tinham prazo de 26 semanas e valor mínimo de \$10,000. O seu rendimento máximo era indexado pela das taxa das U.S. Treasury Bills para o mesmo prazo, com um diferencial entre os bancos comerciais e as instituições de poupança.

09/1978 — Entra em vigor o *International Banking Act of 1978* que visa a igualar o campo de ação dos bancos americanos e dos estrangeiros.

12/1979 — Regulamentação federal permite que bancos comerciais e instituições de poupança emitam *Small Saver Certificates*, a partir de 1 de janeiro de 1980. Estas aplicações tinham prazo de 30 a 48 meses e taxa de juros indexada ao rendimento do título do governo de 2 e meio anos. Não foi estabelecido um valor mínimo para as aplicações.

03/1980 — Entra em vigor o *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act.* — *DIDC*. Esta lei autoriza a criação de NOWs em todo o país, aumenta os valores de reserva para bancos não-membros e outras instituições de depósitos, e cria o *Depository Institutions Deregulation Committee* (DIDC), que seria utilizado para a progressiva eliminação da Regulation Q.

10/1980 — O DIDC autoriza a criação de depósitos a prazo para períodos de 14 a 90 dias. O rendimento para estas aplicações e para as NOWs é estabelecido em 5,25%, sem taxas diferenciais entre bancos comerciais e instituições de poupança. O DIDC também regulamenta os pagamentos de prêmios por parte do governo, taxas e pagamentos de juros para os depósitos convencionais.

06/1981 — O DIDC adota prazos para a retirada gradual dos tetos de taxa de juros, começando com as aplicações de longo prazo.

08/1981 — É aprovado o *Economic Recovery Act of 1981* que permitia a às instituições que emitissem o *All Savers Certificate* a partir de 1º de outubro com isenção de pagamento de impostos.

09/1981 — O DIDC aumenta o teto dos juros para as aplicações de poupança (*passbook statement savings*) em 50 pontos-base, a partir de 1º de novembro.

12/1981 — Início das operações através do International Banking Facilities—IBFs. Essas operações não estão sujeitas aos regulamentos aplicáveis para todas as operações financeiras realizadas nos EUA, isto é, estão isentas da obrigatoriedade dos depósitos compulsórios, e têm outros benefícios fiscais e regulatórios. A aprovação dos IBFs significou a criação de um mercado financeiro *off-shore* dentro dos EUA .

03/1982 — O DIDC adota um novo prazo para a retirada dos tetos de taxas de juros de aplicações com prazos de 3 e meio anos ou mais. Na mesma data autoriza a emissão de certificados de depósito de 91 dias com valor de face de \$7,500 e juros atrelados aos das U.S. Treasury Bills de 13 semanas. As instituições de poupança recebem um diferencial de 1/4 nos rendimentos.

1983 — Introdução das *Super NOWs*. Diminuição do valor mínimo de depósito para as aplicações de curto prazo para \$2,500. Eliminação dos tetos de rendimento para os depósitos a prazo.

1990 — A *Securities and Exchange Commission* — SEC promulgou a nova *Regulation S* simplificando os critérios para lançamento de ações nos EUA por intermediários financeiros estrangeiros .

Estabelecimento pelo SEC da Regra 144A mediante a qual foi permitido o lançamento de ações, por meio de ADRs — *American Depository Receipts* — e *bonds* no mercado americano, junto a investidores institucionais qualificados — *qualified institutional buyers* QIBs — prescindindo das regras de proteção firmadas pela legislação americana.

- **Japão**

O Quadro 2-A mostra a cronologia do processo de desregulamentação do mercado monetário japonês entre 1984 e 1987².

Quadro 2-A — Principais Alterações de Regulamento do Mercado Monetário Japonês

01/1984 — Redução do valor mínimo para os certificados de depósito (de 500 milhões para 300 milhões de yens)

04/1984 — Aumento do valor máximo de emissão de certificados de depósito de 75 para 100% do patrimônio da instituição.

03/1985 — Introdução do *Money Market Certificates* para bancos mútuos e instituições de crédito, com valor de 50 milhões e prazo de maturidade de 1 a 6 meses.

² Fonte: Bank of Tokyo, Ltd, Economic Research Division, 1988 in Khoury, S.J. (1990) p.113

04/1985 — Introdução do *Money Market Certificates* para outros bancos. Redução do valor mínimo para os certificados de depósito (de 300 milhões para 50 milhões). Diminuição do prazo de maturidade mínima dos certificados de depósito de 3 para 1 mês.

10/1985 — Desregulamentação das taxas de juros para os depósitos de mais de 1 milhão com maturação de 3 a 24 meses. Aumento do valor máximo de emissão de certificados de depósito de 100 para 150% do patrimônio da instituição. Aumento do valor máximo de emissão de *Money Market Certificates* de 75 para 150% do patrimônio da instituição. Liberação das taxas de juros para os depósitos a prazo de mais de 1 bilhão.

04/1986 — Desregulamentação das taxas de juros para os depósitos de mais de 500 milhões. Diminuição das restrições para o prazo de maturidade dos certificados de depósito. Aumento do valor máximo de emissão de certificados de depósito de 150 para 200% do patrimônio da instituição. Aumento do valor máximo de emissão de *Money Market Certificates* de 150 para 200% do patrimônio da instituição.

09/1986 — Desregulamentação das taxas de juros para os depósitos de mais de 300 milhões. Diminuição do valor mínimo para os *Money Market Certificates* de 50 para 30 milhões.

1987 — Desregulamentação das taxas de juros para os depósitos de mais de 100 milhões. Redução do valor mínimo para os depósitos a prazo de 100 para 50 milhões. Diminuição das restrições para o prazo mínimo de maturidade dos certificados de depósito para menos de 1 mês. Diminuição das restrições para o

prazo de maturidade dos *Money Market Certificates* com prazo máximo indo de 12 para 24 meses. Aumento do valor máximo de emissão de *Money Market Certificates* de 200 para 300% do patrimônio da instituição. Introdução dos *Money Market Certificates* com valor mínimo de 3 milhões.

A cronologia da desregulamentação dos mercados financeiro e de crédito japonês entre 1979 e 1988 foi a exposta pelo quadro 3-A³:

Quadro 3 — Alterações na Regulamentação dos Mercados Financeiro e de Crédito no Japão — 1979/1988

05/1979 — Emissão de certificados de depósito de 500 milhões ou mais.

12/1980 — Alteração do *Foreign Exchange Control Act*

04/1982 — Revisão das leis bancárias para promover a expansão e liberalização dos mercados financeiros.

04/1983 — Início da venda pública de títulos.

04/1984 — Permissão para emissão de Eurobonds. Início da venda de *Commercial Papers* e certificados de depósitos estrangeiros. Aprovação de transferências automáticas entre os Fundos Chukoku e as bancos de investimento, e contas correntes e associação de crédito. Diminuição das regulamentações sobre os títulos não securitizados. Bancos estrangeiros recebem permissão para participar das emissões de títulos do governo japonês. Diminuição das exigências de garantia real para adiantamento de câmbio. Liberação para a emissão de empréstimos em

³Dados obtidos através de: Bank of Tokyo, vários números in Khoury, S.J. (1990) p.114/116

Yen para não-residentes com prazo superior a 1 ano. Aprovação da emissão de Euroyen por residentes. Diminuição das restrições e qualificações dos “Samurai bonds”, (seguida por outras desregulamentações em julho de 84, dezembro de 84 e abril de 85). Autorização para negociações de *swap* de moedas. Eliminação da garantia real para os adiantamentos de crédito.

05/1984 — Publicação de 2 relatórios pelo Yen-Dolar Ad Hoc Committee e pelo Ministério das Finanças sobre a internacionalização do yen e liberação dos mercados financeiros.

06/1984 — Abolição das restrições para conversão do Yen e moedas estrangeiras. Início da negociação de títulos do governo por parte de bancos. Os bancos japoneses são licenciados para operar com títulos do governo. Aumento dos limites para *swaps*. Liberação de empréstimos em Euroyens com maturidade menor de 1 ano para residentes.

10/1984 — Bancos estrangeiros são autorizados a negociar com títulos do governo.

12/1984 — Bancos de investimentos estrangeiros recebem permissão para emissão de Euroyens. Aprovação para emissão de Certificados de Depósito com maturação de 6 meses para não-residentes. Diminuição das exigências para emissão de Eurobonds por não-residentes.

03/1985 — Aprovação de consultoria de investimentos pelos bancos. Aprovação da emissão de títulos conversíveis pelos bancos. Introdução de *Money Market Certificates* de mais de 50 milhões.

04/1985 — Anulação da taxa de custódia para os Euroyens para não-residentes. Aumento na taxa de custódia para Euroyens emitidos por residentes. Diminuição do período dos Euroyens de 180 para 90 dias. Introdução de novas características para os Euroyens emitidos por residentes. Introdução do sistema de classificação de crédito por agências internacionais. Diminuição da taxa de corretagem para grandes operações. Liberação de empréstimos em Euroyens com prazo maior que 1 ano para não-residentes.

06/1985 — Introdução de novas características para os Euroyens emitidos por não-residentes. Completa liberação para bancos operarem com títulos do governo e de organizações governamentais. Permitida algumas variações de Euroyens: taxas flutuantes, *zero coupon* e *dual currency*. Permissão para que bancos estrangeiros operassem com títulos do governo. Aprovação para que bancos de investimento fizessem empréstimos *stand-by* com garantia colateral em títulos do governo. Permissão para operações com títulos do governo estendida para outros bancos.

07/1985 — É emitido o primeiro título conversível em moeda estrangeira por um banco japonês no mercado externo. Fim das exigências colaterais para o *call market*.

08/1985 — Primeira emissão de título privado com prazo de 15 anos. Início de empréstimos de 2 e 3 semanas no *call market*.

10/1985 — Início do mercado futuro de títulos. Bancos estrangeiros são autorizados a abrir empresas de administração de fundos.

11/1985 — Maior desregulamentação para títulos não-securitizados.

12/1985 — Início de novos tipos de fundos pelas administradoras.

02/1986 — Início de leilões para vendas de títulos do governo de curto prazo.

03/1986 — Mais bancos recebem permissão para operar com títulos do governo. Sistema de análise de crédito é introduzido para os títulos em Euroyen. Fundos de investimento passam a poder operar com títulos do governo de curto prazo. Diminuição das restrições para o prazo de maturidade dos certificados de depósito em Euroyens. Empresas japonesas são autorizadas a emitir títulos com taxas flutuantes e títulos com moedas conversíveis; os prazos são diminuídos de 180 para 90 dias.

06/1986 — Bancos estrangeiros são autorizados a emitir Eurobonds e Euroyens.

12/1986 — Início de operação do “Japan Offshore Market (JOM)”

03/1987 — Bancos de investimentos estrangeiros tem um aumento de 380% nos títulos subscritos; este valor é menos do que 0,2% do total de títulos emitidos no mercado.

04/1989 — O governo japonês vende 40% de uma emissão de títulos da dívida pública de 10 anos pelo sistema de leilão.

Bibliografia Seleccionada

- **Aglietta, M. (1995)** — *Macroéconomie Financière* — Paris, La Découverte, 1995.
- **Aglietta, M., Brender, A. e Coudert, V. (1993)** — *Globalisation Financière: L'Aventure Obligée* — Centre d'études Prospectives et d'Informations Internationales, Paris, Economica, 1993.
- **Alario, F.G. (1994)** — *Annual Report* — LatinFinance, July-August 1994.
- **Alemanni, B. (1990)** — *Gli Strumenti del Processo di Integrazione dei Mercati Finanziari Internazionali: Le Global Bonds* — Milano, Lettera NewFin n°1, anno III, Gennaio/Marzo 1990.
- **Allen, R. (1989)** — *Globalisation of the US Financial Markets: the New Structure for Monetary Policy* — Finance and The International Economy: 2, The AMEX Bank Review — Prize Essays in memory of Robert Marjolin, edit. O'Brien, R. e Iversen, I., Oxford, Biddles Ltd., 1989.
- **Altman, E.I. (1993)** — *Corporate Financial Distress and Bankruptcy — A Complete Guide to Predicting and Avoiding Distress and Profiting from Bankruptcy* — 2ª edição, New York, John Wiley & Sons, Inc., 1993.

- **Andersen, P.S. (1990)** — *Developments in External and Internal Balances: a Selective and Eclectic Review* — BIS Economic Papers n° 29, Basle, Bank for International Settlements, October 1990.
- **Bank for International Settlements (1986)** — *Recent Innovation in International banking* — April 1986.
- **Bank for International Settlements (1989)** — *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards* — Basle, BIS.
- **Bank for International Settlements** — *Annual Report* — vários números — Basle, BIS.
- **Bank of England (1986)** — *Off-balance sheet business of banks* — Consultative Paper, March 1986.
- **Bank of England** — *Quarterly Bulletin* — vários números — London, Economic Intelligence Department.
- **Banker (1986)** — *Big Bang Supports LIFFE Volume* — October 1986.
- **Batista Jr., P.N. (1988)** — *Da Crise Internacional à Moratória Brasileira* — Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1988.
- **Bergsman, J. e Edisis, W. (1993)** — *Debt-Equity Swaps and Foreign Direct Investment in Latin America* — Discussion Paper n°2 — International Finance Corporation, Washington, D.C., The World Bank, 1993.

- **Bergsten, C.F. (1984)** — *The International Trade and Financial Outlook for the United States* — New York, National Foreign Trade Council, Feb. 1984.
- **Bergsten, C.F. e Islam, S. (1989)** — *The United States as a Debtor Country* — Washington, D.C., Institute for International Economics, 1989.
- **Bergsten, C.F. (1986)** — *Global Economic Imbalances* — Washington, D.C., Institute for International Economics, 1986.
- **Bergsten, C.F. (1988)** — *America in the World Economy: a Strategy for the 1990s* — Washington, D.C., Institute for International Economics, 1988.
- **Bogdanowicz-Bindert, C. (1989)** — *Solving the Global Debt Crisis* — New York, Harper & Row Publishers, 1989.
- **Chakravarty, S.P. (1989)** — *Internal Conflicts and the External Debts of Latin America* — Research Papers in Banking and Finance RP 89/16, Institute of European Finance, Bangor, University College of North Wales, 1989.
- **Chick, V. (1989)** — *Sources of Finance, Recent Changes in Bank Behavior and the Theory of Investment and Interest* — Journal of Finance, June 1989.
- **Chuppe, T.M.; Haworth, H. e Watkins, M.G. (1989)** — *The Securities Markets in the 1980s: A Global Perspective* — Washington, U.S. Securities and Exchange Commission, Jan. 1989.
- **Cline, W. (1990)** — *From Baker to Brady: Managing International Debt* — Finance and The International Economy: 3, The AMEX Bank Review — Prize

Essays in memory of Robert Marjolin, edit. O'Brien, R. e Iversen, I., Oxford, Biddles Ltd., 1990.

- **Cobham, D. (1989)** — *Financial Innovation and the Abandonment of Monetary Targets: the UK Case* — Finance and The International Economy: 2, The AMEX Bank Review — Prize Essays in memory of Robert Marjolin, edit. O'Brien, R. e Iversen, I., Oxford, Biddles Ltd., 1989.
- **Cohen, E. (1987)** — *Deregulation, Back to the Futures* — Banker, Jan. 1987.
- **Corigliano, R. (1990)** — *Le Securitization nella Gestione Integrata dell'Attivo e del Passivo Bancario* — Milano, Lettera NewFin n°3, anno III, Luglio/Set. 1990.
- **Crawford, F.O. (1978)** — *The toils and techniques of sharing the risk* — Euromoney, Ago 1978.
- **Dale, S. e Haldane, A.G. (1993)** — *Interest Rates and the Channels of Monetary Transmission: Some Sectoral Estimates* — Working Papers n°18 — Bank of England, September 1993.
- **Davis, E.P. (1989)** — *Instability in the Euromarkets and the Economic Theory of Financial Crisis* — Discussion Papers n° 43, London, Bank of England, October 1989.
- **Davis, E.P. (1993)** — *Bank Credit Risk* — Working Papers n°8 — Bank of England, April 1993.

- **Demattè, C. e de Sury, P. (1992)** — *I mercati Finanziari Internazionali* — Milano, E.G.E.A. — Edizioni Giuridiche Economiche Aziendali dell'Università Bocconi e Giuffrè editori.
- **Di Cagno, D. (1990)** — *Regulation and Bank's Behavior Towards Risk* — Aldershot, Dartmouth, 1990.
- **Dornbusch, R. (1986)** — *Dollar, Debts, and Deficits* — Bruxelles, Leuven University Press, 1986.
- **Dornbusch, R. (1988)** — *Exchanges Rates and Inflation* — Massachusetts, MIT Press, 1988.
- **Einzing, P. (1975)** — *Rollover credits: the system of adaptable interest rates* — London, Macmillan press, 1975.
- **Euromoney (1986)** — *Flinging Open Doors of Change* — Supplement, August 1986.
- **Euromoney (1986)** — *Futures-Options* — Supplement, October 1986.
- **Euromoney (1986)** — *Innovation in the International Capital Markets* — Supplement, January 1986.
- **Euromoney (1986)** — *Japanese Finance: The Impact of Deregulation* — Special Report, 1986.

- **Euromoney (1988)** — *Deregulation* — March 1988.
- **Feeney, P. (1988)** — *Loan Securitisation: Euronote and Eurocommercial Paper Markets* — Occasional Papers in Economics n° 1, Institute of European Finance, Bangor, University College of North Wales, 1988.
- **Feldstein, M. (1985)** — *The View from North America in Global Economics Imbalances* — edited by Bergsten, C.F. Washington, D.C., Institute for International Economics, 1985.
- **Fisher, L. e Weil, R. (1971)** — *Coping with the Risk of Interest-Rate Fluctuations: Returns to Bondholders from Naïve and Optimal Strategies* — Chicago, The Journal of Business, October 1971.
- **Francis, J.C. (1991)** — *Investments: Analysis and Management* — 5ª edição — New York, MacGraw-Hill Book Company, 1991.
- **Francis, J.C. e Wolf, A. (1994)** — *The Handbook of Interest Rate Risk Management* — New York, Irwin Professional Publ., 1994.
- **Frankel, A.B. e Mann, C.L. (1986)** — *A Framework for Analyzing the Process of Financial Innovation* — International Finance Discussion Papers n° 283, Federal Reserve Board, June 1986.
- **Fukui, T. (1993)** — *Missions and Responsibilities of a Central Bank in a Contemporary Context* — Bank of Japan, Quarterly Bulletin, August 1993.

- **Gardener, E.P.M. (1987a)** — *Le banche e lo sviluppo delle operazioni di finanziamento in titoli* — Banca Impresa Società, vol. 1, n°1, 1987.
- **Gardener, E.P.M. (1987b)** — *Securitisation and the banking firm* — Revue de la Banque, Jan. 1987.
- **Gardener, E.P.M. (1989a)** — *1992 and the Future of Securitisation in Western Europe* — Research Papers in Banking and Finance RP 89/23 — Institute of European Finance — Bangor, University College of North Wales, 1989.
- **Gardener, E.P.M. (1989b)** — *Innovation and New Structural Frontiers in Banking* — Journal of Finance, June 1989.
- **Gardener, E.P.M. (1989c)** — *Interest Rate Risk and Banks* — Occasional Papers in Economics n° 4, Institute of European Finance — Bangor, University College of North Wales, 1989.
- **Gibson, H.D.— (1989)** — *The Eurocurrency Markets, Domestic Financial Policy and International Instability* — London, Macmillan Press, 1989.
- **Global Derivatives Study Group (1994)** — *Recommendations for Good Risk Management Practice* — Washington, Inter-American Development Bank, November 1994.
- **Gomel, G. (1990)** — *US External Debt And Systemic Implications for the Dollar* — Finance and The International Economy: 3, The AMEX Bank Review — Prize Essays in memory of Robert Marjolin, edit. O'Brien, R. e Iversen, I., Oxford, Biddles Ltd., 1990.

- **Griffith, V. (1990)** — *After the Shock* — LatinFinance, April 1990.
- **Griffith, V. (1994)** — *Branching Out* — LatinFinance, November 1994.
- **Gurley e Shaw (1960)** — *Money in a Theory of Finance* — 9ªed., Washington, D.C., The Brookings Institution, 1979.
- **Hanweck, G. e Shull, B. (1993)** — *Interest Rate Risk and Capital Adequacy* — in The Bankers Magazine, Sept/Oct 1993.
- **Harrington, D.R. (1983)** — *Modern Portfolio Theory & The Capital Asset Pricing Model* — New Jersey, Prentice-Hall, 1983.
- **International Monetary Fund** — *International Capital Markets, Developments and Prospects* — Washington, D.C., IMF — vários números.
- **International Monetary Fund** — *Private Market Financing for Developing Countries* — Washington, D.C., IMF, vários números.
- **International Monetary Fund** — *World Economic Outlook* — Washington, D.C., IMF — vários números.
- **Islam, S. (1984)** — *Foreign Debt of the United States and the Dollar* — Research Paper nº 8415, New York, Federal Reserve Bank of New York, September 1984.
- **Islam, S. (1988)** — *The Dollar and the Policy-Performance-Confidence Mix* — Essays in International Finance nº170, New Jersey, Princenton University, July 1988.

- **Kane, E.J. (1981)** — *Accelerating inflation, technological innovation, and decreasing effectiveness of banking regulation* — *Journal of Finance*, May 1981.
- **Kane, E.J.; Unal, H. e Demirguc-Kunt, A. (1990)** — *Capital Positions of Japanese Banks* — Working Papers n° 3401 — Cambridge, National Bureau of Economic Research, July 1990.
- **Kaplan, S. (1989)** — *Management Buyouts: Evidence on Taxes as Source of Value* — *Journal of Finance*, September 1989.
- **Kaufman, H. (1986)** — *Interest Rates, The Markets, and the New Financial World* — New York, Salomon Brothers, Inc. — 1986.
- **Keynes, J.M. (1930)** — *A Treatise on Money* — *The Applied Theory of Money* — republicado em *The Collected Writings of John Maynard Keynes* — Vols. V e VI, pela The Royal Economic Society, London, MacMillan Press, 1971.
- **Keynes, J.M. (1936)** — *The General Theory of Emploument, Interest and Money* — 13^a ed., London, MacMillan Press, 1973.
- **Keynes, J.M. (1923)** — *A Tract on Monetary Reform* — republicado em *The Collected Writings of John Maynard Keynes* — Vol. IV., pela The Royal Economic Society, London, MacMillan Press, 1971.
- **Khoury, S.J. (1990)** — *The deregulation of the World Financial Markets, Myths, Realities and Impacts* — Connecticut, Greenwood Press, Inc., 1990.
- **Kilby, P. (1994)** — *Resurgent Interest* — *LatinFiance*, December 1994.

- **Krueger, A. (1989)** — *Resolving the Debt Crisis and Restoring Developing Countries' Creditworthiness* — Carnegie — Rochester Conference Series on Public Policy n° 30, Carnegie Mellon University.
- **LatinFinance (1989)** — *Managing Latin Debt/ Playing it close to the Vest* — May 1989.
- **LatinFinance (1995)** — *After the Fall* — January-February 1995.
- **LatinFinance (1989)** — *Rescheduling Fatigue* — March 1989.
- **LatinFinance (1989)** — *Ready or Not: Here Come the 1990s* — December 1989.
- **LatinFinance (1989)** — *The Great Swap Debate* — July — August 1989.
- **LatinFinance (1990)** — *Corporate Finance in Collor's Brazil* — March, 1990.
- **LatinFinance (1992)** — *Out of Step* — September 1992.
- **LatinFinance (1992)** — *Wild Joke* — September 1992.
- **LatinFinance (1993)** — *A Chorus line of Opportunities* — May 1993.
- **LatinFinance (1993)** — *Good Flows, Bad Flows* — November 1993.
- **LatinFinance (1994)** — *A Wealth of Opportunity* — November 1994.
- **LatinFinance (1994)** — *Forging Ahead* — July—August 1994.

- **LatinFinance (1995)** — *Easing the Crunch* — March, 1995.
- **LatinFinance (1995)** — *Privatization in Latin America* — Supplement, January — February 1995.
- **Lima, M.L.L.M.P. (1985)** — *O Euromercado e a Expansão do Capital Financeiro Internacional* — Dissertação de Mestrado, Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, 1985.
- **Macaulay, F. (1938)** — *Some Theoretical Problems Suggested by the Movement of Interest Rates, Bond Yields and Stock Prices in the U.S. Since 1856* — New York, National Bureau of Economic Resesarch, Columbia University Press, 1938.
- **MacDonald, S. (1991)** — *A Word to the Wise* — LatinFinance, May 1991.
- **MacDonald, S.B., Fauriol, G.A. e Luke, P. (1993)** — *Fast Forward: Latin America on the Edge of the 21st Century* — Washington, D.C., Controller of the Currency Administrator of National Banks — draft, Jan. 1993.
- **Makin, J.H. (1990)** — *International "Imbalances": The Role of Exchange Rates* — Finance and The International Economy: 3, The AMEX Bank Review — Prize Essays in memory of Robert Marjolin, edit. O'Brien, R. e Iversen, I., Oxford, Biddles Ltd., 1990.
- **Makin, J.H. (1988)** — *The Impact of Fiscal Policy on the Balance of Payments: Recent Experience in the United States* — Washington, D.C., American Enterprise Institute, January 1988.

- **Mantovanini, R. (1995)** — *Macaully Duration: Método para Administrar o Risco de Taxa de Juros em Bonds sem Opção de Recompra e Isentas do Risco de Inadimplência* — Dissertação de Mestrado, Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, 1995.

- **Mantovanini, J.C.L. (1990)** — *Análise Discriminante como Instrumento para a Concessão de Crédito* — Dissertação de Mestrado, Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, 1990.

- **Marris, S. (1987)** — *Deficits and the Dollar: The World Economy at Risk* — updated edition, 1987 — Washington, D.C., Institute for International Economics, 1987.

- **Mathieson, D.; Folkerts-Landau, D.; Lane, T. e Zaidi, I. (1989)** — *Managing Financial Risks in Indebted Developing Countries* — Washington, D.C., International Monetary Fund, June 1989.

- **Mathrani, A.K. (1990)** — *Brazil's Hidden Strength* — *LatinFinance*, May 1990.

- **Mayer, H. (1975)** — *The BIS concept of the eurocurrency market* — *Euromoney*, May 1975.

- **Mayer, H. (1979)** — *Credit and liquidity creation in the international banking sector* — BIS Economic Papers n°1, Basle, Bank for International Settlements, 1979.

- **McMahon, C.W (1975)** — *The Central Banks Gather* — *Euromoney*, April 1975.

- **Minsky, H.P. (1986)** — *Stabilizing an Unstable Economy* — New Haven, Yale University Press. 1986.
- **Minsky, H.P. (1986)** — *Global Consequences of Financial Deregulation* — Working Paper # 96, Department of Economics Washington University St. Louis, Missouri, September 1986.
- **Minsky, H.P. (1993)** — *Finance and Stability: The Limits of Capitalism* — Working Paper # 93, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, May 1993.
- **Minsky, H.P. (1975)** — *John Maynard Keynes* — New York, Columbia University Press, 1975.
- **Minsky, H.P. (1992)** — *The Financial Instability Hypothesis* — Working Paper # 74, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, May 1992.
- **Moore, H. (1990)** — *Trends and Characteristics of Recent LBO Experience* — Working Paper S-90-42, New York, Salomon Center — New York University.
- **Morgan Guaranty Trust Company (Economic Research)** — *World Financial Markets* — New York, J.P. Morgan Global Research, vários números.
- **Mortimer-Lee, P. (1990)** — *Globalization and Economic Policy Formulation* — Finance and The International Economy: 3, The AMEX Bank Review — Prize Essays in memory of Robert Marjolin, edit. O'Brien, R. e Iversen, I., Oxford, Biddles Ltd., 1990.

- **Murphy, S. (1991)** — *Leading the Way* — LatinFinance, May 1991.
- **Nwanko, G.O. (1990)** — *Developments in International Banking and the Third World* — Researches Papers in Banking and Finance RP 90/5, Bangor, Institute of European Finance — University College of North Wales, 1990.
- **OECD** — *Financial Markets Trends* — Paris, Organisation for Economic Co-Operation and Development, vários números.
- **Orme Jr., W.A. (1989)** — *Manhattan's Latin Bankers* — LatinFinance, July — August 1989.
- **Osugi, K. (1990)** — *Japan's Experience of Financial Deregulation since 1984 in an International Perspective* — BIS Economic Papers n° 26 — Basle, Bank for International Settlements, January 1990.
- **Portale, G. (1983)** — *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato* — Milano, Giuffrè editori, 1983.
- **Quale Jr, A.C. (1990)** — *A Swap Handbook* — LatinFinance, April 1990.
- **Rapping, L.A. (1988)** — *International Reorganization and American Economic Policy* — New York, Harvester&Wheatsheaf, 1988.
- **Rawls III, S.W. e Smithson, C. (1990)** — *The Evolution of Risk Management Products* — Journal of Applied Corporate Finance, Nov./Dec. 1990.
- **Revell, J. (1988)** — *Le cause della trasformazione strutturale dei servizi*

finanziari — in *Verso l'economia dei nuovi servizi: il settore finanziario*, org. Tamburini, G. — Bologna, Il Mulino, 1988.

- **Revell, J. (1988)** — *Mergers and the Role of Large Banks* — Occasional Papers in Economics n° 2, Institute of European Finance, Bangor, University College of North Wales, 1988.
- **Rhodes, W. (1989)** — *Evolution, Not Revolution* — LatinFinance, March 1989.
- **Rogers, C. (1991)** — *Money, Interest and Capital — A study in the foundations of monetary theory* — Cambridge, Cambridge University Press, 1991.
- **Rohatyn, F. (1994)** — *Capital Mundial: A Necessidade e os Riscos* — in *Política Externa*, vol. 3 n° 3 — São Paulo, Editora Paz e Terra, dezembro de 1994.
- **Rose, H. (1988)** — *Il Cambiamento dei Sistemi Finanziari: una Breve Analisi* — in *Verso l'economia dei nuovi servizi: il settore finanziario*, org. Tamburini, G. — Bologna, Il Mulino, 1988.
- **Rosenthal, J.A. e Ocampo, J.M. (1989)** — *Securitization of Credit, Inside the New Technology of Finance* — New York, John Wiley & Sons, Inc., 1989.
- **Ross, A.S. (1976)** — *The Arbitrage Pricing Theory of Capital Asset Pricing* — *Journal of Economic Theory*, December 1976.
- **Roussakis, E.N. (1990)** — *Il credito bancario si evolve e diventa securitization* — *Bancaria*, Roma, Marzo 1990.

- **Sachs, J. (1988)** — *Conditionality, Debt Relief and Developing Country Debt Crisis* — Cambridge, National Bureau of Economic Research, Jan. 1988.
- **Sachs, J. e Huizinga, H. (1987)** — *US Commercial Banks and the Developing Country Debt Crisis* — NBER Working Paper Series n° 2455, Cambridge, National Bureau of Economic Research, December 1987.
- **Sachs, J. (1982)** — *The Current Account in the Macroeconomic Adjustment Process* — Scandinavian Journal of Economics, Jan. 1982.
- **Sachs, J. (1989)** — *Developing Country Debt and Economic Performance* — Chicago, University of Chicago Press, 1989.
- **Sandri, S. (1990)** — *Le operazione di leveraged buyout: motivazione ed esperienze* — Rivista Milanese di Economia, Milano, Jan. 1990.
- **Sato, R.; Levich, R.M. e Ramachandran, R.V. (1994)** — *Japan, Europe, and International Financial Markets: Analytical and Empirical Perspectives* — Cambridge, Cambridge University Press, 1994.
- **Saunders, A. (1993)** — *Seminar on Frontiers of Credit and Interest Rate Risk Measurement and Management in Financial Institutions* — New York, Salomon Center, Leonard N. Stern School of Business, New York University, 1993.
- **Schumpeter, J.A. (1934)** — *A Teoria do Desenvolvimento Econômico, Uma Investigação Sobre Lucros, Capital, Crédito, Juro e o Ciclo Econômico* — 3ª edição, São Paulo, Nova Cultural, 1988.

- **Schwab, K. e Smadja, C. (1994)** — *Power and Policy: The New Economic World Order* — Harvard Business Review, Nov./Dec. 1994.

- **Shanmugam, B. (1989)** — *Financial Development and Economic Growth* — Researches Papers in Banking and Finance RP 89/25, Bangor, Institute of European Finance — University College of North Wales, 1989.

- **Shaw, E.R. (1990)** — *Changes in Organisational Structures in Banking* — Research Papers in Banking and Finance RP 90/21 — Institute of European Finance — Bangor, University College of North Wales, 1990.

- **Sinkey, J.F. (1989)** — *Commercial Bank Financial Management* — New York, Macmillan Press, 1989.

- **Smith, Jr., C.W. e Smithson, C. (1991)** — *Managing Financial Risk* — Journal of Applied Corporate Finance, May/June 1991.

- **Smith, R.C. e Walter, I. (1991)** — *Reconfiguration of Global Financial markets in the 1990s* — Working Paper Series S-91-12, New York, Salomon Center, Leonard N. Stern School of Business, New York University, 1993.

- **Stigum, M. (1983)** — *The Money Market* — newly revised, New York, Dow Jones — Irwin, 1983.

- **Taylor, J.F. (1994)** — *The Forgotten Roots of Asset/Liability Management* — in The Bankers Magazine, May/June 1994.

- **Taylor, J.F. (1989)** — *The Banking System in Troubled Times: New Issues of Stability and Continuity* — New York, Quorum Books, 1989.
- **Tew, B. (1989)** — *Financial Deregulation and Monetary Policy* — Finance and The International Economy: 2, The AMEX Bank Review — Prize Essays in memory of Robert Marjolin, edit. O'Brien, R. e Iversen, I., Oxford, Biddles Ltd., 1989.
- **The World Bank** — *World Debt Tables* — Washington, D.C., World Bank, vários números.
- **Voorhees, R. (1993)** — *The Eye of the Storm* — LatinFinance, March 1993.
- **Williamson, J. (1991)** — *On Liberalizing the Capital Account* — Finance and The International Economy: 5, The AMEX Bank Review — Prize Essays in memory of Robert Marjolin, edit. O'Brien, R. e Iversen, I., Oxford, Biddles Ltd., 1991.
- **Williamson, J. (1988)** — *Voluntary Approaches to Debt Relief* — Washington, D.C., Institute for International Economics, 1988.
- **Williamson, J. (1989)** — *Reschedule Now, Pay Later* — LatinFinance, April 1989.
- **Williamson, J. (1990)** — *The Progress of Policy Reform in Latin America* — Washington, D.C., Institute for International Economics, 1990.

Glossário de Termos Financeiros

- ***Asset-Backed Security*** — operação de securitização de crédito com garantia colateral. O tomador elege um determinado ativo de sua propriedade para ser dado como garantia colateral, por meio de mecanismo denominado de *special purpose vehicle*. Em caso de falência do tomador, o *special purpose vehicle* permite que se faça a transferência imediata para o(s) investidor(es) do ativo dado como garantia se a necessidade de se submeter as regras estipuladas para a liquidação de ativos de empresas insolventes.
- ***At-the-Money*** — Ocorre quando o preço de mercado do instrumento subjacente ao contrato de opção é igual ao preço de exercício.
- ***Commercial Paper (CP)*** — título semelhante à NIF, mas sem o compromisso por parte do intermediário financeiro de conceder linha de crédito especial caso o montante total emitido não seja colocado no mercado ou não alcance o preço de face.
- **Contrato de Futuro** — envolve duas contrapartes que têm por objetivo a compra/venda a termo, com prazos e preços previamente fixados, de de uma *commodity* ou de um produto financeiro. Compreende, ainda, um sistema de liquidação por diferenças estabelecidas a partir do preço acordado e preço de mercado (*spot*).
- **Contrato de Opção** — estabelece o direito, mas não a obrigação, de comprar (*call option*) ou vender (*put option*) um determinado montante de um

instrumento subjacente a um determinado preço (preço de exercício) por um dado período de tempo. No caso da opção americana esse direito pode ser exercido ao longo do contrato até a data de encerramento do mesmo. Já no caso da opção europeia, o direito estabelecido pelo contrato de opção só pode ser exercido na data de expiração desse contrato.

- **Desintermediação** — o processo de desintermediação supõe a utilização de mecanismo direto de crédito sem a participação de um intermediário financeiro (bancário ou não-bancário).
- **Desregulamentação** — termo utilizado tanto para caracterizar o processo de alteração da regulamentação estrutural de um sistema financeiro quanto de outros setores da economia.
- **Fixed Rate Bond** — título cuja remuneração está baseada em uma taxa de juros fixa por todo o período.
- **Floating Rate Note (FRN)** — título cujo retorno tem como base taxa de juros flutuante — geralmente Libor — mais um *spread* fixo.
- **Globalização** — interpenetração de vários mercados nacionais e o alargamento dos Mercados Financeiros Internacionais, significando a ampliação e a modificação estrutural desses mercados.
- **Holder** (comprador) — Designação da parte que adquiri o direito de comprar ou vender um determinado montante de um instrumento financeiro em um contrato de opção.

- ***In-the-money*** — Ocorre quando o preço de mercado do instrumento subjacente ao contrato de opção de compra (venda) é maior (menor) do que o preço de exercício. Nesse caso, exercer a opção representa um ganho financeiro líquido.
- **Inovações Financeiras** — quaisquer modificações nas instituições, mercados e instrumentos financeiros.
- **Instrumento Subjacente (Underlying Instrument)** — Instrumentos financeiros que devem ser entregues como contrapartida nos contratos de opção e futuro.
- ***Note Issuance Facility (NIF)*** — título de curto/médio prazo emitido pelo próprio tomador mas com a subscrição do intermediário financeiro que se compromete a comprar a diferença (caso haja) entre o total emitido e total colocado e/ou conceder um crédito equivalente a esta diferença.
- ***Off-Balance Sheet*** — conjunto de operações que não precisam constar dos balanços das instituições bancárias.
- **Opção Americana** — Opção que pode ser exercida a qualquer momento durante a vigência do contrato.
- **Opção Européia** — opção que só pode ser exercida ao final do tempo de duração do contrato.
- ***Out-the-money*** — Ocorre quando o preço de mercado do instrumento subjacente ao contrato de opção de compra (venda) é menor (maior) do que

o preço de exercício. Nesse caso, exercer a opção não representa nenhum ganho financeiro líquido.

- **Preço de Exercício (*Strike Price* ou *Exercise Price*)** — Preço estipulado para o instrumento subjacente em um contrato de opção.
- **Securitização** — engloba a colocação de títulos tradicionais (*bonds, notes* e ações) e de novos produtos que foram sendo criados a partir dos anos oitenta num processo acelerado de introdução de inovações financeiras.
- **Swap** — operação “casadas” de compra e venda estabelecidas entre as partes
- **Transferable Loan Facility (TLF)** — consiste na venda de participação em empréstimos concedidos (tradicionais empréstimos sindicados) de tal forma que os investidores participantes do *pool* recebam certificados que possam ser negociados nos mercado secundários.
- **Writer** (vendedor) — Designação da parte que vende o direito a compra ou venda de um determinado montante de um instrumento financeiro em um contrato de opção.