UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

As Transformações na Estrutura do Sistema Financeiro dos Estados Unidos: a Montagem de um Novo Regime Monetário-financeiro (1980-1995)

Este exemplar corresponde ao original da tese defendida por Antonio Marcos Macedo Cintra e orientada pelo Prof. Dr. José Carlos de Souza Braga. CPG/IE, 18/12/97

Marcos Antonio Macedo Cintra

Tese de Doutoramento apresentada no Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, sob a orientação do Prof. Dr. José Carlos de Souza Braga.

Campinas, novembro de 1997

UNICAMP
BIBLIOTECA CENTRAL

UNIDADE BC
N.º CHAMADA:
T/UNICAMP
C493t
V. Ex.
TOMBO BC/ 32835
PROC. 393/98
C [ ] D [X]
PREÇO R$ 11,00
DATA 28/01/98
N.º CPD

CM-00105379-3

FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELO CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO DO INSTITUTO DE ECONOMIA

Cintra, Marcos Antonio Macedo

C493t As transformações na estrutura do sistema financeiro dos Estados Unidos: a montagem de um novo regime monetário-financeiro (1980-1995) / Marcos Antonio Macedo Cintra. – Campinas, SP : [s.n.], 1997.

Orientador : José Carlos de Souza Braga

Tese (doutorado) - Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia.

1. Finanças - Estados Unidos - 1980-1995. 2. Estados Unidos - Política financeira. 3. Política monetária - Estados Unidos. I. Braga, José Carlos de Souza. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

A todos aqueles que lutaram
e continuam lutando
pela preservação da vida.

Agradecimentos 7

Apresentação 10

1. Em direção às "finanças diretas" e globalizadas 17

2. O declínio relativo do setor bancário e a emergência de novos intermediários financeiros 41

3. O papel do dólar e sua gestão nacional e internacional 68

3.1. As implicações das inovações financeiras para a gestão da política monetária do Federal Reserve 68

3.2. As tendências recentes da dívida pública americana: aumento do estoque e do fluxo 87

3.2.1. estratégias de financiamento do déficit orçamentário e da dívida pública 94

3.3. A operacionalidade da política monetária recente do Federal Reserve 97

3.4. A evolução da política cambial americana e a gestação da globalização financeira 115

3.5. O processo de formação dos preços dos ativos financeiros 143

3.6. As relações entre as taxas de juros e de câmbio e os mecanismos de transmissão da política monetária 147

4. O *corporate finance* das empresas americanas no período recente 155

4.1. As características institucionais das relações entre as finanças e o setor produtivo americano 158

4.2. O papel do *corporate governance* das empresas americanas 163

4.3. A estrutura de propriedade e a gestão das ações corporativas 173

4.4. O papel dos investidores institucionais no mercado de capitais 180

4.5. A estrutura financeira das corporações americanas 186

4.5.1. A expansão das *highly leveraged transactions* e das ofertas de aquisição hostil 188

4.5.2. A introdução dos instrumentos derivativos nas tesourarias das corporações e as relações com os intermediários financeiros 203

4.6. O ativismo dos investidores 209

4.7. A liberalização financeira e a expansão dessa forma de gestão empresarial 216

5. A reestruturação institucional do sistema financeiro americano: a mágica do mercado 222

6. A dinâmica do novo regime monetário-financeiro americano: uma hipótese de interpretação 251

7. Bibliografia 277

Anexo 1: cronologia da desregulamentação financeira 293

Anexo 2: a estrutura do processo de administração das corporações americanas 300

Anexo 3: os princípios de supervisão bancária do bis 307

Anexo Estatístico 309

Índice de Tabela

Tabela 1.1- Ativos Financeiros dos Bancos Comerciais (1946-1984) 20
Tabela 1.2 - Transações Transfronteiras de Ações e Bônus 39
Tabela 1.3 - Títulos de Dívida Pública Mantida por Investidores Estrangeiros 39
Tabela 2.1- Ativos do Setor Financeiro (1929-1994) 41
Tabela 2.2 - Distribuição dos Ativos Financeiros Mantidos pelas Famílias 43
Tabela 2.3 - Ativos dos Investidores Institucionais Americanos (US$ bilhões) 44
Tabela 2.4 - Ativos dos Investidores Institucionais Americanos (em porcentagem) 44
Tabela 2.5 - Ativos Financeiros dos Fundos Mútuos do Mercado Monetário 45
Tabela 2.6 - Rentabilidade do Mercado de Fundos nos Estados Unidos 48
Tabela 2.7 - Balanço das Companhias Financeiras 49
Tabela 2.8 - Estoque de *Commercial Papers* Emitidos 49
Tabela 2.9 - Mercado de Dívidas e de Ativos Financeiros nos EUA (1979-1994) 50
Tabela 2.10 - Valores Nocionais dos Instrumentos Derivativos Negociados em Bolsas de Valores 53
Tabela 2.11 - Giro Anual dos Instrumentos Derivativos Negociados em Mercados Organizados Mundiais 54
Tabela 2.12 - Estoque do Valor Nocional de Operações em Mercados de Balcão 55
Tabela 2.13 - Composição das Moedas do Estoque do Valor Nocional de Operações com *Swaps* 56
Tabela 2.14 - Taxas de Retorno dos *Hedge Funds* e Outros Investimentos 58
Tabela 2.15 - Panorama dos Bancos Comerciais Americanos (1979-1994) 61
Tabela 2.16 - Demonstração Financeira dos Bancos Comerciais Americanos (1979-94) 62
Tabela 2.17 - Participação dos Derivativos nos Ativos Brutos Totais dos Bancos Comerciais, por Tamanho 64
Tabela 2.18 - Valor Nocional dos Derivativos de Bacão em Poder dos Maiores *Dealers* Americanos 65
Tabela 2.19 - Contratos Derivativos (posição em 31.12.1994) 65
Tabela 2.20 - Contribuição das Operações com Derivativos na Renda Total de Transações dos Bancos 66
Tabela 3.1 - Número e Valor de Transferências Eletrônicas Processadas pelo Federal Reserve 75
Tabela 3.2 - Participação dos Fundos Mútuos no Mercado de *Securities* Americano (1995) 78
Tabela 3.3 - Estoque Monetário e Ativos Líquidos nos Estados Unidos 80
Tabela 3.4 - Estoque de Dívida do Governo Americano e dos Principais Países da OCDE 88
Tabela 3.5 - Emissões Brutas de Títulos do Governo Americano de Curto, Médio e Longo Prazo 88
Tabela 3.6 - Composição da Dívida Pública Federal Americana Bruta (por categoria de títulos) 89
Tabela 3.7 - Principais Fontes de Financiamento da Dívida Pública Americana 90
Tabela 3.8 - Principais Detentores da Dívida Pública Bruta Americana (1945-1995) 91
Tabela 3.9 - Principais Detentores da Dívida Pública Americana Bruta 92
Tabela 3.10 - Estimativa do Perfil de Vencimento da Dívida Pública Americana em Poder do Setor Privado ... 93

Tabela 3.11 - Prazo de Vencimento da Dívida Pública Americana em Poder do Setor Privado 93
Tabela 3.12 - Fontes de Financiamento do Déficit Público dos EUA 95
Tabela 3.13 - Fontes de Financiamento do Déficit Público dos EUA 96
Tabela 3.14 - Indicadores da Dívida Pública dos EUA 97
Tabela 3.15 - Distribuição Agregada das Reservas Mantidas no Federal Reserve (1993) 100
Tabela 3.16 - *Securities* Mantidas na Conta do *Open Market* do Federal Reserve 102
Tabela 3.17 - Transações "Permanentes" do Federal Reserve System 102
Tabela 3.18 - Transações Temporárias do Federal Reserve System (1990-1995) 104
Tabela 3.19 - Volume de Negociações de Títulos Públicos do Tesouro Americano por Maturidade 108
Tabela 3.20 - Fatores que afetam as reservas bancárias 112
Tabela 3.21 - Média das Reservas Excedentes Durante o Período de Manutenção 114
Tabela 3.22 - Estoque de Ativos Líquidos em Poder de Residentes Americanos e de Estrangeiros 123
Tabela 3.23 - Volume de Transações no Mercado de Títulos Públicos (média diária em US$ bilhões) 124
Tabela 3.24 - Ativos dos Investidores Institucionais 129
Tabela 3.25 - Participação dos Ativos Mantidos pelos Bancos e Investidores Institucionais 130
Tabela 3.26 - Composição do Portfólio dos Fundos de Pensão dos Países do G-7, em 1994 130
Tabela 3.27 - Composição dos Portfólios dos 10 Maiores Administradores de Fundos de Investimentos 131
Tabela 3.28 - *Securities* Estrangeiras Mantidas pelos Investidores Institucionais 132
Tabela 3.29 - Fluxo de Investimentos em *Securities* dos Países Industrializados para os Emergentes 135
Tabela 3.30 - Fundos Mútuos Americanos Abertos ou Fechados Operando com Ativos Internacionais 137
Tabela 3.31 - As Transações Cambiais nos Principais Centros Financeiros 141
Tabela 4.1- Número de Companhias com Vantagens Competitivas Globais 156
Tabela 4.2 - Número e Valor das Transações de Fusões e Aquisições 166
Tabela 4.3 - Os Executivos Mais Bem Pagos dos EUA 169
Tabela 4.4 - Executivos Cujas Empresas Tiveram Melhor Desempenho em Relação aos seus Salários 170
Tabela 4.5 - Formação e Falência de Empresas (1955-1994) 172
Tabela 4.6 - Estrutura de Propriedade das Ações Corporativas Americanas 174
Tabela 4.7 - Controle Acionário dos Investidores Institucionais por Setor de Indústria 175
Tabela 4.8 - Principais Acionistas com Direito a Voto em Grandes Empresas dos EUA, Alemanha e Japão .176
Tabela 4.9 - Maiores Fundos de Ações Americanos 179
Tabela 4.10 - Concentração dos Investidores Institucionais 180
Tabela 4.11 - Alocação de Ativos das Companhias de Seguro de Vida 180
Tabela 4.12 - Ativos Líquidos dos Fundos Mútuos Americanos 181
Tabela 4.13 - Composição dos Ativos dos Fundos de Pensão Americanos 181
Tabela 4.14 - Composição dos Portfólios dos Fundos de Pensão, em 1990 182
Tabela 4.15 - Maiores Fundos de Pensão com Investimentos em Índice de Ações (30.9.1990) 183
Tabela 4.16 - Total de Ações e Grau de Rotatividade por Categoria de Investidores 185
Tabela 4.17 - Fontes e Usos de Recursos das Empresas Não-financeiras 187
Tabela 4.18 - Estrutura de Endividamento das Corporações Americanas (1979-94) 188
Tabela 4.19 - Operações Brutas com Ações de Empresas Não-financeiras 190
Tabela 4.20 - Emissão de Bônus de Alta Rentabilidade e Alto Risco (*junk bonds*) 193
Tabela 4.21 - Novas Emissões no Mercado Global de Alto Risco 194

Tabela 4.22 - Fontes de Aumento de Controle Estrangeiro de Empresas Americanas 198
Tabela 4.23 - Os 20 maiores fundos de pensão americanos 212
Tabela 5.1 - Demonstrativos de Resultados das Associações de Poupança e Empréstimos 225
Tabela 5.2 - Falências de Bancos Comerciais Americanos (1979-1994) 229
Tabela 5.3 - Proporção de Ativos Financeiros Domésticos Brutos a que Cada Estado Tinha Acesso 233
Tabela 6.1 - Indicadores do Tamanho dos Mercados de Capital na União Européia, no Japão e nos EUA 252
Tabela 6.2 - Maturidade dos Valores Nocionais dos Derivativos de Balcão 255
Tabela 6.3 - Alguns Indicadores Macroeconômicos da Economia Americana (1959-94) 267
Tabela A.3.1 - Taxas de Juros nos Estados Unidos (1955-1994) 309
Tabela A.3.2 - Taxas de Câmbio 310
Tabela A.3.3 - Composição da Dívida Pública Federal Americana Bruta (por categoria de títulos) 310
Tabela A.3.4 - Principais Detentores da Dívida Pública Americana 312
Tabela A.3.5 - Estimativa do Perfil de Vencimento da Dívida Pública Americana em Poder do Set.Priv. 313
Tabela A.3.6 - Fontes de Financiamento do Déficit Público dos EUA (US$ bilhões) 314
Tabela A.3.7 - Fontes de Financiamento do Déficit Públido dos EUA (US$ bilhões) 314
Tabela A.4.1 - Fontes e Usos de Recursos das Empresas Não-financeiras 316

Índice de Quadros

Quadro 2.1 - Tipos de Fundos Mútuos Classificados de Acordo com o Objetivo de Investimento 47
Quadro 3.1 - Alterações nas Definições de Oferta Monetária pelo Federal Reserve 81
Quadro 3.2 - *Dealers* Primários de Títulos do Tesouro Americanos 105
Quadro 4.1 - Principais Restrições à Composição do Portfólio das Instituições Financeiras Americanas 159
Quadro 4.2 - Mecanismos Contra Ofertas de Aquisição de Hostil entre as Empresas Americanas 167
Quadro 4.3 - Fatores que Desestimulam o Comportamento Ativo dos Investidores Institucionais Americanos 178
Quadro 4.4 - Exemplo de LBO da RJR-Nabisco em 1989 197
Quadro 4.5 - Recapitalização da RJR-Nabisco, em agosto de 1993 197
Quadro 4.6 - Maiores Perdas com Instrumentos Derivativos 206
Quadro 5.1 - Ações Obrigatórias de acordo com *Prompt Corrective Action* (FDICIA,1991) 231
Quadro 5.2 - Ações Discricionárias de acordo com *Prompt Corrective Action* (FDICIA,1991) 232
Quadro 5.3 - Estrutura de Regulação e Supervisão das Instituições Depositárias dos Estados Unidos 237
Quadro 5.4 - Padrões de Capital com Base no Risco Estabelecido no Acordo de Basiléia 240
Quadro A.3.1 - Operações de *Swap* do Federal Reserve com outros Bancos Centrais 315

Agradecimentos

O origem desta tese se encontra numa pesquisa coordenada pelo professor José Carlos de Souza Braga, quando ainda era diretor do Instituto de Economia do Setor Público (IESP) da Fundação do Desenvolvimento Administrativo (FUNDAP), em meados de 1993. Tratava-se de aprofundar a compreensão dos sistemas de financiamento das economias mais importantes no período recente: Estados Unidos, Alemanha e Japão. Estava eu cursando os créditos do doutoramento e fui colocado ante o desafio de estudar as transformações no sistema de gestão do dinheiro e da riqueza americana. Diante do tamanho da empreitada, a equipe contava com a participação de Maria Luiza Levi Pahim, para decodificar a evolução da estrutura de financiamento das empresas e do governo japonês; e de Simone Acioli e Mariane Nassuno, para apreender os movimentos do sistema alemão. Maria Luisa Levi Pahim se converteu na mais solidária das irmãs; Simone e Mariane nas maiores companheiras em busca de uma "sintonia fina" para trabalhar com nosso coordenador. O convívio diário - intelectual e afetivo - nos permitiu aprender com as turbulências e amadurecer como pesquisadores.

De resto, o desenvolvimento da tese também ocorreu nos interstícios do IESP, onde tive total liberdade para avançar as discussões que me eram pertinentes. Nesse sentido, devo agradecimentos a muitas pessoas. Inicio pela Profa. Liana Maria Aureliano Lafayete da Silva, diretora executiva da FUNDAP, cujo papel foi muito além de um superior hierárquico, pois mostrou-se extremamente solidária e fraterna nos momentos mais difíceis. O Prof. Rui de Britto Álvares Affonso, diretor do IESP, e o Prof. Ricardo Medeiros Carneiro, consultor da "área de política econômica e estudos financeiros", garantiram a continuidade da pesquisa e, portanto, a elaboração dos argumentos fundamentais. Sou muito grato a ambos. Ademais, a cooperação de Carlos Eduardo Cavalcanti, Nilton Naretto, Fernando Azevedo de Arruda Sampaio, Luis Fernando Novais, Cristian Andrei, Plínio de Arruda Sampaio Jr., Tomás Bruginski de Paula, Carlos Kawall Leal Ferreira, Patrícia Magaldi de F. Meleti, em diferentes momentos e cada um a seu modo, tornaram o exercício solitário do trabalho intelectual menos doloroso, pois compartilhado.

No Instituto de Economia da Universidade de Campinas (UNICAMP), devo agradecimentos a todos aqueles que de uma forma ou de outra contribuíram para minha formação intelectual. Destaco os professores João Manuel Cardoso de Mello, Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo, Luciano Galvão Coutinho, Luiz Carlos Mendonça de Barros, José Carlos de Souza Braga, Monica Baer, José Carlos da Rocha Miranda, Otaviano Canuto, Mariano Laplane, Maurício Coutinho, Fernando Nogueira da Costa, Paulo Baltar e Geraldo Giovanni.

Muitas das sugestões dos professores Ricardo Medeiros Carneiro e Maria Alejandra Caporale Madi no "exame de qualificação" do projeto foram incorporadas à tese. M. Cristina Penido de Freitas, Daniela Prates e Carlos Eduardo Carvalho leram várias versões preliminares da pesquisa e, com o rigor que lhes é característico, ajudaram-me a sanar diversas questões ainda confusas. A convivência com esses três amigos transcende os limites das relações meramente intelectuais, fazendo com que seja possível partilhar as formas de apreensão do mundo, dos homens e dos deuses. Com Ana Rosa Ribeiro de Mendonça, M. Sandra de Hollanda, Maryse Farhi e Reinaldo R. F. Junior constituímos um grupo de discussão, em que versões das teses foram objeto de rigorosas avaliações. Esses debates representaram um verdadeiro fórum preparatório da defesa.

Desde os tempos de mestrado, no Instituto de Economia e no Centro Brasileiro de Análise e Planejamento (CEBRAP), construímos redes de amizades que se prolongaram com Eduardo R. Guardia, Reynaldo Passanezi Filho, Sérgio L. Cerqueira, J. Mauro Gomes, Antonio Carlos Abatepaulo, André Macedo Duarte, João Vargas e Marcos Nobre. Esses fios de amizade são absolutamente necessários à construção do espírito crítico e analítico.

No meio do caminho, o professor José Carlos de Souza Braga foi alçado à posição de orientador e, a despeito dos percalços costumeiros nessa difícil relação entre mestre e discípulo, ele soube dosar sua influência e permitir que eu realizasse minha própria tese, mesmo não concordando com todos meus argumentos. Ele sabe que é assim que se constrói um autor.

Ademir Pietro Santos e Elenira A. M. Fonseca do Centro de Documentação do IE/UNICAMP e do IESP, respectivamente, auxiliaram nas incessantes buscas bibliográficas. A disponibilidade de uma colaboração generosa de J. Alberto Curti e Ana Silvia permitiram que problemas burocráticos fossem solucionados rapidamente. Lembro ainda o apoio institucional do Programa de Bolsas de Doutoramento do sistema CAPES/CNPq, através do qual pude dispor dos meios necessários à confecção deste trabalho.

Sou grato ainda a companheiros de outras jornadas, talvez mais profundas, pois mais vitais: Edilson Gomes de Assis, Wilma de Souza Coelho Keller, Jenice Pizão, João Carlos de Barros, Marcelo Borges, Marco Fiorine, Donizete, Otaviano Ribeiro, Edna Rodrigues, Rosângela Florence, Celso Ceregatti, Saulo Augusto Pereira Filho, Paulo César de Oliveira Correia de Britto, Claúdio Picazzio, Milton Coutinho, Alberto e Valeska. Não posso deixar de citar

também os mestres de outros campos da minha vida mental: Antonio Muniz de Rezende, Renate Sanches Meyer, Paulo Leal, Célia Regina Barollo, Luiz Carlos Pereira Jr.

Finalmente, os agradecimentos a meus pais - Ademar Macedo dos Santos e Geraldina Cintra de Macedo - e meus irmãos - Magda Macedo Cintra, Marta Helena de Macedo e Cintra e, Ademar Macedo dos Santos Jr. - todos compreensivos e fraternos durante mais um percurso, a conclusão do meu doutoramento. A Marta deu legibilidade às minhas traduções.

Por todas essas pessoas envolvidas, fica implícito que a construção dessa obra é, ao mesmo tempo, uma elegia à amizade.

"Aquilo que pensamos nos volta as costas. Partimos em sua direção, colocamo-nos à sua procura, sem poder contemplar-lhe a face." Heidegger

Apresentação

Keynes sempre enfatizou a importância da "observação vigilante" ao processo de construção teórica. Do seu ponto de vista, a teoria não seria nada mais do que uma representação estilizada das tendências dominantes no tempo, derivada da reflexão sobre fatos relevantes. Nesse sentido, a teoria econômica deveria ser o resultado de um exercício de imaginação e de poder lógico sobre as observações que nos são dadas pela experiência (Skidelsky, 1992: 221). Essas proposições nos remetem diretamente ao funcionamento da economia internacional contemporânea e, sobretudo, da economia americana. Apreendemos que o capitalismo nos Estados Unidos transita para um novo estágio, que Minsky (1992) denominou *money manager capitalism*. Como o próprio nome sugere ("capitalismo administrador de dinheiro"), as instituições que administram grandes portfólios de instrumentos financeiros desempenham um papel crucial nesse novo estágio, pois uma proporção relevante do passivo das corporações e dos governos, e dos ativos das famílias é gerida pelos departamentos de *bank trust*, companhias de seguro, fundos mútuos, fundos de pensão e *hedge funds*. O papel dessas instituições fica restrito ao estabelecido nos contratos, pois devem preservar a liquidez, a segurança e a diversificação.

Na verdade, o *money manager capitalism* introduz um novo padrão de intermediação e de gestão da riqueza na estrutura do sistema financeiro americano (Hale, 1994). O principal objetivo desses administradores de carteiras (*money managers*), e o critério a partir do qual são julgados, é a maximização do valor dos investimentos efetuados pelos cotistas. Isto é, a maximização da taxa de retorno sobre os ativos: uma combinação de dividendos, valorização do preço das ações, rendimentos em juros e diversos ganhos de capital, inclusive com a utilização de instrumentos derivativos.

A presença dos investidores institucionais como acionistas também tem como conseqüência transformar as relações no interior das empresas, mediante a adoção dos novos princípios do *corporate governance*. Eles transferem o comportamento maximizador de curto prazo aos executivos das corporações, que ficam sujeitos a uma pressão implacável. Por conseguinte, os investidores institucionais tornam a gestão dos negócios corporativos muito sensível à valorização corrente das ações e dos bônus nos mercados de capitais. Além disso, procurando maximizar a taxa de retorno, esses fundos freqüentemente têm fornecido capitais a operações altamente alavancadas (*levereged buyouts*). São ainda quase constrangidos a aceitar ofertas

sobre suas ações, à medida que proporcionam um prêmio sobre o valor corrente do mercado. Na verdade, são essenciais num ambiente em que há *corporate raiders*[1] e operações de tomada de controle acionário, facilitando a transferência de propriedade dos ativos objetos de aquisição ou sob ameaça de *takeover*.

De acordo com Minsky (1996b: 13): "os investidores institucionais são um ingrediente essencial na exacerbação do caráter predatório do capitalismo americano. O *money manager capitalism* aumentou a incerteza nas empresas, sobretudo nas gerências de nível médio. Há uma quase crônica necessidade por *downsizing* e por uma redução nos custos variáveis. Além disso, o barateamento dos custos de transporte e de comunicação diminuiu as barreiras protecionistas às produções locais, ampliando as facilidades por operações no exterior. Esses fatores debilitaram a segurança na continuidade do emprego dos trabalhadores das fábricas, dos colarinhos brancos e dos gerentes de nível médio. Mesmo com uma boa performance agregada da economia americana, a segurança individual vem diminuindo". Noutras palavras, diante das transformações que envolvem o sistema financeiro e as estruturas produtivas observa-se uma elevação da insegurança geral. Trabalhadores de quase todos os níveis ficam inseguros, quando divisões inteiras são compradas e vendidas, e o conselho administrativo exibe uma necessidade permanente por reduções de custos.

O objetivo desta tese consiste em avançar na compreensão do modo de funcionamento do sistema monetário e financeiro da maior economia do planeta e seu processo de difusão. Defendemos a hipótese de que a globalização financeira é a imposição da forma de gestão da riqueza americana ao resto do mundo. Procuraremos mostrar que no período recente originou-se nos Estados Unidos um padrão de riqueza que se expande globalmente[2].

Segundo Chesnais (1994: 19) "a rivalidade entre modos de organização do capitalismo (capitalismo renano, nipônico ou anglo-saxônico) não pode ir muito longe, depois de os Estados Unidos imporem aos demais exatamente as regras do jogo mais convenientes para eles

---

[1] A literatura econômica cunhou o termo *raider* para designar investidores financeiros agressivos, que exigiam valores de ações mais altos e dividendos maiores, atacando as fortalezas do *big business* e implementando uma "mentalidade de cassino" no mundo americano dos negócios. Segundo SAMPSON (1995: 204): "os *raiders* eram apoiados por firmas agressivas de advocacia e bancos de investimento, que viam lucros imensos em 'fusões e aquisições' e tinham condições de perceber oportunidades com muito mais clareza do que os executivos das empresas. Os advogados dispunham de equipes de economistas, relações públicas e detetives particulares para cercar as companhias visadas, com uma impiedade obstinada comparável a uma guerra".

[2] Para Brzezinski (1997), ex-conselheiro de Segurança Nacional de Jimmy Carter, a superpotência América é "a primeira sociedade global da História, a primeira a tornar universal seu modo de vida, suas técnicas, suas produções culturais, seus modos e modelos de organização." Estaríamos, portanto, frente a um "modelo global de modernidade".

próprios, calcadas nas necessidades do capital financeiro de características rentistas, de que são o epicentro. São eles, então, que ditam as regras (políticas de liberalização e desregulamentação) do comércio e das finanças internacionais, através de seus posicionamentos no Fundo Monetário Internacional (FMI), Banco Mundial (BIRD), Organização Mundial do Comércio (OMC), G-7, G-5, e também dos posicionamentos menos formais que ordenam o relacionamento interno dos oligopólios mundiais". Apesar das diferenças que ainda persistem entre os principais países, o modelo de gestão da riqueza americano (e por semelhança o inglês) se estabelece como eixo do processo, com a notável reafirmação da posição central dos Estados Unidos na dominação capitalista mundial, após 1982[3]. Nas palavras mais prosaicas de Thomas L. Fredman (*New York Times, apud* Ricupero & Gall, 1997: 4): "esse fenômeno que chamamos 'globalização' - integração de mercados, comércio, finanças, informação e propriedade de empresas em todo o globo - é atualmente um fenômeno muito americano: usa orelhas de Mickey Mouse, come Big Macs, bebe Coca-Cola, fala em celulares Motorola e rastreia seus investimentos com a Merrill Lynch usando Windows 95. Em outras palavras, os países ligados na globalização estão na realidade se conectando a um alto grau de americanização".

Os conceitos de mundialização do capital (Chesnais, 1994)[4] ou de financeirização da riqueza (Braga, 1993) pretendem designar uma "nova configuração do capitalismo mundial" e dos

---

[3] Na reunião de Cúpula do G-8 (trata-se do G-7 acrescido da Rússia), de 20 a 22 de junho de 1997, o subsecretário do Tesouro Larry Summers e, arquiteto de grande parte da política econômica global dos EUA, afirmou: "somos a única superpotência militar. E está cada vez mais claro que também somos a única superpotência econômica. Em uma era de globalização, somos a economia mais dinâmica e flexível do mundo. Dominamos ou temos liderança em todos os setores pós-industriais. Pensem na Microsoft no campo do *software*, na Federal Express em matéria de transporte ou na NASDAQ na área de serviços financeiros. Os Estados Unidos são a potência indispensável" (*apud* Tachinardi, 1997).

[4] Chesnais (1995: 5, nota 5) justifica a adoção do termo "mundialização do capital" em vez de "globalização". De acordo com o autor, a palavra globalização tende a "apresentar o mundo como nascendo sem fronteiras e as grandes empresas como sendo destituídas de nacionalidade". Além disso, o termo "globalização" está carregado de ideologia e, na verdade, originou-se no início dos anos 80, nas grandes escolas americanas de *Business Management* (Harvard, Columbia, Stanford) antes de ser popularizado pelas obras e *papers* de hábeis consultores em estratégia e *marketing* oriundos dessas escolas. Na perspectiva da administração de empresa, o termo foi utilizado para enviar um recado aos grandes grupos econômicos: "os obstáculos ao desenvolvimento de suas atividades em qualquer lugar onde exista a possibilidade de realizar lucros estão sendo derrubados graças à liberalização e à desregulamentação. A telemática e os satélites de comunicação colocam à disposição ferramentas fantásticas de comunicação e controle. Vocês devem reorganizar e reformular suas estratégias". Essa perspectiva das *Business Schools* torna a globalização um fenômeno meramente microeconômico - novas formas de organização e administração das operações internacionais dos grandes grupos. Então, o autor procura estabelecer que o conteúdo efetivo da globalização é dado, não pela mundialização das trocas e, sim pela mundialização das operações do capital (industrial, comercial e financeiro). Em vez de utilizar o termo "globalização" - como forma de produção no exterior - é preferível "mundialização do capital", sob a forma tanto do capital produtivo aplicado na indústria e nos serviços, como do capital concentrado, que se valoriza conservando a forma dinheiro.

mecanismos que comandam seu desempenho e sua regulação. Vale dizer, uma "nova forma dinâmico-estrutural do capitalismo". Esta reestruturação capitalista em escala global abrange vários aspectos e dimensões - os métodos de produção, a organização empresarial, o funcionamento dos mercados financeiros, as normas impostas pela concorrência, as relações entre os Estados nacionais e a grande empresa "globalizada", a capacidade reguladora do Estado através da política fiscal e monetária -, que se relacionam de maneira dinâmica. Da nossa parte, pretendemos avaliar tão-somente uma dimensão desse processo, e talvez a mais relevante, a chamada "globalização financeira", a partir dos Estados Unidos.

Mais precisamente, a partir de outubro de 1979, com a elevação da taxa de juros americana promovida pelo presidente do Federal Reserve, Sr. Volcker, iniciou-se um processo para recolocar a moeda americana no centro do sistema financeiro mundial, denominado "diplomacia do dólar forte". Essa decisão unilateral dos Estados Unidos terminou por impor sua moeda, o dólar, em bases puramente financeiras e patrimoniais. Esse processo está ancorado na aceitabilidade dos títulos de dívida pública do Tesouro americano como lastro básico da securitização globalizada; no poder do Federal Reserve e do Tesouro em manter a dominância do dólar a partir da política monetária e cambial intervencionista, com as quais vêm sustentando as vantagens financeiras, de liquidez e de segurança dessa moeda financeira; do papel dos bancos e dos investidores institucionais americanos operando em escala global com ampla autonomia, de acordo com estratégias quase automáticas, comandadas por programas de computadores que monitoram as variações dos preços dos ativos (Braga, 1997a).

Assim, procuraremos analisar as principais tendências e transformações no sistema monetário-financeiro dos Estados Unidos no passado recente. Tentaremos desenvolver uma abordagem que envolve um escopo relativamente amplo sem a pretensão de um tratamento exaustivo sobre pontos específicos. Do ponto de vista metodológico, discutiremos a evolução, principais características, tendências e mudanças estruturais no sistema financeiro americano, bem como suas relações com o setor produtivo. Enfatizaremos também as mudanças no plano institucional, as implicações para a política monetária e cambial, e a gestão da dívida pública.

O trabalho está estruturado a partir das transformações monetário-financeiras da economia americana. Nos dois capítulos iniciais evidenciaremos as alterações estruturais do setor financeiro americano em direção a um sistema dominado pelas "finanças diretas" e globalizadas. Destacaremos que a liberalização e a desregulamentação monetária e financeira dos Estados Unidos potencializaram o processo de securitização da dívida pública e privada,

de institucionalização da poupança e de crescimento dos instrumentos derivativos. Ou seja, à generalização e à supremacia dos mercados de capitais face a uma redução na participação relativa do sistema de crédito comandado pelas instituições de depósito. E pelas necessidades de diversificação dos portfólios dos investidores institucionais, essa forma de gestão se espraiou pelo resto do mundo, após 1982.

Em seguida, no terceiro capítulo tentaremos articular as novas concepções de moeda, o monitoramento da dívida pública, a operacionalidade da política monetária e a evolução da política cambial. Destacaremos que dentro do arcabouço operacional resultante das inovações financeiras (quase-moedas) a partir da década de 60, as reservas compulsórias e a taxa de redesconto perderam importância como instrumento de controle monetário. O Federal Reserve, no início dos anos 70, passou a balizar as taxas de juros de curto prazo através dos *federal funds rate*. Ademais, restou à autoridade monetária a utilização dos títulos públicos (portanto, da dívida pública) como instrumento de controle da liquidez dos mercados monetários. Através da compra e venda desses papéis, a autoridade consegue sensibilizar a oferta de crédito. A política monetária fundada nas operações de *open market* se transformou numa política de definição dos preços dos títulos, à medida que os títulos públicos constituem a referência (*benchmark*) desses mercados. Analisaremos ainda o papel do dólar e do sistema financeiro americano como pontas-de-lança da globalização financeira. A liberalização monetária e financeira dos Estados Unidos, seguida pela desregulamentação dos mercados financeiros nacionais, pelo processo de securitização e pela expansão dos instrumentos derivativos constituíram um espaço financeiro verdadeiramente global.

No quarto capítulo, exploraremos o *corporate finance* e as interfaces com o sistema financeiro. Os mercados de capitais nos anos 80 e 90 tornaram-se muito significativos em termos de montante e extensão, determinando importantes impactos sob a forma de criação e gestão da riqueza, com um aprofundamento do paradigma *capital market-based financial system* estabelecido por Zysman (1983)[5]. O novo sistema de operações e especulações

[5] No sistema baseado em mercados de capitais (*capital market-based financial system*), cujos representantes típicos seriam os sistemas financeiros dos Estados Unidos e da Inglaterra, as principais fontes externas de financiamento de longo prazo à indústria seriam bônus e ações emitidos diretamente pelo agente tomador e haveria uma tendência à especialização dos bancos em empréstimos de curto prazo, enquanto as demais instituições financeiras desenvolveriam atividades nos mercados de *securities*. "Nesse sistema, a principal função dos empréstimos bancários é atender propósitos de curto prazo. Em cada um dos diversos mercados os preços são fixados em condições razoavelmente competitivas, situação que implica uma variedade de instrumentos de capital, de mercados monetários e uma grande quantidade de instituições financeiras especializadas. (...) Nesse sistema, o banco central se ocupa principalmente com o controle dos agregados monetários, seja a quantidade da oferta monetária, seja o nível da taxa de juros. Somente de forma secundária influencia a alocação de recursos entre aplicações alternativas. (...) O banco central pode

convergência" de opiniões, eliminando o pressuposto que daria uma certa estabilidade ao mercado.

altamente sofisticadas, os mercados de capitais assumiram o papel de principal templo das finanças, em que o *market oriented financial system* é levado ao paroxismo. Porém, grande parte dessas operações ocorre entre os próprios agentes financeiros. No que se refere às relações com as empresas, buscaremos evidenciar que o padrão de financiamento das corporações, através do chamado "mercado externo" de capitais, apresenta características muito particulares. Os capitais têm extrema mobilidade e fluidez. Os recursos dos acionistas deslocam-se rapidamente de uma empresas para outra, com base nas expectativas de valorização de curto prazo de suas ações. As empresas com ações negociadas em bolsas dependem de uma estrutura de propriedade "transitória", comandada pelos investidores institucionais (fundos de pensão, fundos mútuos, companhias de seguro e outros administradores de recursos de terceiros) que atuam como agentes dos investidores individuais.

No quinto capítulo, buscaremos apreender as transformações institucionais do sistema financeiro americano. A estrutura fragmentada dos grupos de interesses no Congresso e a competição entre autoridades regulatórias ainda não permitiram um conjunto articulado de reforma do sistema financeiro americano, a despeito de várias propostas. As mudanças ocorridas foram *ad hoc*, tornando *de jure* uma situação *de facto*. Não obstante, essa ausência de uma estratégia clara sobre a reorganização institucional do sistema financeiro americano, observamos que há uma tendência no sentido de consolidar os *full-service banking*, mantendo separadas suas jurisdições.

Finalmente, após a tentativa de apreender as transformações institucionais e a natureza da dinâmica financeira privada prevalecente nos Estados Unidos, procuraremos articular num modelo lógico a totalidade do sistema de financiamento que está se delineando para o resto do mundo, inclusive para os mercados emergentes (onde se inclui o Brasil), a partir dos mercados de capitais americanos. Salientaremos que a predominância dos mercados de capitais implica novos problemas de regulação à medida que a estabilidade dos mercados de títulos depende em grande parte da diversidade de opiniões dos agentes. A crescente concentração dos recursos em fundos de investimento e o desenvolvimento de sistemas informacionais tendem a diminuir a diversidade de expectativas, levando ao que se poderia chamar de "risco de

---

agir como emprestador de última instância, porém apenas de forma muito limitada. Quando intervém num *capital market-based system*, isso ocorre através de operações de compra e venda, criando as condições de mercado desejadas; (...). *Esse modelo coloca os bancos, as empresas e o Estado em esferas distintas, fora das quais arriscam e se encontram como parceiros de negócios autônomos"* (Zysman, 1983: 70, grifos no original).

"All the world was America - conventional wisdom seemed to suggest that all countries would have to adopt American-style deregulation and hyper-mobile capital markets" Locke.

1. Em Direção às "Finanças Diretas" e Globalizadas

É amplamente conhecido que a estrutura institucional do sistema financeiro dos Estados Unidos foi construída no início dos anos 30 (Glass-Steagall Act de 1933 e o Securities Exchange Act de 1934). Essa estruturação fundou-se em três princípios: a) restrições à competição entre instituições financeiras, o que resultou numa estrutura segmentada; b) proteção estatal que inclui o sistema de seguro dos depósitos e mecanismos de supervisão; c) transparência na gestão dos negócios.

A introdução do seguro de depósito, através do Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) em 1933 e do Federal Savings and Loan Insurance Corporation em 1934, representou o sistema de proteção estatal mais importante. Foi esse sistema que restaurou a confiança no mercado financeiro após as corridas bancárias de 1931-33. Na verdade, esse instrumento criou duas categorias de intermediários financeiros: aqueles que possuíam passivos segurados e aqueles que não os possuíam. Apenas as instituições que captavam depósitos tinham seus passivos segurados. Estas eram constituídas pelos bancos comerciais, que podiam captar depósitos à vista e a prazo; pelas instituições de poupança formadas pelas associações de poupança e empréstimos (*savings and loan associations* - S&Ls); pelos bancos de poupança mútua (*mutual saving banks*) e; pelas cooperativas de crédito (*credit unions*).

Expandiu-se também o papel da autoridade monetária na regulamentação e supervisão das instituições financeiras[6]. O Federal Reserve System centralizou-se no Federal Reserve Board e criou-se o Federal Open Market Committee para coordenar as operações com títulos públicos no *open market*, a fim de regular as reservas bancárias. Ampliaram-se os ativos que podiam ser qualificados como colaterais para empréstimos de redesconto e possibilitou-se uma grande flexibilidade ao banco central no sentido de alterar os depósitos compulsórios para melhor conduzir a política monetária.

---

[6] Através do Federal Reserve Act de 1913, os bancos nacionais tornaram-se membros do Federal Reserve System e os bancos estaduais ficaram com a opção de aderir ou não. Atualmente, essa separação é menos significativa, pois todos os bancos devem manter reservas sobre seus depósitos junto ao Federal Reserve, de acordo com o Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act (DIDMCA), aprovado em 1980. Porém, menos de 7% dos bancos estaduais são membros do Federal Reserve. Em geral, os bancos estaduais não-filiados são relativamente pequenos em termos de ativos e estão localizados em pequenas comunidades e áreas rurais. Ademais, 98% dos bancos comerciais são garantidos pelo FDIC, detendo 99,5% dos ativos.

As restrições à concorrência tomaram várias formas. Em primeiro lugar, o Federal Reserve estabeleceu um teto para as taxas de juros sobre depósitos a prazo captados e empréstimos concedidos pelos bancos, bem como proibiu o pagamento de juros sobre os depósitos à vista (Regulation Q)[7]. Em segundo lugar, o McFadden Act de 1927 já havia instituído rigorosas restrições quer à ampliação das redes bancárias interestaduais existentes, quer à constituição de novas redes interestaduais. Ou seja, as instituições bancárias somente poderiam constituir filiais em vários estados simultaneamente, mediante autorização. Essa legislação consolidou os pequenos bancos (mais ou menos 7.000)[8]. Em terceiro lugar, a segmentação do sistema financeiro também restringiu a concorrência tanto no ativo, como no passivo das instituições. No ativo, as associações de poupança e empréstimos e os bancos de poupança mútua se especializaram em crédito hipotecário (residencial); os bancos comerciais, em empréstimos de capital de giro às empresas; as financeiras em crédito pessoal e financiamento do consumo. No passivo, apenas os bancos comerciais tinham permissão para oferecer contas correntes (depósitos à vista); as instituições de poupança se concentraram em depósitos a prazo. As outras instituições financeiras - bancos de investimento[9], companhias de seguro, fundos de pensão - não tinham autorização para oferecer contas de depósitos a prazo e seus passivos não estavam sujeitos ao seguro de depósito.

A legislação instituiu também importantes mecanismos que limitavam a liberdade dos bancos comerciais em assumirem riscos: requerimento de capital mínimo; proibição de certos tipos de empréstimos e limites para a concessão de crédito a determinados tomadores; proibição de entrarem nas atividades de subscrição de ações, bônus e seguros; e proibição de deterem ações e bônus de empresas nos seus portfólios. Os bancos comerciais podiam subscrever e negociar apenas títulos públicos (federais, estaduais e municipais). As operações de *underwriting* ficaram circunscritas aos bancos de investimento e corretoras de títulos e valores mobiliários[10].

---

[7] Apenas em 1966, os tetos foram estendidos às instituições de poupança e a captação foi fixada em 5,25% a.a. e os empréstimos entre 7 e 9% a.a., sendo que as taxas das instituições de poupança foram estabelecidas 0,25% acima dos depósitos bancários (Allen, 1990: 17).

[8] Destaca-se também a regulação antitruste que procurava combater a concentração de poder financeiro a fim de preservar os pequenos bancos locais/regionais, com a retórica predominante na época do *small is beautiful* (Wojnilower, 1987).

[9] Os bancos de investimento não eram considerados bancos, mas empresas de investimento especializadas na compra e venda de *securities* aos clientes.

[10] A primeira alteração importante dessa legislação ocorreu através do Bank Holding Company Act de 1956, que abrandou as restrições impostas pelo Glass-Steagall Act. Através da formação das *bank holding companies* podiam-se oferecer serviços financeiros proibidos aos bancos. Essa alteração vai marcar a especificidade do processo americano de conglomeração financeira, consolidando os chamados *full-service banking* ou *financial supermarkets* ("supermercados de serviços financeiros"). Essa última

Ademais, o Securities Exchange Act de 1934 definiu que as corporações eram a forma dominante de organização da produção nos Estados Unidos, e os interesses dos acionistas eram preponderantes tanto nos mercados financeiros quanto na gestão das empresas. Com essa finalidade foi desenvolvida a "doutrina da transparência". A Securities and Exchange Commission passou a exigir o registro de todos os valores mobiliários negociados em bolsas de valores e a divulgação (*disclosure*) periódica, pelas emitentes, de informações sobre suas situações financeiras e variações patrimoniais, bem como proteger os investidores. Isto é, buscou promover a divulgação regular de informações a respeito das empresas, dos títulos negociados publicamente e das operações de pessoas com acesso a informações privilegiadas (*insiders*) - funcionários e diretores de uma companhia e os que controlam pelo menos 10% do capital. Para isso, a SEC estabeleceu padrões para apresentação de balanços e informações financeiras, bem como o monitoramento dos ativos dos agentes emissores no mercado primário e dos títulos e ações negociados nos mercados secundários.

Assim, o princípio da transparência determina que informações confiáveis - sobre as condições financeiras das corporações e dos agentes financeiros que operam nos mercados de capitais -, sejam de domínio público. Segundo Minsky (1994b: 8): "o princípio da transparência é necessário à operacionalização de um sistema financeiro fundado no mercado (*a market-rather than an institution-based financial system*)", uma vez que a confiança num mercado de dívidas e de ações requer alguma visibilidade sobre a gestão das corporações e dos mercados financeiros. O Investment Company Act de 1940 regulamentou a criação dos fundos de investimento, ficando estabelecida a obrigatoriedade por parte dos bancos de investimento de fornecerem informações aos aplicadores[11].

Esse arcabouço institucional, montado nos anos 30, operou de forma notável no imediato pós-guerra. Os títulos públicos relacionados com o esforço de guerra e com taxas de juros fixadas pelo Federal Reserve dominavam os portfólios privados, tanto dos bancos comerciais, como das corporações. Porém, a ampla aceitabilidade e ausência de risco dos títulos públicos, que podiam ser facilmente trocados por moeda, com pequena variação de preço, determinou uma

---

expressão foi utilizada pelo relatório do BIS (1986: 183) para melhor caracterizar o conjunto de serviços financeiros - empréstimos, depósitos, cartões de créditos e seguros - que passaram a ser oferecidos pelos bancos.

[11] O Employee Retirement Income Security Act (ERISA) de 1974 regulamentou os fundos de pensão e aposentadoria e criou o Individual Retirement Account (IRA). O IRA constituiu uma conta de aposentadoria com direito a diferimento tributário, que um empregado poderia abrir com um depósito limitado a US$ 2.000 por ano. Saques ou retiradas dessas contas de aposentadoria antes dos 59 anos ficaram sujeitos a multas fiscais de 10%, sobre o principal.

elevada liquidez no sistema financeiro. Ademais, o Federal Reserve instituiu uma política que beneficiava os devedores (a manutenção de uma taxa de juros baixa), ao mesmo tempo que favorecia a expansão dos ativos dos bancos comerciais, principal grupo credor da economia (Guttmann, 1994: 87-88).

A liquidez das instituições financeiras, o baixo nível do endividamento privado e o seguro de depósito mantiveram as taxas de juros em níveis baixos e estáveis. Nesse contexto, as incertezas sobre os custos de captação das instituições de depósito foram reduzidas e facilitou-se a expansão dos empréstimos a taxas de juros fixas. A título de exemplo, essa estabilidade das taxas de juros estimulou o desenvolvimento de hipotecas de até 30 anos e, conseqüentemente, da indústria de construção civil. As instituições de poupança puderam garantir uma rentabilidade a despeito do descasamento de prazos: depósitos de curto prazo com empréstimos de longo prazo.

Essa estrutura financeira, ancorada na estabilidade e na rentabilidade do sistema bancário, contribuiu para o longo período de crescimento econômico do pós-guerra. Porém, esse mesmo crescimento modificou as condições em que tal estrutura institucional operava: sob novas condições, o arranjo institucional que possibilitou a estabilidade transformou-se em um obstáculo. O nível do estoque de dívidas privadas aumentou e reduziu a importância relativa dos títulos públicos nos portfólios das instituições financeiras (ver tabela 1.1). A primeira crise financeira do pós-guerra ocorreu em 1966 (Minsky, 1986). Em meados dos anos 60, a inflação e as taxas de juros começaram a subir, minando alguns elementos estruturais do sistema financeiro dos EUA.

Tabela 1.1- Ativos Financeiros dos Bancos Comerciais (1946-1984)

US$ bilhões/fim de período

	1946	1950	1955	1960	1965	1970	1975	1980	1981	1982	1983	1984
A.Total	134,2	149,5	187,4	228,3	340,7	504,9	834,6	1.389,5	1.522,6	1.611,2	1.757,4	2.012,9
B.Títulos Públicos	76,5	64,5	65,2	63,9	66,0	76,4	119,5	172,1	183,9	211,8	258,1	261,5
C.Empréstimos	24,0	25,9	83,4	120,0	203,8	310,8	533,6	938,7	1.029,5	1.074,4	1.158,8	1.328,4
D=B/A (%)	57,0	43,1	34,8	28,0	19,4	15,1	14,3	12,4	12,1	13,1	14,7	13,0
E=C/A (%)	17,9	28,8	44,5	52,5	59,8	61,6	63,9	67,5	67,6	66,7	65,9	65,8

Fonte: *Flow of Funds Accounts (1952-1984)*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, 1985. In: Minsky (1986: 74).

Com a elevação das taxas de juros, os mecanismos de restrições à concorrência - que ajudaram a manter a estabilidade do pós-guerra - passaram a limitar a capacidade de adaptação das instituições de depósito, resultando em dificuldades financeiras e instabilidades. O teto das taxas de juros tornou-se um problema concreto para as instituições de depósito. Enquanto as taxas de juros permaneceram baixas, os tetos tinham promovido a estabilidade, pois se limitou

a concorrência entre as instituições. Contudo, sob taxas de juros altas e com tendência de elevação, os tetos desencadearam a **desintermediação financeira**. Vale dizer, a transferência de recursos das instituições de depósito para os mercados monetários (*money markets*)[12], em que maiores taxas poderiam ser obtidas, uma vez que não estavam sujeitos aos tetos de captação e à proibição de pagamento de juros sob depósitos à vista. Em meados dos anos 60, ocorreu também a criação dos Certificados de Depósitos (CDs) negociáveis no euromercado, em que as filiais de bancos americanos no exterior ofereciam alternativas de aplicações mais rentáveis no mercado internacional aos clientes da matriz, contornando as restrições domésticas.

As inovações financeiras e tecnológicas aprofundaram a desintermediação nos anos 70, estimulando o desenvolvimento dos fundos mútuos do mercado monetário (*money market mutual funds* - MMMFs). Estes proporcionavam taxas de retorno de mercado (acima dos tetos) para um grande número de sócios, que depositavam seus recursos nesses fundos, que por sua vez investiam em instrumentos do mercado monetário. Nas palavras de Stigum (1990: 1176): "um fundo mútuo é um instrumento através do qual os investidores formam um conjunto de recursos para investir em um diversificado portfólio de *securities*. O investidor que aplica em um fundo mútuo obtém participações nos retornos e transforma-se de fato em possuidor de parte (quotas) do fundo".

Os MMMFs desafiaram o monopólio das contas de depósito a prazo pelas instituições de depósito. Formalmente, o passivo dos MMMFs não eram depósitos, tampouco eram protegidos pelo FDIC, portanto, os investidores não tinham seguro sobre o principal. Porém, o passivo dos MMMFs se aproximava dos depósitos, pois podia ser facilmente sacado, dependendo de uma contra-ordem, e era relativamente seguro. Alguns fundos ofereciam disponibilidade de saque através de cheques. Sendo assim, a operacionalização desses instrumentos impunha a necessidade de manter *securities* altamente líquidas no ativo[13]. Na

---

[12] O mercado monetário é um mercado atacadista de baixo risco, elevada liquidez e instrumentos de curto prazo. É composto por títulos de dívida pública ou privada, podendo ser de emissão do Tesouro americano, agências federais, notas municipais, certificados de depósitos negociáveis, *commercial papers* e aceites bancários.

[13] Os fundos mútuos do mercado monetário são, portanto, meios de pagamento que garantem aos investidores o recebimento de juros em aplicações de curto prazo. Suas características podem ser resumidas da seguinte forma: a) estrutura de passivos restrita a depósitos, na verdade, quotas vendidas dos fundos; b) pagamento de taxa de juros do mercado monetário, creditado mensalmente; c) ativos constituídos de *securities* diversas - *commercial papers*, aceites bancários, contratos de recompra, títulos públicos, certificados de depósitos; d) ausência de obrigatoriedade de manutenção de reservas junto à autoridade monetária; f) ausência de seguros de depósitos para as quotas; g) atuação mediante pequena margem de lucro, resultante de diferenças entre taxas de ativos e passivos; etc. A partir desse esquema de funcionamento, os riscos de

verdade, com essas contas de curto prazo que rendem juros, lastreadas em títulos públicos e privados, inventou-se um substituto próximo da moeda e dos depósitos, as chamadas quase-moedas, que se proliferaram também no interior das instituições de depósitos (*NOW-Accounts*, *ATS-Accounts*, *SUPER NOW-Accounts*). Assim, uma das barreiras à competição constituída na estrutura financeira dos anos 30 havia sido efetivamente abalada.

A ameaça de desintermediação e o desafio dos MMMFs afetaram os bancos comerciais e as instituições de poupança de forma diferenciada. Para as instituições de poupança e os pequenos bancos, a ameaça foi de perda de depósitos. Os grandes bancos haviam introduzido os certificados de depósitos negociados - *certificates of deposit* (CDs) - uma inovação de 1961, que pagava taxas de juros de mercado sobre grandes quantias[14].

Os grandes bancos foram ameaçados no passivo não apenas pela perda de recursos, mas também pela necessidade de pagar altas taxas de juros pelos depósitos [15]. Nos ativos, aumentaram as pressões competitivas por suas carteiras, devido à perda de monopólio nos empréstimos de curto prazo às corporações. As companhias financeiras, freqüentemente associadas às grandes corporações, começaram a emitir *commercial papers*, que eram comprados pelos MMMFs. Essas operações de crédito competiam diretamente com as atividades dos bancos comerciais. D'Arista & Schlesinger (1993) chegam a afirmar que as companhias financeiras formaram um "sistema bancário paralelo" (*parallel banking system*).

A partir da crise de 1982, que fragilizou os grandes bancos comerciais americanos - os mais ativos na intermediação financeira dos anos 70, financiando setores e agentes produtivos tanto nos países industrializados, especialmente nos EUA, como nos países em desenvolvimento -, os tomadores de primeira linha intensificaram suas operações no segmento de bônus, *commercial papers*, notas, etc. Vale dizer, as grandes corporações passaram a emitir

---

crédito e de mercado são repassados aos agentes poupadores de recursos, enquanto possuidores das quotas dos fundos. O papel das instituições restringe-se à administração dos recursos depositados (Stigum, 1991).

[14] No mercado monetário os certificados de depósito negociáveis (CDs) foram lançados inicialmente pelo Citibank, aproveitando uma brecha na Regulation Q: depósitos a prazo de volumes superiores a US$ 100 mil por períodos maiores do que 14 dias não estavam sujeitos às restrições impostas aos depósitos bancários. Porém, para a consolidação desse instrumento foi fundamental a negociabilidade e, portanto, o desenvolvimento do mercado secundário, que possibilitava liquidez aos depósitos de elevado valor. Devemos observar, no entanto, que os CDs também foram afetados pelas medidas de política monetária contracionista adotadas na segunda metade da década de 60. Ou seja, a brecha descoberta pelo Citibank foi fechada, mas sua filial em Londres lançou os CDs em eurodólar (1966).

[15] No processo de desregulamentação ocorrido no início da década de 80, as instituições de depósitos (bancos comerciais e de poupança) foram autorizadas a oferecer contas de depósitos no mercado monetário (*money market deposit accounts*), instrumentos semelhantes aos fundos mútuos do mercado monetário, sendo porém garantidas pelo Federal Deposit Insurance Corporation - FDIC.

diretamente *commercial papers*, para o financiamento de capital de giro, utilizando-se de seu baixo risco de crédito ou de sua excelente classificação de risco de crédito (*high-credit-quality rating*). Empresas com elevado risco de crédito e outros participantes do mercado de fusões e aquisições também passaram a emitir seus títulos diretamente. Com o apoio dos bancos de investimentos, tais agentes financiaram suas atividades com títulos de elevado risco (*high-yield bonds* ou *junk bonds*)[16]. Assim, muitos tomadores de recursos transferiram suas operações do mercado de crédito associado às instituições de depósito para a emissão direta nos mercados de títulos (*securities*).

[16] Bônus classificados abaixo de Baa3 por Moody's Investors Service ou abaixo de BBB por Standard and Poor's Corporation.

O papel desempenhado pelas *Credit Rating Agencies* foi fundamental à expansão dessas operações (Young, 1993)[17]. As Agências de Classificação de Risco fornecem indicadores comparativos do risco de crédito relativo a um universo de títulos de dívida[18]. A Moody's, por exemplo, cobre um universo de 4.000 emissores de títulos com personalidade jurídica e 10.000 pessoas físicas, priorizando o comportamento das dívidas de longo prazo. Essas avaliações se fundamentam em fatores quantitativos e qualitativos, na análise dos balanços e dos fluxos de caixa esperados durante o período de resgate dos títulos de dívidas, na posição do emissor no contexto global, na estrutura organizacional do emissor, etc. As agências não fornecem garantias contra perdas, apenas um espectro comparativo de avaliação de risco, que os investidores podem utilizar para monitorar as perdas potenciais das suas carteiras de investimento. Do ponto de vista do investidor, as classificações de risco desempenham um papel relevante no processo de estabelecimento do rendimento esperado dos títulos ou prêmio de risco que devem demandar a fim de compensar investimentos mais arriscados. Fica evidente, que nesse mercado de títulos de dívida direta a absorção das perdas são transferidas aos investidores: um rendimento mais elevado procura compensar um risco maior.

---

[17] O sistema de classificação de risco de crédito foi introduzido no mercado de bônus americano por John Moody, em 1909. Porém, atingiu uma participação importante somente após a Grande Depressão dos anos 30, quando o governo instituiu restrições a alguns investidores. Os fundos públicos de pensão e as companhias de seguro não poderiam investir em títulos abaixo de nível considerado "prudente" (*investment grade*). Nas décadas de 70 e 80, suas atividades se expandiram com o crescimento do mercado de *junk bonds* (*speculative-grade market*), os problemas das dívidas com os países em desenvolvimento, a crise nos investimentos imobiliários para fins comerciais e os processos de tomada de controle acionário (*takeovers*).

[18] O risco de crédito resulta da possibilidade de que uma (ou mais de uma) das contrapartes não cumpra(m) suas obrigações contratuais, ocasionando perdas do principal para o(s) parceiro(s). A classificação de títulos realizada pela Standard & Poor's e pela Moody's são as mais conhecidas modalidades de classificação de risco de crédito. De modo geral, as **Regras de Classificação de Títulos** são:

	Moody's	Standard & Poor's
Qualidade superior, títulos de excepcional qualidade	Aaa	AAA
Alta qualidade	Aa	AA
Classificação média alta	A	A
Classificação média	Baa	BBB
Predominantemente especulativo	Ba	BB
Especulativo, baixa classificação	B	B
Inadimplência próxima	Caa	CCC
Altamente especulativo	Ca	CC
Menor qualidade, sem interesse	C	C
Inadimplente, em atraso, valor questionável		DDD
-		DD
-		D

Nota: A Standard & Poor's pode utilizar os sinais + ou - para alterar algumas classificações. A Moody's utiliza os modificadores numéricos 1 (mais alto), 2 e 3 na faixa de Aa1 até Ca3.

Além disso, os detentores de poupança financeira se deslocaram para os mercados de títulos (*securities*), sobretudo para aqueles com mercados secundários organizados e para os sistemas de poupança programada: fundos de pensão, seguradoras, fundos de investimento dos mais diversos, etc. As famílias e as empresas aumentaram a utilização desses instrumentos como veículo de poupança, ocupando as funções das instituições de depósito como receptoras das poupanças familiares e como carregadoras dos contratos de crédito. Assistimos, então, a um crescimento dos chamados **investidores institucionais**, que aplicam grande parte de seus recursos nos mercados de capitais e em títulos de renda fixa. A expansão dos ativos à disposição dos *money managers* desencadeou um processo de "nstitucionalização das poupanças"

Nesse momento, ocorreu uma intensa flexibilização dos ativos das instituições bancárias, isto é, sua transformação em instrumentos negociáveis, como reação à crescente instabilidade e ao risco de crédito associado a ativos de médio e longo prazo. Em muitos casos, as operações financeiras continuaram a ser planejadas, arquitetadas, custodiadas e comercializadas pelo setor bancário. A título de exemplo, podemos citar o *Transferable Loan Facility* (1984), que consiste na venda de participações em empréstimos concedidos. Os investidores participantes recebem certificados que podem ser negociados no mercado secundário. Assim, o banco não precisa constar em seus ativos a operação de empréstimo, apenas se torna o administrador do conjunto de títulos negociáveis nos mercados de capitais, mediante o recebimento de comissões.

Esse processo ficou conhecido como **securitização** das dívidas. A securitização é, portanto, o resultado de um duplo movimento: de um lado, os credores líquidos procuram evitar os passivos bancários e de outro lado, os devedores buscam os mercados de capitais como alternativa mais barata de endividamento e capitalização. Como resultado, os bancos transformaram ativos não-negociáveis em títulos negociáveis no mercado[19].

As hipotecas residenciais se tornaram as operações de empréstimos securitizados mais comuns. As agências governamentais (Federal National Mortgage Association, Government National Mortgage Association e Federal Home Loan Mortgage) instituíram programas de empréstimos para aquisição de moradia, utilizando a técnica de *mortgage-backed securities* e, assim,

[19] Devemos salientar que os contratos negociáveis instaurados com a securitização implicam que os valores dos títulos são valores instantâneos de mercado (valor presente de títulos efetivamente negociados ou suscetíveis de sê-los), o que introduz riscos de mercado ou de preço - dada a possibilidade de variações inesperadas nos valores contratuais, decorrentes de mudanças nas condições conjunturais da economia em geral e dos mercados financeiros em particular - e, portanto, de capital nos intermediários financeiros.

ajudaram a criar um ativo mercado secundário. Nessas transações, empréstimos para compra de residências eram concedidos através da formação de um conjunto de investidores, que compravam títulos com determinada rentabilidade, cuja garantia colateral era dada pelo próprio imóvel, e que podiam ser negociados no mercado secundário para esse tipo de título. A garantia colateral ou colaterização expandiu-se para um amplo espectro de operações denominadas *asset-backed securities ou loan-backed*[20].

Ademais, a deterioração dos ativos após 1982 levou o Federal Reserve a exigir uma redução do grau de alavancagem. Ou seja, que os bancos operassem com menor coeficiente entre os ativos e o capital próprio. Conseqüentemente, as instituições bancárias tiveram de aumentar a capitalização para manter o mesmo nível de operações. Essa situação foi um importante estímulo para que os bancos desenvolvessem operações com instrumentos que não constassem de seus balanços (*off-balance sheet*), como por exemplo, os vários instrumentos financeiros derivativos.

O surgimento dos contratos de **derivativos financeiros**, assim denominados porque derivam de outros ativos, tais como ações, moedas, *commodities*, etc., decorre da instabilidade das taxas de juros, de câmbio e de inflação prevalecentes após a ruptura do padrão monetário internacional em 1970-73[21]. Eles respondiam ao propósito de se tentar neutralizar os riscos de variação dos preços dos ativos financeiros. A primeira operação desses instrumentos de *hedge* ocorreu em 1972, através da criação de contratos futuros de moedas estrangeiras, no âmbito do International Monetary Market (IMM) filiado à Chicago Mercantile Exchange, o que significou a inauguração do mercado internacional de moeda[22]. Em 1973 surgiram os

---

[20] Nas transações *asset-backed securities* (títulos lastreados em ativos), o tomador de recursos, uma empresa com classificação de risco de crédito BB, a fim de obter um financiamento de US$ milhões, elege um ativo de sua propriedade (pode ser uma porcentagem do seu fluxo de caixa) para ser utilizado como garantia colateral. A operação é conduzida por intermediários financeiros, que se encarregam de realizar a emissão dos títulos colaterizados e colocá-los junto aos investidores. Ficam estabelecidos os fluxos de pagamentos devidos pelo tomador aos intermediários financeiros e os repasses aos investidores. No caso de uma eventual falência do tomador, o ativo elegido como garantia passa imediatamente a ser propriedade dos investidores. Esse tratamento diferenciado permite que os títulos *asset-backed securities* obtenham classificações de riscos mais elevadas (geralmente AAA-Aaa) e taxas de retorno mais baixas.

[21] A origem dos modernos instrumentos derivativos está associada aos mercados futuros e de opções de *commodities* para proteger produtos agrícolas e minerais das variações bruscas de mercado. A idéia era simples. Um produtor de soja que queria garantir um preço para sua mercadoria na época da colheita, a oferecia no mercado futuro pelo preço que julgava adequado. Do outro lado do balcão, havia quem apostasse (o especulador) que a soja valeria mais na mesma época e fazia a compra. Se as cotações no prazo estipulado caíssem, o produtor ganharia porque havia conseguido garantir a remuneração pretendida para sua soja. Se as cotações subissem, quem fez a opção de compra ganharia, pois aceitara uma cotação mais baixa para um produto que agora valia mais.

[22] Entendemos por mercado internacional de moeda a transformação das principais moedas internacionais em ativos, que transacionados eram capazes de gerar ganhos de capital mediante as expectativas de flutuações,

contratos de opções sobre ativos financeiros na Chicago Board Options Exchange subordinada à SEC; em 1975 os contratos futuros de taxas de juros; em 1979, o IMM começou a negociar contratos futuros com bônus do Tesouro americano de 90 dias; em 1982 os contratos futuros de índices de bolsas de valores (através do Index and Options Market, divisão especialmente criada pela Chicago Mercantile Exchange, tendo como ativo subjacente o índice Standard and Poor's 500).

Atualmente, pode-se apostar na valorização ou desvalorização de moedas - dólar *versus* libra, marco, iene, etc. -, na elevação ou queda das taxas de juros, no índice de valorização das bolsas, etc.[23]. Uma empresa americana, que pretende garantir o preço de sua compra (de metais) no mercado londrino, vai ao mercado e faz uma opção de compra. Para evitar perdas com a variação da libra em relação ao dólar, vai a uma corretora européia e faz um contrato futuro de moedas. Caso tenha utilizado dinheiro emprestado, tenta se proteger de elevações nas taxas de juros no mercado futuro de juros. Nas outras pontas dessa cadeia podem estar uma empresa de petróleo saudita, um banco latino-americano e uma corretora japonesa.

Ocorre, então, um processo de transferência de risco de preço. O agente, que procura fazer *hedge*, passa o risco para a frente, mas o risco em si não deixa de existir. O agente que o assumiu tenta se proteger através de operações semelhantes, formando uma extensa rede de transações. Como afirma Martin Taylor, diretor do Barclays Bank, "risco não é criado nem destruído, mas meramente espalhado em todas as direções" (*The Economist*, 27.4.1996).

Para que essas operações ocorram, parte-se do pressuposto de que há diversidades de opiniões entre os agentes ou busca por cobertura de riscos opostos, de modo que a troca da variação dos contratos possa ser realizada. A participação do especulador é fundamental nesse processo. Mediante o recebimento de prêmios e a possibilidade de obterem ganhos a partir de arbitragens nos diferentes mercados, esses agentes passaram a assumir os riscos de variação dos preços dos ativos, em função de expectativas quanto ao que vai ocorrer, isto é, tentam realizar ganhos através de antecipações das mudanças nos valores dos preços (cotações) e das

---

após a ruptura do sistema de taxas de câmbio fixas, mas ajustadas, instituído no Acordo de Bretton Woods (1944). Num sentido mais geral, as transações com moedas já existiam, uma vez que o euromercado (um mercado de crédito, que criava moeda) encontrava-se em plena expansão.

[23] Desde a emissão do primeiro contrato futuro de taxa de juros, lastreado em hipotecas emitidas pelo Government National Mortgage Association (Ginnie Mae) e sobre obrigações de longo prazo emitidas pelo Tesouro americano, em 1975, mais de 50 diferentes contratos de títulos de renda fixa foram lançados nos Estados Unidos. Esses contratos cobrem um largo espectro de ativos subjacentes (CDs, títulos públicos, obrigações municipais, hipotecas, CDs em eurodólar, etc.) com destaque para os títulos emitidos pelo Tesouro.

taxas de mercado (Mendonça, 1994: 41). Esse agente não possui capital para a cobertura do valor total da operação de crédito, mas a operacionalização dos instrumentos derivativos envolve apenas a negociação das variações dos contratos financeiros e não do principal. Assim, pode-se afirmar que esses instrumentos foram desenvolvidos de modo a garantir a participação dos agentes especuladores na intermediação financeira, uma vez que essa atuação se fazia necessária diante do quadro de instabilidade.

Num primeiro momento, essa função do especulador era realizada por pessoas físicas ou fundos mútuos de investimento. Com a redução relativa das operações tradicionais de intermediação de recursos, as instituições bancárias (Bankers Trust, bancos de investimentos) passaram também a atuar como agentes especuladores, tornando-se os principais *dealers* dos mercados derivativos (US-GAO).

As oscilações de alguns pontos percentuais nas taxas de juros, de câmbio, de inflações, ao longo de um mês ou mesmo de uma semana, constituem a matéria-prima utilizada pelos especuladores para obterem ganhos de capital. Qualquer variação percentual, por menor que seja, representa oportunidades de ganho com a aposta de tendência. A volatilidade das variáveis macroeconômicas possibilita que os especuladores lucrem com posições em diversos mercados (mercado internacional de moedas, mercado de taxas de juros nos EUA, mercado futuro de taxas de juros, índice de ações Standard & Poor's 500, etc.) [24]. Um grande volume dessas arbitragens ocorre no mercado de títulos públicos americanos, uma vez que o Tesouro se financia pesadamente no mercado monetário, em operações de curto prazo.

Em suma, a volatilidade está na origem da criação desses mercados, retroalimenta-os e permite seu crescimento. Os exemplos de mercados que perderam a liquidez quando a volatilidade se reduziu são inúmeros. Não há necessidade de mecanismos de *hedge* em mercados estáveis e tampouco existe possibilidade de ganhos especulativos.

Os instrumentos derivativos podem ser negociados em Bolsas (*exchange-traded*), ou no mercado de balcão (*over-the-counter*)[25]. O mercado de balcão é um mercado de títulos sem

---

[24] De acordo com a imagem utilizada pelo professor Luiz Carlos Mendonça de Barros, a instabilidade pode ser percebida como um estado geral em que um passageiro se encontra dentro de um avião em pleno vôo, a volatilidade seria a oscilação das asas do avião. Metaforicamente, então, a volatilidade poderia ser representada como a contínua "vibração das cotações".

[25] Os mercados organizados de derivativos financeiros dispõem de uma regulamentação extremamente detalhada, que estabelecem as condições de negociação, a definição do produto, a quantidade unitária de cada contrato, a moeda de pagamento e os vencimentos das operações. Além disso, o risco de crédito é relativamente limitado, pois a bolsa ou a câmara de compensação assume a contrapartida de todas as operações. Os mercados de balcão primam pela ausência de normas e especificações dos diversos instrumentos negociados, permitindo que se adaptem às necessidades dos usuários. Ou seja, nos mercados

lugar físico determinado para as transações, que são realizadas por telefone junto a instituições financeiras. Ao contrário dos contratos negociados em Bolsa, os contratos do mercado de balcão não são padronizados, o que lhes confere menor grau de liquidez. No balcão, as operações são realizadas entre dois agentes, enquanto nas Bolsas ocorrem entre o agente e a Bolsa, que funciona como uma *clearing house*, ou seja, o agente que efetua as compensações das posições credoras e devedoras dos participantes.

A dinâmica diária nos mercados de derivativos financeiros pode ser estilizada da seguinte forma. Nesse mercados o comprador e o vendedor têm necessariamente antecipações opostas, quanto à direção futura dos preços. No entanto, a presença de operadores com antecipações opostas ocorre em proporções diferenciadas a cada momento do pregão, com predomínio de uns ou de outros, em função das ordens enviadas pelos intermediários financeiros e/ou das antecipações de curtíssimo prazo. A escassez de compradores (vendedores) a um determinado nível de preços, levará as cotações a caírem (subirem) até o nível em que a oferta e a demanda desse instrumento derivativo se ajuste e, então, o processo recomeça. Esses ajustes momentâneos requerem que os vendedores (compradores) levem seus preços até o nível em que já se encontram ordens de compra (venda) ou que atraíam novas ordens para que a operação seja efetuada. De modo geral, esse mesmo processo se repete várias vezes ao longo do dia, formando as oscilações de preços *intraday*, que em circunstâncias turbulentas podem assumir magnitudes consideráveis (Fahri, 1997: 148-149).

As características dos principais instrumentos podem ser resumidas da seguinte forma. Nos mercados futuros organizados, as negociações entre compradores e vendedores incidem-se apenas sobre o preço, à medida em que as especificações do ativo subjacente, as datas de vencimento, as modalidades da eventual entrega, etc. são previamente definidas de forma minuciosa em contratos padronizados. O objeto de negociação não é mais o ativo subjacente (moedas, títulos do Tesouro, ações, etc.), mas o contrato que representa um compromisso padronizado de compra e venda, a um preço fixado no momento da realização do negócio para um vencimento específico no futuro.

No mercado futuro, o contrato de compra ou venda de determinado ativo é firmado entre um agente e a bolsa, com prazo e preço prefixados. Diariamente, é realizado um ajuste entre o preço estabelecido no contrato e o preço arbitrado pelo mercado futuro para a cotação do ativo na data predefinida. Esse ajuste implica que o usuário é debitado ou creditado

---

de balcão podem-se montar operações sob medida (em termos de volume, prazo, preço futuro e outras variáveis), dificultando em muito os processos de regulamentação e supervisão por parte das autoridades.

diariamente pela bolsa em função da diferença entre o preço estabelecido no contrato e a cotação no mercado. No momento em que a transação é realizada, o agente efetua um depósito (a chamada "margem"), que pode ser em moeda, títulos públicos ou privados, junto à bolsa, como garantia da operação. A liquidez dos contratos é dada pelo seu caráter padronizado. Em função disso, o agente pode neutralizar sua posição antes da expiração do contrato, fazendo uma operação inversa à que realizou anteriormente. O ajuste diário serve justamente para facilitar a zeragem de posições ou a saída antecipada. No vencimento dos contratos futuros de ativos financeiros, as liquidações são realizadas por diferença em relação à cotação à vista, eliminando a entrega efetiva do ativo (como ocorria nos mercados de *commodities*) (Farhi, 1997).

O mercado a termo (*forward*) é semelhante ao mercado futuro, pois envolve um contrato de compra ou venda de um determinado ativo, firmado no presente, com volumes e preços já acertados, com liquidação em data futura predeterminada. Entretanto, o mercado a termo se distingue pela realização de contratos não-padronizados, negociados entre dois agentes específicos, no chamado mercado de balcão, e somente podem ser liquidados por entrega efetiva e no vencimento. Assim, o mercado tem pouca liquidez, dada a especificidade dos contratos, o que implica em necessidade de manutenção da posição até o final.

Na verdade, os preços dos contratos a termo (*forward*) representam o valor atual de uma entrega futura. Os mercados a termo de câmbio constituem o mais antigo instrumento de cobertura de risco. Dois contratos a termo devem ser destacados. Em primeiro lugar, o "acordo de taxas a termo" (*Forward Rate Agreement* - FRA), geralmente, realizado entre uma empresa e uma instituição financeira, oferece a garantia de uma taxa de juros fixa para uma das partes e flutuante para a outra, incidindo sobre um montante previsto para um período determinado e a partir de uma data futura precisa, mas sem que o crédito ou o empréstimo se realize efetivamente. Na data futura prevista, uma das partes paga à outra a diferença entre a taxa garantida no contrato e a taxa de mercado do dia, calculada sobre o montante nocional preestabelecido no contrato. O FRA não tem custo inicial para nenhuma das partes, são as evoluções das taxas de juros que farão com que para um a operação traga lucros, enquanto para o outro será fonte de prejuízo. Por não ter valor mercantil inicial, a alavancagem proporcionada por esse instrumento é absoluta, e o lucro proporcionado parece surgido do nada. São exclusivamente negociados nos mercados de balcão, com prazos de 3 a 12 meses, embora existam algumas operação de até 10 anos. Em segundo lugar, os contratos *Forward Exchange Agreements* (FXAs), surgidos no início dos anos 90, aplicam-se os mesmos

mecanismos dos FRAs às taxas de câmbio. Isto é, negociam a taxa em que, num futuro dado, será possível realizar uma operação a termo ou um *swap* de câmbio por um prazo prefixado.

As opções são contratos que facultam ao detentor o direito (não a obrigação) de vender ou comprar um ativo subjacente a um preço predeterminado, durante um período de tempo preestabelecido. Para adquirir esse direito de exercer a opção são pagos prêmios. Assim, os contratos de opções ditam as bases de uma transação que pode ou não ocorrer no futuro, em função do comportamento dos preços. A opção somente será exercida pelo titular se lhe for vantajoso, caso contrário, deixará seu contrato vencer sem exercê-lo. Há dois tipos de contratos de opção: a opção de compra, em que o comprador paga um prêmio ao vendedor para ter a possibilidade de comprar um certo ativo financeiro a preço e data predeterminados e a opção de venda que apresenta características simétricas, porém opostas. De modo geral, as opção são negociáveis, transferíveis e, na maioria das vezes, passíveis de liquidação antes do vencimento, pela realização de uma operação contrária. Ou seja, é possível entrar ou sair a qualquer momento, basta repassar o direito - a opção -, não havendo ajuste diário em função da variação do preço do ativo, como no mercado futuro. As opções podem ser realizadas em mercados organizados ou de balcão. A diferença é que as primeiras aparecem na forma de contratos padronizados e as segundas, sob medida e negociados privadamente.

Por definição, um *swap* é um contrato de permuta entre dois agentes que se comprometem a trocar entre si fluxos financeiros num prazo predeterminado. Existem dois tipos de *swaps*. O *swap* de juros envolve a troca de fluxos financeiros expressos na mesma moeda. O *swap* de câmbio envolve a troca de fluxos financeiros expressos em moedas diferentes. São tipicamente negociados em mercado de balcão. Da mesma forma que nos contratos futuros, os contratos de *swap* precisam que seus ativos subjacentes sejam passíveis de gradação entre os diferentes títulos, homogêneos e fungíveis no interior de cada categoria. "O *rating* de crédito torna os títulos das empresas com o mesmo nível de risco intercambiáveis e permite que se estabeleçam taxas diferenciadas entre as diversas classificações, explicitando a taxa de risco implícita em cada uma delas. Assim, os contratos de troca entre títulos de empresas diferentes, com igual ou desigual classificações de risco de crédito, podem ser facilmente efetuados, na medida em que existem critérios razoavelmente uniformes e transparentes para o estabelecimento dos preços das operações" (Fahri, 1997: 71).

Outros instrumentos negociados nos mercados de balcão são: a) os *caps* representam uma garantia de taxa máxima (de juro ou de câmbio) para um ativo subjacente, contra o pagamento de um prêmio, sem impedir de aproveitar uma eventual queda dessa taxa; b) os *floors*

constituem um instrumento simétrico ao *cap*, pois garante uma taxa mínima, sem retirar a possibilidade de se beneficiar de uma eventual elevação da taxa; c) os *collars* garantem qualquer flutuação que exceda uma margem de volatilidade preestabelecida. O custo de um *collar* tende a ser mais baixo do que os anteriores, uma vez que representa um instrumento sintético resultante da combinação de um *cap* e um *floor*. Comprar um *collar* consiste em comprar um *cap* e, simultaneamente, vender um *floor*; d) as opções sobre *swaps* (*swaptions*) constituem uma opção que mediante o pagamento de um prêmio, permite que, em seu vencimento, o comprador decida ou não efetuar um *swap* de taxa de juros ou de câmbio, cujas características são previamente definidas.

Diante da velocidade de introdução de novos produtos os chamados "produtos derivativos primários", caracterizados acima, já pertencem ao passado. O mercado rotineiramente cria novos instrumentos chamados de híbridos, exóticos e, mais recentemente, os estruturados, permitindo o acesso simultâneo a vários mercados. Nesse sentido, Fahri (1997: 92) classifica os instrumentos que estão relacionados de uma forma ou de outra ao mecanismo das opções, no qual se negocia um direito de exercício em determinadas condições, de "derivativos de última geração"[26]. Nessa perspectiva, existem os "derivativos de segunda geração" que designa os produtos cujo ativo subjacente também é constituído por um derivativo. Outros podem ser classificados como de "terceira geração", pois o preço do ativo subjacente que se levará em conta para o exercício é função da evolução das cotações durante um determinado período de tempo. Ou ainda, os de "quarta geração", vinculados à realização de um determinado cenário, uma vez que seu exercício estará condicionado ao preço máximo ou mínimo de um ativo atingido num intervalo de tempo dado[27].

Os "produtos estruturados" são instrumentos resultantes da combinação entre um título representativo de um investimento - um bônus, um título de crédito negociável ou uma dívida - e o conjunto dos derivativos financeiros (futuros, a termo, *swaps*, opções) qualquer que seja o ativo subjacente (ações, índices de bolsas, câmbio, matérias-primas, etc.) (Bourguinat, 1995: 27). Segundo Fahri (1997: 104): "os produtos estruturados foram inicialmente elaborados 'sob medida' para os investidores institucionais", mas proliferaram-se em meados dos anos 80, com o aumento das negociações secundárias dos títulos da dívida externos dos países em

---

[26] A combinação de opções viabiliza uma infinidade de tipos de instrumentos, com as mais diversas condições e prazos, e cobrindo inúmeras situações de risco. Somente as opções, entre os derivativos, permitem tanta flexibilidade. Vale dizer, combinando opções diferentes é possível gerar "sinteticamente" qualquer produto financeiro para atender qualquer necessidade específica.

[27] Para uma descrição detalhada desses instrumentos, ver o excelente trabalho de Fahri (1997).

desenvolvimento e com a prática de desmembramento de títulos para negociação separada. Os produtos estruturados disseminam o uso dos instrumentos derivativos para operações constituídas não mais de apostas nas variações das margens de preços, mas de ativos de captação de recursos junto a grandes investidores. Ademais, devemos salientar que pela profusão de instrumentos envolvidos, as operações estruturadas promovem uma acentuada interdependência entre os mais diversos mercados domésticos e internacionais, com baixo grau de alavancagem.

Finalmente, os derivativos de crédito (*credit derivatives*) são uma variedade recente de instrumentos e técnicas destinadas a separar e, então, transferir o risco de crédito (o perigo de um tomador não pagar os juros ou o principal de seu empréstimo) de instrumentos de débito, tais como empréstimos bancários, títulos de dívida, e outros. A hipótese subjacente desses contratos é a capacidade potencial de pagamento, isto é, sua probabilidade de inadimplência, definida a partir dos conceitos atribuídos pelas Agências de Classificação de Risco. Por exemplo, "se um banco acredita estar muito exposto a um grande tomador, ele pode usar um *swap* de crédito para reduzir seu risco. Basicamente, o banco paga uma pequena taxa a sua contraparte no *swap*. Assim, se o tomador original não pagar, a contraparte compensará o banco por suas perdas. Tudo isso pode ser feito sem que o tomador inicial saiba" (*The Economist*, 2.11.1996). Ao segregar o risco do não pagamento associado aos diversos ativos financeiros disponíveis, os derivativos de crédito aperfeiçoam a gestão da incerteza em relação aos retornos de portfólios e criam novos mercado, em que a qualidade de crédito das empresas será avaliada e negociada independentemente, através de uma nova classe de ativos com relevante valor agregado a ser explorado.

Em 1993, o Bankers Trust realizou a primeira transação, que em troca de um fluxo regular de pagamentos, oferecia um *swap*, pelo qual cobriria eventuais prejuízos advindos da falência de uma cesta de créditos predeterminada[28]. Em seguida, vierem estruturas mais sofisticadas, como as *credit risk options*, *total return swaps*, *default substitution swaps*, *audit intermediation swaps* e *capital structure arbitrages*, todas possibilitando a proteção contra o risco de crédito, sobretudo daqueles classificados como contingências fora de balanço, limitando, desconcentrando e diversificando a exposição das instituições credoras. Esses instrumentos promovem também a redução dos custos de financiamento do mercado, pois

[28] Devemos salientar que esses instrumentos foram desenvolvidos pelos bancos em resposta às regras de adequação de capital instituídas com adoção do Acordo de Basiléia (1988), que entrou em vigor em 1992.

diminui o risco em um empréstimo a uma empresa *triple AAA* combinado com um derivativo de crédito em um banco também *triple AAA* (Monteiro & Amaral, 1996: 22).

Conseqüentemente, através dos derivativos de crédito os bancos podem tornar mais líquidas as carteiras de empréstimos ilíquidas. No limite, o crescimento desses derivativos poderá mudar o papel tradicional do crédito nos negócios bancários. Se o risco de crédito puder ser facilmente separado do principal, a relação entre os bancos e seus devedores se transformará: a possibilidade de inadimplência não mais prenderá um ao outro, mudando a essência da atividade bancária. Todavia, a liquidez desses instrumentos ainda é bastante reduzida devido às dificuldades encontradas na formulação desses preços.

Todas essas operações têm em comum o fato de serem contratadas no presente e se referenciarem à evolução futura do valor do ativo financeiro no qual são denominadas ou do qual derivam. Assim, os instrumentos derivativos oferecem cobertura de risco de preço dos ativos subjacentes e de crédito para *hedgers*, vale dizer, para agentes em busca de proteção - em troca de um prêmio, no caso de *swaps* e opções[29]. Na verdade, trata-se de uma tentativa do mercado de transformar incertezas financeiras em riscos passíveis de serem gerenciados e transferidos a outros agentes. Mas também, os derivativos possibilitam a realização de ganhos de capital, por isso as operações de *hedge* vão se afastando das definições clássicas de aversão aos riscos e passam a constituir uma forma suplementar de realizar lucros (Fahri, 1997). Diante da simetria imperfeita entre as necessidades de cobertura dos *hedgers*, a transferência de risco supõe sua recepção por operadores especiais - os agentes que "formam o mercado" (*market-makers*)[30] -, responsáveis pelas compras ou vendas residuais quando necessárias e/ou que assumem os riscos nas operações (especuladores).

Como vimos, a maior parte dos derivativos financeiros não contempla a liquidação por entrega física (efetiva) no vencimento, mas somente a liquidação financeira (por diferença ou *cash*

---

[29] Devemos enfatizar, que os mercados de derivativos financeiros constituem um jogo de soma zero, portanto, não há criação de riqueza, mas exclusivamente transferência de renda entre aqueles que detêm posições ganhadoras e perdedoras.

[30] Formam o mercado no sentido que fornecem a opinião dominante sobre os preços. Geralmente, os *market makers* são especialistas de um determinado produto, que se encontram permanentemente em seu mercado, cotando preços de compra e de venda. O papel que desempenham, pode decorrer de um contrato com a bolsa ou do peso específico que detêm no mercado à vista do ativo. Assim, esses agentes possuem a melhor informação disponível no mercado e podem distinguir, pelo menos parcialmente, as origens e as motivações das grandes ordens de compra e venda que chegam ao mercado. Isso lhes permite, na maioria das vezes, absorver a oferta (ou demanda) suplementar associada às necessidades de liquidez ou adaptar preços e estratégias vinculadas à oferta (demanda) contendo novas informações. Porém, também estão sujeitos aos riscos de variação dos preços, sobretudo, nos momentos de grandes turbulências (Fahri, 1997).

settlement). Ou seja, a parte com prejuízo paga à parte com lucro a diferença financeira entre a cotação do mercado à vista no dia do vencimento e a cotação preestabelecida entre eles. Essa forma de liquidação, que corresponde a uma "desmaterialização" dos instrumentos financeiros, tornou-se possível pois as cotações à vista dos ativos subjacentes são transparente e única (Fahri, 1997: 3). Além disso, os mercados de derivativos financeiros acentuaram seu caráter "virtual", ao negociar ativos subjacentes intangíveis, com índices de ações e outros. Nesse sentido, Bourguinat (1995: 23-24, grifos no original) introduziu o conceito de "finança virtual" para qualificar as transações financeiras que se proliferam à margem da esfera produtiva e que se apoiam em "produtos-imagens" como os derivativos. "À medida em que os produtos são cada vez mais desmaterializados e se distanciam dos ativos de que derivam, pela sua tecnicidade, tudo parece ocorrer como na produção de *imagens virtuais*. A impressão é que se pode fabricar facilmente esses *produtos-imagens* à vontade (a partir dos computadores e dos modelos matemáticos), que se aceita justamente um maior distanciamento dos ativos que eles representam. (...) e que possuem uma qualidade de proteção (ou de rendimento) freqüentemente superior à do ativo subjacente. (...) Como na criação de imagens por computador, tem-se a impressão de poder deslocar-se num espaço financeiro artificial. Pelas *swaps*, as opções *sintéticas*, ou os *produtos estruturados*, reduzem-se, quase ao ínfimo, as operações primárias que nascem das compras-vendas ou dos empréstimos originais. Esses últimos afinal não passam de simples pontos de apoio (...). São, de fato, verdadeiras reduções no que diz respeito àquelas que nascem de cadeias seqüenciais de produtos-imagens. Que um movimento significativo surja nas taxas de juros ou nas cotações da divisa-chave (o dólar), e eis que há essa impressão de mobilidade de um espaço em n dimensões, um pouco como aquela criada com as imagens de síntese através dos movimentos do corpo do próprio observador. Chega-se, então, a um mundo todo de produtos encadeados, cada vez mais fluídos e imateriais. (...) Por conseguinte, passa a refletir o que chamaremos de *finanças-virtuais*".

A expansão do processo de securitização só foi possível com o desenvolvimento paralelo dos mercados e mecanismos de proteção de riscos contra as variações de preços dos ativos. Essa proteção era uma demanda tanto dos aplicadores em títulos, como dos tomadores de recursos, pois o *hedge* permitia maior segurança ao investimento. Porém, o próprio mecanismo de *hedge*, ao ampliar a segurança do aplicador, também facilita o processo especulativo. Assim, a conjunção do processo de securitização com os mecanismos de transferência de risco passou a

determinar a dinâmica dos mercados financeiros dos EUA, caracterizados por uma extrema flexibilidade em termos de instrumentos, taxas de remuneração, prazos[31], moedas, etc.

Em suma, o sistema bancário americano mantinha em seus balanços grande parte dos contratos financeiros, em suas contas ativas estavam os empréstimos e nas passivas, os depósitos à vista e a prazo. As instituições não-bancárias ficavam restritas a parcelas específicas do mercado de crédito e à colocação de ações e títulos de longo prazo no mercado de capitais. No período recente, houve uma modificação do papel tradicional dos bancos e um aumento da importância dos intermediários financeiros não-bancários no processo de gestão da riqueza, de criação creditícia e monitoramento dos meios de pagamento na economia americana. Conseqüentemente, ocorreu um avanço crescente dos mercados de capitais, à margem da ação direta do Federal Reserve e da regulamentação bancária, sendo que a dinâmica dos mercados de capitais está associada a uma intensa utilização de mecanismos que visam essencialmente ao encurtamento do prazo e a cobertura de riscos, aproximando-se cada vez mais das características de funcionamento dos mercados monetários (com elevado teor especulativo)[32].

Devemos enfatizar ainda que nos anos 60 e 70, os excedentes em dólares gerados pelo déficit do balanço de pagamento americano e os superávites em transações dos países exportadores de petróleo estimularam a **internacionalização financeira**[33]. Em primeiro lugar, houve uma

---

[31] Quanto à maturidade dos contratos de crédito observa-se que nos EUA, 34% dos contratos são com taxas curtas ou longas repactuadas e 66% com taxas longos fixas (Miranda, 1996).

[32] É preciso, no entanto, não incorrer no equívoco de identificar na expansão do mercado de capitais e no predomínio das finanças diretas uma perda de importância da intermediação financeira. Os intermediários financeiros continuam a desempenhar um papel importante nesse processo de crescimento dos mercados de capitais, pois respondem pela transferência dos excedentes entre os agentes superavitários e deficitários. O que se alterou foi o tipo de ativo financeiro que servia de veículo a essa transferência. No ativo, os empréstimos não-negociáveis cederam lugar aos vários formatos de títulos negociáveis. No passivo, os depósitos bancários e de poupança perderam importância para as quotas de fundos mútuos de investimento e aos contratos de pensão e de pecúlio. Essa mudança é, contudo, fundamental pelos seus impactos sobre o *funding* do investimento de longo prazo (Ferreira & Freitas, 1995).

[33] Os desequilíbrios externos e as restrições impostas na conta de capital pelo governo dos EUA, nos anos 60, foram decisivos para a formação do euromercado. Os controles sobre a conta de capital dos EUA foram implementados através de três medidas: a) o Imposto de Equalização de Juros (Interest Equalization Tax, 1963) procurava equiparar os custos de financiamento nos EUA com os de outras praças financeiras, desestimulando a emissão de títulos por estrangeiros em New York (*Yankee bonds*); b) a Regulamentação da taxa de juros (Regulation Q) vetava a remuneração de depósitos com prazo inferior a 30 dias e reforçava os tetos para as taxas de juros; c) Restrição Voluntária de Crédito aos Não-residentes (Voluntary Foreign Credit Restraint Program), através da qual os bancos situados nos EUA concordavam em manter tetos voluntários para empréstimos a não-residentes. A partir de 1968, deixou de ser voluntário e foi estabelecido um controle sobre a saída de capitais americanos para investimento no exterior. Através das Restrictions on Foreign Direct Investment, procurava-se diminuir o financiamento de empresas americanas no exterior com recursos das praças financeiras dos EUA, estimulando as operações nos mercado de eurodólares (Padua Lima, 1985).

desregulamentação das operações realizadas entre residentes e não-residentes, em direção aos centros internacionais *off-shore* - das principais praças financeiras internacionais ou em paraísos fiscais. Em segundo lugar, houve a instalação dos grandes bancos internacionais nesses centros financeiros. Os instrumentos de captação dos bancos foram sobretudo os certificados de depósitos e títulos com taxas de juros flutuantes, conjugados a um enorme dinamismo do mercado interbancário[34]. Assim, o processo de internacionalização que levou à formação e expansão do euromercado foi essencialmente bancário. Esse circuito financeiro internacionalizado e operado pelos grandes bancos comerciais, sobretudo americanos, - à margem de qualquer regulamentação ou supervisão dos bancos centrais - acentuou sua tendência à superexpansão do crédito concedido. Passou "a funcionar como um sistema de 'crédito puro' em suas relações com as empresas e os governos, com criação endógena de liquidez e altos prêmios de riscos" (Tavares & Belluzzo, 1986: 57).

Nos anos 80, assistimos ao processo de **globalização financeira**, ou seja, o funcionamento de um mercado unificado de dinheiro e ativos não-monetários em escala global[35]. A globalização financeira pressupõe a internacionalização e a liberdade dos movimentos de capitais, porém envolve um movimento adicional, qual seja, a integração dos mercados financeiros e de capitais domésticos e *off-shore* (em 1974 foi extinto o Interest Equalization Tax nos Estados Unidos). Exige, portanto, a aproximação entre a legislação e a regulamentação das instituições e normas domésticas. A globalização financeira garante o acesso dos investidores ao conjunto de instrumentos negociados nas diversas economias, permitindo o monitoramento global dos riscos (Ferreira & Freitas, 1990b). Ademais, ela amplifica as oportunidades de gestão da riqueza, de arbitragens e de especulação, devido ao aprofundamento dos mercados secundários.

---

[34] No processo de expansão e evolução do euromercado destaca-se a introdução de novos instrumentos financeiros, tais como os *EuroCDs* e as *Floating Rate Notes* (FRN). Os EuroCDs foram criados como resposta às demandas dos investidores por instrumentos negociáveis e à contração da liquidez observada no final da década de 60. As FRN são instrumentos de captação direta de médio e longo prazo, negociadas a taxas flutuantes e repactuadas em períodos de três a seis meses, tendo como base um taxa de referência. A emissão de títulos de dívida com taxas flutuantes foi uma inovação criada pelo mercado para responder aos constrangimentos colocados pela elevação das taxas de inflação, pela instabilidade cambial e pela flutuação das taxas de juros. Através da utilização dessa modalidade de títulos de dívida direta, as instituições transferiam os riscos de elevação de taxas do credor para o devedor (Ferreira & Freitas, 1990: 26).

[35] O avanço tecnológico na área da informática e das telecomunicações contribuiu para o desenvolvimento dessa nova dinâmica, através do barateamento do custo de transmissão das informações, da rapidez no processamento dos dados e da facilidade de acesso a distintos mercados. Vale dizer, a possibilidade de conectar computadores e terminais, compondo uma rede de telecomunicação, viabilizou o lançamento de novos produtos e a integração dos vários mercados nacionais.

Defendemos a hipótese de que o papel decisivo nesse processo coube à desregulamentação financeira deflagrada pelos EUA, na primeira metade dos anos 80. A desregulamentação do sistema financeiro americano associada ao processo de securitização das dívidas, de institucionalização da poupança e dos mecanismos de transferência de risco foram impondo-se como paradigma ao resto do mundo. Esses processos gestaram o que ficou conhecido como globalização financeira: processo responsável pela multiplicação da massa de valores que gira diariamente nos mercados de capitais e na especulação cambial e monetária.

As transações de *securities* entre residentes e não-residentes na maioria dos países industrializados expandiu de menos de 10% do PIB em 1980, para acima de 100% do PIB em 1992 (ver tabela 1.2). No que se refere às transações com moedas, segundo dados do BIS (1995), os principais centros financeiros (Londres, Nova York, Tóquio, Cingapura, Hong Kong, Zurique, Frankfurt, Paris) experimentaram um crescimento nos volumes de negócios da ordem de 47%, em média, desde abril de 1992. Esse ritmo de crescimento sugere que o total líquido diário de negócios no mercado de moedas deu um salto: de US$ 880 bilhões em 1992 para cerca de US$ 1,3 trilhões em 1995. Em 1973, no final do sistema de taxas de câmbio fixas de Bretton Woods, apenas US$ 10 bilhões a US$ 20 bilhões de moedas eram negociados diariamente nos mercados mundiais. Em 1983, o giro diário de moedas era de US$ 60 bilhões. Desde então, o volume de negócios aumentou 20 vezes, estimulado por novos instrumentos financeiros e pela potência crescente dos computadores e das telecomunicações. Essa explosão nas transações com divisas não pode ser associada exclusivamente aos fluxos comerciais de bens e serviços e de investimento produtivo, pois apenas 7% das negociações com divisas estrangeiras em Londres e 17% em Nova York compreendem empresas não-financeiras. Guttmann (1994: 145, nota 12) estimou que apenas 15% das transações cambiais relacionavam-se com o comércio de bens e serviços e investimentos em ativos de longo prazo, enquanto 85% correspondiam a operações de especulação, cobertura de risco e investimento de curto prazo (portfólio). A globalização financeira tem seu substrato ancorado no comércio de moedas, retirando dessa base um lucro estritamente financeiro.

Assim, em certos segmentos, já houve uma profunda integração dos mercados domésticos, como nos mercado de moedas e de títulos privados. Em outros, a globalização foi se processando com a estreita interconexão dos mercados nacionais, nascida com a liberalização dos movimentos de capitais e da desregulamentação. É o caso dos mercados de títulos públicos dos principais países da OCDE, uma parcela cada vez maior dos títulos dos tesouros nacionais foi sendo mantida em poder dos investidores estrangeiros, que no entanto podem

liquidar suas posições, a qualquer momento, nos mercados secundários (ver tabela 1.3). Como observa Goldstein *et alii* (1994: 34): "os títulos públicos representam a espinha dorsal dos mercados de títulos mundiais. Seu volume de transações supera, de longe, o de qualquer outro segmento dos mercados financeiros, com exceção dos mercados de câmbio".

Tabela 1.2 - Transações Transfronteiras de Ações e Bônus (a)

Em percentagem do PIB

Países	1975	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Estados Unidos	4,0	9,0	35,1	89,0	95,6	106,6	128,8	131,1	135,0	164,0
Japão	2,0	7,7	63,0	120,0	91,9	71,8	77,8	60,0	65,0	84,0
Alemanha	5,0	7,5	33,4	57,3	55,6	85,2	170,8	159,3	172,0	200,0
França	...	8,0	21,4	53,6	78,7	121,8	186,8	201,4	180,0	227,0(b)
Itália	1,0	1,1	4,0	26,6	60,3	92,1	191,9	206,8	253,0	468,0
Reino Unido	...	266,0	...	...	...	1.015,8	...	...	...	...
Canadá	3,0	9,6	26,7	64,4	81,3	113,1	152,9	209,7	194,0	258,0

Notas: (a) Compras e vendas brutas de *securities* entre residentes e não-residentes;
(b) Dados de janeiro a setembro anualizados.
Fonte: BIS, *67th Annual Report*, 1997.

Tabela 1.3 - Títulos de Dívida Pública Mantida por Investidores Estrangeiros

Em percentagem do estoque

Países	1980	1992
Estados Unidos	18,5	20,4
Japão	2,3	5,6
Alemanha	5,0	25,9
França	0,0	31,8
Itália	1,2	6,1
Reino Unido (1)	11,4	12,5
Canadá	15,0	27,7

Nota: (1) Os dados referem-se a 1985 e 1991, respectivamente.
Fonte: IMF, *World Economic Outlook*, 1995.

O mesmo ocorreu com os mercados bursáticos, que entraram tardiamente no processo de mundialização (por volta de 1985-1986). No final dos anos 80 e início dos 90, os investidores institucionais (fundos e companhias de seguro) começaram a diversificar suas carteiras de investimentos com ações emitidas na maioria das bolsas de valores, inclusive nos "mercados emergentes", o último segmento a participar do processo (Chesnais, 1996a: 23-29)[36]. Enfim, a integração financeira foi acompanhada pela abertura em graus variados dos diferentes tipos de

[36] No mercado global, a classificação das agências de avaliação de risco é um passaporte para uma emissão de títulos por empresas ou governos das mais diversas nacionalidades, pois reduz a incerteza sobre o estado financeiro do emissor. Vale dizer, os mercados utilizam as classificações para definir preços e condições de acesso aos recursos. Por exemplo, uma empresa da Tailândia com classificação Aa2 corresponde a um determinado prêmio de risco. Para o mercado pouco importa as informações de desempenho da empresa. Supõe-se que essas foram utilizadas de forma fidedigna no momento da classificação. Na verdade, se estabelecem padrões (prazos, volumes, taxas de risco, etc.) de avaliação de risco de crédito para a emissão de títulos públicos e privados, bem como a elegibilidade dos emissores ao mercado de títulos securitizados. Dessa forma, se amplifica o universo dos investidores potenciais, aumentando a liquidez no mercado primário e secundário, assim como se agilizam os processos de ajustamento nas variações de preços dos ativos.

mercados - de câmbio, de crédito, de títulos, de ações, etc. - e foi favorecida pelas inovações financeiras e pelos investidores de portfólio.

Portanto, a mundialização financeira é fruto da interação de três amplos processos: a desregulamentação (ou liberalização monetária e financeira), a desintermediação e a abertura dos mercados financeiros nacionais. Assim, "o conceito de 'globalização financeira' abrange tanto o desmantelamento das barreiras internas anteriores entre diferentes funções financeiras e as novas interdependências entre os segmentos do mercado, como a interpenetração dos mercados monetários e financeiros nacionais e sua integração em mercados mundializados, ou subordinação a estes" (Chesnais, 1994: 261). A conjunção desses processos vai provocando uma maior homogeneidade nas estruturas das instituições provedoras de crédito (grandes conglomerados), dos instrumentos utilizados (bônus, derivativos, etc.), da participação dos créditos em moedas internacionais, da maturidade dos contratos (predomina transações de curto prazo) e das taxas de juros prevalecentes nas relações de débito e crédito (Dale, 1996)

Diante de todo esse percurso, as instituições de depósito americanas foram submetidas a um aumento das pressões competitivas oriundas de outras instituições financeiras e não-financeiras, nacionais e internacionais. A concorrência, seja no passivo, seja no ativo, demonstra que as restrições competitivas impostas pela legislação dos anos 30 haviam sido muito mitigadas. Vejamos com maior detalhe alguns aspectos desse processo.

2. O Declínio Relativo do Setor Bancário e a Emergência de Novos Intermediários Financeiros

Como vimos, os bancos comerciais americanos eram as únicas instituições autorizadas a aceitar depósitos à vista, sobre os quais era vedado o pagamento de juros. Tampouco concorriam uns com os outros através da remuneração dos depósitos de poupança e depósitos a prazo, dados os tetos sobre as taxas desses depósitos. As restrições sobre a concorrência e a imposição de limites aos riscos assumidos pelos bancos procuravam não apenas assegurar fluxos regulares de fundos baratos, como também garantir a segurança das instituições bancárias e a estabilidade do sistema financeiro, considerada essencial à sustentabilidade do nível de atividade da economia. O resultado foi a manutenção da rentabilidade das atividades bancárias e a redução das falências.

Entre as décadas de 30 e 70, a participação dos ativos bancários nos ativos totais dos intermediários financeiros manteve-se próxima dos 40%. Nesse período, os bancos conservaram sua posição dominante. Entre 1970 e 1980, começou a declinar a participação relativa das instituições bancárias, mas foi sobretudo após 1980 que sofreram a maior erosão nas suas posições. Entre 1980 e 1990, a participação dos bancos declinou de 37,2% para 30,4% dos ativos totais, atingindo 28,6% em 1994 (ver tabela 2.1).

Tabela 2.1- Ativos do Setor Financeiro (1929-1994, anos selecionados)

	Participação Relativa							
	1929	1939	1949	1960	1970	1980	1990	1994
Bancos Comerciais	45.9	40.0	42.3	38.6	38.5	37.2	30.4	28.6
Associações de Poupança	12.0	10.6	9.9	20.1	20.8	21.2	14.5	9.0
Poupança & Empréstimos (a)	12.0	10.5	9.7	19.0	19.4	19.6	12.5	7.0
Cooperativas de Crédito	0.0	0.1	0.2	1.1	1.4	1.6	2.0	2.0
Companhias de Seguro	16.0	21.2	19.7	24.0	19.1	16.0	17.4	17.6
Seguros de Vida	12.1	17.6	16.0	19.6	15.3	11.5	12.5	13.0
Outros	3.8	3.6	3.8	4.4	3.8	4.5	4.9	4.6
Fundos de Pensão	22.2	25.5	25.5	9.8	13.0	17.4	21.6	24.6
Individuais	20.8	21.1	13.4	-	-	-	-	-
Privados	0.3	0.6	1.6	6.4	8.4	12.5	14.9	16.2
Públicos	1.0	3.7	10.5	3.3	4.6	4.9	6.7	8.4
Cias. de Investimento	2.1	1.0	0.9	2.9	3.6	3.6	10.5	15.0
Fundos Mútuos (b)	-	-	-	2.9	3.6	1.7	5.9	10.8
Mercados Monetários (c)	-	-	-	-	-	1.9	4.6	4.2
Cias. Financeiras	1.8	1.8	1.7	4.7	4.9	5.1	5.6	5.3
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Notas: (a) Inclui poupança mutual;
(b) Ações e bônus;
(c) Os dados referentes aos *Money Market* começaram a ser registrados em 1974.

Fonte: *Flows of Funds Accounts*, Federal Reserve System. In: Edwards (1993) para os dados entre 1929-1970 e Edwards & Mishkin (1995) para os dados de 1980-1994.

As demais instituições de depósito, que passaram a ocupar a segunda posição entre os intermediários financeiros de 1960 a 1980, também experimentaram um declínio no seu peso

relativo a partir dos anos 80. Em 1994, respondiam por apenas 9% dos ativos totais, em contraposição aos 21,2% em 1980. Dessa forma, a participação das instituições de depósito em conjunto (bancos comerciais e associações de poupança) sofreu uma queda de 20,8 pontos percentuais entre 1980 e 1994.

Em contrapartida, entre 1980 e 1990, os investidores institucionais aumentaram suas participações. As companhias de investimentos atingiram 10,5%; as companhias de seguro, 17,4%; e os fundos de pensão, 21,6%. Em 1990, as participações dos ativos dos investidores institucionais (companhias de seguro, fundos de pensão e companhias de investimento) já atingiam 49,5% dos ativos totais e ultrapassavam em muito a participação relativa dos bancos comerciais (30,4%).

O declínio relativo das instituições de depósito pode ser observado também na mudança de composição dos ativos das famílias. De 1980 a 1991, todas as formas de depósito bancário detidas pelas famílias foram reduzidas de 23,8% para 18,8%, como proporção dos seus ativos totais. Inversamente, a proporção dos seus haveres em participações de fundos mútuos e dos ativos de fundos de pensão passou de 16,3% para 32,2% (ver tabela 2.2). Em termos de fluxos líquidos dos ativos financeiros das famílias durante os anos 80, os fundos mútuos e de pensão alcançaram 98,1% do total em 1991 (Edwards, 1993: 14-15, tabela 6).

Em suma, os investidores institucionais ocuparam grande destaque nas transformações dos mercados financeiros após 1980. Embora essas instituições aparecessem como agentes financeiros relevantes desde o final da Segunda Guerra, a sua atuação, nos anos 80, está diretamente identificada com a acirrada concorrência nos mercados financeiros e com a perda de importância relativa das chamadas instituições de depósito.

Vejamos com mais detalhes a disputa competitiva entre as instituições financeiras durante os anos 80. As tabelas 2.3 e 2.4 mostram o crescimento nos ativos em poder dos investidores institucionais: de US$ 2,1 trilhões em 1981 passaram para US$ 6,5 trilhões em 1990. A taxa de crescimento anual foi de 15,2% na primeira metade da década e de 11,2% na segunda. Os fundos de pensão perderam participação no total dos ativos dos investidores institucionais, a despeito da expressiva taxa de crescimento anual de 15% na primeira metade da década e de 8,6% na segunda. Esses investidores detinham US$ 891,2 bilhões em 1981 e US$ 2,5 trilhões em 1990, o que corresponde a 42,5% e 38,2% dos ativos totais, respectivamente. A elevação do valor das ações nesse período contribuiu para essa expansão dos ativos dos fundos de pensão. Contudo, devemos ressaltar que foi fundamental para a performance dos fundos de

pensão a política tributária do governo federal, ao autorizar a dedução das contribuições dos empregadores e o deferimento dos impostos tanto sobre as contribuições dos empregados como sobre os ganhos dos ativos dos fundos de pensão. Os benefícios são taxados apenas quando o trabalhador começa a receber a aposentadoria.

Tabela 2.2 - Distribuição dos Ativos Financeiros Mantidos pelas Famílias

US$ bilhões

	1980	1985	1990	1991
Depósitos	1.513,0	2.306,7	2.895,1	2.863,6
à Vista	260,4	379,6	514.0	568,9
Curto Prazo	1.140,7	1.829,6	2.277,8	2.289,1
Longo Prazo	111,9	97,5	103,3	5,6
Títulos Públicos	240,7	447,5	841,5	801,6
Títulos Isentos de Impostos (a)	102,4	305,0	549,2	554,1
Bônus de Corporações e Estrangeiros	30,8	18,9	185,0	144,8
Commercial Papers	42,6	128,7	214,2	174,5
Ações	1.111,3	1.700,0	2.007,8	2.238,4
Fundos Mútuos	117,0	418,0	934,5	1.185,6
Outros	89,7	167,8	279,5	313,.2
A. Total de Ativos Financeiros Líquidos	3.247,5	5.492,4	7.906,4	8.275,4
Fundos Mútuos/A (%)	3,6	7,6	11,8	14,3
B. Outros Ativos Financeiros	3.107,8	4.219,2	6.072,3	6.945,7
Hipotecas	107,0	127,4	225,5	244,0
Seguro de Vida	216,4	256,7	377,4	409,3
Fundo de Pensão	916,1	1.794,5	2.962,6	3.710,3
Fundo de Ações	1.868,3	2.040,6	2.506,8	2.582,1
C. Total (A + B)	6.355,3	9.711,6	13.978,7	15.221,5
Depósitos/C (%)	23,8	23,7	20,7	18,8
Fundos Mútuos/C (%)	1,8	4,3	6,7	7,8
Fundos Mútuos + Fundos de Pensão/C (%)	16,3	22,8	27,9	32,2

Nota: (a) Freqüentemente chamados de obrigações municipais, embora possam ser emitidos por um governo, agência de estado, município ou outro distrito ou subdivisão política. O título é assegurado pela credibilidade ou pelas receitas antecipadas da autoridade emitente. O rendimento dos juros está livre de tributação federal renda, bem como da tributação na jurisdição onde foi emitido. A rentabilidade é inferior à dos títulos de dívida de uma empresa, pois a isenção fiscal proporciona uma remuneração extra.
Fonte: Federal Reserve Board. In: Edwards (1993).

As companhias de seguro estão em segundo lugar na hierarquia dos investidores institucionais, respondendo por ativos de US$ 1,9 trilhões em 1990, ou 29,7% do total. As taxas de crescimento dos ativos das companhias de seguro de vida foram extremamente elevadas, atingindo 22,8% na segunda metade da década de 80. Essas instituições detinham US$ 1,4 trilhões de ativos em 1990, correspondendo a 21,6% do total.

Tabela 2.3 - Ativos dos Investidores Institucionais Americanos (US$ bilhões)

							Taxas de Crescimento	
	1981	1986	1987	1988	1989	1990	1981-86	1986-90
Fundos de Pensão (a)	891,2	1.791,7	1.934,3	2.352,0	2.484,0	2.491,3	15,0	8,6
Privados	667,0	1.322,2	1.417,3	1.662,0	1.748,1	1.735,0	14,7	7,0
Públicos	224,2	469,5	517,0	690,0	734,9	756,3	15,9	12,7
Companhias de Seguro	559,0	992,8	1.011,2	1.258,8	1.826,8	1.935,2	12,2	18,2
de Vida	347,0	618,8	584,5	781,8	1.299,8	1.408,2	12,3	22,8
Outros (b)	212,0	374,0	427,7	476,7	527,0	527,0(c)	12,0	9,0
Fundos de Investimento	248,3	727,0	790,4	816,0	1.035,6	1.121,9	24,0	11,5
Fundos Mútuos	241,4	716,5	769,9	777,8	982,0	1.069,1	24,3	10,5
Bank Trusts	334,9	614,6	693,4	645,8	747,6	785,6	12,9	6,3
Outros (d)	56,0	114,9	130,6	133,4	152,1	187,0	15,5	13,0
Total	2.099,4	4.263,0	4.605,9	5.206,0	6.246,1	6.520,4	15,2	11,2

Notas: (a) Dados do Employee Benefit Research Institute;
(b) Inclui seguro de propriedade;
(c) Último dado disponível de 1989;
(d) Inclui *Foundations and Endowment Funds*.
Fonte: Brancato & Gaughan (1991).

Tabela 2.4 - Ativos dos Investidores Institucionais Americanos (em porcentagem)

	1981	1986	1987	1988	1989	1990
Fundos de Pensão (a)	42,5	42,0	42,0	45,2	39,8	38,2
Privados	31,8	31,0	30,8	32,9	28,0	26,6
Públicos	10,7	11,0	11,2	13,3	11,8	11,6
Companhias de Seguro	26,6	23,3	22,0	24,2	29,3	29,7
de Vida	16,5	14,5	12,7	15,0	20,8	21,6
Outros (b)	10,1	8,8	9,3	9,2	8,4	8,1
Fundos de Investimento	11,8	17,0	17,2	15,7	16,6	17,2
Fundos Mútuos	11,5	16,8	16,7	14,9	15,8	16,4
Bank Trusts	16,4	14,4	15,0	12,4	12,0	12,0
Outros (d)	2,7	2,7	2,8	2,6	2,4	2,9
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Notas e **Fonte**: Ver tabela anterior.

Em seguida, temos os fundos de investimento (inclui os fundos mútuos), com ativos de US$ 1,1 trilhão em 1990, ou 17,2% do total. O crescimento dos fundos mútuos decorreu principalmente da expansão dos fundos de curto prazo no mercado monetário, investindo em instrumentos altamente líquidos, e em menor medida, dos fundos de renda fixa (bônus)[37]. Esses fundos ofereciam aos investidores alternativas atraentes aos depósitos de poupança nas instituições de depósito, os quais estiveram submetidos aos tetos de taxas de juros, até 1985. Nos anos 90, o destaque ficará por conta dos fundos mútuos de ações.

O saldo dos fundos mútuos do mercado monetário (*money market mutual funds* - MMMFs) pulou de US$ 76 bilhões para US$ 540 bilhões, entre 1980 e 1991. Em 1980, a parcela dos

[37] Porém, muitos tipos diferentes de fundos floresceram. Os investidores podiam escolher entre 564 fundos, em 1980; 1.528, em 1985; e 5.655, em 1995. Segundo o Investment Company Institute, até o final de outubro de 1996 havia 6.201 fundos com ativos combinados de US$ 3,390 bilhões, dos quais 48,7% eram em fundos de ações (*Financial Times*, republicado na *Gazeta Mercantil*, 23.12.1996).

MMMFs constituía apenas 7,2% do total dos depósitos nos bancos comerciais; em 1991, representava 23%. Além disso, entre 1980 e 1991, em relação aos depósitos à vista nos bancos comerciais, os MMMFs passaram a representar de 24,5% a 95,4%, no mesmo período. A composição da carteira de ativos mantidos pelos MMMFs também apresentou transformações: caíram os depósitos a prazo (certificados de depósitos) nos bancos comerciais e aumentaram os títulos públicos e *commercial papers* (ver tabela 2.5).

Tabela 2.5 - Ativos Financeiros dos Fundos Mútuos do Mercado Monetário

	Em percentagem			
	1980	1985	1990	1991
Ativos Financeiros Totais (a)	76	244	498	540
Depósitos a Prazo	27	7	4	6
Depósitos Externos	9	8	5	4
Títulos	7	11	12	13
Títulos Públicos	11	18	17	22
Títulos Isentos de Impostos (b)	2	15	17	17
Commercial Papers	41	41	41	36
Outros	2	2	4	3
Memo:				
Commercial Paper mantidos pelos MMMFs/Estoque Total de *Commercial Papers*	26.0	33.7	37.1	36.3
Saldo dos MMMFs/Total de Depósitos nos Bancos Comerciais	7.2	14.8	22.4	23.1
Saldo dos MMMFs/Depósitos à Vista nos Bancos Comerciais	24.5	57.0	96.6	95.4

Notas: (a) Em US$ bilhões;
(b) Ver tabela 2.2.
Fonte: *Flow of Funds Accounts*. Board of Governors of the Federal Reserve System. In: Edwards (1993).

Geralmente, um administrador profissional determina a composição do portfólio de um fundo de investimento de acordo com as expectativas de retorno e os critérios de risco. O Investment Company Act (1940) estabelece que no pedido de registro e no prospecto de cada sociedade de investimento deve constar seus objetivos específicos de investimento. O Investment Company Institute classificou os fundos mútuos conforme 21 objetivos de investimento (ver quadro 2.1), dado que diferentes objetivos representam diversos *trade-offs* entre risco e retorno. Alguns fundos visam proporcionar um fluxo constante de rendimentos, enquanto outros enfatizam valorizações do capital, outros ainda se especializam em ações ou bônus americanos ou em ações e bônus estrangeiros, etc. Porém, o comportamento típico dos fundos constitui um gerenciamento de portfólio diversificado, que corresponde a uma dinâmica de gestão da riqueza profundamente instável e especulativa, pois a composição do portfólio é fortemente condicionada pela rentabilidade relativa esperada dos ativos, a liquidez e os riscos. Mudanças nas expectativas sobre os retornos relativos entre os vários segmentos de ativos produz um rápido ajustamento dos portfólios, facilitado pela redução nos custos de transação,

ocorrido no período recente[38]. Como mobilizam volumes de recursos de grande magnitude, uma realocação dos ativos de seus portfólios pode desencadear fortes impactos sobre os preços. Assim, o movimento dessas grandes massas de dinheiro pelos administradores profissionais de carteira, cujas decisões são extremamente ágeis, está intimamente ligado às oscilações do mercado. Além disso, os administradores dos fundos de investimento (*institutional funds managers*) são pressionados para apresentar uma elevada performance, avaliada trimestralmente (ver tabela 2.6)[39]. Esse tipo de administração de elevados volumes de recursos contribui para acentuar fortemente a volatilidade dos mercados em que estão operando[40].

O crescimento da participação das companhias financeiras, que atingiu 5,6% do total de ativos financeiros em 1990, também deve ser salientado (ver tabela 2.1). Na expansão dessas instituições dois aspectos se inter-relacionam. Em primeiro lugar, as companhias financeiras reduziram seus créditos ao consumo, aumentando significativamente os empréstimos hipotecários, como percentagem de suas carteiras de empréstimos. Embora a proporção dos empréstimos às empresas não tenha se modificado, deve-se registrar que, antes de 1980, esses empréstimos eram, na sua maioria, de companhias financeiras "cativas" para as filiais e clientes das empresas matrizes. Assim, na última década, as companhias financeiras levantaram fundos no mercado de *commercial papers* para efetuarem empréstimos gerais às empresas, em concorrência direta com os bancos (ver tabela 2.7).

---

[38] Com a criação e difusão de diversos instrumentos financeiros e o desenvolvimento tecnológico que fornece suporte a esses processos, os custos de transferências foram minimizados.

[39] Cf. a revista *The Economist* (setembro, 1996, republicado na *Gazeta Mercantil*, 16.09.1996): "nos últimos anos, um subsegmento inteiro de empresas de acompanhamento dos fundos e jornalistas especializados em finanças estão prontos para monitorar o comportamento dos fundos".

[40] A rotação dos fundos mútuos fechados situa-se abaixo de 50%, a dos fundos abertos é muito variável. Os fundos indexados a um índice têm giros menores, os ativamente administrados apresentam um giro acima de 100% e os mais agressivos giram centenas de vezes.

Quadro 2.1 - Tipos de Fundos Mútuos Classificados de Acordo com o Objetivo de Investimento

Fundos de Crescimento Agressivo (*Aggressive Growth Funds*) - buscam maximizar a valorização do capital; o rendimento corrente não é um fator significativo. Alguns fundos investem em ações fora do *mainstream*, como as de novas empresas de setores inovadores. Alguns podem também utilizar técnicas especializadas de investimento, tais como opções ou transações de curto prazo.
Fundos Balanceados (*Balanced Funds*) - geralmente tentam obter um moderado crescimento de longo prazo do capital, com moderado dividendo e/ou pagamento de juros e moderada estabilidade do principal. Fundos balanceados investem em um conjunto de ações, bônus e instrumentos do mercado monetário.
Fundos de Bônus de Corporações (*Corporate Bond Funds*) - compra principalmente títulos de corporações sediadas nos Estados Unidos. Podem também investir em outros títulos de renda fixa, tais como os títulos do Tesouro americano.
Fundos de Renda Variável (*Flexible Portfolio Funds*) - em geral investem em inúmeras *secutiries*, tais como ações, bônus ou instrumentos do mercado monetário. Buscam granjear as oportunidades de lucro em todos esses tipos de ativos.
Fundos de Títulos Globais (*Global Bond Funds*) - procuram elevadas taxas de rendimento, investindo em títulos de dívidas de corporações e países, inclusive os emitidos nos Estados Unidos.
Fundos de Ações Globais (*Global Equity Funds*) - buscam valorização do capital através de investimentos em ações negociadas em todo o mundo, inclusive as emitidas nos Estado Unidos.
Fundos de Hipotecas (*GNMA Funds*) - procuram elevados rendimentos, investindo principalmente em títulos lastreados por hipotecas pela Associação Nacional Hipotecária do Governo (Government National Mortgage Association - GNMA).
Fundos de Ações de Crescimento e Rendimento (*Growth-and-Income Stock Funds*) - investem sobretudo em ações ordinárias de empresas que oferecem um potencial de aumento de preço, bem como consistente distribuição de dividendos. Intentam proporcionar aos investidores um crescimento do capital a longo prazo e um fluxo de rendimento constante.
Fundos de Crescimento (*Growth Funds*) - investem em ações ordinárias de empresas que oferecem potencial de aumento nos preços das ações. Visam proporcionar uma valorização do capital em vez de rendimentos constantes.
Fundos de Títulos de Alto Rendimento (*High Yield Bond Funds*) - buscam elevados rendimentos, investindo pelo menos 2/3 de seus ativos em títulos de empresas de alto risco (Baa ou inferior nas classificações da Moody's e BBB ou inferior segundo a Standart and Poor's).
Fundos de Renda Fixa (*Income Bond Funds*) - procuram alto nível de rendimento, investindo em um misto de bônus públicos e privados.
Fundos de Ações (*Income Equity Funds*) - buscam alto nível de rendimento, aplicando sobretudo em ações de empresas com histórico consistente de distribuição de dividendos.
Fundos Mistos (*Income Mixed Funds*) - procuram alto nível de rendimentos advindos de juros e/ou dividendos, investindo em ações e instrumentos de dívida das corporações.
Fundos de Ações Internacionais (*International Equity Funds*) - procuram valorizar o capital, investindo em ações de empresas localizadas fora dos Estados Unidos. Em geral, essas ações representam 2/3 dos portfólios dos fundos.
Fundos de Títulos Municipais de Âmbito Nacional - de Longo *Prazo (National Municipal Bond Funds - long-term)* - buscam rendimentos investindo sobretudo em bônus emitidos por estados e municípios.
Fundos de Metais Preciosos (*Precious Metal Funds*) - buscam a valorização do capital, investindo pelo menos 2/3 dos seus ativos em títulos associados a ouro, prata e outros metais preciosos.
Fundos de Títulos Estaduais e Municipais - de Longo Prazo (*State Municipal Bond Funds - long-term*) - investem sobretudo em bônus emitidos por estados e por municípios de um determinado estado.
Fundos Mútuos do Mercado Monetário Tributáveis (*Taxable Money Market Mutual Funds*) - buscam aumentar os rendimentos, mas de forma a manter o principal. Investem em títulos de curto prazo do Tesouro (*Treasury Bills*), *commercial papers* de corporações e certificados de depósitos bancários de grandes quantias (CDs).
Fundos do Mercado Monetário Não-tributável - Nacional (*Tax-exempt Money Market Funds - National*) - procuram elevar o nível de rendimento de títulos isentos de impostos federais, consistente com a manutenção do principal. Investem em *securities* municipais de curto prazo.
Fundos do Mercado Monetário Não-tributável - Estadual (*Tax-exemplt Money Market funds - State*) - buscam elevar o nível de rendimento de títulos isentos de impostos federais, consistente com a manutenção do principal. Investem sobretudo em *securities* municipais de curto prazo de um determinado estado.
Fundos de Títulos do Governo Americano (*U.S.Government Income Funds*) - investem em diversas *securities* do governo americano, inclusive bônus do Tesouro, *securities* lastreadas por hipotecas e garantidas pelo governo federal (*federally guaranteed mortgage-backed securities*) e outros títulos lastreados em ativos governamentais.

Fonte: Investment Company Institute (ICI), in: Remolona, Kleiman & Gruenstein (1997: 46-47).

Tabela 2.6 - Rentabilidade do Mercado de Fundos nos Estados Unidos

Tipo de Fundo	3o. Trimestre (%)	12 Meses (%)
1. Saúde/Biotecnologia	+15.37	+30.59
2. Ciência e Tecnologia	+14.95	+56.25
3. Serviços Financeiros	+12.81	+26.44
4. Pequenas Empresas	+11.81	+28.89
5. Média Empresa	+10.86	+28.63
6. Valorização do Capital	+9.69	+25.22
7. Japoneses	+8.72	-8.25
8. Pequena Empresa Global	+8.59	+12.50
9. Crescimento	+8.58	+25.87
10. Receita	+7.24	+19.99
11. Crescimento e Receita	+7.12	+23.08
12. Empresas Concessionárias	+6.97	+17.69
13. Meio Ambiente	+6.80	+17.11
14. Global	+5.89	+9.38
15. Latino-americanos	+5.31	-36.16
16. Imobiliário	+5.01	+9.10
17. Internacional	+4.91	+3.11
18. Ouro	+4.85	-8.89
19. Região Européia	+4.06	+14.18
20. Região do Pacífico	+3.08	-7.29
21. Recursos Naturais	+2.98	+5.40
22. Mercados Emergentes	+1.39	-16.81
23. Canadenses	+0.90	-4.59
Média dos Fundos de Ações (a)	+8.91	+25.48
Índice Standard & Poor's 500	+7.94	+29.71

Nota: (a) Média de fundos de ações com portfólio diversificado nos Estados Unidos. Se incluídos os fundos setoriais e os estrangeiros, a média seria de 7,75% para o trimestre e de 19,23% para os 12 meses anteriores.

Fonte: Lipper Analytical Services. In: *Gazeta Mercantil*, 11.10.95.

Em segundo lugar, as companhias financeiras mudaram, consideravelmente, a forma de obter recursos, recorrendo mais à emissão de *commercial papers* e menos aos empréstimos bancários. Nos anos 80, o mercado de *commercial papers* explodiu: passou de US$ 121,6 bilhões em 1980 para US$ 528 bilhões em 1991 (ver tabela 2.8). Isoladamente, as companhias financeiras responderam por quase dois terços das novas emissões em 1991 (US$ 322,8 bilhões). Por sua vez, a maior parcela de *commercial papers* emitida pelas companhias financeiras foi adquirida pelos fundos mútuos (MMMFs), em acelerado crescimento durante a década. Em 1991, os MMMFs adquiriram US$ 194,4 bilhões de *commercial papers*, representando 36% dos seus ativos (ver tabela 2.5).

A expansão vertiginosa do mercado de *commercial papers*, nos anos 80, também refletiu o acesso direto das empresas aos mercados primários, através da emissão dos seus próprios papéis. Em 1980, as emissões das empresas não-financeiras correspondiam a US$ 28 bilhões, representando aproximadamente 10% dos empréstimos comerciais e industriais dos bancos. Em 1990, esse número subiu para US$ 116,9 bilhões, 22,8% dos mencionados empréstimos bancários (ver tabela 2.8). Os bancos também tiveram sua participação na expansão do

mercado de *commercial papers*, através da concessão de linhas de crédito de apoio e de garantias aos emissores, inclusive às companhias financeiras[41].

Tabela 2.7 - Balanço das Companhias Financeiras

Em percentagem

	1950	1960	1970	1980	1985	1990	1991
Total de Ativos Financeiros (a)	9	27	63	243	440	772	794
Hipotecas	5	6	9	21	24	29	28
Crédito ao Consumidor	57	57	52	32	30	18	16
Crédito a Empresas	27	30	34	37	36	38	37
Outros	11	6	4	10	10	15	19
Total de Passivos (a)	5	20	57	217	405	708	729
Bônus Privados	33	50	40	42	37	24	27
Empréstimos Bancários	50	30	22	11	7	5	5
Commercial Papers	14	19	38	28	35	47	46
Outros	3	1	0	19	21	24	22

Nota: (a) Em US$ bilhões.
Fonte: *Flow of Funds Accounts*. Board of Governors of the Federal Reserve System. In: Edwards (1993: 28).

Tabela 2.8 - Estoque de *Commercial Papers* Emitidos

US$ bilhões/Em Percentagem

	1980	1985	1990	1991	1980	1985	1990	1991
Total	121.6	293.9	557.8	528.1	100.0	100.0	100.0	100.0
Intermediários Financeiros	86.6	187.8	365.6	347.9	71.2	63.9	65.9	65.9
Bancos	25.9	46.4	30.1	24.3	21.3	15.8	5.4	4.6
Cias. Financeiras	60.1	140.7	335.0	322.8	49.4	47.9	60.1	61.1
Corporações	28.0	72.2	116.9	98.5	23.0	24.6	21.0	18.7
Outros	7.0	33.9	75.3	81.7	5.8	11.5	13.1	15.4

Fonte: *Flow of Funds Accounts*. Federal Reserve System. In: D'Arista & Schlesinger (1993: 168).

O declínio relativo dos bancos comercial também se evidencia no mercado de dívida (*credit market debt of individual, enterprises, and governments*) nos Estados Unidos cresceu 107,2% entre 1979-1994 a uma taxa de 4,86% anual, mais do que 2 vezes a taxa de crescimento do PIB e dos ativos bancários. Os dados do *Call Report*[42] mostram que a participação dos bancos comerciais americanos na criação de crédito/dívida total caiu de 25,8% para 17%, uma perda de aproximadamente 1/3. O total de ativos financeiros, que inclui a maioria dos passivos bancários (*non-credit market debt of financial intermediaries*) cresceu 105% nesse intervalo, enquanto a participação dos depósitos dos bancos comerciais caiu de 22,6% para 14,4%, as associações de poupança perderam 10 pontos percentuais, os fundos mútuos setuplicaram sua

[41] Na verdade, a partir da crise no mercado de *commercial papers* em 1970, que implicou a falência do Penn Central, as emissões deveriam ser colaterizadas com uma linha de crédito bancário, que cobraria uma determinada comissão (Ferreira & Freitas, 1990).

[42] Trata-se do *Consolidated Report of Condition and Income for Banks* (*Call Reports*), que todo banco comercial com seguro de depósito deve apresentar trimestralmente às autoridades regulatórias.

participação, os fundos mútuos do mercado monetário triplicaram e os fundos de pensão e companhias de seguro aumentaram 8 pontos percentuais (ver tabela 2.9).

Tabela 2.9 - Mercado de Dívidas e de Ativos Financeiros nos EUA (1979-1994, anos selecionados)

Em percentagem

	1979	1980	1982	1985	1987	1990	1992	1994
Mercado de Dívida								
Total (a) (b)	8.269	8.353	8.619	11.302	13.494	15.111	15.705	17.136
Bancos Comerciais Domésticos	0,258	0,252	0,244	0,221	0,200	0,184	0,173	0,170
Bancos Estrangeiros	0,028	0,032	0,023	0,020	0,026	0,032	0,034	0,032
Onshore	0,017	0,020	0,015	0,014	0,017	0,020	0,022	0,020
Offshore	0,010	0,012	0,009	0,007	0,008	0,012	0,012	0,012
Instituições de Poupança	0,168	0,163	0,142	0,141	0,135	0,097	0,075	0,068
Companhias Financeiras (c)	0,065	0,063	0,065	0,069	0,074	0,089	0,095	0,096
Fundos Mútuos	0,004	0,004	0,005	0,015	0,025	0,027	0,038	0,044
Fundos Mútuos do Mercado Monetário	0,006	0,009	0,024	0,021	0,020	0,027	0,027	0,026
Cias. de Seguro e Fundos de Pensão (d)	0,166	0,169	0,177	0,171	0,177	0,184	0,193	0,188
Autoridade Monetária e Outras Ag. (e)	0,088	0,090	0,097	0,100	0,115	0,121	0,135	0,146
Ativos Financeiros								
Total (a)	9.057	9.374	9.782	12.235	14.125	15.757	17.023	18.567
Bancos Comerciais Domésticos	0,226	0,221	0,218	0,202	0,185	0,174	0,155	0,144
Moedas e Depósitos à Vista	0,072	0,065	0,058	0,052	0,049	0,041	0,044	0,041
Depósitos de Curto Prazo & Poupança	0,091	0,089	0,094	0,098	0,089	0,091	0,084	0,073
Depósitos de Longo Prazo	0,043	0,046	0,045	0,032	0,029	0,026	0,013	0,012
RP & Federal Funds	0,020	0,022	0,021	0,020	0,018	0,016	0,014	0,019
Fundos Mútuos	0,011	0,012	0,012	0,026	0,041	0,043	0,064	0,084
Fundos Mútuos do Mercado Monetário	0,010	0,014	0,034	0,027	0,028	0,035	0,033	0,033
Outras Instituições Financeiras	0,178	0,172	0,169	0,176	0,165	0,145	0,121	0,107
Cias. de Seguro & Fundos de Pensão	0,212	0,219	0,230	0,250	0,260	0,273	0,303	0,296

Notas: (a) Em valores constantes de 1994, utilizando-se o deflator implícito do PIB. Em US$ bilhões.
(b) Inclui dívidas emitidas por corporações, famílias e governos. Exclui ações de empresas e participação em Fundo Mútuos.
(c) Inclui companhias financeiras, companhias de hipotecas, fundos fechados, REITS - Real Estate Investment Trust -, Brokers & Dealers, ABS Issuers e Bank Personal Trust.
(d) Inclui companhias de seguro de vida e outras, e fundos de pensão privados e públicos.
(e) Inclui autoridade monetária, Federally Related Mortgage Pools e Government Sponsored Enterprise.
Fonte: *Flow of Funds Accounts*, vários números, in Berger *et alli* (1997: 168-169, tabela A8).

No que se refere aos derivativos financeiros, as instituições bancárias tiveram um papel relevante, seja nos mercados organizados, seja nos mercados de balcão (Goldstein *et alii*, 1993b). O crescimento dos mercados derivativos, que assumiram proporções gigantescas ao longo da última década, também foi alimentado pelos investidores institucionais. Os administradores profissionais, extremamente ágeis em suas decisões e, em sua maioria, dispostos a seguir de perto as tendências e a "psicologia" dos mercados, na gestão de grandes massas de recursos, utilizaram instrumentos derivativos, inclusive os produtos estruturados. Alguns para proteger suas carteiras nos momentos em que os administradores temiam variações de preços contrários, outros procurando oferecer aos cotistas uma taxa de remuneração mais elevada, diante da acirrada concorrência no setor.

Na impossibilidade de se auferir o custo real de cada derivativo - margem de garantia e ajustes diários de margens para os mercados futuros em bolsas, prêmio pagos para as opções e juros futuros que podem ser flutuantes para as operações de *swaps* -, o valor nocional se refere ao valor de face do ativo principal subjacente. Essa medida é utilizada para calcular os pagamentos contratuais, mas não é um grau da exposição das instituições detentoras desses contratos. Os graus de exposição são estimados em aproximadamente 2% do valor nocional para *swaps* de taxas de juros e 5% para *swaps* de taxa de câmbio (constitui o custo de reposição do contrato). Em 1995 e 1996, o BIS divulgou dois relatórios que procuravam discutir uma metodologia, critérios e conceitos para um dimensionamento dos mercados de derivativos, bem como a estrutura dos mercados internacionais de derivativos de balcão, sobre os quais havia poucas informações. Nesses relatórios foi empregado pela primeira vez o conceito de valores brutos de mercado (*gross market values*) paralelamente ao de valor nocional, como instrumento de agregação dos diversos instrumentos derivativos. De acordo com o BIS (1996): "*valores nocionais* (o valor do ativo subjacente do instrumentos derivativo) em aberto são úteis para comparar mercados organizados, de balcão com os mercados dos ativos subjacentes. Também são relevantes para avaliar os riscos a que as instituições podem estar expostas, devido a mudanças de preços nos mercados dos ativos subjacentes. Todavia, valores nocionais em aberto não refletem as obrigações de pagamento das partes, nem os montantes envolvidos em casos de inadimplência da contraparte, que são mais bem apreendidos pelos *valores brutos de mercado*. Este último indicador representa o custo, eventualmente, incorrido se todos os contratos tivessem de ser substituídos aos preços prevalecentes no mercado em 31 de março de 1995"[43].

Numa tentativa de apresentar o crescimento dos mercados derivativos, vamos utilizar os valores nocionais calculados pelo BIS. Em 1995, os mercados derivativos movimentaram cerca de US$ 23,2 trilhões, o correspondente a mais de três vezes o PIB dos Estados Unidos (US$ 7,3 trilhões). O valor nocional dos negócios com instrumentos derivativos transacionados em mercados organizados atingiu US$ 9,2 trilhões, quase 14 vezes o total de 1986 (ver tabela 2.10). Os contratos futuros e de opções de taxas de juros atingiram o valor nocional de US$ 8,6 trilhões em 1995, enquanto os contratos futuros e de opções de moedas somaram US$ 81,1 bilhões, e os contratos futuros e de opções de índices de ações, US$ 499,1 bilhões. No total, aproximadamente 53% dos contratos com instrumentos derivativos foram negociados

[43] Nos termos desse relatório, o valor nocional dos derivativos de balcão eram de US$ 47,53 trilhões e o valor bruto de mercado, de US$ 2,2 trilhões.

nos Estados Unidos. Esse volume de transações reflete a amplitude assumida pelas longas cadeias de operações imbricadas e pela complexa e frágil pirâmide de créditos e débitos que ligam os principais operadores (bancos, fundos de pensão, fundos mútuos, instituições especializadas).

Porém, observamos que a taxa média de crescimento dos mercados derivativos situou em torno de 30% a.a. na virada da década de 90 e caiu para 3,6% em 1995. Segundo um relatório do FMI (Ito & Folkerts-Landau *et alii*, 1996: 67), essa redução no ritmo de crescimento está associada aos diversos casos recentes de elevados prejuízos com instrumentos derivativos, envolvendo instituições financeiras e não-financeiras, bem como é considerada um prenúncio de uma maior maturidade dos mercados e de seus participantes. Nesse sentido, a taxa de crescimento das rotações desses contratos nos mercados organizados também diminuiu de 45% entre 1993-94 para 6% entre 1994-1995, alcançando o volume de 1.210,1 milhões de contratos negociados, sendo 38% nas bolsas americanas (ver tabela 2.11).

Os mercados de balcão tiveram um crescimento mais acentuado do que os mercados organizados[44]. No fim de 1995, o valor nocional do estoque de *swaps* de taxas de juros e de moedas era de US$ 14 trilhões, representando um crescimento de 44% em relação a 1994 e mais de 15 vezes o valor de 1987. Os dados evidenciam que os principais participantes no mercados de *swaps* de taxas de juros eram as instituições financeiras, com 75% do valor do estoque de contratos (membros do ISDA e outros) em 1995 (tabela 2.12). Porém, no mercado de *swaps* de câmbio as instituições financeiras contabilizaram 48% do estoque em 1995[45].

---

[44] Esse crescimento das operações de derivativos de balcão está na origem do desenvolvimento dos chamados derivativos de "última geração", híbridos ou exóticos. Esses foram criados para atender uma demanda cada vez mais sofisticada que não pode ser atendida com os contratos futuros e de opções negociados em bolsas. Ademais, essas operações de derivativos exigem técnicas de formação de preços baseadas na medida da volatilidade do(s) ativo(s) subjacente(s).

[45] As razões que explicam a explosão dos mercados de balcão podem ser resumidas da seguinte forma: a) ampliação da demanda por instrumentos de *hedge* dado o aumento da volatilidade das taxas de juros e de câmbio; b) crescimento da demanda por sofisticados instrumentos para tirar proveito de diferenciais de taxas de juros entre países e entre tipos de investimentos; c) elevação da demanda por sofisticados produtos de transferência de risco de portfólio, diante de uma transformação no ambiente econômico; d) redução dos custos de transações de derivativos nos mercados de balcão, dado o avanço tecnológico; e) procura pelos bancos de novas fontes de negócios diante do declínio da rentabilidade nas atividades tradicionais; f) desregulamentação e liberalização dos mercados financeiros nacionais.

Tabela 2.10 - Valores Nocionais dos Instrumentos Derivativos Negociados em Bolsas de Valores

Estoque do Valor Nocional/US$ bilhões

Instrumentos	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Futuros de Taxas de Juros	370,0	487,7	895,4	1.200,7	1.454,2	2.156,7	2.913,0	4.942,6	5.757,4	5.863,3
de Curto Prazo	274,3	338,9	721,7	1.002,6	1.271,1	1.906,3	2.663,7	4.632,8	5.422,3	4.475,2
Eurodólar (a)	229,5	307,8	588,8	671,9	662,6	1.100,5	1.389,6	2.178,7	2.468,6	2.451,7
Euro-iene (b)	-	-	-	109,5	243,5	254,5	431,8	1.080,1	1.467,4	1.400,7
Euromarco (c)	-	-	-	14,4	47,2	110,0	229,2	421,9	425,7	654,6
de Longo Prazo (bônus)	95,7	148,8	173,7	198,2	183,4	250,4	249,3	325,9	355,3	388,1
Tesouro dos EUA (d)	23,0	26,5	39,9	33,2	23,0	29,8	31,3	32,6	36,1	39,9
Governo Francês (e)	2,1	7,6	7,0	6,1	7,0	11,4	21,0	12,6	12,7	12,4
Governo Japonês (f)	63,5	104,8	105,7	129,5	112,9	122,1	106,1	135,9	164,3	178,8
Governo Alemão (g)	-	-	1,4	4,2	13,7	20,2	27,8	33,3	41,7	56,7
Opções de Taxas de Juros (h)	146,5	122,6	279,2	387,9	599,5	1.072,6	1.385,4	2.362,4	2.623,5	2.741,6
Futuros de Câmbio	10,2	14,6	12,1	16,0	17,0	18,3	26,5	34,7	40,1	37,9
Opções de Câmbio (h)	39,2	59,5	48,0	50,2	56,5	62,9	71,1	75,6	55,6	43,2
Futuros de Índices de Bolsa	14,5	17,8	27,1	41,3	69,1	76,0	79,8	110,0	127,3	172,2
Opções de Índices de Bolsa (h)	37,8	27,7	42,9	70,7	93,7	132,8	158,6	229,7	238,3	326,9
TOTAL	618,3	729,9	1.304,8	1.766,9	2.290,4	3.519,3	4.634,4	7.771,1	8.862,5	9.185,3
EUA	518,1	578,1	951,7	1.155,8	1.268,5	2.151,7	2.694,7	4.358,6	4.819,5	4.847,2
Europa	13,1	13,3	177,7	251,0	461,2	710,1	1.114,3	1.777,9	1.831,7	2.241,3
Ásia (i)	87,0	138,5	175,5	360,0	560,5	657,0	823,5	1.606,0	2.171,8	1.990,1

Notas: (a) Contratos de 3 meses, negociados em Chicago Mercantile Exchange-International Monetary Market (CME-IMM), Singapore International Monetary Exchange (SIMEX), London International Financial Futures Exchange (LIFFE), Tokyo International Financial Futures Exchange (TIFFE) e Sydney Futures Exchange (SFE);
(b) Contratos de 3 meses, negociados em Tóquio (TIFFE) e Cingapura (SIMEX);
(c) Contratos de 3 meses, negociados em Marché à Terme International de France (MATIF) e Londres (LIFFE);
(d) Negociados em Chicago Board of Trade (CBOT), Londres (LIFFE), Mid-America Commodity Exchange (MIDAM), New York Futures Exchange (NYFE) e Tokyo Stoch Exchange (TSE);
(e) Negociados na França (MATIF);
(f) Títulos de 10 anos, negociados em Tóquio (TSE), Londres (LIFFE) e Chicago (CBOT);
(g) Negociados em Londres (LIFFE) e na Deutsche Terminbörse (DTB);
(h) Compra e venda;
(i) Inclui Autrália e Nova Zelândia.

Fonte: BIS, *Annual Report*, Basiléia, vários números.

O uso de *swaps* de taxas de juros e de câmbio também está se ampliando pelo setor não-financeiro (corporações, governos e instituições multilaterais). O valor nocional de *swaps* de taxas de juros utilizados por governos e instituições multilaterais aumentou de US$ 47,6 bilhões em 1987 para US$ 307,1 bilhões em 1994 (tabela 2.12). O valor nocional de *swaps* de taxas de juros utilizado pelas corporações também aumentou de US$ 128,6 bilhões para US$ 1.829,9 bilhões, no mesmo período. As operações de *swaps* de câmbio utilizadas por governos e instituições multilaterais aumentou de US$ 33,9 bilhões para US$ 122,1 bilhões; pelas corporações passou de US$ 51,6 bilhões para US$ 354,4 bilhões, correspondendo a 39% do total em 1994.

Tabela 2.11 - Giro Anual dos Instrumentos Derivativos Negociados em Mercados Organizados Mundiais

Milhões de Contratos Negociados

Instrumentos	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Futuros de Taxas de Juros	91.0	145.7	156.3	201.0	219.1	230.9	330.1	427.0	627.8	561.0
de Curto Prazo	16.3	29.4	33.7	70.2	76.0	87.3	144.9	180.0	282.4	266.5
Eurodólar (a)	12.4	23.7	25.2	46.8	39.4	41.7	66.9	70.2	113.6	104.2
Euro-iene (b)	-	-	-	4.7	15.2	16.2	17.4	26.9	44.2	42.9
Euromarco (c)	-	-	-	1.6	3.1	4.8	12.2	21.4	29.5	25.7
de Longo Prazo (bônus)	74.7	116.3	122.6	130.8	143.1	143.6	185.2	247.1	346.1	294.5
Tesouro dos EUA (d)	54.6	69.4	73.8	72.8	78.2	69.9	71.7	80.7	101.5	87.8
Governo Francês (e)	1.1	11.9	12.4	15.0	16.0	21.1	31.1	36.8	50.2	33.6
Governo Japonês (f)	9.4	18.4	18.9	19.1	16.4	12.9	12.1	15.6	14.1	15.2
Governo Alemão (g)	-	-	0.3	5.3	9.6	12.4	18.9	27.7	51.2	44.8
Opções de Taxas de Juros (h)	22.3	29.3	30.5	39.5	52.0	50.8	64.8	82.9	116.7	225.5
Futuros de Câmbio	19.9	21.2	22.5	28.2	29.7	30.0	31.3	39.0	69.7	98.3
Opções de Câmbio (h)	13.0	18.3	18.2	20.7	18.9	22.9	23.4	23.8	21.3	23.2
Futuros de Índices de Bolsa	28.4	36.1	29.6	30.1	39.4	54.6	52.0	71.2	108.8	114.8
Opções de Índices de Bolsa (h)	140.4	139.1	79.1	101.7	119.1	121.4	133.9	144.1	197.3	187.3
TOTAL	315.0	389.6	336.2	421.2	478.3	510.5	635.6	788.0	1,142.2	1,210.1
EUA	288.7	318.3	252.2	287.9	312.3	302.7	341.4	382.3	513.5	455.0
Europa	10.3	35.9	40.7	64.4	83.0	110.5	185.0	263.5	397.3	353.3
Ásia (i)	14.4	30.0	34.4	63.6	79.1	85.8	82.8	98.4	131.9	126.5

Notas e Fonte: ver tabela anterior.

A elasticidade da oferta de recursos e a diversificação dos produtos modificaram a forma de gestão da riqueza pelos diversos agentes. Estes têm à disposição uma extensa gama de instituições de apoio para procurar otimizar instantaneamente uma posição financeira global, em termos plurimonetários. Ademais, empenham-se em obter, no conjunto, uma estrutura de risco compatível com a curva de rendimentos esperados. Nessa perspectiva, não separam a gestão de risco de taxa de juros e de câmbio e, constantemente, realizam arbitragens entre os diversos compartimentos dos mercados. Os produtos derivativos, tais como *swaps* ou opções de câmbio constituem, por si mesmos, uma correia de transmissão entre os diversos compartimentos dos mercados financeiros globalizados.

Quanto à composição das moedas utilizadas nas operações do mercado de balcão, temos: no final de 1987, 79% do estoque nocional de *swaps* de taxas de juros eram denominados em dólar, caindo para 34% em 1995; o mesmo ocorre com as *swaps* de moedas, sendo que 45% do estoque nocional eram em dólar em 1987, declinando para 35% em 1995 (tabela 2.12). Portanto, cresce a participação de inúmeras moedas. Surgidas e desenvolvidas nos Estados Unidos, as operações de derivativos financeiros de balcão se espalharam para a maioria dos países. Os bancos americanos continuam sendo os principais colocadores nessas operações, seguidos pelos japoneses, mas na década de 90 a principal praça de negociação passou a ser a City de Londres.

Tabela 2.12 - Estoque do Valor Nocional de Operações em Mercados de Balcão - *Swaps* de Taxas de Juros, de Câmbio e Outros

US$ bilhões/Fim de período

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Swaps de Taxa de Juros	682,9	1.010,2	1.502,6	2.311,5	3.065,1	3.850,8	6.177,3	8.815,6	12.810,7
Membros ISDA (a)	206,6	341,3	547,1	909,5	1.342,3	1.880,8	2.967,9	4.533,9	-
Outros	476,2	668,9	955,5	1.402,0	1.722,8	1.970,1	3.209,4	4.281,7	-
Inst. Financeiras	300,0	421,3	579,2	817,1	985,7	1.061,1	1.715,7	2.144,4	-
Governos (b)	47,6	63,2	76,2	136,9	165,5	242,8	327,1	307,6	-
Corporações	128,6	168,9	295,2	447,9	571,7	666,2	1.166,6	1.829,8	-
Swaps de Taxa de Câmbio (c)	182,8	319,6	449,1	577,5	807,2	860,4	899,6	914,8	1.197,4
Membros ISDA (a)	35,5	82,6	115,0	155,0	224,9	238,8	218,5	211,2	-
Outros	147,3	237,0	334,1	422,5	582,3	621,5	681,1	703,6	-
Ins. Financeiras	61,9	102,7	141,7	148,2	246,7	228,7	221,9	227,1	-
Governos (b)	33,9	54,0	65,6	83,2	96,9	110,6	135,8	122,1	-
Corporações	51,6	76,5	116,5	191,1	238,7	282,2	323,4	354,4	-
Total (OTC) (d)	1.048,5	1.649,3	2.400,8	3.466,6	4.679,4	5.571,5	7.976,5	10.645,3	15.205,5
					Em	percentagem			
Swaps de Taxa de Juros	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Membros ISDA (a)	30	34	36	39	44	49	48	51	-
Outros	70	66	64	61	56	51	52	49	-
Inst. Financeiras	44	42	39	35	32	28	28	24	-
Governos (b)	7	6	5	6	5	6	5	4	-
Corporações	19	17	20	19	19	17	19	21	-
Swaps de Taxa de Câmbio (c)	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Membros ISDA (a)	19	26	26	27	28	28	24	23	-
Outros	81	74	74	73	72	72	76	77	-
Ins. Financeiras	34	32	32	26	31	27	25	25	-
Governos (b)	19	17	15	14	12	13	15	13	-
Corporações	28	24	26	33	30	33	35	39	-

Notas: (a) ISDA - International Swaps and Derivatives Association;
(b) Inclui instituições multilaterais;
(c) Ajustados para evitar dupla contagem, pois envolvem duas moedas. Inclui *swaps* combinadas de juros e câmbio;
(d) Inclui as operações *Caps*, *Floors*, *Collar* e *Swaptions*.
Fonte: BIS, *International Banking and Financial Market Developments*, vários números.

Devido ao papel desempenhado pelos *hedge funds* na dinâmica financeira global, vejamos seu funcionamento de uma forma mais detalhada. Originalmente, eram chamados de *hedge funds* os fundos mútuos que se utilizavam de diferentes mecanismos de *hedging* de modo a proteger suas carteiras de risco de variações de preços. Atualmente, os fundos conhecidos como *hedge funds* bancam suas apostas utilizando empréstimos. Seus gestores contraem, junto aos bancos e a outras instituições financeiras, empréstimos que são múltiplos dos recursos de seus cotistas e os aplicam em mercados de renda variável e de derivativos na expectativa de que os lucros obtidos sejam superiores aos juros pagos[46]. Seus administradores são remunerados a partir da

[46] Segundo a *Bloomberg Bussines News* (republicado na *Gazeta Mercantil*, 31.7.96), investidores individuais estariam cada vez mais utilizando dinheiro emprestado para financiar novas compras de fundos mútuos. Os investidores podem tomar emprestado o equivalente à metade do valor de seus investimentos para financiar as compras de títulos, pagando aos corretores juros sobre tais somas. O empréstimo é garantido pelas ações, títulos e, em alguns casos, pelos fundos mútuos que os investidores possuem e que estão em poder de seus operadores. Os problemas acontecem quando o mercado tem uma queda brusca e o valor das contas de margens cai. Se cair muito, os investidores precisam levantar as contas aplicando mais títulos ou dinheiro para alcançar o nível exigido. Se caírem abaixo desse nível, as empresas de corretagem podem vender parte ou o total dos valores mobiliários dos investidores, inclusive suas ações de fundos mútuos, para amortizar pelo menos uma porção do valor principal do empréstimo. Há indicações também de crédito alavancado nos próprios fundos mútuos.

performance do fundo e não mediante cobrança de prêmios fixos, como ocorre nos fundos mútuos tradicionais. Os fundos de *hedge* assumem a forma de sociedade privada limitada.

Tabela 2.13 - Composição das Moedas do Estoque do Valor Nocional de Operações com *Swaps* de Taxas de Juros e de Câmbio

Em percentagem

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Taxas de Juros (a)	682,9	1.010,2	1.502,6	2.311,5	3.065,1	3.850,8	6.177,3	8.815,6	12.810,7
Dólar	79	72	66	55	49	46	40	37	34
Iene	6	8	8	10	16	18	20	22	23
Marco	5	6	6	9	9	9	10	10	11
Libra	4	5	7	10	8	8	7	8	7
Outras	6	9	13	16	18	19	23	23	25
Taxas de Câmbio (a) (b)	182,8	319,6	449,1	577,5	807,2	860,4	899,6	914,8	1.187,4
Dólar	45	42	39	37	36	36	36	35	35
Iene	16	21	22	21	22	18	18	18	17
Marco	6	5	6	6	6	6	8	8	10
Libra	3	3	4	4	5	5	5	5	4
Outras	30	30	29	32	31	35	34	33	34

Notas: (a) O valor das *swaps* de câmbio está ajustado para evitar dupla contagem, pois a operação envolve duas moedas;
(b) US$ bilhões

Fonte: BIS, *International Banking and Financial Market Developments*, vários números.

De modo geral, os *hedge funds* são menos regulamentados do que os principais agentes que atuam nos mercados financeiros (bancos comerciais, corretoras, bancos de investimento, investidores institucionais, etc.). A venda de quotas desses fundos ao público não pode ser realizada nos Estados Unidos. Porém, a clientela dos *hedge funds* se restringe praticamente aos EUA com uns 200 fundos, a despeito de serem todos *offshore*. Isto é, devem montar uma estrutura de comercialização de quotas fora do país, em geral em paraísos fiscais, onde não estejam sujeitos a regulamentações ou à incidência de impostos. A menor regulamentação lhes permite maior flexibilidade nas estratégias de investimento e, portanto, maior tolerância ao risco. Cada *hedge fund* pode ter no máximo noventa e nove investidores, o que em geral implica investidores de grande porte (com renda anual de US$ 200 mil ou com patrimônio líquido de US$ 1 milhão)[47].

A grande maioria dos *hedge funds* possui capital abaixo de US$ 100 milhões e apenas uma dúzia, ativos que ultrapassam U$ 1 bilhão. Os maiores *hedge funds* possuíam ativos entre US$ 6-10 bilhões em 1994. Embora os ativos totais de todos os *hedge funds* fossem estimados em aproximadamente US$ 75-100 bilhões, as possíveis posições assumidas podem ser muito maiores, uma vez que não estão sujeitos às restrições de alavancagem do Investment Company

[47] De acordo com a *Bloomberg Business News* (republicado na *Gazeta Mercantil*, 4.11.96), uma nova lei para o mercado de capitais - National Securities Markets Improvement Act (1996) - incluiu o dispositivo que permite a abertura de sociedades limitadas de investimento a mais clientes, isto é, aumenta-se o número de sócios de um fundo, desde que sejam pessoas físicas com ativos mínimo de US$ 5 milhões e instituições com US$ 25 milhões.

Act (1940). No que se refere às estratégias de investimento, os *hedge funds* têm diferentes objetivos e atuam em muitos mercados (matérias-primas, ações, passando pelos derivativos de índices de bolsa e os futuros de taxas), os investimentos em bônus do Tesouro americano junto com as "chamadas de margens"[48] necessárias em caso de evolução negativa das cotações servem de cobertura. Os mais comuns são conhecidos como *macro hedge funds* e atuam nos mercados de moedas e de bônus, tomando posições altamente especulativas, apoiadas em créditos bancários (linhas de crédito para operações com moedas e acordos de recompras), e em opções, futuros e outros derivativos. Esses *marco hedge funds* procuram realizar ganhos de capital em apostas sobre variações de taxas de juros, taxas de câmbio e preços de ações no mercado global. Ou seja, buscam ganhos de capital aproveitando oportunidades em diferentes mercados externos[49]. Eles detêm um volume considerável de ativos líquidos, a título de exemplo, os quatro *macro hedge funds* mais conhecidos - Quantum Funds, Tiger Management, Steinhardt Partners e Ardsley Partners - controlavam quase US$ 25 bilhões, em meados de 1994 (Goldstein *et alli*, 1993a: 11).

Assim, a característica fundamental desses fundos é o elevado grau de alavancagem: "rotineiramente os fundos de *hedge* utilizam empréstimos colaterizados com cláusulas de recompra em títulos públicos para gerar altas taxas de alavancagem. O emprestador é um grande banco ou uma corretora" (Goldstein *et alii*, 1994: 7). Outro fato relevante, associado ao crescimento recente desses fundos, são suas performances. Os *hedge funds*, a despeito de perdas recentes (Granite Partners, Steinhardt Partners, Quantum Fund, etc.)[50], apresentaram

---

[48] Em determinadas circunstâncias, esses fundos podem fazer "chamadas de margem", ou seja, pedir recursos adicionais aos clientes para evitar liquidações compulsórias de posições.

[49] Na terceira e melhor parte do livro de Soros (1987), temos um experimento em tempo real, fruto de um diário que o investidor manteve, entre agosto de 1985 e novembro de 1986, registrando as hipóteses que fundamentaram suas decisões de investimento. Isto é, as hipóteses testadas nesse processo de alquimia financeira. O experimento evidencia com clareza a forma de gestão de um portfólio internacional: rápidas mudanças do mercado de ações de empresas americanas e estrangeiras bem como índices de futuro de ações (Standard & Poor's 500) para títulos do governo americano, japonês e europeu; ou ainda para *commodities* (petróleo, ouro) e moedas (dólar, iene, marco alemão, libra, etc.), dadas as flutuações nas expectativas sobre a evolução dos preços dos diferentes ativos, denominados em distintas moedas. "Na terça-feira, cobri minhas posições a descoberto nos índices de futuros, no petróleo e nas ações bancárias; também vendi algumas de minhas moedas e títulos de curto prazo. Na quarta-feira, depois de passada a primeira onda de cobertura de venda a descoberto, comecei a cobrir minhas posições vendidas em petróleo. Na quinta feira, cobri minha posição a descoberto em títulos de futuro. Hoje, vendi a maior parte de minhas moedas" (Soros, 1987: 242). Essas transações em um portfólio de ativos plurimonetários são regidas por uma lógica essencialmente especulativa, na medida em que resultam de expectativas de variações das cotações dos títulos ou das moedas.

[50] Estima-se que o Soros Fund Management perdeu cerca de US$ 2 bilhões na segunda-feira dia 27.10.97, quando caíram os mercados mundiais de ações (*Bloomberg News*, republicado na *Gazeta Mercantil*, 31.10.1997, p. B-4).

uma rentabilidade acima de outros investimentos. Em 1993, o retorno dos *hedge funds* foi de 23%, comparativamente a 14% dos fundos mútuos e 10% do índice de valorização de ações, S&P 500 (ver tabela 2.14). Na verdade, a busca sistemática por uma performance superior à média do mercado (daí o nome de "fundos de performance", como também são conhecidos) vem do fato de que esses fundos souberam combinam as técnicas envolvidas com os instrumentos derivativos. Por exemplo, um *hedge fund* que antecipa uma baixa na taxa de juros de longo prazo na França em 3 meses, comprará a termo os bônus do Tesouro que ele jamais pagará. Ele revenderá esses bônus no vencimento ganhando ou perdendo a diferença entre a cotação de compra e a de revenda. O risco suportado pelo banco do empréstimo efetuado será coberto pelo depósito de um ativo colateral no início da operação, eventualmente aumentado pelos depósitos de margens regulares se a cotação dos títulos estiver em elevação. Assim, com um colateral de 5%, esse é o investimento inicial do especulador, o *hedge fund* pode comprar bônus de 200 milhões de francos com um capital de apenas 10 milhões.

Tabela 2.14 - Taxas de Retorno dos *Hedge Funds* e Outros Investimentos

	Hedge Funds	Ações (S&P 500)	Fundos Mútuos
1987	14,5	5,2	1,0
1988	22,9	16,5	15,8
1989	24,9	31,6	28,5
1990	10,9	-3,1	-3,8
1991	25,4	30,4	36,1
1992	15,8	7,7	6,8
1993	23,2	10,1	14,3

Fonte: Republic New York Securities (1994) *Year End Hedge Fund Review* 1993, in: Goldstein *et alii* (1994: 8).

Devido à interligação entre os *hedge funds* com os grandes bancos, corretoras e investidores institucionais[51], através de relações de crédito e débito, há a possibilidade de as perdas desses fundos serem transmitidas ao sistema bancário e não-bancário. Embora, a maioria dos empréstimos bancários seja colaterizado, permanecem os riscos de uma desvalorização dos ativos colaterais e de um excessivo grau de exposição do fundo. Além disso, o elevado giro das posições tomadas pelos *hedge funds* gera excessiva volatilidade nos mercados de títulos públicos, dado que são os principais ativos utilizados como colaterais. Nesse sentido, o Government Securities Act (1993) facultou ao Tesouro dos Estados Unidos requerer a discriminação de todas as grandes posições (acima de US$ 1 bilhão) em emissões recentes de *securities* governamentais, quando for detectada uma distorção (de preço) nesses mercados.

[51] Os investidores institucionais respondem por 16% dos ativos dos *hedge funds*. de acordo com um estudo feito pela WPG-Hennesce *Bloomberg Business News* (republicado na *Gazeta Mercantil*, 4.11.96).

Enfim, os *hedge funds* são fundos eminentemente especulativos, e a partir de investimentos muitos limitados (devido à alavancagem muito elevada) movimenta-se num mundo financeiro de várias dimensões, passando rapidamente de um produto a outro para obter a maximização dos resultados. Essa mobilidade e agilidade faz com a imprensa internacional lhe atribua um papel extremamente relevante na dinâmica financeira contemporânea. Todavia, o relatório do FMI (Goldstein *et alii*, 1993b) fornece elementos que permitem relativizar o papel dos *hedge funds*. Em caso de ataques especulativos contra uma ou mais moedas nacionais, os *hedge funds* iniciam o movimento de fuga. Mas os *hedge funds* são apenas, conforme a imagem de Bourguinat (1995: 38), os "batedores" dos grandes batalhões formados pelos investidores institucionais. Sem o imenso volume de liquidez dos fundos mútuos e de pensão, o papel dos *hedge funds* seria insignificante. É do papel de sinalizadores (*market leaders*) dos mercados, assim como do apoio dos investidores institucionais e do sistema bancário, de que se valem para se endividar muito além dos seus fundos próprios, que residem o destaque dos *hedge funds*. Sem dúvida, é no crescimento da diversificação internacional dos grandes investidores internacionais que se encontra o cerne do problema da instabilidade do sistema financeiro mundial, pois suas ordens de compra e venda arrastam fluxos de capitais de bilhões de dólares.

Dado esse panorama geral sobre a evolução estrutural do sistema financeiro americano e dos mercados de derivativos financeiros, vejamos o comportamento dos bancos entre 1979 e 1994. De acordo com uma pesquisa de Berger *et alli* (1995), a partir dos dados do *Call Report*, mais de 1/3 das instituições desapareceram nesse período. Trata-se, indubitavelmente, de um dos período mais turbulento para o setor bancário americano, que culmina no nascimento dos bancos de âmbito nacional (*nationwide banking era*). A tabela 2.15 mostra que o número de organizações bancárias independentes caiu 4.537 entre 1979 e 1994 (de 12.463 para 7.926), a despeito da entrada de 3.111 instituições. Essa queda de 36,4% no número de instituições ocorreu simultaneamente ao crescimento de 23,4% em termos reais nos ativos brutos totais, no mesmo período. Destaca-se ainda que 4.378 pequenos bancos (com ativos inferiores a US$ 100 milhões) desapareceram durante o período. Assim, quase toda a redução nos números de instituições equivaleu ao desaparecimento dos pequenos bancos. Nesse sentido, a fração de ativos domésticos mantidos pelos pequenos bancos reduziu pela metade, de 13,9% para 7,0%, enquanto a fração dos megabancos (com ativos acima de US$ 100 bilhões) duplicou de 9,4% para 18,8% no mesmo período[52]. Essa concentração bancária foi facilitada pelo relaxamento

[52] Parece evidente que a realocação de ativos dos pequenos bancos para as grandes *holdings* e a expansão dos bancos nacionais tenderão a reduzir os empréstimos aos pequenos tomadores.

das restrições geográficas pelos estados quanto ao estabelecimento de filiais interestaduais, bem como pela liberalização da política antitruste aplicada às instituições bancárias (promovendo a consolidação das Multibank Holding Companies, através de processos de fusões, inclusive com bancos de investimento, contrariando o Glass Steagall Act).

Ao mesmo tempo, aumentou a capacidade de atendimento automático aos clientes, com a consolidação de 109.080 *Automated Teller Machines* (corresponde aos Caixas Eletrônicos no Brasil) em 1994, quase 8 vezes o número disponível em 1979, isto é, 13.800. Nesse período, o custo de compensação de um depósito eletrônico caiu de 9,10 centavos para 1,38 centavos, enquanto que o custo do processamento de um cheque aumentou de 1,99 centavo para 2,53 centavos (Berger *et alii*, 1995: 69, tabela 2).

A tabela 2.16 apresenta o balanço patrimonial, as transações fora de balanço e o demonstrativo de resultado, compreendendo o período entre 1979-1994, em termos reais (dólar de 1994). Os ativos totais brutos dos bancos comerciais cresceram de US$ 3,26 trilhões para US$ 4,02 trilhões, um aumento de 23,4% em termos reais. Os créditos às empresas não-financeiras (Comerciais & Industriais) caíram de 15,1% dos ativos brutos totais em 1979 para 11,9% em 1994. A redução dos empréstimos às corporações foram contrabalançadas pelo aumento nos empréstimos imobiliários (residenciais e comerciais) que atingiram 23,7% dos ativos brutos em 1994 e nas operações com cartões de crédito que alcançaram 4,6% no mesmo ano. Os ativos líquidos, moedas e títulos públicos, correspondiam a 38,3% dos ativos brutos em 1979, atingiram o auge em 1980 (38,9%) e se mantiveram em torno de 36% até 1983, quando começaram a declinar para se fixarem num patamar em torno de 31% nos anos seguintes.

Tabela 2.15 - Panorama dos Bancos Comerciais Americanos (1979-1994, anos selecionados)

	1979	1980	1982	1985	1987	1990	1994
Número de Bancos (a)	12.463	12.380	11.974	11.089	10.170	9.277	7.926
Número de Agências	50.136	51.755	54.625	57.370	58.690	62.312	65.610
Número de ATMs (b)	13.800	18.500	35.721	61.117	68.000	80.156	109.080
Ativo Bruto Total (c)	3.260	3.267	3.310	3.658	3.823	3.801	4.024
Ativo Bruto Doméstico (c)	2.700	2.700	2.819	3.162	3.291	3.377	3.491
Proporção do Ativo Bruto Doméstico por Tamanho							
Inferiores a 100 milhões	0,139	0,139	0,130	0,108	0,095	0,084	0,070
Entre 100 milhões e 1 bilhão	0,194	0,189	0,171	0,154	0,142	0,144	0,138
Entre 1 bilhão e 10 bilhões	0,293	0,301	0,296	0,249	0,212	0,190	0,157
Entre 10 bilhões e 100 bilhões	0,280	0,274	0,310	0,396	0,443	0,496	0,446
Superiores a 100 bilhões	0,094	0,097	0,094	0,092	0,107	0,085	0,188

Notas: (a) Definem-se bancos como organizações independentes ou que incorporam os ativos de uma *holding company*.
(b) ATMs - *Automated Teller Machines* (Caixas Eletrônicos).
(c) Em valores constantes de 1994, utilizando-se o deflator implícito do PIB. Valores de estoque em fim de período, em US$ bilhões. Inclui provisões para perdas.

Fonte: Berger *et alli* (1995: 132-135, tabela A1), a partir de dados do Consolidated Report of Condition and Income for Banks e Federal Reserve's *Financial Condition of the Largest Bank Holding Companies: Statistical Tables*. Os dados dos ATMs são do Bank Network News, *EFT Network Data Book* (New York: Faulkner and Gray Inc.), vários números.

Os bancos foram perdendo rapidamente depósitos à vista, como percentagem do total de ativos. Essas contas caíram de 25,3% para 16,4% entre 1979 e 1985, quando se eliminou o teto sobre as taxas de captação. Com o Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act (1980), permitindo as *NOW-Accounts* e as *ATS-Accounts*, bem como o Garn-St. Germain Act (1982), autorizando as contas de depósitos do mercado monetário (*money market deposit accounts* - MMDAs), essas contas aumentaram de 26,2% em 1979 para 33,6% em 1994 no passivo dos bancos, pois pagavam taxas de juros de mercado.

Tabela 2.16 - Demonstração Financeira dos Bancos Comerciais Americanos (1979-94, anos selecionados)

Em percentagem

	1979	1980	1982	1983	1985	1987	1990	1992	1994
Ativos Brutos Totais (a)	3.260	3.267	3.310	3.398	3.658	3.823	3.801	3.681	4.024
Cash & *Securities* (b)	0,383	0,389	0,364	0,364	0,331	0,331	0,311	0,345	0,314
Empréstimos Domésticos	0,472	0,455	0,472	0,484	0,510	0,531	0,555	0,517	0,523
Comerciais & Industriais	0,151	0,151	0,173	0,172	0,163	0,158	0,149	0,125	0,119
Imóveis Comerciais	0,063	0,062	0,064	0,068	0,083	0,105	0,117	0,107	0,098
Imóveis Residenciais	0,080	0,079	0,072	0,071	0,072	0,086	0,116	0,130	0,139
Cartões de Crédito	0,018	0,016	0,017	0,017	0,029	0,034	0,039	0,038	0,046
Empréstimos Externos	0,097	0,102	0,092	0,084	0,089	0,073	0,061	0,056	0,058
Depósitos Totais	0,801	0,794	0,773	0,782	0,769	0,766	0,769	0,758	0,707
Depósitos Domésticos	0,640	0,636	0,633	0,650	0,652	0,653	0,683	0,677	0,600
CDs > US$ 100 mil	0,125	0,137	0,152	0,127	0,113	0,113	0,109	0,062	0,054
Depósitos a prazo	0,262	0,267	0,314	0,358	0,327	0,328	0,375	0,386	0,336
Depósitos à vista e para transações	0,253	0,231	0,168	0,165	0,164	0,211	0,199	0,228	0,211
Depósitos Estrangeiros	0,161	0,158	0,140	0,131	0,118	0,113	0,086	0,081	0,107
Federal funds	0,066	0,071	0,082	0,076	0,081	0,078	0,072	0,071	0,077
Atividades Fora de Balanço (c) (d)									
Garantias de Contraparte (e)				0,243	0,269	0,263	0,383	0,410	0,487
Compromisso de Empréstimos				0,184	0,198	0,202	0,326	0,360	0,439
Carta de Comprometimento de Crédito(f)	0,018	0,022	0,038	0,043	0,057	0,049	0,048	0,042	0,039
Outros				0,017	0,014	0,012	0,009	0,008	0,008
Derivativos				0,226	0,310	0,588	1,995	2,485	3,923
Loans Sold				0,015	0,028	0,065	0,048	0,032	
Loans Purchased						0,005	0,005	0,006	
Hipotecas Vendidas com Garantia (*Recourse*) (g)							0,004	0,003	0,002
Demonstrativo de Lucros e Perdas									
Resultado Operacional (a)	288	334	388	347	371	359	414	332	331
Receitas com Juros	0,920	0,920	0,917	0,903	0,863	0,832	0,709	0,643	0,741
de Empréstimos Domésticos	0,558	0,536	0,533	0,536	0,550	0,550	0,553	0,501	0,499
Outras receitas	0,080	0,080	0,083	0,097	0,137	0,168	0,291	0,357	0,259
Retorno sobre os Ativos Brutos	0,008	0,008	0,007	0,006	0,007	0,001	0,005	0,009	0,012

Notas: (a) Em valores constantes de 1994, utilizando-se o deflator implícito do PIB. Valores de fluxo envolvem o total no ano e valores de estoque representam o total no fim de período, em US$ bilhões. Os ativos brutos totais incluem as "provisões para perdas";
(b) Inclui títulos públicos, *State and Local Government;*
(c) Valor nocional em relação aos ativos brutos totais;
(d) São operações fora de balanço, pois constituem apenas uma possibilidade, à medida que administram um risco potencial;
(e) Essas garantias de crédito bancário fornecidas às empresas representam uma promessa de recursos em caso de problemas futuros;
(f) *Net standby letters of credit*;
(g) Operação em que o garantidor é responsável pelo pagamento em caso de inadimplência do tomador;
Fonte: *Consolidated Report of Condition and Income for Banks*, in Berger *et alli* (1997: 136-141, tabela A2).

Em suma, nos últimos 15 anos, os bancos comerciais americanos perderam considerável participação no mercado, tanto no ativo como no passivo. Porém, os bancos cresceram moderadamente em termos reais, dada a substancial expansão dos mercados financeiros. Os empréstimos ao mercado interno cresceram 36,8%, ou seja, 2,1% ao ano, taxa inferior a do crescimento médio anual do PIB americano no período 1979-1994 (2,3%). No mesmo período, o PIB real cresceu 40,7% (de US$ 4,79 trilhões para US$ 6,74 trilhões). Entretanto, se incluirmos as operações fora de balanço, que cresceram de forma dramática, e os

empréstimos de bancos estrangeiros que operam nos EUA, identificaremos uma taxa de crescimento dos empréstimos bancários superior à do PIB. Isso demonstra que as instituições bancárias continuam a desempenhar um papel relevante no sistema financeiro americano, a despeito de terem reduzido sua participação no mercado de empréstimos tradicionais.

Vale dizer, não obstante a perda relativa de sua participação para as demais instituições financeiras, o sistema bancário, cerne do sistema monetário, continua sendo relevante na criação de liquidez sistêmica. Uma das conseqüências do acirramento da concorrência entre instituições financeiras bancárias e não-bancárias foi a crescente participação das atividades fora de balanço dos bancos. Nesse sentido, um importante mecanismo de liquidez é a provisão de garantias de contraparte (*counterparty guarantees*), seja na forma de garantias explícitas dos bancos a empréstimos realizados por outras instituições financeiras, seja como linhas de créditos que podem ser utilizadas como colaterais em operações de securitização. A proporção do valor nocional desses mecanismos de garantia com relação aos ativos brutos totais cresceu de 23% em 1983 para 48,7% em 1994 (ver tabela 2.16). Aparentemente, a progressiva substituição dos empréstimos bancários por créditos securitizados evidencia uma perda de *market-share* pelos bancos durante os últimos 15 anos. Todavia, praticamente todos os tomadores de dinheiro por meio de *commercial papers* colateralizam suas emissões de títulos com créditos de bancos comerciais.

Nesse sentido, podemos verificar que o sistema como um todo inclusive recuperou a taxa de rentabilidade, após enfrentar um período de acentuado descenso entre 1982-1987. A introdução de novas atividades, expressa na rubrica "outras receitas" (*noninterest income*), que inclui taxas e comissões relacionadas a garantias bancárias e operações com derivativos, apresentou um crescimento substancial, passando de 8% das rendas totais em 1983 para 25,9% em 1994 (Freitas, 1997a). A tabela 2.17 mostra o acelerado crescimento dos contratos de derivativos nos grandes bancos desde 1983, quando o *Call Report* passou a incorporar essas informações. Os megabancos ampliaram o valor nocional das suas posições em derivativos de 82% dos seus ativos em 1983 para mais de 11 vezes os seus ativos em 1994. Essa tabela também evidencia que os pequenos bancos praticamente dobraram suas posições em derivativos de 0,1% dos seus ativos em 1983 para 0,2% em 1994. Contudo, as posições dessas instituições ainda são minúsculas quando comparadas aos megabancos.

De modo geral, as instituições, e não apenas as que possuíam corretoras próprias, tornaram-se grandes participantes dos mercados de derivativos financeiros para cobrirem suas posições e

realizarem operações de arbitragem ou de especulação[53]. Embora o número de bancos envolvidos com operações de derivativos tenha-se expandido desde 1990, inclusive entre os bancos regionais, ainda é relativamente pequeno, cerca de 600 bancos (em 1995). De acordo com Edwards Jr. & Eller (1995: 820), os ativos dos bancos envolvidos com derivativos cresceu 35%, de US$ 2,5 trilhões para US$ 3,1 trilhões entre 1990 e o final do primeiro trimestre de 1995. Porém, o valor nocional dos contratos derivativos quase triplicou, aumentando de US$ 6,8 trilhões para US$ 18 trilhões, no mesmo período. Desses contratos, em torno de 63% eram derivativos de taxas de juros; 35%, de taxas de câmbio; e o restante, relacionados com ações e *commodities*.

Tabela 2.17 - Participação dos Derivativos nos Ativos Brutos Totais dos Bancos Comerciais, por Tamanho de Banco

	Total		Superiores a US$ 100 bilhões de ativos		Entre US$ 100 milhões e US$ 100 bilhões de ativos		Inferiores a US$ 100 milhões de ativos	
	(A)	(B)	(A)	(B)	(A)	(B)	(A)	(B)
1983	3.398	0,226	466	0,823	2.571	0,149	361	0,001
1984	3.482	0,261	461	0,909	2.672	0,184	349	0,000
1985	3.658	0,310	485	1,076	2.832	0,216	342	0,000
1986	3.838	0,376	487	1,305	3.025	0,267	325	0,001
1987	3.823	0,588	578	2,030	2.934	0,366	312	0,000
1988	3.833	0,694	461	2,469	3.072	0,495	301	0,000
1989	3.866	0,939	475	3,156	3.099	0,687	291	0,000
1990	3.801	1,995	457	5,950	3.059	1,590	285	0,000
1991	3.707	2,124	728	5,748	2.700	1,367	279	0,001
1992	3.681	2,485	668	6,364	2.742	1,786	271	0,001
1993	3.803	3,193	915	9,305	2.628	1,381	260	0,002
1994	4.024	3,923	1.031	11,452	2.747	1,450	246	0,002

Notas: (A) Ativos brutos totais em valores constantes de 1994, utilizando-se o deflator implícito do PIB, em US$ bilhões
(B) Valor nocional em relação aos ativos brutos totais.

Fonte: *Consolidated Report of Condition and Income for Banks* in, Berger *et alii* (1995: 136-159, Tabelas A2, A3, A4, A5)

Nas operações de balcão, devido ao elevado risco de crédito, o nível de capitalização e o *rating*[54] da contraparte tornam-se relevantes. Conseqüentemente, eleva-se a concentração das operações em algumas grandes instituições. Um relatório do Congressso americano US-GAO (1994) constatou que apenas 7 bancos americanos controlavam 90% dos mercados domésticos de derivativos financeiros de balcão e uma parte importante dessas operações no âmbito internacional (ver tabela 2.18). Segundo Edwards & Mishkin (1995: 35), desses contratos de derivativos mantidos pelos bancos, 94% em média eram para facilitar o papel de *dealers* e de

[53] As instituições financeiras, além de atenderem a demanda de seus clientes, passaram a utilizar de forma crescente os mercados de derivativos financeiros para suas próprias operações de captação de recursos, bem como suas aplicações de tesouraria.

[54] Trata-se de um mercado altamente seletivo, que exige os tríplice AAA das Agências de Classificação de Risco de crédito.

transações (tabela 2.19). A rentabilidade das atividades com instrumentos derivativos vem estimulando o envolvimento dos bancos: em 1994, os rendimentos originados de negociações com derivativos representavam de 15% a 65% do total dos 4 maiores *dealers* (tabela 2.20).

Tabela 2.18 - Valor Nocional dos Derivativos de Balcão em Poder dos Maiores *Dealers* Americanos

	Posição em 31.12.1994
	US$ milhões
Bancos	14.553.243
Chemical Banking Corporation	3.177.600
Citicorp	2.664.600
J.P. Morgan & Co. Inc.	2.472.500
Bankers Trust New York Corporation	2.025.736
BankAmerica	1.400.707
The Chase Manhattan Corporation	1.360.000
First Chicago Corporation	622.100
Nations Bank Corp.	511.000
Republic New York Corp.	239.000
Bank of New York Co.	80.000
Bancos de Investimento	5.816.366
Salomon, Inc.	1.509.000
Merrill Lynch & Co., Inc.	1.326.000
Lehman Brothers, Inc.	1.143.091
The Goldman Sachs Group, L.P.	995.275
Morgan Stanley Group, Inc.	843.000
Companhias de Seguro	785.130
American International Group, Inc.	376.869
General Re Corporation	306.159
The Prudential Insurance Co. of America	102.102
Total	21.154.739

Nota: (a) Nessa tabela, "banco" significa "organização bancária", que consolida as informações da empresa *holding*, seus bancos afiliados e suas subsidiarias.
Fonte: Edward & Mishkin (1995: 35) e Edwards Jr. & Eller (1995: 825).

Tabela 2.19 - Contratos Derivativos (posição em 31.12.1994)

	Transações (1)	Percentagem do Total	Ativo/Administração de Passivo (1)	Percentagem do Total	Total de Derivativos (1)
	(A)	(B)=(A)/(E)	(C)	(D)=(C)/(E)	(E)
BankAmerica	1.333	95	68	5	1.401
Bankers Trust	1.982	98	44	2	2.026
Chase	1.293	95	67	5	1.360
Chemical	3.069	97	109	3	3.178
Citicorp	2.449	92	216	8	2.665
J.P. Morgan	2.180	88	292	12	2.472
NationsBank	485	95	26	5	511
Total	12.791	94	822	6	13.613

Nota: (1) US$ bilhões.
Fonte: Edward & Mishkin (1995: 35).

Tabela 2.20 - Contribuição das Operações com Derivativos na Renda Total de Transações dos Bancos

	1994 US$milhões	Percentagem	1993 US$ milhões	Percentagem
Chase	108	15	201	28
Chemical	391	61	453	42
Citicorp	400	29	800	27
J.P.Morgan	663	65	797	39
Total	1.562	42	2.251	34

Fonte: Edward & Mishkin (1995: 35).

Em suma, o mercado americano de derivativos caracteriza-se pela existência de um pequeno número de *dealers*, respondendo por grande parte dos negócios. Esse elevado nível de concentração implica a possibilidade de que qualquer problema de liquidez de uma dessas instituições reflita sobre o mercado como um todo. Como essas instituições operam em diferentes mercados, aumenta a possibilidade de alastramento de um distúrbio não apenas no mercado de derivativos, mas também em outros mercados. Essa situação é agravada pelo comportamento dessas instituições, que trabalham com elevado nível de alavancagem (a quantidade de dinheiro colocada em risco em um derivativo é superior ao pagamento feito quando ele foi negociado) nos diferentes mercados em que atuam.

Esperamos ter mostrado que uma parcela relevante das transformações financeiras ocorridas a partir da década de 80 está relacionada com a flexibilização (mercados secundários e instrumentos derivativos) das operações em termos de prazos, taxas de remuneração e moedas de emissão, para enfrentar um contexto macroeconômico de maior instabilidade. Estimativas de várias organizações indicam que praticamente dois terços do movimento do conjunto dos principais mercados se referem a operações intra-agentes financeiros. Ou seja, a amplitude da dinâmica financeira é desproporcional em relação às necessidades imediatas de intermediação de recursos entre os agentes superavitários e os demandantes finais de recursos, estando fortemente condicionada pela flexibilização dos ativos financeiros e pelos movimentos de arbitragem. Assim, um dos principais beneficiários do desenvolvimento dos mercados financeiros são os próprios agentes desses mercados (dois terços dos produtos derivativos são interbancários).

Certamente, desde os anos 30, não ocorria um conjunto de transformações tão profundas no sistema financeiro americano. Os investidores (individuais e institucionais) tornaram-se mais sensíveis ao rendimento esperado e ao risco associado ao diferencial de juros entre os diversos ativos financeiros. Vale dizer, eles movem rapidamente seus recursos em direção a ativos que oferecem maior rentabilidade. Essas mudanças subverteram o aparato regulatório do sistema financeiro americano, no que refere à segmentação institucional e geográfica. O período de

transição não permite ainda visualizar todos os desdobramentos e impactos dos novos padrões de concorrência. Porém, não há dúvida de que se trata da construção de um novo paradigma.

3. O Papel do Dólar e sua Gestão Nacional e Internacional

3.1. As implicações das inovações financeiras para a gestão da política monetária do Federal Reserve

De modo geral, a autoridade monetária deve gerir os níveis de liquidez da economia e garantir a segurança e solidez do sistema financeiro através da regulamentação e supervisão. Enquanto gestora da liquidez, a autoridade monetária controla o nível das reservas bancárias e, no limite, desempenha o papel de emprestador de última instância, dado o monopólio sobre a base monetária. O controle das reservas bancárias é realizado através de instrumentos clássicos de política monetária, como o requerimento de reservas compulsórias, as operações de redesconto e a política de *open market*. Dessa forma, a política monetária administra as taxas de juros da economia e, portanto, o processo de valorização/desvalorização da riqueza capitalista (Aglietta & Orléan, 1982).

Mais especificamente, as instituições bancárias estão, legalmente, autorizadas a receber depósitos à vista que podem ser movimentados através da emissão de cheques. São, portanto, parte relevante no sistema de pagamentos da economia. Em função da capacidade de multiplicar os depósitos à vista através da concessão de crédito, as instituições bancárias criam moedas. Para manter a segurança do sistema, impõe-se a obrigatoriedade de recolhimento de um percentual dos depósitos, junto à autoridade monetária. Quando se encontram com deficiência de reservas, as instituições bancárias têm acesso ao mecanismos de assistência à liquidez, através da operação de redesconto de títulos. Esses empréstimos são realizados mediante contrapartida em instrumentos do ativo das instituições.

Nesse sistema creditício de moeda endógena, a oferta monetária é determinada pela demanda por crédito por parte dos diferentes agentes econômicos. Sendo assim, a oferta de moeda não se encontra sob o domínio direto da autoridade monetária, mas acomoda-se às variações no nível das reservas bancárias. O instrumento com o qual o Federal Reserve exerce sua autoridade é o preço a que está disposto a oferecer essas reservas adicionais para que as instituições financeiras acomodem uma possível expansão creditícia. A disponibilidade e os custos dos recursos obtidos nas operações de redesconto representam um importante instrumento de controle da oferta de crédito e, conseqüentemente, dos níveis de liquidez da economia. Noutras palavras, o banco central nas suas relações com as instituições bancárias determina a taxa de juros de curto prazo. Conforme Goodhart (1994a: 33): "na prática, os bancos centrais têm, e continuarão a ter, controle rígido da taxa de juros de curto prazo e não da base monetária. Sendo assim, a discussão deveria ocorrer nessas bases práticas e realistas".

Através de uma administração ativa, as instituições atuam no sentido de buscar reservas, através do lançamento de títulos privados junto ao público ou ao mercado interbancário (e desde o início dos 60, também através do mercado internacional). Vale dizer, procuram recursos em espaços alternativos àqueles passíveis de limites ou restrições impostos pela autoridade monetária para o financiamento de suas posições. A determinação das taxas de juros é resultado, então, da interação dos comportamentos da autoridade monetária e das instituições financeiras.

Enquanto a intermediação financeira encontrava-se centrada nas instituições bancárias, a administração das reservas através dos recolhimentos compulsórios e de empréstimos de liquidez era realizada de forma eficiente pelo Federal Reserve. Alterações na proporção dos depósitos à vista que deveriam ser recolhidos e/ou modificações no custo financeiro das operações de redesconto permitiam ao Federal Reserve conduzir a política monetária: contração ou expansão da oferta creditícia, com elevação ou redução da taxa de juros básica. Enfim, a regulação das reservas capacitava o Federal Reserve controlar a expansão da liquidez primária da economia. Assim, a política monetária, regulando as reservas bancárias e definindo a taxa de juros de referência para o mercado, era capaz de contrapor-se à endogenia característica do crédito bancário, através da regulação da base monetária.

O primeiro impacto sobre esse arcabouço operacional ocorreu em meados dos anos 50 (1955) com a criação dos fundos federais de trocas de reservas. Como vimos, o período posterior à Segunda Guerra foi marcado pela estabilidade dos mercados financeiros, com elevados níveis de liquidez. As instituições bancárias equilibravam suas posições através de operações de compra e venda de títulos do Tesouro americano de seus portfólios. Esses títulos garantiam elevado nível de liquidez aos recursos ociosos dos bancos, devido à inexistência de risco de crédito resultante da qualidade do emissor e ao grande volume de papéis existentes no mercado.

Nesse contexto, desenvolveram-se as operações de troca de fundos federais (*federal funds*). Ou seja, constituiu-se um fórum interbancário, onde se transacionavam as reservas das instituições bancárias de depósitos realizados junto ao Federal Reserve, para consolidar as posições. Essas operações de troca eram realizadas sem a intervenção do banco central. As reservas eram negociadas entre os bancos como empréstimos de um dia não-segurados. As instituições com excesso de reservas passavam a receber remuneração por recursos que ficariam inativos, uma vez que as reservas depositadas junto às agências do Federal Reserve não rendiam juros. As instituições com carência de reservas teriam acesso a uma forma de

financiamento alternativa à venda de ativos ou aos empréstimos de liquidez da autoridade monetária. Sendo assim, a criação e dinamização do mercado de fundos federais era uma inovação que possibilitava uma melhor alocação das reservas bancárias[55]. Esse instrumento representou a criação de um mecanismo endógeno de expansão da liquidez, ao permitir a alocação mais eficiente do volume de reservas do sistema. Noutras palavras, reservas que ficariam depositadas no Federal Reserve passavam a ser utilizadas no processo de expansão do crédito e, portanto, dos meios de pagamento, aumentando a velocidade de circulação da moeda. As taxas de juros dos fundos federais não ultrapassavam as observadas nas operações de redesconto, aproximando-se destas em casos de volume negativo de reservas voluntárias.

Os fundos federais tornaram-se o principal instrumento de troca de reservas, sendo as taxas utilizadas nessas relações interbancárias variáveis-chave na política monetária dos EUA. Em suma, em função das modificações no funcionamento dos mercados monetários, a taxa de redesconto deixou de ser a taxa básica para a definição da política de juros. Na economia americana, desde a década de 70, a taxa relevante para o Federal Reserve tem sido a *Federal funds rate*, a taxa que prevalece na troca de reservas entre as instituições bancárias.

A partir de meados da década de 60, a elevação da inflação ocasionou inovações financeiras, que mais uma vez afetaram o controle monetário do Federal Reserve. Dois movimentos dos agentes econômicos foram importantes na tentativa de remunerar os recursos de curto prazo mantidos nos depósitos à vista. O primeiro vetor encontrado, ainda no âmbito do sistema bancário, foi a criação dos certificados de depósito negociáveis (CDs) e o desenvolvimento de mercados secundários para tais títulos a partir de 1961. A transferência de recursos dos depósitos à vista para CDs garantiu a consecução de dois objetivos: o sistema bancário aumentou sua capacidade de expandir o crédito, uma vez que esses instrumentos não estavam sujeitos aos recolhimentos compulsórios, ao mesmo tempo em que os agentes depositantes passaram a receber remuneração por seus recursos de curto prazo[56]. O segundo vetor surgiu

---

[55] A criação do mercado de fundos federais foi a primeira grande inovação bancária do pós-guerra (Cf. Minsky, 1957). Esse novo mercado e o desenvolvimento de novos instrumentos financeiros - certificados de depósitos, *commercial papers* e captação de recursos no euromercado - marcam o início do processo de administração ativa das obrigações (*liability management*) dos bancos americanos (Chick, 1986 e Freitas, 1997b). Com a política de administração de passivos e o aumento da liquidez dos ativos, os bancos tornam-se menos dependentes do fornecimento de reservas centrais. Isso não implica, contudo, um maior comprometimento dos bancos com o financiamento do investimento, à medida que o surgimento de ativos remunerados líquidos tornam-se alternativas de aplicação para bancos e empresas. Ou seja, cria-se a possibilidade de atuação dos bancos em outras atividades, em função de critérios de lucratividade, tais como a especulação com ativos e a intermediação das dívidas públicas (Ferreira, 1995: 7).

[56] Cabe a ressalva, feita no primeiro capítulo que os CDs também entraram no rol das medidas de política monetária restritiva adotadas na segunda metade dos anos 60.

com os fundos mútuos do mercado monetário (*Money Market Mutual Funds*), que representaram o rompimento do monopólio das instituições bancárias sobre o sistema de pagamento da economia.

Como resposta aos MMMFs, os bancos comerciais começaram a diversificar as formas de captação, criando as *Now-Negotiable Order of Withdrawal-Accounts*, literalmente contas de saques negociáveis; as *ATS-Automotic Transfer Service-Accounts*, transferência imediata das contas à vista para as contas a prazo; as *Accounts Accessible Through Remote Service Units*, etc., com a concomitante diminuição dos depósitos à vista nos passivos das instituições bancárias. Em 1977, foram criadas as *Cash Management Accounts* (CMAs) pelo banco de investimento Merrill Lynch, que combinava a elevada rentabilidade dos fundos mútuos com acesso a corretagem, lançamento de cheques, cartão de crédito e linha de crédito. As instituições de depósitos (bancos comerciais e instituições de poupança) começaram uma contra-reação. O Citibank lançou as *SUPER NOW-Accounts*, uma conta de 3 meses com depósitos mínimos de US$ 7.500, com taxa de juros vinculada aos títulos do Tesouro (*personal-asset management accounts*) para competir com as CMAs. As instituições de depósitos criaram ainda os *Money Market Deposit Accounts* (MMDA) sem teto de juros, sem requerimento de reserva, mas limitada a apenas 3 cheques por mês.

No final dos anos 70, os bancos introduziram as *Automated Teller Machines* (ATMs), operando 24 horas por dia, que mais tarde possibilitaram o desenvolvimento dos *software* para transações bancárias pessoais (*home banking*) por computador, via telefone. As relações automáticas dos correntistas com os bancos são apenas um aspecto do movimento em direção ao dinheiro eletrônico. O *E-cash*, por exemplo, é dinheiro digital que se movimenta por uma multiplicidade de canais, em geral fora da rede estabelecida pelos bancos, cheques e cédulas controlados pelo Federal Reserve. Esses canais permitem a consumidores e empresas enviar dinheiro entre si a custo mais baixo, de modo mais conveniente e a uma velocidade maior do que pelo sistema bancário. Os dinheiros eletrônicos apresentam diversas formas - cartões inteligentes (*smart cards*), sistema de "cheque eletrônico" em desenvolvimento para E-mail, *cybercash* (dinheiro eletrônico pela Internet), etc. - e são criados por diferentes instituições. As empresas Mondex, DigiCash, CyberCash estão desenvolvendo novas formas de dinheiro eletrônico. O *E-cash* pode ser lastreado em qualquer coisa que os usuários aceitem como meio de troca: ouro, dólar, iene, ou qualquer outro ativo. "É a derradeira e inevitável moeda para o mundo em rede. A competição é intensa, produzindo inovações rápidas. Usando o dinheiro carregado em seu computador pessoal ou em uma 'carteira' eletrônica do tamanho da mão,

você poderá mandar dinheiro a comerciantes pela Internet - ou comprar um jornal com mais rapidez do que retirar uma nota do bolso. Se for dono de empresa, poderá contornar bancos e transferir dinheiro eletrônico diretamente a clientes e fornecedores. A tecnologia é complexa, mas, para o usuário, o dinheiro eletrônico é tão fácil quanto apertar um botão" (Holland & Cortese, 1995: 37).

O dinheiro eletrônico é carregado em cartões "inteligentes" do tamanho de um cartão de crédito, com microchips embutidos[57]. Os cartões podem ser utilizados em terminais de pontos de venda ou encaixados em carteiras eletrônicas que podem transmitir dinheiro a comerciantes ou - assim como o dinheiro tradicional, mas não no caso de cartões de crédito - a outros consumidores. Sua diversidade e pluralismo são perfeitamente apropriados à cultura da Internet e ao emaranhado de redes conhecidas como Superinfovia de Informação.

O fornecimento dessas novas formas de moeda por empresas altamente intensivas em tecnologia desencadeou uma reação dos grandes bancos (Citibank, Bankers Trust, NatWest, Midland, First Union Corp., Wells Fargo) que começaram a desenvolver seus próprios dinheiros eletrônicos. O Citibank está elaborando o que denominou Sistema Monetário Eletrônico, uma infra-estrutura completa para se utilizar o dinheiro eletrônico emitido pelo Citibank e por outros bancos. Trata-se de um dos sistemas mais avançados. Ele permitiria a clientes individuais e comerciais do Citibank - ou de qualquer outro banco que pagar pelo uso do sistema - converterem dinheiro de suas contas em dinheiro eletrônico. Os clientes do Citibank também teriam acesso a uma linha de crédito da qual poderiam sacar dinheiro eletrônico, assim como usam cartão de crédito.

A discussão dos possíveis impactos do dinheiro digital sobre a política monetária ainda é muito incipiente, porém sobressaem alguns aspectos. Em primeiro lugar, o monitoramento dos fluxos de capitais externos será enfraquecido, pois o dinheiro eletrônico poderá entrar e sair dos países, à velocidade da luz, sem ser detectado. Em segundo lugar, a expansão do dinheiro eletrônico por outras empresas, ofertando suas próprias marcas de dinheiro digital, poderá reduzir o papel dos bancos como fornecedores primários de serviços financeiros. As empresas, e não os bancos, serão os primeiros contatos dos clientes quando quiserem algum dinheiro digital. Dessa forma, o Federal Reserve perderia o controle de uma parcela expressiva da oferta monetária. Essa questão ainda é controversa, alguns sustentam que o dinheiro eletrônico terá inevitavelmente de ser reconvertido ao dinheiro tradicional, outros especialistas

[57] Isso significa que o dinheiro eletrônico envolve um risco adicional ao dinheiro bancário: o dinheiro armazenado em um computador pessoal poderá ser perdido para sempre se o sistema entrar em colapso.

discordam. Em terceiro lugar, a oferta monetária poderá também ser ampliada se ocorrer operações de empréstimos em dinheiro digital não-lastreadas em dinheiro tradicional. Vale dizer, se cada unidade de dinheiro eletrônico for lastreada por uma unidade correspondente de moeda tradicional, as operações de crédito em dinheiro digital não criariam dinheiro novo. No entanto, se os fornecedores não-bancários de dinheiro eletrônico, em geral menos regulamentados, começassem a lastrear apenas uma fração de suas moedas digitais com dinheiro tradicional, poderiam criar dinheiro, como fazem os bancos comerciais pelo sistema de reservas fracionárias. Em quarto lugar, um relatório do BIS afirma que essas inovações poderiam erodir a renda dos bancos centrais provenientes da emissão de cédulas monetárias. Estimam a perda da senhoriagem em mais de US$ 17 bilhões para 11 países-membros se os cartões eliminassem todas as cédulas de valor inferior a US$ 25,00 (Craig, Lindley & Van den Bergh, 1996).

Assim, podemos afirmar que a tecnologia está reformulando o sistema monetário como um todo, mas também transformando o modo como os indivíduos e as instituições administram o dinheiro. A complexidade ultrapassou o nível com que as pessoas conseguem lidar: os atuais programas para administração de finanças pessoais e de operações bancárias em casa dão aos clientes um controle sem precedentes sobre seus recursos financeiros. Gradualmente, os programas estão ligando os usuários a bancos, serviços eletrônicos de pagamento de contas e uma ampla variedade de fornecedores de assessoria financeira, oferecidos de forma *on-line*.

Além disso, com o declínio dos empréstimos tradicionais, os bancos passaram a ofertar às empresas serviços de processamento de pagamento (*electronic funds transfers*), cobrando uma taxa, processadas através de Centrais de Compensação Automatizadas (*Automated Clearinghouses* - ACHs), que oferecem oportunidades de investimento, administração de portfólio e balanço do *cash-flows*. Enfim, permitem a administração do *float* das empresas. Esses métodos de transferências eletrônicas de recursos são sistemas de pagamento operados de forma privada por seus membros. Todavia, mesmo nesse novo nicho os bancos vem enfrentado uma acirrada concorrência: quase 80% das transações com cartão de crédito são processados por instituições não-bancárias como a First Data Resources Inc.; quase a totalidade do mercado de transferências de dados de pagamentos das corporações - supostamente operações bancárias atacadistas - são efetuadas por empresas como a General Electric Information Service e a Eletronic Data Systems Corp. (Teitelman & Davis, 1996).

O Federal Reserve Bank fornece dois tipos de transferências eletrônicas de recursos: Fedwire e Automated Clearinghouse (ACH). O sistema de compensação de cheques é o *locus* de

intervenção do Federal Reserve, no processo de criação monetária dos bancos privados. O Federal Reserve tem utilizado seu poder para regular os sistemas de pagamentos a seu favor, através da criação e expansão do Fedwire, uma rede de comunicação informatizada de alta velocidade, que conecta os 12 bancos do Federal Reserve e suas 24 agências. Permite que os bancos realizem transferências de saldos de reserva em créditos imediatamente disponíveis entre eles e deles para seus clientes. Usando a rede, os bancos do Federal Reserve podem liquidar transferências resultantes da cobrança de cheques entre distritos, e o Tesouro pode movimentar saldos de suas contas em diferentes Federal Reserve Banks de forma rápida e sem custo. Também é possível transferir, em uma hora e sem custos, títulos de curto prazo ao portador emitidos pelo governo.

Em 1993, o Fedwire realizou 70 milhões de operações de transferência de fundos, num valor total de US$ 208 trilhões, sendo que 99% foram efetuadas de forma *on-line* (através de computadores pessoais ou centrais). Quando o Federal Reserve processa uma transferência de fundos, debita eletronicamente na conta da instituição remetente e credita na conta da instituição receptora. O Federal Reserve garante o pagamento ao banco credor da transferência e assume o risco se o banco emitente não dispor de recursos suficientes para realizar a operação. Para evitar o risco de não-pagamento e diante das dificuldades de sincronização dos fluxos de pagamento através do Fedwire, o Federal Reserve estende um crédito diário às instituições de depósito, que precisa ser liquidado no fim do dia. Assim, rotineiramente os bancos fazem pagamentos aos clientes sem os fundos correspondentes, através de saques a descoberto, representando na verdade um empréstimo não-segurado do Federal Reserve aos bancos e seus clientes.

A Automated Clearinghouse (ACH) constitui outro sistema de transferência eletrônica de fundos, desenvolvida pelo setor privado e pelo Federal Reserve no início dos anos 70, como uma alternativa aos cheques. Em 1993, o Federal Reserve processou 2,1 bilhões de transações ACH totalizando US$ 8,7 trilhões (ver tabela 3.1). Os pagamentos através das ACH não são *on-line* e precisam ser transmitidos em lotes a uma central de processamento do Federal Reserve por uma instituição de depósito. Geralmente, o processamento dessas transferências demora um ou dois dias.

O concorrente na esfera do setor privado mais importante do Fedwire é o *Clearing House Interbank Payment System* (CHIPS), um sistema de 11 bancos de New York, utilizado para transferir pagamentos internacionais em dólar (mercado de câmbio e eurodólar). Em 1983, a média diária das transações no Fedwire era de US$ 330 bilhões e do CHIPS, US$ 200 bilhões.

Em 1992, o volume médio de transações movimentadas através do Fedwire subiu para US$ 900 bilhões, enquanto do CHIPS atingiu US$ 1 trilhão. A maioria dessas operações envolve liquidações de transações financeiras, ilustrando a espetacular expansão do capital financeiro durante os anos 80.

Tabela 3.1 - Número e Valor de Transferências Eletrônicas Processadas pelo Federal Reserve (1970-1993, anos selecionados)

	Fedwire		*Automated Clearinghouse*	
	Número/Milhões	Valor/US$ bilhões	Número/Milhões	Valor/US$ bilhões
1970	7.0	12.332	-	-
1975	-	-	6	93
1980	43.0	78.595	227	287
1990	63.0	199.067	1.435	4.660
1993	70.0	207.630	2.100	8.747

Fonte: Board of the Governors of the Federal Reserve System (1994: 103-105).

Dadas as características e a expansão dos fundos mútuos, verificamos que trouxeram conseqüências relevantes para a funcionalidade da política monetária, pois restringiram o espaço de controle das reservas bancárias pela autoridade monetária. Embora os fundos mútuos apresentam características de meios de pagamento, encontram-se desobrigados do recolhimento de reservas compulsórias. Ademais, não se inserem no âmbito de controle do Federal Reserve. O órgão regulador desses instrumentos é a Securities and Exchange Commission (SEC), cuja atuação é voltada para a proteção dos investidores.

Identificamos, ainda, o crescimento de diversos portfólios de investimento (fundos de pensão, companhias de seguro, etc.) que administram dinheiros (*manage monies*). Esses fundos são instrumentos continuamente avaliados pelo mercado (*net asset value - NAV*). A atualização constante dos valores desses fundos reflete um padrão profundamente instável de gestão dos portfólios, comandado pelas flutuações do mercado (metade dos fundos de investimento reportam seus NAV - "valores de ativos líquidos" - diariamente). Nestes predominam a utilização de modelos de alocação de ativos que facilitam a rápida transferência de recursos entre os diferentes instrumentos - ações, bônus, certificados de depósitos, moedas, hipotecas, euromercado, etc. -, bem como o desenvolvimento de instrumentos derivativos para se proteger de grandes oscilações e/ou realizar arbitragens entre mercados.

De acordo com Fahri (1997), os fundos compostos por títulos de renda fixa de longo prazo não implicam que os recursos investidos também sejam de longo prazo, à medida em que ativos mercados secundários garantem a liquidez imediata em caso de resgate. As aplicações nesses fundos são realizadas principalmente em períodos de elevação das taxas de juros. Por sua vez, os fundos compostos por títulos de renda fixa de curto prazo podem receber recursos

por prazos mais longos, caso se manifeste uma tendência prolongada de queda nas taxas de juros. Assim, as aplicações em ambos os fundos independem dos títulos que os compõem, uma vez que possuem características de liquidez semelhantes e estão diretamente associadas às expectativas relativas ao comportamento das taxas de juros. A fim de impedir que os fluxos de resgates sejam muito acentuados com as mudanças de conjuntura e oscilações nos mercados, a grande maioria dos administradores dessas carteiras utiliza derivativos financeiros para garantir a rentabilidade, nos períodos em que a evolução das taxas de juros é adversa. Um administrador de fundos de renda fixa compostos por títulos de curto prazo venderá futuros, opções de compra ou comprará opções de venda com ativos subjacentes de renda fixa de curto prazo, quando tiver expectativas de elevação das taxas de juros. O administrador dos fundos compostos por títulos de longo prazo utilizará derivativos financeiros nos períodos em que considerar necessário proteger a carteira da queda dos juros.

No mesmo sentido, a despeito de deterem recursos de longo prazo, a administração dos fundos de pensão (sobretudo da parcela mantida nos mercados financeiros, uma vez que a outra parte é investida em ativos de prazos mais longos, com os imóveis) é tão ágil e nervosa como a dos fundos de prazos mais curtos. Geralmente, essa parcela também é acompanhada de operações com derivativos, seja para cobrir os riscos quanto à conjuntura, seja para elevar a rentabilidade do fundo por meio de arbitragem ou especulação. Segundo Warhaswy (1988), os fundos de pensão são o motor do desenvolvimento e expansão das operações de opções, de futuros com índices de ações e de vários outros instrumentos derivativos sintéticos, que reduzem os custos e os riscos de suas estratégias de investimento O uso generalizado pelos fundos de pensão desses produtos financeiros sintéticos que são técnicas de *trading* pode representar um indicador das aplicações de curto prazo que norteiam suas estratégias de investimento.

Os fundos de renda variável mantêm a maior parte dos recursos aplicados em ações em períodos de alta das bolsas. Nesse contexto, o esforço dos administradores é alcançar uma rentabilidade superior ou pelo menos igual ao índice da bolsa. Em momentos de baixa das bolsas, seus administradores precisam vender as ações no mercado à vista para fazer face aos movimentos de resgate. Somente os pequenos fundos têm condições de fazê-lo e aplicar os recursos nos mercados de renda fixa à espera de melhores oportunidades. Os grandes administradores de recursos precisam recorrer aos derivativos (opções e *equity swaps*) para proteger, da melhor forma possível, suas carteiras, uma vez que não conseguiriam liquidar suas posições no mercado à vista sem provocar uma desvalorização acentuada.

Além disso, existe uma série de fundos de alto risco - de futuro, de derivativos, de mercados emergentes e os *hedge funds* - que explicitamente utilizam os instrumentos derivativos. Há ainda os *short funds*, especializados na venda a descoberto de títulos e seus derivativos julgados sobrevalorizados; e os *take over arbitrage funds*, concentrados em arbitragens; os *fund of funds*, que aplicam recursos em todos esses diversos tipos de fundos de riscos. Alguns desses novos tipos de fundos permitem o acesso de pequenos e médios investidores aos sofisticados derivativos de "última geração", que garantem o capital inicial dos investidores se o índice do mercado cair a partir da data de aplicação (Fahri, 1997). Nos fundos de ações tradicionais as cotas oscilam em função do desempenho positivo ou negativo dos títulos que compõem suas carteiras.

Uma corrida contra os fundos mútuos provocaria uma queda no valor dos títulos presentes nos ativos, forçando um processo de liquidação[58]. As perdas seriam transferidas aos detentores das quotas. Alguns pesquisadores, como por exemplo, Remolona *et alli* (1997) procuraram avaliar as relações entre os movimentos recentes de entrada e saída de recursos nos fundos mútuos e a taxa de retorno passada e futura. Defendem que apesar dos movimentos de saída nos momentos de declínio no mercado o efeito não foram suficiente para propagar e prolongar uma queda nos preços dos ativos. Isso porque os fundos mútuos ainda detêm uma participação relativamente pequena nos mercados em que investem. Em 1995, detinham 16% do mercado de bônus municipais; 12% do mercado de ações corporativas; 7% do mercado de bônus corporativos e estrangeiros e; 5% do mercado de títulos do Tesouro e de agências governamentais (ver tabela 3.2). Essas pequenas participações limitariam o potencial de impacto dos fluxos nos preços dos ativos. Entretanto, o montante desses recursos é tão elevado que, embora possa parecer pequena a parcela investida em títulos e outros ativos financeiros, os fluxos financeiros desencadeados por esses investidores (com ativos estimados

[58] Nos anos 90, sobretudo no *boom* do mercado acionário recente, as empresas administradoras de fundos mútuos americanas aumentaram a contratação de linhas de créditos bancários. Por um lado, os gestores de fundos procuram se proteger de um eventual movimento de resgate dos cotistas. Isto é, não serem forçados a vender títulos a preços desfavoráveis, em um mercado em queda, para cobrir os resgates de cotistas, o que atingiria a performance do fundo. Por outro lado, a disponibilidade de linhas de crédito permite que os fundos continuem a comprar valores mobiliários em um mercado em alta, em vez de construir uma posição em caixa para o momento em que os preços começarem a cair. Nessas linhas, os bancos se comprometam a emprestar dinheiro aos fundos por uma taxa de cerca de dez pontos-base ao ano (centésimos de ponto percentual). O custo para um fundo com portfólio de US$ 100 milhões, por exemplo, será de US$ 100 mil e coberto pelos rendimentos do fundos, o que significa, em última instância, pelos cotistas. Essas linhas de crédito a despeito de elevarem a proteção dos fundos mútuos em circunstâncias de elevada volatilidade, ampliam suas interfaces com o setor bancário e elevam o potencial especulativos desses investimentos.

em US$ 3,3 trilhões em 1996, que acrescidos dos US$ 4,8 trilhões dos fundos de pensão) podem desencadear consideráveis efeitos desestabilizadores sobre os mercados de ativos.

Tabela 3.2 - Participação dos Fundos Mútuos no Mercado de *Securities* Americano (1995)

	Capitalização do Mercado (US$ bilhões)	Fundos Mútuos (%)	Outros (%)
Ações Corporativas	8.345	12.3	87.7
Títulos do Tesouro e de Agências Governamentais	6.015	5.2	94.8
Bônus Corporativos e Estrangeiros	2.766	7.1	92.9
Bônus Municipais	1.307	16.1	83.9

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

Em resumo, os investidores passaram a manter ativos que rendem juros, em vez de papel-moeda e depósitos à vista, sobretudo em períodos de elevação das taxas de inflação. Nesse movimento, proliferaram novas formas de dinheiro - cartões de crédito, *smart cards*, *cybercash* - que transferem poder de compra eletronicamente de uma conta para outra, fora do controle da autoridade monetária (Kurtzman, 1993). É nesse sentido que Guttmann (1994) sugere a gestação de um novo regime monetário-financeiro: diante da incerteza predominante, o encurtamento dos horizontes dos agentes determinou a concentração dos portfólios em ativos de liquidez imediata, quase-moedas e/ou títulos (*securities*) com mercados secundários ativos e com baixo custo de transação. Estamos no meio de uma mudança gradual para um novo regime monetário, baseado em moedas eletrônicas. "Na transição para um novo regime monetário, ocorre uma competição entre as formas de dinheiro, erosão do sistema regulatório anterior, inovações financeiras, criação de uma gama de novos instrumentos de crédito e de circuitos financeiros. Ademais, a especulação tornou-se uma atividade permanente e profundamente arraigada à estrutura da economia, após 1982" (Guttmann, 1994).

Ademais, a maior volatilidade dos diferentes instrumentos ocasiona grandes movimentos financeiros entre os agregados monetários. As variações brutais dos agregados monetários provêm de contínuas realocações de portfólios, pois as inovações criam uma gama de ativos que são substitutos próximos, oferecendo rendimentos estreitamente ligados às taxas de juros do mercado monetário (Aglietta, 1995: 106). O constante processo de mudanças nos mercados financeiros torna cada vez mais complexas a definição e a própria auferição dos agregados monetários. Novos instrumentos que rendem juros e, simultaneamente, apresentam-se como moeda de transação são cada vez mais freqüentes nos mercados financeiros americanos. Mesmos os instrumentos financeiros de prazos mais longos (bônus, notas, etc.) apresentam-se cada vez mais líquidos, visto que os mercados secundários estão mais organizados.

Esses movimentos entre instrumentos financeiros problematizam sobremaneira o controle sobre os estoques de moeda (Mendonça, 1993). Nas publicações do Federal Reserve, as várias formas de moeda estão agrupadas em quatro categorias: M-1, M-2, M-3, representando as moedas e as quase-moedas (*near money*), e L, representando os fundos líquidos, dados os mercados secundários, mas com prazos contratuais mais longos (ver tabela 3.3). Porém, a disseminação dos títulos com amplos mercados secundários torna mais complexa a tarefa de separá-los de acordo com o conteúdo de liquidez, pois atenua as fronteiras entre M-2 e M-3 e, simultaneamente, força uma contínua redefinição dos mesmos (ver quadro 3.1). Trata-se nas palavras de Aglietta & Orléan (1982: 30) do "caos monetário americano, na época da proliferação anárquica dos centros privados de emissão monetária".

Tabela 3.3 - Estoque Monetário e Ativos Líquidos nos Estados Unidos

US$ bilhões

	1970	1980	1982	1983	1985	1987	1989	1990	1992	1993
M1	214	409	474	521	620	750	795	826	1.025	1.128
Moeda em circulação	49	115	133	146	168	197	223	247	292	321
Depósitos à vista (a)	165	261	234	238	267	287	280	278	340	385
Cheques de viagem (b)	1	4	4	5	6	7	7	8	8	8
Contas Remuneradas (c)	-	28	104	132	180	260	285	294	385	414
M2	628	1.629	1.953	2.188	2.575	2.920	3.240	3.353	3.509	3.566
Overnight e Eurodólar(d)	1	29	41	57	76	86	80	77	81	90
MMMFs (e)	-	62	186	139	177	223	320	355	352	350
MMDAs (f)	261	401	400	685	815	938	891	920	1.184	1.215
Depósitos a prazo (g)	151	728	851	784	886	923	1.154	1.174	871	785
M3	677	1.989	2.443	2.696	3.212	3.681	4.067	4.126	4.183	4.228
Depósitos a prazo (h)	45	260	327	328	434	475	549	489	360	339
Eurodólar (i)	4	84	115	141	139	197	178	158	127	141
F. Merc. Monetário (j)	-	15	50	41	65	92	109	135	201	197
L, total	816	2.326	2.853	3.158	3.839	4.340	4.897	4.975	5.057	5.131
Títulos de poupança	52	72	68	71	79	101	118	126	157	172
Notas do Tesouro (k)	49	134	184	212	298	253	325	332	333	328
Aceites Bancários	3	32	44	45	42	45	41	36	21	16
Commercial Papers (l)	34	99	114	133	207	261	346	355	364	386

Notas: (a) Depósitos à vista junto a bancos comerciais (nacionais e estrangeiros);
(b) Cheques de viagem de instituições não-bancárias;
(c) Contas remuneradas NOW Accounts - *negotiable order of withdrawal* -; ATS Accounts - *automatic transfer service* - das instituições depositárias, contas em cooperativas de crédito e depósitos à vista em bancos de poupança mútua;
(d) Acordos de recompra de um dia (*overnight*) emitidos por bancos comerciais e eurodólar de um dia;
(e) *Money Market Mutual Funds* - quotas de fundos mútuos do mercado monetário;
(f) *Money Market Deposit Accounts* - contas do mercado monetário dos bancos comerciais e instituições de poupança;
(g) Depósitos a prazo, inferiores a US$ 100 mil, com acordos de recompra, nos bancos comerciais e instituições de poupança;
(h) Depósitos a prazo superiores a US$ 100 mil nos bancos comerciais e instituições de poupança;
(i) Compromissos de recompra e reservas não-bancárias em eurodólar de residentes nos EUA;
(j) Fundos do mercado monetário;
(k) Títulos de curto prazo do Tesouro dos EUA, menos de 1 ano;
(l) Exclui os *commercial papers* em poder dos MMMFs.

Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System, *Federal Reserve Bulletin*, vários números.

No mesmo sentido, aparece mais uma inovação recente utilizada pelas instituições de depósito para reduzir os recolhimentos compulsórios - trata-se do *sweep* (pode ser traduzido literalmente como remoção/varredura). De modo simples, um *sweep* ocorre quando fundos são automaticamente transferidos de uma conta para outra. Nos últimos tempos, muitas operações de *sweeps* estão sendo implementadas pelos grande bancos comerciais nas contas de seus clientes[59]. Em geral, as transferências são realizadas de uma conta sujeita a depósito compulsório, tais como depósitos à vista ou contas de ordem de saque negociável (*Negotiable*

[59] Os bancos começaram a realizar essas operações de *sweep* relacionadas a contas correntes, sujeitas a depósitos compulsórios, conhecidas como "varredura do varejo" (*retail deposit sweep accounts* ou *consumer sweep activity*), em janeiro de 1994, graças ao uso de sofisticados sistemas de computação. Porém, os bancos já possuíam uma longa história de transferência ou *sweep* das contas de saldos de empresas (*account balance of businesses*), com base em seus altos volumes. Geralmente, nas operações de "varredura do atacado ou de negócios" (*business sweep*), as transferências ocorriam de uma conta de depósito à vista para uma não sujeita a depósito compulsório, tais como um contrato de recompra (*repurchase agreements*).

Order of Withdrawal - NOW-Accounts), para uma que não recolhe reservas - contas de depósito no mercado monetário (*Money Market Deposit Account* - MMDA). O banco se beneficia, então, com menores volumes de depósitos compulsórios (Fisher, 1996: 25).

Quadro 3.1 - Alterações nas Definições de Oferta Monetária pelo Federal Reserve

Antes de fevereiro de 1980
M1 - moeda em circulação mais depósitos à vista.
M2 - M1 mais depósitos a prazo e pequenas poupanças nos bancos comerciais.
M3 - M2 mais depósitos a prazo nas instituições de poupança (associações de poupança e empréstimos, bancos de poupança mútua e cooperativas de crédito).
M4 - M2 mais Certificados de Depósitos (CDs) de grandes quantias.
M5 - M3 mais CDs de grandes quantias.

Fevereiro de 1980
M1A - moeda em circulação mais depósitos à vista.
M1B - M1A mais *Now-accounts* e outros depósitos que podem ser sacados por cheques.
M2 - M1B mais compromissos de recompra de um dia (*overnight*), fundos mútuos, depósitos de poupança e depósitos a prazo (inferiores a US$ 100 mil).
M3 - M2 mais depósitos a prazo (superiores a US$ 100 mil) e compromissos de recompra.
L - M3 mais outros ativos líquidos.

Janeiro de 1982
M1 - moeda em circulação mais depósitos à vista e outros depósitos que podem ser sacados por cheques, inclui as *Now-accounts*.
M2 - M1 mais depósitos a prazo e de poupanças (até US$ 100 mil) em todas as instituições de depósitos (bancos comerciais e as instituições de poupança), mais saldo dos fundos mútuos, mais compromissos de recompra de um dia (*overnight*) emitidos por bancos comerciais, e mais depósitos de residentes em eurodólar de um dia mantidos por instituições não-bancárias em filiais de bancos americanos no Caribe.
M3 - M2 mais depósitos a prazo superiores a US$ 100 mil em todas as instituições de depósitos, mais compromissos de recompra em bancos comerciais e associações de poupança e empréstimos.
L - M3 mais outros ativos líquidos, tais como reservas não-bancárias em eurodólar de residentes nos EUA, aceites bancários, *commercial papers* emitidos pelos bancos, títulos do Tesouro (*Treasury Bills* e outros ativos líquidos) e títulos de poupança.

Dezembro de 1982
M2 - inclui as contas do mercado monetário (*money market deposit accounts* - MMDAs) das instituições de depósitos, permitidas a partir de 14.12.1982.

Fonte: Stigum (1990: 364).

Desde 1994, os bancos estão utilizando dois tipos de operações de *sweep*: um conhecido como *NOW sweep*, o mais comum, e outro como "*sweep* de fim de semana" (*weekend sweep*). O *NOW sweep* envolve duas contas individuais, uma de ordem de saque negociável e uma de depósito no mercado monetário. Inicialmente, o banco transfere os recursos excedentes de uma conta de ordem de saque negociável para uma conta de depósito no mercado monetário. Posteriormente, para equilibrar a conta após possíveis saques, o banco retransfere parte dos recursos da conta de depósito no mercado monetário para a conta de ordem de saque negociável. Esse processo pode continuar até um máximo de seis transferências permitidas legalmente, quando o total remanescente na conta de depósito no mercado monetário é transferido de volta para a conta de ordem de saque negociável. O saldo é deixado na conta de ordem de saque negociável até iniciar um novo mês, quando o ciclo recomeça.

O segundo tipo de *sweep*, o de fim de semana, é um híbrido do *NOW sweep*. Como sugere o próprio título, as transferências de fundos se restringem aos fins de semana. No fechamento dos negócios de sexta-feira, o saldo total das contas de ordem de saque negociável é transferido para as contas de depósito no mercado monetário. Por sua vez, são transferidos de volta na segunda-feira ou no primeiro dia útil após o fim de semana. O impacto líquido é que os depósitos sujeitos a recolhimento de reservas são reduzidos em 3 dos 7 dias da semana. Ademais, o número de *sweeps* por mês não precisa ser monitorado, pois o número máximo permitido (seis) excede os fins de semana em um mês. Apenas 10% dos *sweeps* são "de fim de semana" e a maioria dos bancos que iniciaram essa atividade indica que se trata de um passo intermediário à organização de *sweeps* completos (*NOW sweeps*). Segundo estimativas do Federal Reserve, em 1996, os bancos e suas filiais "varreram" US$ 170 bilhões de suas contas sujeitas a depósitos compulsórios, US$ 116 bilhões acima das operações de 1995. Isso significa uma redução de US$ 10 bilhões a US$ 11 bilhões nas reservas (Fisher, 1997: 567).

Outro complicador para a política monetária dos EUA foi a crescente internacionalização dos mercados financeiros. Em períodos em que a autoridade monetária americana atuava de forma restritiva, os agentes econômicos encontravam formas de atenuar as coibições impostas pelos instrumentos monetários. Tanto as corporações como o setor financeiro recorriam ao financiamento externo, através do euromercado. Esse mecanismo ocasionava uma "correia de transmissão" da política econômica dos Estados Unidos para Europa, expressa no fluxo de dólares e que se refletia nos níveis de liquidez e de taxas de juros do euromercado[60].

A expansão da diversificação internacional dos portfólios e dos movimentos de capitais contribuiu para complexificar a escolha do alvo a ser manipulado pelos instrumentos de política monetária. A manutenção de instrumentos de elevada liquidez em mercados internacionais significa que estes, apesar de não contabilizados internamente, podem atuar como substitutos dos instrumentos internos. Isso pode ocasionar erros na mensuração dos agregados internos e, conseqüentemente, na delimitação da meta a ser atingida pela autoridade monetária. Devemos salientar que a tabela de "Estoque Monetário e Ativos Líquidos dos Estados Unidos", publicada pelo Federal Reserve, apresenta compromissos de recompra em

60 Cf. Miranda (1992: 133-134): "na realidade, os bancos centrais vinham, não raras vezes, caminhando a reboque dos ajustes financeiros dos balanços de pagamentos, dispondo de limitado poder institucional para controlar a liquidez sistêmica. As grandes empresas e os grandes bancos escapam ao circuito da liquidez interna e alavancam recursos nos mercados internacionais a partir de suas reservas líquidas. Assim, instabilizam-se os mercados nacionais de moeda e de câmbio".

"eurodólar de um dia" no estoque de M2 e as "reservas não-bancárias em eurodólar de residentes nos Estados Unidos" no estoque de M3 (ver tabela 3.3).

A maior integração entre os mercados financeiros alargou sensivelmente o horizonte dos agentes econômicos, financeiros ou não, possibilitando a busca por novas formas de captação e de aplicação que se mostrassem mais atraentes. Esse movimento se amplificou na década de 80, com o desenvolvimento dos derivativos de câmbio, uma vez que esses instrumentos permitiam a redistribuição dos riscos de variação dos preços, garantindo maior segurança às operações realizadas em diferentes moedas. Ou seja, posições em moedas estrangeiras e em ativos denominados em moeda estrangeira fizeram emergir uma demanda por instrumentos que limitassem as perdas decorrentes das flutuações cambiais[61]. Essa maior integração entre os mercados problematizou o controle dos movimentos de capitais entre países. Enfim, possibilitou melhores condições para que os agentes burlassem os constrangimentos colocados pelos mercados e, em especial, pela atuação reguladora da autoridade monetária sobre os mercados financeiros domésticos. Pode-se concluir que dentro de um contexto de mercados financeiros mais desenvolvidos e integrados, a autoridade monetária perde graus de liberdade no controle das reservas, uma vez que os agentes são capazes de realizar movimentos migratórios visando contornar as restrições impostas. Além disso, os fluxos de recursos transfronteira (*cross-border*) amplificam a desproporção entre os ativos totais operados no sistema financeiro e o universo atingido pelos depósitos compulsórios.

Adicionalmente, o surgimento dos instrumentos derivativos respondeu à necessidade dos mercados financeiros de reduzir as incertezas e os riscos diante da extrema volatilidade das taxas de inflação, de câmbio e de juros, a partir do início da década de 70. A volatilidade dos indicadores macroeconômicos, num contexto de livre mobilidade dos capitais, fez com que as incertezas passassem a afetar de tal modo as relações entre os agentes econômicos que a busca por mecanismos de *hedge* tornou-se essencial. Ampliaram-se também as atividades especulativas, pois a própria volatilidade cria oportunidades para a realização de lucros extraordinários, sendo que o desenvolvimento de um amplo espectro de mecanismos de *hedge* incrementa o espaço potencial para a arbitragem. Segundo Bourguinat (1992: 23, grifo no

[61] Os instrumentos derivativos permitem aos investidores, tanto no plano interno como no externo, transformar suas *estruturas de risco* e garantir uma gestão mais integrada de suas posições financeiras globais, tornando necessárias incessantes e inúmeras combinações. As opções e as *swaps* são utilizadas pelos agentes para tomar posições e reajustar constantemente a estrutura de seus portfólios. Além disso, cada investidor pode oferecer os chamados produtos *estruturados*, que levam a *posições sintéticas*, e lhes possibilitam um rendimento e um nível de exposição aceitáveis. Dessa forma, através dos produtos derivativos, ocorre uma maior internacionalização dos mercados, bem como um aprofundamento dos sistemas domésticos (Bourguinat, 1995: 14).

original): "o investidor *arbitra* sistematicamente entre os diferentes compartimentos; aqueles que querem *hedge* ou, ao contrário, que querem especular, fazem o mesmo. (...) a ótica dos operadores é a busca da combinação que propicie a melhor relação custo/rendimento. De imediato, aquele que investe (ou toma emprestado) procura o melhor rendimento (ou custo), não apenas navegando sistematicamente, se necessário, entre as diversas moedas, mas também passando de um instrumento de *hedge* para outro (de *swap* para opções cambiais ou opções de futuro, etc.) e, portanto, de um mercado para outro. Na verdade, esses mercados (cambial, futuro, de opções) tornaram-se meros compartimentos de um mercado financeiro 'global', ele mesmo tornado mundial".

O grau de autonomia das autoridades na definição da política monetária americana fica ainda mais fragilizado, quando identificamos que os instrumentos financeiros derivados não constavam nos balanços das instituições que os operavam. Faziam parte das operações *off-balance sheet*. Apenas os prêmios pagos por opções constavam nos balanços, uma vez que, em princípio, as margens de garantias por contratos futuros seriam recuperadas após a liquidação das operações. O fato de não constarem nos balanços dificultava o controle pela autoridade monetária e, por se tratarem muitas vezes de transações internacionais, fugiam completamente a qualquer monitoramento.

O crescimento dos mercados derivativos, ao reduzir a transparência das posições de mercado, podia ser altamente desestabilizador. Os órgãos de supervisão nos EUA, preocupados com a falta de transparência dos balanços, adotaram em 1991 a Rule 107 do Financial Accounting Standards Board, que instituiu a divulgação das posições com derivativos junto aos balanços. Porém, essa norma era freqüentemente burlada pelas instituições financeiras. Em 1993, o mesmo órgão editou a Rule 119, exigindo a divulgação do saldo médio das operações com derivativos durante o ano e uma demonstração de resultados.

Assim, o Federal Reserve enquanto autoridade monetária não pode controlar diretamente as instituições financeiras privadas, cujas operações fora de balanço e em circuitos internacionais independem da aprovação e muitas vezes são desconhecidas do banco central americano. Neste sentido, o Federal Reserve "funciona como supridor de liquidez primária e garantidor de última instância apenas para os circuitos formais dos subsistemas que acolhem as suas medidas de segurança, verificadas diariamente pelas comissões de liquidez e de valores que fixam as regras formais e informais de conduta de Wall Street, isto é, adstrita ao princípio de territorialidade que limita a força imperativa de suas normas e define seu domínio legal. No entanto, o papel do Federal Reserve como representante político do governo americano e

gestor da moeda de referência em que está fundado o sistema financeiro internacional transcende de muito seu papel como banco central clássico" (Tavares & Melin, 1997: 15), como veremos na seção 3.4.

Resumidamente, em função de suas peculiaridades, as instituições bancárias apresentavam-se como espaço privilegiado para a atuação da autoridade monetária no controle do nível das reservas, sobretudo quando se considera o formato do sistema financeiro americano, cujas origens remontam à década de 30. Todavia, com as inovações financeiras, essas instituições passaram não apenas a contar com espaços alternativos para a captação de recursos, seja através de novos instrumentos seja por meio da internacionalização, como também defrontaram-se com a concorrência de instituições não-bancárias, não sujeitas às mesmas restrições. As inovações financeiras permitiram gerenciar a instabilidade das taxas de juros e de câmbio, e muito mais do que isso, propiciaram a passagem de um segmento do mercado (interno) para outro (taxa variável para taxa fixa; mercado à vista para o mercado a prazo, etc.), e também transitar cada vez mais facilmente de uma moeda para outra. "O movimento de desregulamentação e as inovações convergiram para dar garantias aos operadores contra a incerteza, e também para lhes permitir fabricarem a divisa que quiserem e, portanto, terem, de saída, a ótica multidivisas dada justamente pela globalização do mercado" (Bourguinat, 1992: 92).

Assim, é possível afirmar que as inovações e a internacionalização reduziram a operacionalidade de alguns instrumentos tradicionais de controle monetário, quais sejam, as reservas compulsórias e a taxa de redesconto. As taxas de juros das operações de redesconto deixaram até de ser objeto da atuação do Federal Reserve que, no início dos anos 70, passou a balizar as taxas dos fundos federais de reservas. Restou à autoridade monetária a utilização dos títulos públicos como instrumento de controle da liquidez dos mercados monetários. Através da compra e venda desses papéis, a autoridade consegue sensibilizar a oferta de crédito do mercado. Nas palavras de Stigum (1990: 362): "as operações de *open market* são o principal instrumento de política do Fed, dada a capacidade de criar reservas em qualquer quantidade desejada através da monetização da dívida nacional".

Noutras palavras, as operações no mercado aberto revelam-se o mais importante instrumento de política monetária no contexto atual dos mercados financeiros nos EUA. Porém, a ocorrência de inovações implica restrições à sua operacionalidade. À medida que são criados novos instrumentos financeiros de curto prazo, a concorrência com os títulos públicos - principais instrumentos da política de *open market* - apresenta-se cada vez mais acirrada. No

período recente, verifica-se uma ampliação dos títulos privados nas carteiras de investimento, sobretudo com a proliferação dos instrumentos derivativos, que possibilitam um aperfeiçoamento na gestão e transferência dos riscos (reduzindo o *spread* entre os títulos públicos e privados). Além disso, o crescente movimento de internacionalização dos mercados financeiros também coloca entraves à manipulação desse instrumento. De acordo com a revista *The Economist* (7.10.96): "a capacidade de os mercados transferirem dinheiro para qualquer lugar com um simples aperto de botão mudou as regras para a formulação das políticas governamentais, introduzindo o que pode parecer, às vezes, uma espécie de democracia direta em nível internacional: quando um governo dá um passo em falso, os mercados votam contra ele, numa velocidade implacável". Nesse sentido, defendem que uma economia mais globalizada é, de muitas maneiras, uma economia mais eficiente e a disciplina veloz dos mercados financeiros internacionais torna os governos nacionais mais cautelosos na condução de suas políticas econômicas[62].

Em suma, a atuação de um banco central que opera com empréstimos de liquidez (*discount window*), descontando títulos privados, é muito diferente de outro que atua através do *open market*, com títulos públicos. Em grandes linhas, essa foi a transformação ocorrida na gestão monetária do Federal Reserve. Nos anos 50, a política monetária era executada na relação direta entre os bancos comerciais e o banco central. A partir dos anos 60, as inovações financeiras (quase-moedas) lastreadas em títulos públicos (com risco zero e elevada liquidez) invadiram o setor bancário e não-bancário. Sendo assim, restou à autoridade monetária a possibilidade de monitorar a quantidade de títulos públicos nos portfólios dos intermediários financeiros. "Today our currency is based upon Government bonds that are held by the Federal Reserve System" (Minsky, 1994: 18). Vejamos, então, o monitoramento da dívida pública americana.

---

62 Contrariamente, para Thurow (1996), a dinâmica dos mercados financeiros hodiernos e os desequilíbrios na economia internacional poderão trazer lentamente uma nova idade das trevas. Sem a Guerra Fria para justificar os gastos em infra-estrutura e educação - exatamente o que a economia global exige -, os países estão diante de um dilema. Os mercados de títulos (bônus e notas) estão prontos para punir os Estados que contabilizam déficits fiscais para custear seus programas de investimentos. Porém, o Poder Legislativo não aprova novos aumentos de impostos, mas cortes nas despesas. As medidas de estabilização das moedas e dos mercados financeiros se sobrepõem aos planos de crescimento, trazendo como resultado, desemprego, estagnação econômica e especulação financeira.

3.2. As tendências recentes da dívida pública americana: aumento do estoque e do fluxo

O mercado de títulos públicos da maioria dos países da OCDE apresenta duas tendências inter-relacionadas, cujo modelo paradigmático constitui o padrão americano. Apreende-se um movimento de internacionalização e outro de institucionalização. Ou seja, os investidores institucionais carregam a maior parte dos títulos de dívida pública e reequilibram seus portfólios entre *securities* de diferentes países, numa hierarquia de títulos, fundada nos *T-Bill* americanos, determinando que esses mercados sejam altamente internacionalizados (Goldstein *et alii*, 1994).

Na década de 80 e início dos anos 90, houve um significativo aumento do estoque e do fluxo (volume de emissões) da dívida pública americana. Em termos de estoque houve um salto de 27% do PIB em 1980 para 52,6% em 1994 (tabela 3.4). Nesse período, o estoque total da dívida americana flutuou em torno de 35% do estoque de títulos públicos dos principais países da OCDE, formando a base dos mercados internacionais[63].

O volume de emissões brutas de títulos públicos também se elevou. As emissões de títulos com maturidade superior a um ano saltaram de US$ 132,4 bilhões em 1980 para US$ 544,7 bilhões em 1993, quando atingiram 8,5% do PIB. O volume de títulos de curto prazo (inferior a um ano) pulou de US$ 887,3 bilhões em 1988 para US$ 1.558,9 bilhões em 1993, representando 24,5% do PIB (tabela 3.5). O elevado volume das emissões brutas de títulos de curto prazo revelam que esse estoque de dívida é rolado (*rollover*) várias vezes por ano. Por um lado, a necessidade de rolar tais títulos faz com que o governo disponha de mecanismos eficientes para emiti-los nos mercados monetários. Por outro lado, instaura-se um risco de credibilidade, fazendo com que o governo fique prisioneiro das condições impostas pelo mercado.

---

[63] Segundo a revista *Business Week* (22.4.96): "os investidores estrangeiros adquiriram 72% de todos os títulos do Tesouro americano emitidos em 1995".

Tabela 3.4 - Estoque de Dívida do Governo Americano e dos Principais Países da OCDE (a)

	Estados Unidos		OECD (b)	
	US$ bilhões	Em % do PIB	US$ bilhões	
	(A)	(B)	(C)	(A)/(C)
1980	738	27,2	2.159	34,2
1981	825	27,2	2.188	37,7
1982	988	31,4	2.505	39,4
1983	1.174	34,5	2.840	41,3
1984	1.373	36,5	3.058	44,9
1985	1.598	39,6	3.962	40,3
1986	1.813	42,5	4.995	36,3
1987	1.954	43,0	5.950	32,8
1988	2.097	42,8	6.108	34,3
1989	2.244	42,7	6.254	35,9
1990	2.548	46,1	7.411	34,4
1991	2.845	49,7	8.123	35,0
1992	3.142	52,0	8.752	35,9
1993	3.382	53,3	-	-
1994	3.542	52,6	-	-

Notas: (a) Inclui estoque de dívidas mantidas pelos bancos centrais, bem como dívidas não-securitizadas;
(b) Inclui EUA, Japão, Alemanha, França, Itália, Grã-Bretanha, Canadá, Espanha, Holanda, Austrália, Suíça, Suécia, Bélgica.

Fonte: Board of the Governors of the Federal Reserve System, *Federal Reserve Bulletin*, vários números; e Goldstein *et alii* (1994).

Tabela 3.5 - Emissões Brutas de Títulos do Governo Americano de Curto, Médio e Longo Prazo

	Médio e Longo Prazo (a)		Curto Prazo (b)	
	US$ bilhões	Em % do PIB	US$ bilhões	Em % do PIB
1980	132,4	4,89	-	-
1981	150,5	4,97	-	-
1982	192,3	6,11	-	-
1983	246,1	7,23	-	-
1984	303,2	8,03	-	-
1985	320,7	7,94	-	-
1986	331,5	7,77	-	-
1987	353,8	7,79	-	-
1988	317,2	6,47	887,2	18,1
1989	366,8	6,99	937,5	17,9
1990	418,8	7,55	1.132,6	20,4
1991	491,8	8,59	1.115,0	19,5
1992	536,7	8,89	1.484,8	24,6
1993	544,7	8,55	1.558,9	24,5

Notas: (a) Emissões (públicas e privadas) de títulos com vencimento superior um ano;
(b) Emissões de títulos com vencimento inferior a um ano, lançadas no mercado doméstico;

Fonte: OECD, *Financial Statistics Monthly*. In: Goldstein *et alii* (1994).

A composição da dívida pública também se modificou tanto em termos da natureza dos títulos como em relação a seus detentores. Os títulos públicos são, essencialmente, títulos negociáveis, que representam em média 65% da dívida portadora de juros (em 1984, atingiu o maior volume de 75%). Os títulos não-negociáveis constituem um segundo instrumento de financiamento da dívida pública (ver tabelas 3.6). As agências governamentais são os principais detentores desse tipo de título. Em 1971, detinham US$ 102,8 bilhões, sendo 82,4% de títulos não-negociáveis. Em 1986, o volume subiu para US$ 382,8 bilhões, dos quais 94,5% eram

títulos não-negociáveis. Porém, em termos relativos as agências reduziram a participação de 25,9% para 18% da dívida pública total, no mesmo período. Por sua vez, os investidores privados passaram de 57,5% para 72%. Isso significa que a dívida pública estava sendo financiada cada vez mais no mercado. Entretanto, nos anos 90, essa tendência se inverteu, podendo indicar dificuldades na colocação de títulos públicos. As agências governamentais, carregando a maioria dos títulos não-negociáveis, voltaram a financiar cerca de 25% da dívida pública e os investidores privados, 65% (ver tabela 3.7). O volume dos títulos públicos não-negociáveis de propriedade dos investidores estrangeiros (na sua maioria bancos centrais e instituições oficiais) elevou-se rapidamente no início da década de 70 e de 1979 a 1981, voltando, contudo, a perder participação relativa nos anos 90 (ver tabela 3.6).

Tabela 3.6 - Composição da Dívida Pública Federal Americana Bruta (por categoria de títulos) (a)

Em percentagem

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Títulos Negociáveis	62.8	61.7	60.3	57.4	56.1	59.1	64.2	63.4	62.8	61.3	66.9	70.0	73.6
Bills	20.5	21.7	22.1	21.8	22.1	24.0	25.4	22.3	20.8	19.5	23.2	23.8	26.0
Notes	25.2	26.3	26.5	25.7	27.0	28.1	32.5	34.5	34.7	33.1	34.5	36.4	38.8
Bonds	16.9	13.5	11.5	9.8	6.9	6.7	6.2	6.5	7.2	8.5	9.1	9.7	8.7
Títulos Não-negociáveis (b)	36.8	37.9	39.4	42.2	43.5	40.5	35.5	36.3	36.5	37.7	32.8	29.8	26.2
Série "Estados e Municípios"	1.0	1.4	0.8	0.8	0.8	0.6	0.8	2.4	3.4	3.3	2.5	2.2	2.1
Série "Exterior" (c)	1.2	2.3	4.4	6.2	5.0	4.3	3.2	3.1	2.7	3.3	2.5	1.8	1.2
Bônus e Notas de Poupança	13.8	13.3	13.1	12.9	13.0	12.2	11.1	10.7	10.3	9.7	7.7	6.6	5.6
Série"Agência Govern." (d)	20.6	20.8	19.1	22.2	24.3	23.2	20.2	20.0	19.8	21.3	19.8	19.1	17.1
Dívida sem Juros	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.5	0.9	0.1	0.1	0.1

Continua

Em porcentagem

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1992	1993	1994	1995	1996
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Títulos Negociáveis	74.4	75.0	73.8	73.0	70.9	67.8	65.8	65.2	65.9	65.9	65.1	66.3	65.0
Bills	24.3	22.5	20.5	19.2	16.0	15.4	14.5	15.6	15.7	15.7	15.2	15.3	14.6
Notes	40.6	42.3	41.7	41.8	42.6	40.3	38.9	37.6	38.5	38.8	38.8	40.3	39.7
Bonds	9.4	10.0	10.8	11.2	11.6	11.5	11.7	11.5	11.3	10.9	10.6	10.5	10.4
Títulos Não-negociáveis (b)	24.8	25.0	25.9	26.7	28.9	31.3	33.3	34.6	33.9	34.0	34.2	33.2	34.9
Série "Estados e Municípios"	2.6	2.6	4.4	4.9	5.7	5.6	5.5	4.7	3.6	3.2	2.7	2.0	1.9
Série "Exterior" (c)	0.7	0.5	0.3	0.2	0.1	0.2	0.2	1.2	0.8	0.9	0.8	0.8	0.7
Bônus e Notas de Poupança	5.0	4.3	4.0	4.0	4.0	4.0	3.9	3.6	3.7	3.7	3.7	3.6	3.4
Série"Agência Govern." (d)	16.4	17.2	17.0	17.4	18.9	21.4	23.5	24.1	24.9	25.3	26.2	26.0	28.3
Dívida sem Juros	0.6	0.1	0.1	0.1	0.1	0.7	0.7	0.08	0.07	0.07	0.6	0.5	0.1

Notas: (a) Os valores absolutos encontram-se no Anexo Estatístico;
(b) Inclui *securities* emitidas pela Rural Eletrification Administration, bônus de planos de aposentadoria e bônus das contas individuais de aposentadoria (IRA - Individual Retirement Account);
(c) Séries não-negociáveis denominadas em dólar e em moeda estrangeira (emitidas durante o governo Carter) mantidas por estrangeiros;
(d) Em poder de agências governamentais: U.S. Treasury, Trust Funds e outras.
Fonte: Board of the Governors of the Federal Reserve System, *Federal Reserve Bulletin*, Tabela 1.41, vários números.

Quanto aos tomadores da dívida pública americana, os bancos federais de reserva vêm diminuindo sua participação relativa ao longo das duas últimas décadas: 15,1% do financiamento da dívida bruta em 1970; 9,3% em 1985 e 7,6% em 1994 (ver tabela 3.8). Entre os detentores privados destacamos: em primeiro lugar, o declínio da participação dos bancos

comerciais domésticos e das famílias. Os bancos reduziram sua participação no carregamento do estoque de títulos públicos de 18,2% em 1980 para 10,4% em 1993. Por sua vez, as famílias diminuíram sua participação de 19% em 1980 para 10,2% em 1993, permanecendo nesse patamar (ver tabelas 3.9). Em segundo lugar, os investidores institucionais ampliaram sua participação. As companhias de seguro mantêm uma participação pequena, mas crescente, alcançando 7,1%, em 1993. Outras instituições financeiras domésticas (que abrangem as associações de poupança e empréstimos, os bancos de poupança mútua, as cooperativas de crédito e os fundos de pensão) carregam cerca de 25% do estoque total de dívida pública. Em terceiro lugar, a participação dos investidores estrangeiros flutuou entre 1980-1985, mas voltou a crescer, atingindo 20,5% em 1993 e 33,2% em 1996.

Tabela 3.7 - Principais Fontes de Financiamento da Dívida Pública Americana

US$ bilhões

	Total	Agências Governamentais			Federal Reserve	Investidores Privados		
		Total	Título Negociável	Títul. Não-Negociável		Total	Título Negociável	Títul. Não-Negociável
1971	396,2	102,8	18,1	84,5	65,5	227,8	161,8	66,0
1972	425,3	111,4	19,8	91,6	71,3	242,5	165,9	76,6
1973	456,3	123,3	20,0	103,3	75,0	257,9	167,8	90,1
1974	473,2	138,2	21,2	117,0	80,4	254,5	164,8	89,7
1975	532,1	145,3	20,4	124,8	84,7	302,1	212,4	91,7
1976	633,5	146,1	16,6	129,4	96,4	391,0	214,6	96,5
1977	697,6	155,5	14,6	140,9	104,7	437,4	326,6	110,8
1978	766,9	167,9	13,8	154,1	114,7	484,2	356,5	127,7
1979	819,0	187,6	11,3	176,3	115,4	515,8	379,8	136,0
1980	906,4	197,7	10,0	187,7	120,7	587,9	463,7	124,2
1981	996,4	208,0	9,0	199,0	124,3	664,0	549,8	114,2
1982	1.140,8	216,4	7,9	208,5	134,3	790,1	682,1	108,0
1983	1.375,7	239,0	5,8	233,2	155,4	981,3	862,1	118,0
1984	1.559,6	263,0	4,9	258,1	155,0	1.141,5	1.016,5	124,9
1985	1.821,0	316,5	6,1	390,4	169,7	1.334,7	1.184,5	150,7
1986	2.122,6	382,8	20,8	362,0	190,7	1.549,0	1.352,7	190,3
1991	3.662,7	919,5	11,3	908,2	264,7	2.478,5	2.114,6	363,8
1992	4.061,8	1.016,3	5,5	1.010,8	296,4	2.749,0	2.375,5	373,5
1993	4.408,5	1.116,7	3,2	1.113,5	325,6	2.966,3	2.576,0	390,2
1994	4.689,5	1.213,1	1,4	1.211,7	355,1	3.121,3	2.735,0	386,2
1995	4.950,6	1.320,8	1,5	1.319,3	374,1	3.255,7	2.884,8	370,9

Fonte: Department of the Treasury. *Treasury Bulletin*, dezembro de 1995, 1986, 1981 e 1976.

Assim, a redução da participação dos bancos comerciais domésticos e das famílias como detentores da dívida pública americana corresponde a um aumento dos investidores institucionais, inclusive estrangeiros. Isso implica uma maior velocidade de circulação dos títulos (*turnover their debt positions*), pois os fundos institucionais monitorados profissionalmente reagem mais rapidamente a diferenciais de rendimentos esperados, através dos diversos mercados, nacionais e internacionais. Os investidores institucionais podem transferir recursos de um mercado para outro, tanto domésticos - de *bills* para *notes* -, como internacionais - de *U.S. Treasury bonds* para *German Government bonds* -, provocando

grandes oscilações nos preços dos títulos das dívidas públicas dos principais países da OECD (crise do mercado de bônus de 1994). De acordo com os dados referentes a 1992, 3% do estoque da dívida pública americana eram negociados diariamente (ver tabela 3.5). As transações tendem a se concentrar nas *securities* eleitas como *benchmark*[64], sendo que outros títulos são menos negociados e permanecem nos portfólios dos investidores por um prazo mais longo. As informações sobre os rendimentos esperados dos títulos são constantemente atualizadas, em mercados líquidos.

Tabela 3.8 - Principais Detentores da Dívida Pública Bruta Americana (1945-1995, anos selecionados)

US$ bilhões

	Total	Investidores Privados	Federal Reserve	Tesouro e Agências	(B)/(A)	(C)/(A)	(D)/(A)	% do PIB	Taxa de Crescimento
	(A)	(B)	(C)	(D)					
1945	260,1	235,1	21,7	24,9	90,3	8,3	9,5	122,7	27,5
1950	256,8	219,0	18,3	37,8	85,2	7,1	14,7	96,6	1,7
1955	274,3	226,6	23,6	47,7	82,6	8,6	17,3	71,3	1,3
1960	290,5	236,8	26,5	53,6	81,5	9,6	18,4	57,6	1,1
1965	322,3	260,7	39,1	61,5	80,8	12,1	19,0	48,0	2,0
1970	380,9	283,1	57,7	97,7	74,3	15,1	25,6	38,7	4,1
1975	541,9	394,7	84,9	147,2	72,8	15,6	26,8	35,9	12,0
1979	829,4	640,3	115,5	189,1	72,2	13,9	22,7	34,1	6,7
1980	909,0	709,8	120,8	199,2	78,0	13,2	21,9	34,4	9,6
1981	994,8	785,3	124,4	209,5	78,9	12,5	21,0	33,6	9,4
1982	1.137,3	919,7	134,4	217,5	80,8	11,8	19,1	36,4	14,3
1983	1.371,7	1.131,5	155,5	240,1	82,4	11,3	17,5	41,4	20,6
1985	1.817,5	1.499,9	169,8	317,6	82,5	9,3	17,4	45,8	16,2
1987	2.346,1	1.888,6	212,0	457,4	80,4	9,0	19,4	52,7	10,6
1988	2.601,3	2.050,7	229,2	550,5	78,8	8,8	21,1	54,1	10,9
1989	2.868,0	2.189,8	220,4	678,1	76,3	7,6	23,6	55,4	9,0
1990	3.206,5	2.410,7	234,4	795,8	75,1	7,3	24,8	58,5	11,8
1991	3.598,4	2.688,1	258,5	910,3	74,7	7,1	25,2	63,4	12,2
1992	4.002,1	2.998,9	296,3	1.003,3	74,9	7.4	25,0	67,6	11,2
1993	4.351,4	3.247,4	325,6	1.103,9	74,6	7,4	25,3	69,5	8,7
1994	4.643,7	3.432,2	355,1	1.211,4	73,9	7,6	26,0	70,0	6,7

Fonte: Board of the Governors of the Federal Reserve, *Federal Reserve Bulletin*, vários números.

[64] Trata-se das *securities* utilizadas como referência para o cálculo da taxa de juros, para definir o preço de outros títulos, bem como para comparar internacionalmente os rendimentos esperados (*yield curve*) de diversos títulos. Essa última (*yield curve*) refere-se à curva que se obtém ao exprimir graficamente os rendimentos de títulos homogêneos em relação a suas diversas maturidades. É construída com as maturidades (o tempo) representadas no eixo da abscissa e as taxas de juros no eixo da ordenada. Normalmente, constitui uma curva ascendente inclinada para a direita, refletindo as exigências dos emprestadores por maiores taxas em prazos mais longos. A versão mais comum de um gráfico da curva de rentabilidade apresenta títulos do Tesouro com faixas de rentabilidade que variam dos *U.S. Treasury bills* de 3 meses até bônus com vencimento em 30 anos.

Tabela 3.9 - Principais Detentores da Dívida Pública Americana Bruta (a)

Em porcentagem/Dados de fim de período

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Domésticos												
Bancos Comerciais	25.3	21.4	18.7	16.3	18.2	16.0	15.5	17.6	15.0	13.4	12.3	11.2
Setor Não-bancário	52.9	54.9	55.1	61.6	60.8	64.3	66.9	66.2	68.0	70.8	71.2	71.5
Famílias	24.8	23.4	22.4	21.8	19.0	16.0	13.7	13.0	11.9	10.9	10.2	10.0
Seguradoras	3.1	4.3	4.0	4.0	3.9	4.2	5.2	4.5	5.3	5.7	6.3	6.2
F. do Mer. Monetário	0.3	0.2	0.3	1.0	0.6	3.1	5.0	2.2	2.1	1.8	1.8	0.8
Corporações (b)	5.7	4.0	3.4	3.1	3.1	2.6	2.9	3.9	4.1	4.2	4.3	4.9
Estados e Municípios	-	-	-	-	14.3	13.9	13.7	15.0	15.5	21.4	21.6	24.2
Outros (c)	19.0	23.0	25.0	31.7	19.9	24.6	26.3	27.6	29.1	26.8	27.0	25.4
Estrangeiros	19.0	23.8	26.2	22.0	21.0	19.7	17.6	16.3	17.0	15.9	16.4	17.3

Continua

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Domésticos									
Bancos Comerciais	9.9	8.2	7.5	9.1	10.4	10.6	9.2	8.5	8.0
Setor Não-bancário	70.6	70.5	72.5	71.7	70.3	68.9	69.2	65.2	59.0
Famílias	10.2	10.7	10.2	10.3	10.2	10.2	10.5	10.5	10.5
Seguradoras	6.4	6.2	6.2	7.1	7.0	7.7	7.6	7.3	6.9
F. do Mer. Monetário	0.6	0.7	2.0	3.1	2.8	2.6	2.1	2.2	2.7
Corporações (b)	4.6	4.6	4.8	5.9	6.8	7.0	7.2	6.9	7.6
Estados e Municípios	25.4	24.2	21.4	20.3	18.8	19.4	14.8	10.4	8.5
Outros (c)	23.3	24.0	27.9	25.0	24.7	22.0	27.0	27.9	22.8
Estrangeiros	19.5	21.3	20.0	19.2	19.4	20.5	21.7	26.1	33.2

Conclusão

Notas: (a) Os valores absolutos encontram-se no Anexo Estatístico;
(b) Exclui bancos e companhias de seguro;
(c) Entre 1976 e 1979 inclui os dados relativos a estados e municípios. Inclui as associações de poupança e empréstimo, as instituições sem fins lucrativos, as cooperativas de crédito, os bancos de poupança mútua, os fundos de pensão sob forma de sociedades, os agentes bursáteis (*dealers & brokers*) e certas contas de depósitos do Tesouro.

Fonte: Board of the Governors of the Federal Reserve System, *Federal Reserve Bulletin*, Tabela 1.41, vários números.

À primeira vista, podemos identificar uma ampliação no perfil de vencimentos da dívida pública americana entre 1970 e 1994, sobretudo entre 1976 e 1990, quando se inverteu a tendência. A diminuição do prazo médio de vencimento dos títulos negociáveis, observada entre 1970 e 1976, e sua posterior elevação refletem a evolução da estrutura dos títulos. A participação dos títulos do Tesouro de médio prazo - *notes* - com prazos de vencimento que variam entre um e dez anos é dominante desde 1970 e se eleva progressivamente. Esse crescimento ocorre em detrimento dos títulos de curto prazo - *bills* - com vencimentos entre três e doze meses e, sobretudo, em detrimento dos bônus, obrigações do Tesouro com prazos de vencimento superiores a dez anos. Os *bills* representavam 20,5% da dívida pública em 1970 e caíram para 15,2%, em 1994. Os bônus constituíam 16,9% e baixaram para 10,6% no mesmo período (ver tabela 3.6).

Em termos médios, passou-se de 3 anos e 8 meses para 5 anos e 8 meses, sendo que em 1976 identificamos a menor estrutura de vencimento, 2 anos e sete meses (ver tabela 3.10). A proporção da dívida com vencimento inferior a 5 anos decresceu de 81% em 1980 para 73,7%

em 1994; enquanto a proporção da dívida acima de 10 anos cresceu de 10,5% para 15,6% (ver tabela 3.11). Porém, Goldstein *et alii* (1994) observam que no período recente, houve um encurtamento na estrutura de maturação da dívida, pois ocorreu uma redução do volume de emissão dos bônus de 30 anos e uma interrupção das notas de 7 anos, compensadas por uma maior emissão dos *Treasury bills* (até um ano) e *Treasury notes* (até três anos).

Tabela 3.10 - Estimativa do Perfil de Vencimento da Dívida Pública Americana em Poder do Setor Privado (a)

Em percentagem

Ano	Total	Até 1 ano	1-5 anos	5-10 anos	10-20 anos	mais de 20 anos	Média	
							Anos	Meses
1970	100,0	48,39	36,10	5,26	5,00	5,26	3	8
1971	100,0	46,20	36,20	8,96	3,95	4,69	3	6
1972	100,0	47,92	34,42	9,64	3,86	4,16	3	3
1973	100,0	50,06	32,24	9,77	5,18	2,74	3	1
1974	100,0	52,85	30,40	8,62	6,01	2,12	2	11
1975	100,0	54,99	31,27	7,32	4,23	2,19	2	8
1976	100,0	53,72	32,38	8,65	2,86	2,39	2	7
1977	100,0	49,40	34,70	10,11	2,57	3,22	2	11
1978	100,0	45,96	37,29	9,40	3,20	4,15	3	3
1979	100,0	47,79	33,53	8,49	4,86	5,33	3	7
1980	100,0	47,45	33,69	8,37	5,59	4,90	3	9
1981	100,0	46,60	33,14	8,86	5,93	5,47	4	0
1982	100,0	46,11	32,53	11,10	4,84	5,43	3	11
1983	100,0	44,01	34,20	11,50	4,73	5,56	4	1
1984	100,0	43,04	32,71	12,82	4,88	6,56	4	6
1985	100,0	39,86	33,97	13,44	5,30	7,42	4	11
1986	100,0	37,43	34,50	14,03	5,22	8,82	5	3
1987	100,0	33,46	36,44	14,47	5,04	10,59	5	9
1988	100,0	33,71	35,56	14,95	4,77	11,01	5	9
1989	100,0	33,04	34,95	14,95	4,87	12,18	6	0
1990	100,0	34,00	34,21	14,53	4,49	12,76	6	1
1991	100,0	33,77	36,01	13,27	4,02	12,93	6	0
1993	100,0	33,49	38,20	11,97	3,68	12,66	5	10
1994	100,0	32,28	41,48	10,66	3,24	12,33	5	8

Nota: (a) Os EUA não emitem títulos da dívida pública em moeda estrangeira (exceto num curto período do governo Carter). Os valores absolutos encontram-se no Anexo Estatístico.
Fonte: The Annual Report of the Council of Economic Advisers (1995) *Economic Report of the President*, p. 377.

Tabela 3.11 - Prazo de Vencimento da Dívida Pública Americana em Poder do Setor Privado (a)

	0-1 ano	0-5 anos	0-10 anos	0-20 anos	Total
1980	47.45	81.14	89.51	95.10	100.0
1986	37.43	71.93	85.96	91.18	100.0
1994	32.28	73.76	84.42	87.66	100.0

Nota e **Fonte**: ver tabela anterior.

Em resumo, a partir de 1975, cresceu o peso e a importância da dívida pública americana na composição dos portfólios privados. As instituições financeiras e os agentes estrangeiros (bancos centrais, organismos internacionais, investidores institucionais, etc.) tornaram-se os principais detentores dos títulos da dívida pública americana. Em 1980, os intermediários financeiros detinham US$ 262,4 bilhões em títulos públicos, representando 42,5% da dívida negociada em mercado, dos quais US$ 112,1 bilhões eram dos bancos comerciais e US$ 150,3

das instituições não-bancárias. Em 1994, eram responsáveis por investimentos em títulos públicos da ordem de US$ 1.428,4 bilhões, ou seja, 45% da dívida detida pelo setor privado, dos quais US$ 296,4 bilhões eram de responsabilidade dos bancos e US$ 1.132 bilhões, das instituições financeiras não-bancárias. Se incluirmos os agentes estrangeiros, esse patamar alcança US$ 2.116,5 bilhões ou 67% da dívida detida pelo setor privado. Isso significa que não se trata do mecanismo clássico de financiamento de um déficit primário do Tesouro, mas da circulação financeira de títulos públicos como garantidora de operações de reciclagem do estoque crescente da dívida interna (Miranda, 1992: 151). Essa tendência explicita a dimensão do aspecto monetário do financiamento do déficit orçamentário americano, ou seja, da política fiscal, assegurando o seu financiamento a partir da criação de moeda.

3.2.1. Estratégias de financiamento do déficit orçamentário e da dívida pública

Os déficits orçamentários e as operações monetário-financeiras do Tesouro dos EUA são financiados através de empréstimos do Federal Reserve, dos bancos centrais estrangeiros, dos bancos comerciais e demais instituições financeiras, das empresas e das famílias. O Federal Reserve compra e vende títulos do Tesouro no mercado secundário (*open market*), estando legalmente impedido de conceder empréstimos diretos ao Tesouro[65]. A compra de títulos do Tesouro pelo Federal Reserve aumenta seu portfólio de ativos financeiros, cuja contrapartida é um crédito de montante equivalente na conta do Tesouro. Este, ao saldar seus compromissos com os principais credores, eleva os depósitos e as reservas bancárias, expandindo, em princípio, a liquidez primária da economia. Na década de 80, o déficit fiscal foi basicamente financiado pelo setor privado não-bancário principalmente pelas instituições financeiras e pelo exterior. Desde 1975, os títulos negociáveis sobretudo bônus e *bills* tem sido o principal instrumento de financiamento do déficit (ver tabelas 3.12 e 3.13).

Numa perspectiva de longo prazo, a avaliação da dívida pública constitui o prolongamento da análise do financiamento dos déficits orçamentários e do Tesouro americano. O governo federal dos Estados Unidos endivida-se: a) para financiar o déficit fiscal propriamente dito; b) para transformar os excedentes financeiros dos agentes superavitários em títulos públicos remunerados; c) para regular a liquidez no mercado monetário-cambial, sendo essa função a principal causa da elevação da participação do serviço da dívida nos déficits globais anuais.

---

[65] Até a gestão de Volcker no Federal Reserve, o Tesouro podia, em determinadas circunstâncias, ter acesso direto aos recursos nele disponíveis. Entretanto, esse mecanismo foi considerado responsável por uma criação monetária indesejável, que poderia comprometer as metas de controle quantitativo dos agregados monetários, sendo então suprimido em 1981. Uma descrição detalhada das funções do Federal Reserve como banco e agente financeiro do Tesouro americano encontra-se em Manypenny & Bermudez (1992).

Tabela 3.12 - Fontes de Financiamento do Déficit Público dos EUA (a)

Em percentagem

	Déficit	Doméstico				Internacional	
		Total	Bancos	Outras (b)	Fed	Total	Governos
1975	100.0	84.3	45.9	17.0	-1.5	15.6	13.5
1976	100.0	93.5	29.4	21.2	2.3	6.4	3.6
1977	100.0	59.4	15.1	22.2	8.6	40.6	39.1
1978	100.0	60.3	-13.2	27.6	16.4	39.7	38.9
1979	100.0	91.9	-48.7	20.6	35.1	8.0	4.5
1980	100.0	99.7	10.6	13.8	9.5	0.3	-0.3
1981	100.0	87.5	14.7	31.1	-0.1	12.5	7.6
1982	100.0	46.5	1.3	31.4	-0.2	3.7	1.5
1983	100.0	92.3	27.5	10.6	6.1	7.6	3.4
1984	100.0	91.3	3.0	27.2	3.8	8.7	1.7
1985	100.0	84.6	10.0	22.0	9.9	15.8	4.0
1986	100.0	80.4	0.7	2.7	5.6	19.6	13.1
1987	100.0	80.3	-5.0	19.2	13.3	19.6	23.6
1988	100.0	57.1	-4.9	13.9	10.5	42.8	32.7
1989	100.0	67.0	-15.2	4.8	-1.8	33.0	12.5
1990	100.0	95.2	0.5	26.7	7.7	4.8	0.2
1991	100.0	74.7	9.0	20.4	8.9	25.6	8.0
1992	100.0	80.1	24.1	23.1	12.6	19.9	13.4
1993	100.0	32.0	5.0	4.0	6.9	18.0	10.3

Notas: (a) Os valores absolutos encontram-se no Anexo Estatístico;
(b) Outras instituições financeiras.

Fonte: IMF, *Government Financial Statistics*, Yearbook, 1985, 1990, 1991, 1994.

Em meados dos anos 70 e início dos 80, verificou-se uma aceleração do endividamento público americano. Identificamos, também, uma mudança da participação relativa dos mercados financeiros no financiamento da dívida a partir de 1975, conforme mostrado. A participação do serviço da dívida acumulada no total da dívida pública elevou-se progressivamente após 1979, quando a política monetária foi alterada, colocando algumas contradições entre o ponto de vista do Federal Reserve e o do Tesouro. A taxa de juros sobre os títulos do Tesouro com prazo de vencimento de três meses, por exemplo, era 4% em média nos anos 60, 6,3% nos anos 70 e 12% entre 1980 e 1982. No restante da década de 80, o nível médio da taxa de juros dos *T-Bills* (de 3 meses) se reduziu para 8,6% e nos anos 90, para 4,7%. Mesmo assim, o volume de juros continuou a crescer. Em relação às despesas orçamentárias, a participação do volume de juros pagos cresceu a partir de 1975 e sobretudo depois de 1980. Entre 1982 e 1986, representava 12,5% das despesas do governo federal; entre 1987 e 1994, 14,3% (ver tabela 3.14).

Tabela 3.13 - Fontes de Financiamento do Déficit Público dos EUA (1)

Em percentagem

	Déficit	Doméstico				Internacional			
		Total	Títulos Negociáveis		Títulos Não-negociáveis (4)	Total	Títulos Negociáveis		Títulos Não-negociáveis (4)
			Longo Prazo (2)	Curto Prazo (3)			Longo Prazo	Curto Prazo	
1975	100.0	84.3	46.7	26.1	9.7	15.6	2.4	16.6	-3.3
1976	100.0	93.5	54.5	37.7	8.6	6.4	5.0	3.7	-2.3
1977	100.0	59.4	46.5	-12.0	36.5	40.6	33.7	6.6	0.4
1978	100.0	60.3	43.2	-12.4	29.8	39.7	18.9	21.0	-0.2
1979	100.0	91.0	53.6	22.9	13.7	8.0	10.8	-20.6	17.8
1980	100.0	99.7	59.8	50.7	-6.2	0.3	4.4	-0.3	3.8
1981	100.0	87.5	69.5	29.4	-2.5	12.5	15.9	2.52	-5.9
1982	100.0	92.5	53.2	38.6	2.4	7.5	12.2	-0.4	-4.3
1983	100.0	92.3	63.5	26.8	7.6	7.6	3.3	5.8	-1.6
1984	100.0	91.3	77.0	4.7	5.8	8.7	4.7	5.4	-1.3
1985	100.0	84.6	56.9	12.8	12.5	15.4	16.3	0.0	-1.0
1986	100.0	80.4	68.7	4.3	7.3	19.6	12.6	8.1	-1.2
1987	100.0	80.3	80.7	-20.7	26.0	19.6	20.8	-1.3	0.1
1988	100.0	57.1	42.2	0.5	17.6	42.8	29.1	12.4	1.3
1989	100.0	67.0	28.5	5.2	13.1	33.0	40.8	-7.0	-0.7
1990	100.0	95.2	54.2	37.7	6.0	4.8	7.2	-3.1	0.7
1991	100.0	84.6	53.2	20.2	3.1	25.2	19.7	6.3	-0.8
1992	100.0	80.0	60.5	15.8	5.0	20.0	10.3	9.5	0.0
1993	100.0	64.0	75.7	-8.5	-8.2	35.9	10.2	12.0	13.7

Notas: (1) Os valores absolutos encontram-se no Anexo Estatístico;
(2) Bônus;
(3) Bônus e *Bills;*
(4) Predominam empréstimos de longo prazo.
Fonte: IMF, *Government Financial Statistics*, Yearbook, 1985, 1990, 1991, 1994.

Em suma, observamos que as finanças públicas americanas apresentam um déficit orçamentário estrutural desde 1958, exceto em 1960 e 1969. O déficit fiscal possui uma dimensão financeira, à medida em que os títulos públicos negociáveis são a base da circulação financeira americana. Assim, a política fiscal teve seu raio de manobra restringido pelo progressivo aumento dos encargos financeiros da rolagem da dívida pública. Os gastos com juros da dívida pública equivaliam a 1,42% do PIB em 1970 e cresceram continuamente até 1991, quando atingiram 3,4% do PIB. Em 1970, os gastos com juros comprometiam 7,36% das despesas orçamentárias; em 1990, 14,7%. Portanto, houve um crescimento de 100% das despesas com juros, em duas décadas. Em 1994, o montante de juros líquidos, US$ 203 bilhões, correspondeu ao valor do déficit orçamentário (US$ 203,2 bilhões). Esse processo ficou conhecido como "endogeneização do déficit público", retirando-lhe crescentemente o papel de promotor do gasto autônomo dinamizador da demanda efetiva (ver tabela 3.14).

Noutras palavras, os déficits públicos vêm introjetando um componente financeiro associado ao giro da dívida pública, que é usada preferencialmente para regular o mercado financeiro e cambial. Nos últimos anos, não há propriamente um déficit primário crescente do Tesouro, mas um déficit proveniente da circulação financeira com títulos públicos, como garantidores das operações internacionais denominadas em dólares e, da reciclagem do estoque da dívida

interna. Trata-se de um ajuste patrimonial e não de fluxos, centrado, entre outros instrumentos, nos títulos governamentais, monetizando-os. Segundo Minsky (1994: 13), há uma "*government-debt-based money supply*". Então, vejamos com mais detalhe a operacionalidade da política monetária americana, ancorada na dívida pública.

Tabela 3.14 - Indicadores da Dívida Pública dos EUA

	Receita (1)	Despesa (1)	Déficit Líquido (1)	Juros (1)	Dívida Bruta (1)	PIB (2)	Déficit/ PIB	Juros/ PIB	Juros/ Déficit	Juros/ Despesa
	(A)	(B)	(C)=(B)-(A)	(D)	(E)	(F)	(C)/(F)	(D)/(F)	(D)/(C)	(D)/(B)
1970	192,8	195,6	2,8	14,4	380,9	1.010,7	0,3	1,41	514,29	7,36
1971	187,1	210,2	23,0	14,8	408,1	1.097,2	2,2	1,35	64,35	7,04
1972	207,3	230,7	23,7	15,5	435,9	1.207,0	2,0	1,28	66,24	6,72
1973	230,8	245,7	14,9	17,3	466,2	1.349,6	1,2	1,28	116,11	7,04
1974	263,2	269,4	6,1	21,4	483,8	1.458,6	0,4	1,47	350,82	7,94
1975	279,1	332,3	53,2	23,3	541,9	1.585,9	3,5	1,46	43,61	6,98
1976	298,1	371,9	73,7	26,7	628,9	1.768,4	4,4	1,51	36,23	7,18
1977	355,6	409,6	53,7	29,9	706,3	1.974,1	2,8	1,51	55,68	7,31
1978	399,6	458,7	59,2	35,5	776,6	2.232,7	2,7	1,59	59,97	7,74
1979	463,3	503,5	40,7	42,6	829,4	2.488,6	1,7	1,71	104,67	8,45
1980	517,1	590,9	73,8	52,5	909,0	2.708,0	2,8	1,94	71,14	8,88
1981	599,3	678,2	79,0	68,8	994,8	3.030,6	2,7	2,27	87,09	10,14
1982	617,8	745,8	128,0	85,0	1.137,3	3.149,6	4,1	2,71	66,41	11,40
1983	600,6	808,4	207,8	89,8	1.371,7	3.405,0	6,3	2,64	43,21	11,11
1984	666,5	851,4	185,4	111,1	1.564,1	3.777,2	5,0	2,94	59,92	13,05
1985	734,1	946,4	212,3	129,5	1.817,5	4.038,7	5,4	3,21	61,00	13,68
1986	769,0	990,3	212,2	136,0	2.120,0	4.268,6	5,2	3,19	61,48	13,73
1987	854,1	1.003,8	149,8	138,7	2.346,1	4.539,9	3,4	3,06	92,59	13,82
1988	909,0	1.064,1	155,2	151,8	2.601,3	4.900,4	3,2	3,10	97,81	14,27
1989	990,7	1.143,2	152,5	169,3	2.868,0	5.250,8	2,9	3,22	111,02	14,81
1990	1.031,3	1.252,7	221,4	184,2	3.206,5	5.546,1	4,0	3,32	83,20	14,70
1991	1.054,3	1.323,4	269,2	194,5	3.598,4	5.724,8	4,7	3,40	72,25	14,70
1992	1.090,5	1.380,9	290,4	199,4	4.002,1	6.020,2	4,9	3,31	68,66	14,44
1993	1.153,5	1.408,7	255,1	198,8	4.351,4	6.343,3	4,1	3,13	77,93	14,11
1994	1.257,7	1.460,9	203,3	203,0	4.643,7	6.736,9	3,1	3,01	99,90	13,90

Notas: (1) US$ milhões;
(2) US$ bilhões.
Fonte: Board of the Governors of the Federal Reserve System, *Federal Reserve Bulletin*, vários números.

3.3. A operacionalidade da política monetária recente do Federal Reserve

Como mostramos acima, a principal relação entre a política monetária e a economia se dá no mercado de reservas bancárias. A política do Federal Reserve influencia a demanda e a oferta de reservas dos bancos e de outras instituições de depósitos e, através desse mercado, transmite seus efeitos sobre o restante da economia. Assim, para compreender a operacionalidade da política monetária do Federal Reserve, devemos inicialmente entender alguns conceitos específicos do sistema americano.

A demanda por reservas possui dois componentes: os depósitos compulsórios (*required reserves*) e as reservas excedentes (*excess reserves*). A estrutura inicial dos depósitos compulsórios nos Estados Unidos (Federal Reserve Act, 1913) estava fundada numa distinção geográfica entre os bancos-membros. Entre 1913 e 1966, os depósitos compulsórios dos

bancos-membros dependiam se o banco estava localizado em uma *central reserve city* (New York, Chicago e St. Louis), cuja taxa de recolhimento era de 18% sobre os depósitos à vista; em uma *reserve city* (cerca de 50 cidades), com taxa de 15%; ou em outras cidades (*country banks*), com taxa de 12%. Entre 1966 e 1972, houve uma transição para uma nova estrutura. Gradualmente, os depósitos compulsórios foram sendo estabelecidos a partir dos níveis de depósito de cada banco. Em 1972, foi instituído um sistema progressivo de depósito compulsório, dependendo desses níveis e independente da localização. Ademais, esse sistema foi estruturado de forma a minorar as exigências de reservas sobre as pequenas instituições, que estavam se retirando do Federal Reserve System. Instituiu-se uma taxa de 0% de depósito compulsório até determinado total de passivos, sujeitos a recolhimento, e taxas progressivas com o crescimento desse passivo[66].

De acordo com a extensão dos depósitos compulsórios promovida pelo Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act (1980), bancos comerciais membros do Federal Reserve System, bancos não-membros, filiais e agências de bancos estrangeiros, instituições de poupança (inclusive as cooperativas de crédito) e sociedades Edge Act[67] ficaram submetidos às exigências de reserva, isto é, tinham de manter um percentual de determinados tipos de depósitos como reserva.

Recentemente, o Federal Reserve reduziu as exigências de reserva: em dezembro de 1990, a taxa de requerimento de reserva sobre os depósitos chamados *nontransaction accounts*, que inclui depósitos a prazo e de poupança de pessoas jurídicas, além de passivos líquidos em euromoedas, caiu de 3% para 0%, e em abril de 1992, a taxa sobre os depósitos para transação foi reduzida de 12% para 10%. Assim, os depósitos compulsórios ficaram restritos aos chamados depósitos para transações (*transaction deposits*) - basicamente, as contas que emitem cheques ou que transferem recursos para a conta corrente. Tais contas inclui depósitos à vista, *Negotiable Order of Withdrawal Accounts*, *Automatic Transfer Service Accounts* e *Credit Union Share Draft Accounts*, ou seja, as chamadas quase-moedas nas instituições de

---

[66] Em 1994, um volume de passivo sujeito a recolhimento de até US$ 4 milhões estava isento, de até US$ 51,9 milhões estava sujeito a uma taxa de 3% e acima de US$ 51,9 milhões de depósitos para transações, 10% (Federal Reserve System, 1994: 54).

[67] Trata-se de legislação bancária adotada em 1919, que permite aos bancos nacionais realizar operações de empréstimos nos vários estados através de subsidiárias com autorização de funcionamento estaduais e federais registradas, chamadas sociedades Edge Act. Estas podem ser registradas em outros estados e têm permissão para possuir bancos no exterior e investir em firmas comerciais e industriais estrangeiras, o que não acontece com os bancos domésticos. As sociedades Edge Act se beneficiaram ainda da Lei de Atividade Bancária Internacional de 1978, que instruiu o Federal Reserve a contestar qualquer regulamentação que coloque os bancos americanos em desvantagem em relação às operações de bancos estrangeiros nos EUA.

depósitos, que podem ser convertidos facilmente em M1, com pouca ou nenhuma perda de capital (Feinman, 1993: 580)[68].

Então, o total de depósitos compulsórios se expande ou se contrai com o nível de depósitos para transação e com a taxa de recolhimento estabelecida pelo Board of the Federal Reserve. As instituições de depósitos mantêm reservas obrigatórias (*required reserves*) de duas formas: *vault cash* (um percentual dos recursos deve ser mantido no cofre das próprias instituições para atender às necessidades diárias de saques)[69] e *required reserve balances* (o restante deve ser depositado junto a um banco-membro do Federal Reserve mais próximo, sendo que há 12 Federal Reserve District Banks).

As instituições de depósito utilizam suas contas nos Federal Reserve Banks não apenas para cumprir suas exigências de reservas, mas também para compensar outras transações financeiras. Dados o volume e a imprevisibilidade das transações compensadas em suas contas todos os dias, as instituições precisam manter recursos para se protegerem contra débitos que poderiam deixar suas contas descobertas no final do dia e, portanto, sujeitas a penalidades. As instituições que percebem seus *required reserve balances* insuficientes para proporcionar essa proteção, podem abrir uma conta suplementar para ajuste, denominada *required clearing balances*. Esses recursos adicionais são "remunerados" na forma de créditos que podem ser utilizados para custear os serviços fornecidos pelo Federal Reserve, tais como compensação de cheques e transferências de fundos e *securities* através do Fedwire.

Algumas instituições de depósito mantêm suas reservas acima das margens que possibilitariam o cumprimento das exigências. Estas reservas adicionais, que propiciam uma proteção extra contra insuficiência de reserva e saques descobertos, são chamadas de reservas excedentes (*excess reserves*). Trata-se do segundo componente da demanda por reservas (o terceiro, se considerarmos o *required clearing balances*). Geralmente, o volume de reservas excedentes mantido pelas instituições é pequeno, pois não rendem juros. A tabela 3.15 abaixo evidencia que esses diversos níveis de reservas podem oscilar muito no curto prazo[70].

---

[68] As reduções nas exigências de reserva têm sido acompanhadas por um aperfeiçoamento dos sistemas de liquidação e compensação das transferências interbancárias (com a implementação do Real Time Gross Settlement System pelo Federal Reserve), a fim de facilitar o monitoramento das taxas de juros interbancárias, *overnight*.

[69] O *vault cash* foi adotado pelo Federal Reserve em 1959, flexibilizando o impacto dos depósitos compulsórios sobre os bancos comerciais.

[70] Do ponto de vista dos bancos, temos ainda o conceito *required operating balances* definido como os depósitos compulsórios (*required reserves*) mais as reservas de proteção contingente (*required clearing balances*) menos o montante depositado nos cofres dos próprios bancos (*vault cash*). Esse conceito

Por sua vez, o Federal Reserve pode fornecer reservas ao sistema bancário de dois modos: operações de redesconto e de mercado aberto. As reservas obtidas através de operações de redesconto são chamadas reservas emprestadas (*borrowed reserves*). As operações de redesconto são realizadas pelo Federal Reserve diretamente com as instituições de depósito (bancos e instituições de poupança) elegíveis, de acordo com as regras estabelecidas pelo Board of Governors. Geralmente, a solicitação da liquidez proporcionada pelas operações de redesconto ocorre após a tentativa de encontrá-la em todas as fontes disponíveis de fundos. Isso limita consideravelmente a utilização dessa fonte de liquidez: os bancos temem que seu acesso poderia ser descoberto pelo mercado, a despeito do monitoramento sigiloso pelo banco central, e que poderia ser interpretado como um sinal de fragilidade. Dessa forma, o volume de reservas ofertadas pelas operações de redesconto costuma ser uma pequena proporção do total.

Tabela 3.15 - Distribuição Agregada das Reservas Mantidas no Federal Reserve (1993)

Média Diária do Trimestre/US$ bilhões

Trimestre	Depósitos Compulsórios	*Required Reserve Balance* (a)	*Vault Cash* (b)	*Required Clearing Balances* (c)	Reservas Excedentes (d)
1	53.5	23.8	30.9	6.0	1.2
2	55.6	26.5	30.2	6.0	1.0
3	57.2	26.8	31.4	6.0	1.1
4	60.3	28.9	32.5	6.1	1.1

Notas: (a) Reservas mantidas nos Federal Reserve Districts.
(b) Reservas mantidas no cofre dos bancos.
(c) Reservas de proteção contingente.
(d) Reservas de proteção extra.
Fonte: Board of the Governors of the Federal Reserve System, 1994.

O Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act (1980) expandiu o universo de instituições de depósito elegíveis às operações de redesconto. Assim, desde 1980, todas as instituições de depósitos - bancos comerciais, bancos de poupança mútua, associações de poupança e empréstimos, e cooperativas de crédito - tiveram garantido o acesso às operações de redesconto. Porém, diante do grande número de falências de bancos e associações de poupança e empréstimos nos anos 80, com impacto no Bank Insurance Funds, o Parágrafo 142 do Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act (1991) limitou o acesso de instituições de depósitos com problemas de capital mínimo às operações de redesconto do Federal Reserve. Embora, não proíba o Federal Reserve de emprestar para essas instituições, a legislação especifica que ele incorrerá em limites no passivo do Federal Depository Insurance Corporation para empréstimos acima de certo período de tempo, que resultariam em aumento

---

representa o *working balance* mantido pelas instituições de depósito no Federal Reserve para atender a liquidação das transações diárias.

das perdas potenciais do fundo de seguro de depósito. Essa regulamentação entrou em vigor apenas em 1993 e, desde então, foi limitada a disponibilidade de crédito do Federal Reserve para instituições "subcapitalizadas" e "criticamente subcapitalizadas", por mais de 60 dias, em qualquer período de 120 dias, quando se apresentam novos dados do Call Report (Clouse, 1994: 975). Exceção a essa regra pode ser feita se o órgão supervisor da instituição averiguar que ela é viável ou se o Board fizer sua própria avaliação e certificar-se de sua viabilidade.

As reservas não-emprestadas (*nonborrowed reserves*), através das operação de mercado aberto - compra e venda de títulos pelo Domestic Trading Desk (ou simplesmente Desk[71]) do Federal Reserve Bank de Nova York - são a outra fonte de oferta de reserva. Quando o Federal Reserve compra títulos no mercado aberto, aumenta a oferta de reservas não-emprestadas. Inversamente, quando vende títulos, diminui a oferta de reservas não-emprestadas. Noutras palavras, o Federal Reserve ajusta o volume de reserva das instituições de depósito, através da compra e venda de títulos no mercado aberto, variando o volume de reservas não-emprestadas.

Ademais, as instituições de depósito podem trocar entre si as reservas mantidas no Federal Reserve, em operação de *overnight*. Aquelas que dispõem de reservas "excedentes" em suas contas transferem recursos às "deficitárias". A taxa de juros cobrada nesses empréstimos de curto prazo é chamada *federal funds rate*. Variações nessa taxa refletem as condições de oferta e demanda no mercado de reservas. Por exemplo, se a demanda por reservas aumenta, dada uma elevação nos depósitos à vista, pode haver pressões ascendentes sobre a *federal funds rate*. O Federal Reserve, através de operações de *open market*, amplia a quantidade de reservas não-emprestadas comprando títulos e, assim, mantém inalterada a taxa de juros de curto prazo da economia. Afinal, essa taxa representa um parâmetro para as taxas de juros da economia como um todo, um *benchmark*.

Entre os títulos públicos mantidos no portfólio do Federal Reserve predominam os *Treasury bills* (com prazos de vencimentos até um ano), sendo que a média de vencimento gira em torno de 3 anos (ver tabela 3.16). De acordo com a situação, as operações de mercado aberto do Federal Reserve podem ser de duas formas. Quando as previsões dos fatores que influenciam as reservas indicam que a oferta provavelmente continuará necessitando de ajuste, o Federal Reserve pode realizar uma compra ou venda de títulos "permanente" (*outright purchases or*

[71] Mesa de negociação do Federal Reserve Bank de Nova York que é o braço operacional do Federal Open Market Committee. Executa todas as transações assumidas pelo Federal Reserve System no mercado de curto prazo (com títulos do governo). Engloba um escritório que realiza transações no mercado de câmbio.

sales of securities). Se for necessário retirar reservas, o Federal Reserve pode também resgatar títulos mantidos em seu portfólio (ver tabela 3.17). Em geral, essas transações "permanentes" (compra, venda e resgate) ocorrem poucas vezes ao ano, para atender às necessidades de reservas por um prazo mais longo.

Tabela 3.16 - *Securities* Mantidas na Conta do *Open Market* do Federal Reserve

Em 29 de junho de 1994/US$ bilhões

Maturidade	Títulos do Tesouro	Títulos de Agências Federais	Total
Até 1 ano	209.5	1.8	211.3
De 1 a 5 anos	83.7	1.8	85.6
De 5 a 10 anos	25.3	0.6	25.8
Acima de 10 anos	33.1	0.0	33.1
Total	351.6	4.2	355.8

Fonte: Board of the Governors of the Federal Reserve System, 1994.

As transações "permanentes" ocorrem através de leilões, em que se solicita aos dealers a apresentação de propostas de compra ou de venda, de acordo com o tipo e a maturidade escolhida pelo Federal Reserve para vender ou comprar[72]. As propostas dos dealers são organizadas de acordo com o preço e o Federal Reserve aceita o maior preço para suas vendas e o menor preço para suas compras, até que se atinja o volume desejado[73]. O Federal Reserve também conduz transações com *securities* com várias instituições oficiais, tais como bancos centrais estrangeiros.

Tabela 3.17 - Transações "Permanentes" do Federal Reserve System

US$ bilhões

Transações	1990	1991	1992	1993
Compra	25.2	31.4	34.1	36.9
Venda	7.6	0.1	1.6	0.0
Resgate (a)	5.6	1.3	2.2	1.5
Total	38.4	32.8	37.9	38.5

Nota: (a) *Redemptions* - liquidação de um título de dívida até a data de vencimento pelo valor ao par ou mediante pagamento de um prêmio.
Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System, 1994.

[72] Há várias formas de leilão: a) os leilões com títulos do Tesouro são chamados de "holandeses" (*dutch auctions*). No caso de uma venda de títulos, o Federal Reserve convida os dealers interessados a apresentarem lances, chamados propostas (*tenders*) e, em seguida, confere aos proponentes os lotes segundo a ordem decrescente do valor das propostas; b) a compra e venda de valores mobiliários, através de corretores nas bolsas de valores (New York Stock Exchange), constitui o sistema de leilão duplo (*double auction system*) ou mercado de duplo pregão (*two-sided market*). Neste, há vários vendedores e compradores, sendo o preço estabelecido por lances competitivos entre os corretores; c) no mercado de balcão, as operações de compra e venda são objeto de negociação.

[73] Em 1994, a mesa de negociação do Federal Reserve começou a organizar as operações do mercado aberto através do Trading Room Automated Processing System (TRAPS). Com esse sistema, a mesa de negociação comunica as operações de reserva bancária e os dealers respondem com suas propostas através de terminais ligados diretamente ao Fed (*Fedline*). O sistema também é utilizado para processar as operações e notificar os dealers do resultado (Fischer *et alli*, 1995: 579).

Quando as projeções indicam apenas uma necessidade temporária de alteração do volume de reservas, de acordo com oscilações nos depósitos à vista, no déficit do Tesouro ou nas reservas internacionais, mas que poderão ser revertidas ou compensadas no curto prazo, o Federal Reserve realiza as operações de contratos de recompra (*repurchase agreements*), caso necessite ampliar temporariamente as reservas, e as operações de compra e venda casadas (*matched sale-purchase transactions*), caso necessite reduzir temporariamente as reservas. Essas transações temporárias, destinadas a reduzir as flutuações na oferta total de reservas, compensando oscilações de curto prazo, são muito mais freqüentes do que as "permanentes" (*outright transactions*)[74]. Os participantes do mercado monitoram regularmente essas operações a fim de acompanhar os sinais enviados pelas autoridades monetárias.

Contratos de recompra são formas de afetar temporariamente as reservas no sistema bancário. Quando é necessário um aumento temporário de reservas bancárias, o Federal Reserve realiza *repurchase agreements* (também chamados Repos ou RPs) de curto prazo com os dealers. Isto é, compra títulos dos dealers, que aceitam recomprá-los numa data preestabelecida a um preço predeterminado (ver tabela 3.18). Assim, o aumento de reservas bancárias (não-emprestadas) será automaticamente extinto, quando vencer o contrato. Os contratos de recompra com o Federal Reserve podem ser estabelecidos em transações *overnight*, mas a maioria envolve 7 dias, sendo que os dealers podem finalizar a operação antes do prazo preestabelecido. Essas operações são realizadas com recursos de empréstimos de liquidez (redesconto) do Federal Reserve e as contas são creditadas com fundos federais (*federal funds*). Sempre que o Federal Reserve efetua um RPs com os dealers, a distribuição entre estes é determinada por leilão. Um *dealer* pode realizar diferentes ofertas, sob diversas taxas de juros. O Federal Reserve organiza todas as propostas em ordem decrescente e, então, aceita as que oferecem as maiores taxas de juros, até atingir o volume necessário de reservas.

Pode ocorrer também uma operação de *overnight repo* - contrato de recompra (*repurchase agreement*) de um dia por meio do qual os dealers e os bancos financiam seus estoques de títulos públicos. O *dealer* ou o banco vende títulos a um investidor com disponibilidade de

[74] De modo geral, as operações temporárias eram realizadas diariamente entre 11:30 e 11:45 da manhã, após as estimativas de reservas estarem disponíveis e serem discutidas numa teleconferência (11:15 da manhã) entre o controlador do portfólio de títulos públicos do Federal Reserve (Manager of the System Open Market Account), os principais membros do Board of Governors e o presidente do Federal Reserve Bank, que também é membro do FOMC. Contudo, a mesa de negociação (Desk) no Federal Reserve Bank de Nova York comunicou que a partir de 1997 as operações temporárias seriam efetuadas entre 10:30 e 10:45 (Fisher *et alli*, 1997: 566). Os leilões preanunciados do Tesouro geralmente são efetuados entre 13:30 e 14:00.

caixa temporária e se obriga a recomprá-los no dia seguinte. Normalmente, essas transações são efetuadas a uma taxa inferior às *federal funds rate*.

Tabela 3.18 - Transações Temporárias do Federal Reserve System (1990-1995)

Volume em US$ bilhões

	1990		1991		1992		1993		1994		1995	
	Núm.	Vol.	Núm.	Vol.	Núm.	Vol.	Núm.	Vol.	Núm.	Vol.	Núm.	Vol.
Contratos de Recompra (a)	128	189.9	142	508.7	144	533.3	163	627.6	146	475	128	456
Operações de Compra e Venda Casadas (b)	21	48.3	33	75.3	20	28.6	5	10.9	5	13	17	48

Notas: (a) *Repurchase Agreements*. Incluem as operações *Fixed-term system repurchase agreements*, *Withdrawable-term system repurchase agreements*, *Overnight system repurchase agreements*, e *Customer-related repurchase agreements*.
(b) *Matched Sale-Purchase Transactions*. Incluem as operações *Term marched sale-purchase transactions* e *Overnight matched sale-purchase transactions*.

Fonte: Board of the Governors of the Federal Reserve System (1994: 41) e Fischer *et alli* (1996: 22).

Além disso, centenas de instituições entraram no mercado de títulos públicos após 1980 (as instituições autorizadas a operar diretamente com o Federal Reserve são apenas 39, ver quadro 3.2). Quando um acordo de recompra é utilizado como investimento a curto prazo, um *dealer* de títulos públicos, geralmente um banco, contrai um empréstimo de um investidor, tipicamente uma companhia com excesso de caixa, para financiar seu estoque usando os títulos como garantia. Esses tipos de RPs podem ter data de vencimento fixa ou em aberto (*open repos*), ou seja, podem ser resgatados em qualquer ocasião. As taxas são negociadas diretamente pelas partes envolvidas, mas geralmente são inferiores àquelas cobradas sobre empréstimos com garantia caucionária realizados por bancos de Nova York. O que torna os acordos de recompra atraentes para as empresas - que também dispõem de alternativas como *commercial papers*, certificados de depósitos, Treasury Bills e outros instrumentos de curto prazo - é a flexibilidade das datas de vencimento, que os torna uma opção ideal para o investimento temporário de fundos. Portanto, tornaram-se muito usados como veículo de investimento no mercados monetários. Os dealers também organizam contratos de recompra reversa (*reverse repurchase agreements*) em que concordam em comprar os títulos e o investidor concorda em recomprá-los em data posterior.

Em uma terceira modalidade de contrato de recompra, os bancos e as instituições de poupança podem temporariamente levantar fundos por meio de um recurso denominado contrato de recompra de varejo. Utilizando um conjunto de títulos públicos para garantir empréstimos contraídos por pessoas físicas, os bancos concordam em recomprar os títulos em data especificada a um determinado preço, já incluídos os juros. Apesar de parecer um depósito

garantido por títulos governamentais, o investidor não tem direito legal de exigir os títulos nem goza da proteção do Federal Deposit Insurance Corporation no caso de liquidação do banco.

Quadro 3.2 - *Dealers* Primários de Títulos do Tesouro Americanos (6 de junho de 1997) (a)

BA Securities, Inc.	Aubrey G. Lanston & Co., Inc.
Bear, Sterns & Co., Inc.	Lehman Brothers Inc.
BT Securities Corporation	Merrill Lynch Government Securities Inc.
BZW Securities Inc.	J.P. Morgan Securities, Inc.
Chase Securities Inc.	Morgan Stanley & Co. Incorporated
CIBC Wood Gundy Securities Corp.	NationsBanc Capital Markets, Inc.
Citicorp Securities, Inc.	Nesbitt Burns Securities Inc.
Credit Suisse First Boston Corporation	The Nikko Securities Co. International, Inc.
Daiwa Securities America Inc.	Nomura Securities International, Inc.
Dean Witter Reynolds Inc.	Paine Webber Incorporated
Deutsche Morgan Grenfell/C.J.Lawrence Inc.	Paribas Corporation
Dillon, Read & Co. Inc.	Prudential Securities Incorporated
Donaldson, Lufkin & Jenrette Securities Corporation	Solomon Brothers Inc.
Dresdner Kleinwort Benson North America LLC.	Sanwa Securities (USA) Co., L.P.
Eastbridge Capital Inc.	SBC Warburg Inc.
First Chicago Capital Markets, Inc.	Smith Barney Inc.
Fuji Securities Inc.	UBS Securities LLC
Goldman, Sach & Co.	Yamaichi International (America), Inc.
Greenwich Capital Markets, Inc.	Zions First National Bank
HSBC Securities, Inc.	

Nota: (a) Bancos autorizados a operar diretamente com o Federal Reserve.
Fonte: Federal Reserve Bank of New York, in Fleming (1997:27).

A expansão dessas operações de *repos* fora das transações com o banco central facilita a obtenção de liquidez de curto prazo e diminui as exigências de recolhimento de reservas. Contudo, a utilização de *government securities-backed repos* está permitindo a integração do mercado monetário com o mercado de títulos públicos (de baixo risco). Além disso, nas transações (RPs), um banco vende *T-Bills* a outro (dealers) e concorda em recomprá-los a um preço maior, alguns dias depois. Portanto, são empréstimos de curto prazo colaterizados em títulos públicos. Para o *dealer* significa uma renda adicional e o banco, por sua vez, utiliza os recursos para adquirir outros títulos. O dealer pode controlar uma grande quantidade de títulos com pequeno investimento próprio (1 ou 2% do total de *securities* detidas). Porém, a combinação de volatilidade nos preços dos títulos e a elevada alavancagem tornou suas posições muito arriscadas (Guttmann, 1994: 268).

Quando precisa absorver reservas temporariamente, o Federal Reserve faz uso das transações de compra e venda casadas *(matched sale-purchase transactions)* com os dealers. Essas transações envolvem um contrato para venda imediata de títulos a um *dealer*, combinado com uma recompra subseqüente. Usualmente, a maturidade de tais contratos não ultrapassa 7 dias. *Matched sale-purchase transactions* são tipicamente organizadas com *Treasury bills* (títulos

do Tesouro com vencimento até um ano). O Federal Reserve seleciona um título (*bill*) com considerável volume em sua carteira e então solicita que os dealers estabeleçam uma taxa de juros para comprá-lo por alguns dias e revendê-lo na data preestabelecida. São aceita as ofertas mais vantajosas (taxa mais baixa), até o ponto em que uma quantidade suficiente de reserva seja retirada.

A venda inicial de títulos drena reservas do sistema bancário, porém, mais tarde, quando o Federal Reserve os recompra o fluxo de reservas é revertido. Dessa forma, essas operações são também conhecidas como contrato de recompra reversa (*reverse repurchase agreements*).

Devemos esclarecer ainda que a fim de proporcionar às instituições de depósito flexibilidade no cumprimento de suas exigências de reservas, a partir de 25.10.1979 o Federal Reserve passou a controlar a manutenção de uma quantidade média de reserva durante um período de duas semanas e não uma quantidade específica relativa a cada dia. Esse período de duas semanas passou a ser chamado de "período de manutenção" (*maintenace period*). Formalmente, ele termina a cada duas quartas-feiras, sendo que o nível médio dos depósitos do período compreendido pelas duas semanas termina em uma segunda-feira, dois dias antes do final do período de manutenção. Todavia, salientamos que o descumprimento desse nível médio de reservas implica severas penalidades (Feinman, 1993: 579, nota 15)[75].

A operacionalização das transações do banco central no mercado aberto com o intuito de implementar a política monetária, exige que o Federal Reserve seja capaz de comprar e vender títulos rapidamente, de acordo com sua conveniência e em volume necessário para manter a oferta de reservas alinhada com os objetivos estabelecidos. Essas condições requerem que os instrumentos utilizados sejam negociados em um mercado amplo e altamente ativo, capaz de acomodar as operações sem rupturas. O mercado secundário de títulos públicos satisfaz essas condições e o Federal Reserve executa aí grande parte das operações de *open market*. O mercado de títulos públicos americano figura entre os maiores e mais líquidos do mundo. Como são instrumentos quase sem risco, esses títulos atuam também como um *benchmark* para o preço de inúmeros outros ativos financeiros, formando uma hierarquia de títulos, com curvas de rendimento (*yield curve*) conhecidas pelo mercado. São utilizados ainda como instrumentos de *hedge*, aumentando a liquidez de outros mercados financeiros.

---

[75] Após 1992, o Federal Reserve reduziu o intervalo das exigências de reserva de duas para uma semana, no que se refere ao volume mantido nos cofres dos bancos (*vault cash*), a fim de facilitar a transição para um sistema com menores taxas de depósitos compulsórios.

As transações com títulos do Tesouro americano ocorrem fundamentalmente no mercado de balcão, a despeito de serem listados na New York Stock Exchange (NYSE), com a grande maioria das ordens de compra e venda provenientes de dealers (bancários e não-bancários). Em torno de 1.700 corretoras e dealers transacionem títulos no mercado secundário, sendo que apenas 39 dealers possuem acesso direto às operações de mercado aberto do Federal Reserve (ver quadro 3.2). Entre estes últimos encontram-se grandes bancos de investimento (*securities firms*) diversificados ou especializados e bancos de centros financeiros[76], domésticos e estrangeiros, que negociam a maior parte do volume total. De modo geral, esse mercado está sujeito a pouca regulamentação e supervisão. Não existem *daily trading limits*[77], nem *circuit breakers*[78].

Embora a maioria dos dealers se encontre na cidade de Nova York, atualmente formou-se uma rede de comunicação que o tornou um mercado de âmbito mundial. As negociações são realizadas num mercado que opera 22 horas por dia (*virtual round-the-clock market*), 5 dias por semana[79], sendo que mais de 94,6% das operações ocorrem em Nova York, 3,5% em Londres e 1,84% em Tóquio (Fleming, 1997: 12)[80]. Entre os títulos negociados destacam-se os de médio prazo, os *Notes* de 5 anos com 26% do total, seguidos pelos *Notes* de 2 e 10 anos, representando respectivamente, 21,3% e 17,4% do total (ver tabela 3.19). Posições são compradas e vendidas em segundos entre corretoras (*interdealer brokers*), com operações

---

[76] *Money Center Bank* ou *Money Market Bank* refere-se aos bancos localizados em um dos grandes centros financeiros mundiais, entre os quais Nova York, Chicago, São Francisco, Los Angeles, Londres, Paris e Tóquio. Esses bancos têm um papel importante no cenário nacional e internacional, pois são grandes emprestadores, depositários, compradores de instrumentos e valores mobiliários do mercado monetário, como também grandes emprestadores a governos e corporações transnacionais.

[77] Valor máximo a que muitos mercados de *commodities* e opções têm permissão para oscilar em um dia. As bolsas geralmente impõem um limite diário de negociação sobre cada contrato. Por exemplo, o limite da Chicago Board of Trade é de dois pontos ($ 2,000 por contrato) para cima e para baixo sobre seu contrato de opções de futuro de obrigações do Tesouro.

[78] Medidas adotadas pelas principais bolsas de valores e *commodities* para interromper temporariamente as operações com ações e índices futuros de ações, quando o mercado recua até um determinado ponto, em um período específico.

[79] As negociações diárias no mercado global de títulos do Tesouro americano começam as 8:30 da manhã em Tóquio (correspondendo a 19:30 em Nova York) e continua até 16:00 em Tóquio (3:00 da manhã em Nova York), quando as negociações passam para Londres, onde são 8:00 da manhã. Por volta das 12:30 em Londres, iniciam as operações em New York, onde são 7:30 da manhã. As transações continuam até 17:30, sendo que o pico das negociações, geralmente, ocorre entre 8:30 e 9:30 da manhã, com a abertura das negociações no mercado futuro de títulos do Tesouro na Chicago Board of Trade (CBT).

[80] Embora os principais mercados de títulos públicos do Tesouro americano sejam Nova York, Londres e Tóquio, as transações podem se originar de qualquer lugar. Por exemplo, operadores em Londres podem continuar a transacionar, após a abertura do mercado em Nova York. Operadores podem também transacionar de um local quando o mercado está operando em outro lugar. De fato, alguns dealers possuem agentes operando dia e noite, mas todos de um único lugar (Stigum, 1990: 471).

iniciais de US$ 1 milhão para *Notes* e *Bonds*, e US$ 5 milhões para *Bills*. A competição acirrada entre dealers e corretoras assegura um *spread* estreito nas ofertas da maioria dos títulos[81] e uma comissão mínima de corretagem.

Tabela 3.19 - Volume de Negociações de Títulos Públicos do Tesouro Americano por Maturidade (entre 4 de abril a 19 de agosto de 1994, valores em percentagem)

	Total	Nova York (b)	Londres (b)	Tóquio (b)
Cash-management Bill (a)	1.0	-	-	-
Bill (de 3 meses)	7.4	-	-	-
Bill (de 6 meses)	6.4	-	-	-
Bill (de 1 ano)	10.1	-	-	-
Note (de 2 anos)	21.3	20.3	31.2	31.2
Note (de 3 anos)	7.7	7.1	17.7	17.7
Note (de 5 anos)	26.0	25.6	29.5	29.5
Note (de 10 anos)	17.4	17.3	16.2	16.2
Bonds (de 30 anos)	2.7	2.6	4.1	4.1

Notas: (a) Títulos de curtíssimo prazo, mais ou menos 14 dias, emitidos ocasionalmente de acordo com um plano para gerar fluxos de caixa imediatos.
(b) Todos os títulos de curto prazo (*Bills*) somam 27,2% em Nova York; 1,3% em Londres, e 0,7% em Tóquio.
Fonte:Fleming (1997: 14-15)

Entre as responsabilidades dos dealers primários está a participação ativa nos leilões promovidos pela mesa de negociação do Federal Reserve Bank de Nova York e o fornecimento de informações sobre o mercado. Devem também negociar com outras instituições financeiras - bancos, companhias de seguro, fundos de pensão, fundos mútuos, instituições não-financeiras e pessoas físicas -, procurando manter o mercado secundário líquido. Portanto, desempenham um papel de *market makers* (garantidores do mercado) dos títulos do Tesouro, comprando e vendendo *securities*, por sua própria conta, de acordo com suas cotações de preços nas ofertas.

Os dealers primários também negociam entre si, diretamente ou através de corretoras[82]. Estas, por sua vez, coletam as cotações dos dealers e executam as transações entre estes, facilitando, assim, o fluxo de informações no mercado, enquanto mantêm o anonimato das negociações efetuadas para os dealers. Na maioria das vezes, as corretoras atuam apenas como agentes. Por esse serviço, cobram uma comissão que pode variar de acordo com o volume de títulos e o tipo do título (*bills, notes, bonds*). Por exemplo, cobram US$ 12,50 por US$ 1 milhão de *Bills* de 3 meses.

[81] O *spread* diário médio é 0,8/100 sobre um título de 2 anos; 1,7/100 para um título de 3 anos; 1,5/100 para um título de 5 anos; 2,5/100 para um título de 10 anos; 6,3/100 para um título de 30 anos (Fleming, 1997: 19).

[82] As maiores corretoras (*interdealer brokers*) são Cantor Fitzgerald Inc., Garban Ltd., Hilliard Farber & Co. Inc., Liberty Brokerage Inc., RMJ Securities Corp., e Tullett and Tokyo Securities Inc.

O nível de negociações entre os vários participantes do mercado de títulos do Tesouro americano é extremamente elevado. De acordo com Fleming (1997: 11), entre abril e agosto de 1994, o volume médio diário de negociações dos dealers no mercado secundário atingiu US$ 125,5 bilhões: mais da metade (US$ 67,0 bilhões) envolveu operações dos dealers com outras instituições financeiras e o restante (US$ 58,5 bilhões) ocorreu entre os próprios dealers, sendo que a grande maioria (US$ 53,5 bilhões) foi negociada através das corretoras. Fleming (1997: 11, nota 7) estima também que os dealers primários negociam US$ 18,3 bilhões de títulos do Tesouro por dia no mercado futuro, US$ 6,1 bilhões no mercado a termo (*forward*) e US$ 7,8 bilhões em opções. O estoque de transações financeiras dos dealers primários, inclusive contratos de recompra, empréstimos colateralizados e de títulos públicos (*repurchase agreements, collateralized loans* e *loaned securities*) em média oscilou entre US$ 850 bilhões e US$ 875 bilhões no período.

Após a decodificação de todo o processo operacional do monitoramento das reservas das instituições de depósito pelo Federal Reserve, podemos afirmar que a troca de fundos federais é a forma típica de empréstimos entre instituições no fim do dia, depois de conhecidas ou estimadas as posições. Esse mercado interbancário permite que as instituições obtenham fundos a taxas de mercado. Se uma instituição encontra-se diante de uma grande posição descoberta (que pode trazer-lhe desvantagens competitivas ou exaurir as linhas de crédito disponíveis), ela pode agir ativamente durante o dia (*management of the cash position*) ou esperar conseguir financiar seu desequilíbrio a uma taxa não-punitiva com o banco central. De modo geral, o banco central procura assegurar fundos suficientes no sistema, através de operações no mercado aberto, evitando sua assistência de liquidez. Isso estimula o desenvolvimento de um ativo mercado interbancário, que reduz a necessidade de intervenções do banco central no final do dia e, portanto, evita a captação a taxas punitivas, bem como a exposição ao mercado. Com a redução dos requerimentos de reserva, após 1991-1992, os *working balances* tornaram-se a principal variável determinante da demanda marginal por reserva (Borio, 1997: 32), levando a um aumento da administração ativa da liquidez (*liquidity management activism*).

Além disso, com a integração dos mercados, dada as arbitragens de juros entre os mercados interbancários domésticos e estrangeiros, aumentou a influência das forças de mercado na formação da taxa de juros, levando à definição de um *market-oriented approach*. Ampliou também a importância das expectativas do mercado, particularmente aquelas sobre as intenções do banco central, na determinação dos preços dos ativos. A maioria das intervenções

do Federal Reserve são defensivas, no sentido de compensar as forças do mercado que estão puxando o nível das reservas não-emprestadas em direção contrária aos objetivos do Federal Open Market Committee. Diante disso, o Federal Reserve decidiu anunciar uma meta de variação (*target* do preço das reservas) para a *federal funds rate*, ajustando a oferta e a demanda por reservas através de operações diárias no mercado aberto. A partir de 2 de fevereiro de 1995, o Federal Reserve adotou procedimentos formais para revelar as decisões políticas tomada pelo Federal Open Market Committee (FOMC) e para publicar as transcrições de futuras reuniões do FOMC. Isso significa revelar ao mercado o objetivo de curto prazo para a *federal funds rate*. O procedimento formal é: "1. comunicar toda mudança na política monetária, inclusive alterações ocorridas no intervalo de duas reuniões do FOMC, no dia em que forem efetuadas. Quando nenhuma alteração for decidida numa reunião, o Comitê apenas informará que a reunião foi concluída e que não há nada de novo. Contudo, em determinadas circunstâncias, o Comitê pode emitir uma declaração mesmo que nenhuma decisão política tenha sido tomada; 2. as minutas das decisões tomadas no âmbito do FOMC relativas à política monetária de um ano serão divulgadas decorrido um período de 5 anos. As transcrições serão levemente modificadas, como é feito atualmente, para facilitar a legibilidade e eliminar questões confidenciais" (Board of Governors of the Federal Reserve System, 1995: 265). Esses mecanismos de comunicação das intenções do banco central e de sinalização da taxa de juro no mercado de fundos federais aumentam a transparência da política monetária.

Como identifica Aglietta (1995: 115), a importância da interação do banco central com os mercados foi levada ao extremo na política monetária americana. O exercício da avaliação discricionária se desenrola num procedimento cuidadosamente codificado. "A condução do política monetária de curto prazo recebe diretrizes de um colegiado (o Federal Open Market Committee) que delibera uma vez por mês. Os comunicados do FOMC são amplamente debatidos e criticados pela imprensa, pela comunidade financeira, pelo governo, pelos grupos de pressão e pelos meios acadêmicos. Os desempenhos da política monetária são avaliados por uma comissão especializada do Congresso que, duas vezes ao ano, sabatina o presidente do Federal Reserve. Tudo isso constitui o aproveitamento de um método em que a credibilidade das autoridades monetárias se forja, se preserva e se corrige pelo próprio procedimento deliberativo, fora de qualquer norma predefinida".

Devido a essa interação com a sociedade, o Federal Reserve pode desenvolver o uso de vários indicadores diretos da própria inflação, do grau de utilização da capacidade produtiva e do nível de desemprego, das variações na taxa de câmbio e dos agregados monetários, enfim, de

múltiplas fontes de informações para elaborar uma avaliação sintética, constantemente refeita, sobre o estado das tensões que permeia a economia americana. "É uma síntese com vistas à ação que está na junção de dados do passado recente e de indicações sobre as antecipações dos mercados. A posição no ciclo desempenha um papel importante nessas avaliações, assim como o aprendizado das reações dos mercados e a experiência da incidência macroeconômica dos riscos que permanecem no sistema financeiro. O Federal Reserve exemplifica o que deve ser uma política no sentido exato do termo: uma conduta que visa atuar sobre uma realidade social, sendo também informada por ela" (Aglietta, 1995: 116)[83].

Assim, no cumprimento das diretivas políticas estabelecidas pelo Federal Open Market Committee, a mesa de negociação (Desk) procura manter a *federal funds rate* em torno do nível indicado. Para manter essa taxa de juros próxima ao nível desejado, faz-se uso das operações de mercado aberto a fim de ajustar o portfólio de títulos domésticos do sistema e, então, assegurar que o total de reservas no passivo do Federal Reserve corresponda à demanda por reservas por parte das instituições depositárias. Na maioria das vezes, as expansões "permanentes" na manutenção de *securities* no sistema têm sustentado o crescimento da quantidade de moeda e uma maior demanda por saldos de reserva que deriva do crescimento do volume de depósitos compulsórios. As operação "temporárias" no mercado aberto são utilizadas para atender às necessidades residuais que surgem das oscilações de curto prazo na oferta e demanda de reservas, que podem pressionar a *federal funds rate*, mas que também estão sujeitas a consideráveis incertezas nas estimativas (Fisher *et alli*, 1996).

Através dessas operações, a mesa de negociações se esforça para propiciar em cada período de manutenção (duas semanas) uma oferta de reservas que possibilite a todos os bancos atender às suas exigências e que seja suficiente para as necessidades diárias. Um objetivo ou "caminho" para as reservas não-emprestadas é estabelecido para cada período de manutenção. O objetivo é a projeção das reservas que as instituições de depósitos devem manter para cumprir as exigências de depósitos compulsórios mais as reservas excedentes para o período, menos uma quantidade de reservas que a mesa de negociação estima que será criada pelos empréstimos nas operações de redesconto. O volume total das operações de reserva necessárias em um

---

[83] Dessa forma, o banco central adota uma estratégia, pois escolhe uma regra de ação - uma margem de variação para a *federal funds rate* -, bem como uma tática, a fim de determinar, através da avaliação sobre situações concretas, o grau de desvio com relação ao regime anunciado capaz de tolerar e absorver os choques. A credibilidade é a capacidade de o banco central fazer reconhecer sua determinação de preservar o regime monetário sobre o qual empenhou sua estratégia, a despeito dos desvios que consente para absorver os choques nas melhores condições possíveis. Portanto, regra e avaliação discricionária são complementares em uma hierarquia lógica, não substituíveis (Aglietta, 1995: 112).

determinado período de manutenção para que a *federal funds rate* permaneça próxima do nível desejado é estimado pela comparação entre o "objetivo" e a projeção de oferta das reservas não-emprestadas por fatores de mercado no mesmo período de duas semanas (ver tabela 3.20).

Tabela 3.20 - Fatores que afetam as reservas bancárias (a)

	1993	1994	1995
Moeda Estrangeira	0,7	-2,1	-0,9
Dólar em Circulação	-31,5	-37,2	-20,4
Tesouro	-1,1	1,4	0,3
Float	-1,2	-0,6	0,2
Direitos Especiais de Saque	0,0	0,0	2,1
Depósitos Estrangeiros	0,1	-0,1	0,0
Vault Cash	2,2	3,2	0,9
Contratos de Recompra em Moeda Estrangeira	-0,2	-0,6	-4,4
Outros	1,3	2,1	0,2

Nota: (a) Indica o impacto de variação dos fatores nas reservas bancárias. Todos os itens representam médias de 2 semanas.
Fonte: Fisher *et alii* (1995 e 1996).

Outrora, as operações de redesconto sob o programa de "crédito para ajuste de liquidez" estavam estritamente ligadas ao diferencial entre o nível da *federal funds rate* estabelecida pelo Committee e a taxa de redesconto. Nos últimos anos, não se observa uma relação sistemática entre os pedidos de "crédito para ajuste de liquidez" e aquele diferencial de juro, sendo que o volume desses créditos é desprezível. Entretanto, os empréstimos de redesconto continuam sendo uma fonte relevante de oferta, quando as reservas não-emprestadas escasseiam. Um banco pode acessar os empréstimos de redesconto no fechamento das posições no final do dia, quando não puder assegurar recursos alternativos para atender às exigências de reservas ou para evitar posições descobertas no saldo do Federal Reserve, embora as operações de redesconto devam ser utilizadas apenas depois que a *federal funds rate* tiver sido ofertada em níveis elevados.

Assim, a principal função das operações de redesconto na implementação da política monetária tem sido a de limitar pressões sobre a taxa de *overnight*, ao cobrir posições de reserva deficientes ou evitar uma posição descoberta no final do dia. Seu uso excessivo tem sido desencorajado, desde que as falências bancárias nos anos 80 estabeleceram a convenção de que empréstimos de liquidez do banco central representam um sinal de fragilidade. Desde então, mesmo após o fortalecimento do sistema nos anos 90, essa percepção tem persistido e resultado em uma grande relutância dos bancos em lançar mão das operações de redesconto (Feinman, 1993: 579).

Como os "créditos para ajuste de liquidez" são apenas uma pequena fração do total da oferta de reservas, a mesa de negociação (Desk) deve garantir o atendimento de quase toda a

demanda por reservas através das reservas não-emprestadas. Estimativas do padrão diário da oferta e demanda de reservas orientam a escolha de operações específicas no mercado aberto, dentro de um período de manutenção. Até certo ponto, as operações de reserva suavizam as deficiências ou excessos diários - mensurados como a diferença entre o nível estimado de reservas não-emprestadas disponíveis a cada dia e o objetivo estabelecido para a demanda média do período de duas semanas -, embora a demanda por reservas deva ser irregularmente distribuída durante todo um período. Assim, a oferta de reservas não-emprestadas, que mantém o mercado de fundos federais negociando próximo à taxa desejada, pode variar muito no período (Fisher *et alli*, 1997).

Noutras palavras, o conhecimento da mesa de negociação sobre os fatores que afetam a oferta de reservas, os depósitos compulsórios e tanto o nível como o padrão de reservas desejado no período de manutenção, é necessariamente imperfeito e tais estimativas estão sujeitas a revisões substanciais. Quando a oferta diária de reservas é estimada de acordo com o objetivo, mas a *federal funds rate* se desvia do nível desejado, a divergência pode sinalizar um excesso de oferta ou de demanda não-antecipado. Dessa forma, os desvios da *federal funds rate* podem refletir percepções equivocadas entre as tesourarias dos bancos e os negociadores de fundos federais sobre a verdadeira disponibilidade de oferta agregada. Outras vezes, o saldo das reservas pode ser distribuído de forma que não permita aos mercados emparelhar eficientemente os bancos com excesso e os com escassez de reservas.

Em geral, pequenos desvios no nível esperado da *federal funds rate* se dissipam rapidamente e podem não demandar uma resposta. Grandes e persistentes desvios podem ser levados em conta na formulação das operações de reserva, pois podem refletir a necessidade ou a preferência dos bancos não captada pelos dados de reserva disponíveis na mesa de negociação (Desk).

As operações temporárias ou auto-reversivas são utilizadas para solucionar desequilíbrios transitórios entre oferta e demanda por reservas, mas que apesar disso poderiam pressionar a *federal funds rate*. A maioria dessas operações é utilizada para adicionar pequenas quantidades de reservas, pois as operações "permanentes" da mesa de negociação são estruturadas para deixar as necessidades de reservas no limite estabelecido no período de manutenção. Ocasionalmente, grandes introduções ou retiradas de reservas temporárias podem ser necessárias a fim de atender às oscilações sazonais em alguns fatores operacionais e na demanda por reserva.

Na estruturação das operações temporárias, a mesa de negociação leva em conta o padrão de demanda dentro do período de manutenção, que geralmente revela o comportamento da *federal funds rate*. Os bancos mantêm sua preferência por um maior volume de reservas na segunda semana do período de manutenção do que na primeira, um padrão de comportamento que se difundiu a partir de 1991, quando os bancos se ajustaram para operar com baixos saldos operacionais após o corte nas taxas de depósito compulsório (ver tabela 3.21). Todas as instituição de depósitos, sobretudo as maiores, acumularam uma quantidade considerável de reservas excedentes no último dia do período de manutenção.

Tabela 3.21 - Média das Reservas Excedentes Durante o Período de Manutenção

US$ milhões

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Todas as Instituições de Depósito						
Média do Período	933	1.206	1.020	1.083	1.074	988
Primeira Semana	804	845	376	169	691	540
Segunda Semana	1.062	1.567	1.664	1.997	1.457	1.437
Dia de Liquidação	2.674	5.022	4.292	3.422	630	4.040
Grandes Instituições						
Média do Período	68	157	79	66	78	49
Primeira Semana	-65	-103	-439	-659	-138	-197
Segunda Semana	200	416	597	791	295	294
Dia de Liquidação	1.078	2.987	2.322	1.243	-1.184	1.960
Pequenas Instituições						
Média do Período	865	1.049	940	1.017	995	940
Primeira Semana	869	948	815	828	828	737
Segunda Semana	862	1.151	1.066	1.206	1.163	1.143
Dia de Liquidação	1.596	2.035	1.970	2.179	1.814	2.080

Fonte: Federal Reserve Bank of New York, *Annual Report*, 1995, p. 28.

Em suma, a implementação da política monetária americana tornou-se mais flexível e centrada nos mercados monetários, através de operações de *open market*, a fim de direcionar os movimentos das taxas de juros de curto prazo. O Federal Reserve decidiu anunciar uma meta de variação da *federal funds rate* (*target of federal funds rate*), com limites máximos e mínimos nas operações *overnight*, transmitindo claramente a mensagem da autoridade monetária ao mercado. Essa decisão aumenta a transparência das decisões do banco central americano, no que se refere à implementação da política monetária.

Noutras palavras, o centro da implementação da política monetária não se encontra no monitoramento da liquidez em si, mas na estratégia através da qual o banco central comunica suas intenções (sinalizações), dada a baixa sensibilidade da demanda por *working balance* à taxa de juros, bem como a importância das expectativas sobre a taxa de juros de curto prazo (Borio, 1997: 50). Assim, a organização desse processo nos Estados Unidos ocorre da seguinte forma: o Federal Reserve anuncia a margem de variação (*target*) para a taxa de juros em um mercado (*federal funds*), opera em outro como um tomador de preço (*price taker*) - no

mercado privado de contratos de recompra (*repo*) -, e fornece amplas informações sobre essas transações.

Além disso, como a demanda de recursos para fechar posições (para ajuste diário das instituições) é extremamente insensível a movimentos na taxa de *overnight*, o banco central precisa estar muito mais presente no mercado de forma a evitar movimentos indesejados nessas taxas. Vale dizer, as intervenções do banco central tornaram-se diárias.

3.4. A evolução da política cambial americana e a gestação da globalização financeira

A política monetária americana hodierna fica sujeita, ainda, a constrangimentos cambiais decorrentes da coexistência entre mercados financeiros "globalizados" e um sistema internacional plurimonetário, com taxas de câmbio flutuantes. Devemos salientar que somente por uma questão da exposição, a análise da trajetória do mercado cambial americano está sendo separada daquela dos mercados monetário e financeiro.

Em 1944, diante do papel hegemônico (militar, diplomático, produtivo e financeiro) desempenhado pelos Estados Unidos, materializou-se uma nova ordem monetária internacional. A ordem de Bretton Woods se fundamentou em cinco aspectos cruciais. Em primeiro lugar, acordou-se um regime de câmbio fixo, mas ajustável em função de desajustes estruturais. Em segundo lugar, estabeleceu-se o ouro como ativo de reserva internacional. Dessa forma, uma moeda nacional somente poderia ter aceitação internacional quando garantisse seu lastro em ouro e sua conversibilidade automática para essa mercadoria. A instituição de um padrão câmbio-ouro tinha como substrato subjacente a possibilidade de ancorar o sistema em uma base material que infundisse limites concretos à expansão da liquidez. Vale dizer, o ouro deveria desempenhar uma espécie de "freio automático" contra a ampliação sem limites do volume monetário no sistema financeiro internacional. Em terceiro lugar, definiu-se a livre conversibilidade de uma moeda nacional para outra, garantindo a plena mobilidade dos capitais privados entre os países. Contudo, permitia-se a existência de controles sobre os fluxos de capitais de curto prazo, para conter os movimentos especulativos, característicos dos anos 20. Em quarto lugar, instituiu-se mecanismos de ajustes dos possíveis desequilíbrios nos balanços de pagamentos. Em caso de desajustes estruturais, promover-se-ia um realinhamento das paridades das taxas de câmbio, coordenado por um organismo multilateral - o FMI. Em caso de desequilíbrios transitórios, estender-se-iam fontes de financiamento compensatório aos países deficitários pelo mesmo FMI. Porém, o acesso a esses recursos financeiros estaria condicionado a alterações na política macroeconômica adotada

pelo país deficitário. As condicionalidades traziam implícita a idéia de que as políticas macroeconômicas domésticas seriam a causa do desajuste no balanço de pagamento. O diagnóstico e as proposições de políticas foram consolidadas no chamado "enfoque monetário do balanço de pagamento". Em quinto lugar, criou-se a instituição básica dessa ordem monetária - o Fundo Monetário Internacional -, para zelar pelo cumprimento das regras cambiais, coordenar as revisões estruturais, estender financiamentos compensatórios e supervisionar as correções nas políticas macroeconômicas dos países deficitários em seus balanços de pagamentos. Criou-se também o Banco Mundial - Banco Internacional para a Reconstrução e o Desenvolvimento (BIRD) - para auxiliar na reconstrução da Europa, necessária para viabilizar a nova ordem monetária internacional. Todavia, desde o início, o papel dessa instituição foi secundário (Baer *et alli*, 1995).

A ordem monetária que vigorou, de fato, no pós-guerra, se afastou em muito dessas convenções instituídas em Bretton Woods. Um dos aspectos relevantes nesses desdobramentos foi o princípio da conversibilidade ao ouro. À medida que o acordo de Bretton Woods determinou o ouro como ativo de reserva internacional, pela situação assimétrica existente no imediato pós-guerra dado que os Estados Unidos detinham 2/3 das reservas mundiais de ouro, sancionou o predomínio do dólar como moeda internacional. O dólar era a única moeda que podia garantir sua livre conversibilidade ao ouro em montantes significativos. Efetivou-se, então, a aceitação da moeda do país dominante como unidade de conta, meio de pagamento e reserva de valor. Isso fez com que os outros países, em vez de acumularem ouro como reserva de valor internacional, mantivessem suas reservas diretamente em dólar, consolidando a moeda americana como referencial monetário internacional. Esse processo é, ao mesmo tempo, causa e resultado da confiança dos mercados no sistema bancário e no banco central do país hegemônico. Dessa forma, o acordo de Bretton Woods concretizou a hegemonia dos Estados Unidos em âmbito monetário internacional.

Adicionalmente, a aceitação do dólar como moeda internacional significou que a gestão monetário-financeira mundial estava sujeita aos ditames da política americana. Segundo a lógica do padrão-dólar, a massa monetária mundial se encontrava totalmente determinada pelos Estados Unidos. Ou seja, caberiam aos Estados Unidos a expansão e gestão da liquidez internacional, condição precípua para sustentar o comércio e o crescimento econômico. Porém, a crescente circulação internacional do dólar, para satisfazer a demanda por liquidez, era contraditória com as regras de câmbio-ouro instituídas em Bretton Woods. Essa contradição ficou conhecida como o "Dilema de Triffin" (Triffin, 1961). A contradição

consiste na incompatibilidade do dólar, como padrão monetário internacional, exercer a função de circulação e de ativo de reserva de valor simultaneamente, uma vez que a função de ativo de reserva deveria ser lastreada em ouro. Para cumprir com a regra da conversibilidade ao ouro, os Estados Unidos somente poderiam emitir dólares na proporção em que acumulassem reservas, ou seja, que o país incorresse em constantes superávites no balanço de pagamentos, com entradas de dólares superiores às saídas. Isso implicaria escassez do dólar no mercado internacional. Todavia, se a moeda fosse escassa em nível internacional, os Estados Unidos não poderiam satisfazer a demanda por liquidez.

Essa contradição foi solucionada em favor das necessidades de liquidez internacional e com isso tornou a conversibilidade ao ouro, de fato, letra morta. Na verdade, podemos afirmar que o sistema de Bretton Woods trazia intrínseca uma ambigüidade, qual seja, um sistema puramente fundado no dólar, mas dissimulado atrás do princípio de conversibilidade ao ouro (Aglietta, 1986: 114). Para que o dólar cumprisse a função de circulação internacional, os Estados Unidos acabaram incorrendo em renitentes déficits em seu balanço de pagamentos, suprindo as necessidades de liquidez mundial através da exportação de capitais: inicialmente, via gastos militares e Plano Marshall (1947); em seguida, pela internacionalização do capital privado americano para Europa, Ásia e América Latina.

Em resumo, o padrão monetário internacional instituído após a Segunda Guerra foi fundado no dólar. A moeda americana para exercer sua função de meio de circulação abandonou, embora não oficialmente, a convenção do lastro ouro, que supostamente regulava sua função de ativo de reserva de valor. Foram os persistentes déficits no balanço de pagamento americano que viabilizaram a expansão da liquidez internacional e, por conseguinte, as condições monetário-financeiras do crescimento nos países capitalistas no pós-guerra. Foi o Federal Reserve que desempenhou o papel principal de regulação dessa liquidez internacional, a despeito das instituições multilaterais criadas FMI e Banco Mundial). O banco central americano funcionou como regulador do sistema de crédito em que se transformou o regime monetário internacional (Belluzzo, 1997b: xl). Enfim, foi sob a liderança dos Estados Unidos que se desenvolveu um intenso processo de internacionalização dos capitais privados.

No entanto, o próprio exercício dessa hegemonia e os graus de liberdade na gestão da política econômica, que esse padrão monetário permitia aos Estados Unidos, começaram a ameaçar a função de reserva de valor de sua moeda, colocando em xeque o padrão dólar. A recuperação econômica e a conversibilidade das moedas dos principais países europeus determinaram uma situação mais simétrica nas relações internacionais, pelo menos no campo econômico,

passando a contestar os graus de liberdade dos EUA diante da circulação internacional do dólar. A França, por exemplo, a partir de 1964, começou deliberadamente a acumular reservas em ouro e não mais em dólar, questionando a capacidade de os Estados Unidos cumprirem a conversibilidade de sua moeda.

Nesse período, os Estados Unidos ensaiavam os primeiros passos de uma nova política cambial, ainda sob a forma de intervenções destinadas a manter a paridade fixa dólar com o ouro. Em 1962, o Federal Open Market Committee autorizou o Federal Reserve Bank de Nova York a operar com moeda estrangeira, em caráter experimental. Desde então, o Federal Reserve passou a conduzir as operações com moeda estrangeira - comprando ou vendendo dólar em troca de moedas estrangeiras - em conjunto com o Tesouro americano, que é responsável pela execução da política financeira internacional. Mais especificamente, o diretor do System Open Market Account do Federal Reserve Bank de Nova York atua como agente do Federal Open Market Committee e do Tesouro na execução das operações com moedas estrangeiras.

A partir de 1973, predomina uma política ativa de intervenções, apoiadas em acordos informais com os membros do G-7, a fim de limitar as flutuações nas taxas de câmbio. Nessas intervenções o Foreign Currency Directive do Federal Open Market Committee utiliza-se fundamentalmente das operações de *swap* com outros bancos centrais e das *warehousing* (custódia, numa tradução livre).

A realização das operações de *warehousing* de moeda estrangeira para o Exchange Stabilization Fund[84] foi permitida em 1963. Nessa operação, o Federal Reserve compra moeda estrangeira à vista (*spot*) do Exchange Stabilization Fund e, simultaneamente, revende-lhe para entrega em uma data específica no futuro. As operações de compra e venda são realizadas em uma determinada taxa de câmbio e, portanto, nenhum dos lados incorre em riscos cambiais adicionais. Pela venda temporária das moedas estrangeiras obtidas pelo Federal Reserve por dólar, através das *warehousing*, o Exchange Stabilization Fund pode continuar a comprar moeda estrangeira, mesmo depois de exaurir suas fontes iniciais de dólar. Os possíveis ganhos provindos da "armazenagem" das moedas estrangeiras sob custódia ficam para o Federal Reserve (Pauls, 1990: 893)[85].

---

[84] O Exchange Stabilization Fund foi instituído pelo Gold Reserve Act (1934), com o propósito de estabilizar o valor de troca do dólar, com capital inicial de US$ 2 bilhões.

[85] Essas operações foram muito utilizadas entre 1963 e 1982, e após 1989, para aumentar as reservas em moedas estrangeira no portfólio do Federal Reserve de Nova York.

As operação com moeda estrangeira mais importantes do Federal Reserve com outros bancos centrais e o BIS ocorrem através de uma rede de trocas recíprocas de moedas (*reciprocal currency swap network*), em acordos de curto prazo. São comparáveis aos acordos de recompra e às operações de compra e venda cruzadas no mercado interno de títulos do Tesouro americano. Esses acordos possibilitam ao Federal Reserve o acesso temporário a moedas estrangeiras necessárias às intervenções para sustentar o valor do dólar, bem como garantir aos bancos centrais estrangeiros acesso temporário aos dólares necessários para sustentar suas próprias moedas. As transações de *swap* envolvendo dólar são implementadas através do Federal Reserve Bank de Nova York, atuando como agente do Federal Reserve System.

Uma *swap* envolve tanto uma transação no mercado à vista (*spot*), em que o Federal Reserve transfere dólar para outro banco central em troca de moeda estrangeira e, simultaneamente, como uma transação mercado a termo (*forward*), em que os dois bancos centrais aceitam reverter a operação, geralmente após três meses. O Federal Reserve pode iniciar uma operação de *swap*, quando necessita de moeda estrangeira *spot* para financiar uma intervenção de venda de moeda estrangeira, a fim de sustentar o valor do dólar. No vencimento da *swap*, o Federal Reserve readquire as moedas estrangeiras vendidas na intervenção anterior. Essas compra de moeda estrangeira no mercado reverte a intervenção original realizada para sustentar o dólar. Quando inicia uma operação de *swap*, um banco central estrangeiro utiliza os dólares obtidos no mercado *spot* para financiar vendas de dólares e, assim, sustentar suas próprias moedas. Para devolver os dólares ao Federal Reserve, readquire-os no mercado. Nessas operações de *swap*, os bancos centrais estrangeiros pagam juros sobre os dólares adquiridos, equivalentes à taxa dos *Treasury Bills*, e o Federal Reserve paga uma taxa correspondente sobre as moedas estrangeiras adquiridas. O Federal Reserve realizou sua primeira operação de *swap* de moedas com o Banco da França, em março de 1962[86].

Com o surgimento de um mercado de dólar fora dos Estados Unidos, a sua retenção nos portfólios privados dependia da manutenção de uma taxa de juros em eurodólar acima daquelas paga pelos principais mercados monetários europeus. Cada vez que a taxa do eurodólar baixava, devido a uma recessão nos Estados Unidos ou de uma política monetária mais expansiva, ocorria uma avalanche de dólares que eram depositados nas reservas dos

[86] Desde então, contratos semelhantes foram realizados com vários bancos central, aumentando também o volume de recursos envolvidos. Em junho de 1994, o Federal Reserve tinha contratos de *swap* com 14 bancos centrais e o BIS, totalizando US$ 32,4 bilhões (ver quadro 3.3 no Anexo Estatístico).

bancos centrais europeus, devendo ser obrigatoriamente convertidos, a fim de manter as taxas cambiais fixas. As reservas oficiais, além dos fundos de transação, eram mantidas pelos bancos centrais estrangeiros na forma de depósitos no mercado de eurodólar ou no mercado monetário americano e não apenas na forma de depósito no Federal Reserve. A decisão dos bancos centrais estrangeiros sobre a forma em que desejavam manter suas reservas em dólar era crucial para se avaliar a confiança no sistema. Assim, na forma particular de funcionamento do padrão ouro-dólar, toda perturbação monetária nos Estados Unidos, considerada inquietante para o dólar, pois inflacionária, desencadeava uma especulação nas taxas de câmbio que deveria ser contrabalançada pelos principais bancos centrais.

Entre 1961 e 1968, funcionou o Gold Pool, um consórcio dos Estados Unidos com mais 7 países para vender reservas em ouro no mercado de Londres a fim de manter o mercado privado de ouro operando em torno dos US$ 35,00 a onça (28,35g). Ademais, foi implementado um programa de controle de capitais nos Estados Unidos para restringir a saída de dólares (Interest Equalization Tax de 1963 e o Federal Reserve's Voluntary Foreign Credit Restraint Program de 1965). Todavia, a crescente contestação e desconfiança do dólar como ativo de reserva de valor levaram as autoridades monetárias a pressionarem pela criação de um novo ativo de reserva internacional. Em 1968, foram criados os Direitos Especiais de Saque (DES) no âmbito do FMI, cuja primeira emissão somente ocorreu em 1970, em pleno processo de fuga do dólar.

A progressiva objeção das autoridades monetárias dos principais países industrializados a continuarem acumulando reservas internacionais em dólares e as crescentes necessidades de financiamento monetário dos Estados Unidos para sustentar o conflito militar no Vietnã minaram definitivamente o padrão ouro-dólar, construído em Bretton Woods. Além disso, a rápida deterioração do balanço de pagamento americano exacerbou um intenso processo especulativo dos capitais privados internacionalizados, que já vinham atuando desde 1961. Nos anos 1968 e 1969, esses capitais especulativos foram atraídos pelo diferencial positivo nas taxas de juros americanas e sustentaram o dólar, pois garantiram um influxo de capitais para os Estados Unidos. Em seguida, com a reversão da política monetária americana (1970-1971), foram determinantes na irrupção da crise do dólar. As fortes pressões de venda de dólar foram contrabalançadas com operações de *swaps* com os bancos centrais estrangeiros, porém, mostraram-se insuficientes.

Diante da ação desses capitais de curto prazo e da falta de coesão política entre os principais países industrializados, a Alemanha, por exemplo, permitiu a flutuação da sua moeda em maio

de 1971 e os Estados Unidos declararam unilateralmente a inconversibilidade do dólar ao ouro em agosto de 1971. Em dezembro de 1971, através do Smithsonian Agreement promoveu-se um realinhamento das taxas de câmbio, num novo sistema de paridade entre as principais moedas, com uma desvalorização do dólar em torno de 10%. No início de 1973, após as autoridades suíças e inglesas deixarem suas moedas flutuar e a Itália adotar um câmbio dual, o dólar foi desvalorizado em mais 10% e as taxas de câmbio passaram a flutuar livremente. Os Estados Unidos, então, abandonaram definitivamente os esforços para reordenar as paridades cambiais.

Essa decisão americana - de cortar as últimas raízes formais que uniam a moeda ao ouro e extirpar o último papel ativo que o ouro conservava nos bancos centrais - colocou a história monetária em terras desconhecidas. A completa desaparição dos atributos monetários do ouro suprimiu o principal fator de funcionamento dos regimes monetários pretéritos. Gestou-se, então, uma economia do endividamento internacional, fundada na moeda americana e executora das funções monetárias internacionais do dólar até 1979. A mobilidade dos capitais foi privatizando a criação de liquidez internacional. Segundo Aglietta (1986: 117) "a economia do endividamento internacional, centrada no dólar, é o conjunto de processos associados ao crédito bancário internacional em dólar. Sua principal característica é criar meios de pagamento internacionais sem relação com o balanço de pagamentos dos Estados Unidos". Instalou-se uma dinâmica de crédito puramente endógena, pois o sistema monetário internacional passou a ser fundado unicamente nas moedas bancárias, a partir de 1973.

Ademais, a crise de confiança no dólar, decorrente de elevados déficits no balanço de pagamentos dos Estados Unidos, financiados por uma política monetária lassa, sustentava a especulação contra a moeda americana e continuava a ameaçar seu papel como padrão monetário internacional. Isto é, a função de reserva internacional da moeda americana continuou sendo desgastada pela percepção de que havia um desequilíbrio estrutural no balanço de pagamentos. Os termos do "dilema de Triffin" foram exasperados pela atitude de negligência benigna da política econômica americana durante os anos 70. No plano interno, a aceleração da inflação, acompanhada de taxas de juros reais negativas, estimulava a fuga dos ativos financeiros e o financiamento especulativo. A elevação dos juros nominais ia perdendo eficácia diante das expectativas inflacionárias, uma vez que não era entendida como um ajuste da taxa de juros real. Em outubro de 1979, o presidente do Federal Reserve, Sr. Volcker, iniciou um processo de recuperação do papel do dólar como moeda internacional através da "diplomacia do dólar forte". Essa mudança da política monetária americana procurou

revalorizar sua moeda, através de um forte diferencial de juros a favor dos ativos em dólar. Para isso, necessitou de uma sinalização clara em termos de uma nova forma de operação da política monetária. Adotaram-se, então, ênfase no controle das reservas bancárias não-emprestadas, elevação dos encaixes obrigatórios e aumento na taxa de desconto do Federal Reserve[87].

Essa política monetária restritiva associada a uma política orçamentária expansionista (indispensável à realização dos projetos do presidente Reagan), baseada na venda de títulos do Tesouro americano e oferecendo a garantia aos investidores financeiros, detentores dos títulos de dívida que desfrutariam de taxas de juros reais positivas, determinou o início da "economia global financeirizada e rentista" (Chesnais, 1995: 20).

Assim, com a adoção dessas políticas, num ambiente de crescente liberalização dos movimentos de capitais - os controles americanos haviam sido eliminados em 1974 -, e instabilidade das taxas de câmbio e de juros, tivemos a deflagração das finanças de mercado, que se mundializaram. Isso ocorreu a partir dos processos de securitização das dívidas e crescimento dos mercados de emissão direta de títulos, do avanço na desregulamentação dos mercados, e da expansão dos instrumentos de *hedge* e dos investidores institucionais. Esse fatores desencadearam a chamada globalização financeira a partir dos Estados Unidos. Papel decisivo nesse processo coube à ampliação do endividamento público americano, de maior qualidade, para garantir as carteiras e evitar o colapso dos bancos envolvidos no sobreendividamento dos anos 70. A dívida interna americana passou a servir de lastro aos mercados monetário e financeiro de Wall Street e se transformou em dívida externa (expansão da posição devedora líquida americana) através de sua absorção por investidores estrangeiros

---

[87] Após a Segunda Guerra, o foco central da política monetária americana encontrava-se na estabilidade das taxas de juros. Essa postura justificava-se pelo contexto vigente, dado o quadro de regulamentações moldado ao longo dos anos 30, do arcabouço instituído em Bretton Woods e da hegemonia americana. No período recente, as práticas de intervenção das autoridades monetárias dos Estados Unidos evidenciam três movimentos distintos na tentativa de controlar a liquidez sistêmica e, dessa forma, minimizar a instabilidade das taxas de juros e de câmbio (o valor do dólar). Primeiro, entre 1970 e 1979, o Federal Open Market Committee estabeleceu como alvo da política monetária a *federal funds rate*. Tratava-se de fixar um intervalo para a variação da taxa de juros do mercado de fundos federais, durante um determinado período, compatível com a expansão da liquidez primária desejada (Guttmann, 1989: 28). Segundo, entre 1979 e 1982, o Federal Reserve abandonou a política de taxas de juros e passou a atuar através de *targets* para o crescimento da oferta de moeda. O alvo da política monetária passou a ser o controle das reservas bancárias, a partir do estabelecimento de uma taxa de crescimento desejada para M1 e M2 durante alguns meses, compatível com a taxa de crescimento anual projetada para a oferta de moeda. Esse procedimento ocasionou grande volatilidade das taxas de juros do interbancário, instabilizando fortemente o sistema de crédito, sendo, então, abandonado. A partir de 1982, o Federal Reserve voltou a adotar o procedimento de regulação da *federal funds rate*, a partir das variações nas reservas não-emprestadas através de operações de *open market* (Burns, 1988: 45-48).

nos portfólios dos bancos e investidores institucionais internacionais, a partir da elevação da taxa de juros e da valorização do dólar (1980-1985) (ver tabela 3.22).

Tabela 3.22 - Estoque de Ativos Líquidos em Poder de Residentes Americanos e de Estrangeiros (a)

US$ bilhões/final de período

	Ativos Estran. Líquidos	Ativos Estrangeiros Mantidos por Americanos				Ativos Americanos Mantidos por Estrangeiros				*Memo*	
		Total	Depós. Privado	Bônus Privado	IED	Total	Título Público	Bônus Priv. (b)	IED	(c)	(d)
1950	17.0	31.4	0.1	3.1	11.8	14.5	4.3	0.3	3.4	2.9	1.2
1955	21.3	40.6	0.1	3.1	19.4	19.3	5.8	0.4	5.1	6.6	2.4
1960	34.0	63.5	0.1	5.8	31.6	29.6	10.7	0.7	7.6	9.3	4.0
1965	56.1	98.8	0.8	9.1	55.2	42.7	14.4	0.8	8.8	14.6	5.0
1970	68.7	140.5	0.8	14.1	89.1	71.8	22.8	2.7	13.3	27.2	6.6
1975	81.4	234.5	5.8	26.5	191.1	153.1	70.5	4.6	27.7	33.4	9.6
1980	278.6	672.8	31.4	49.0	404.2	394.3	135.8	36.9	125.9	64.6	18.9
1985	115.2	883.8	153.2	71.8	424.7	768.6	241.3	126.4	231.3	125.6	41.0
1987	-52.1	1036.7	196.1	82.3	523.2	1087.9	323.1	185.4	313.5	175.6	69.6
1988	-144.2	1133.0	218.2	89.2	538.2	1277.1	387.2	199.3	374.3	201.0	86.0
1989	-244.8	1274.2	262.9	94.1	577.2	1519.0	469.3	211.9	436.6	251.2	119.9
1990	-266.9	1390.3	304.3	115.4	632.6	1657.3	502.1	217.2	468.1	221.7	110.0
1991	-346.0	1392.8	289.6	129.5	661.7	1738.8	559.0	233.4	491.9	271.9	158.8
1992	-472.5	1387.8	280.1	143.9	676.7	1860.3	628.4	251.5	497.1	300.2	178.1
1993	-632.6	1496.5	258.0	203.4	716.2	2129.0	742.6	273.0	516.7	340.0	297.7

Notas: (a) Exclui ações americanas mantidas por estrangeiros e ações estrangeiras mantidas por americanos;
(b) A partir de 1992, inclui emissões líquidas em instituições financeiras americanas nas Antilhas;
(c) Ações americanas mantidas nos portfólios de estrangeiros; (d) Ações estrangeiras mantidas nos portfólios de americanos.

Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System, *Balance Sheets for the U.S. Economy 1945-93*, Washington, September/1994.

De modo geral, os títulos da dívida pública se tornaram um dos principais pilares desse regime de finanças diretas mundializado, constituindo o segmento mais ativo, com uma evolução extremamente rápida desde meados dos anos 80. Atualmente, as operações com os títulos públicos ultrapassam todos os outros mercados financeiros, exceto as do mercado de câmbio. Os renitentes déficits públicos (financeiros) dos países industrializados alimentaram os mercados primários de títulos públicos, como vimos no caso americano. No entanto, a expansão foi ainda mais significativa no mercado secundário, pois o volume de operações decuplicou em decorrência do elevado grau de rotação, a fim de realizar ganhos de capital. Nos Estados Unidos, por exemplo, país que ocupa de longe o primeiro lugar em termos mundiais nesse mercado, o volume médio dessas transações atingiu US$ 120 bilhões por dia em 1993 contra US$ 14 bilhões em 1980[88]. Essa explosão no volume de transações com títulos públicos nos principais países industrializados pode ser vista na tabela 3.23.

O crescimento dos títulos emitidos pelos Tesouros dos países industrializados nos portfólios privados deve-se ao fato de serem títulos negociáveis quase sem risco, dado o aval dos

[88] Em termos comparativos, o volume diário de negociações na New York Stock Exchange (NYSE) foi de US$ 9,7 bilhões em 1995.

Estados. Ademais, para ampliar a atratividade de seus títulos de dívida do ponto de vista dos investidores internacionais, os países industrializados empreenderam reformas para aumentar a liquidez desses mercados (Goldstein & Folkerts-Landau *et alli*, 1994). É dessa forma que na maioria dos países o Tesouro nomeou dealers em títulos públicos que, através de certas vantagens, se responsabilizam por manter permanentemente o mercado, o que garante um certo grau de liquidez no mercado secundário da dívida pública. Paralelamente, os títulos se concentraram num pequeno número de emissões padronizadas. Além disso, os contratos a termo da dívida pública foram sendo criados; essa foi uma decisão importante, pois os produtos derivativos representam o principal canal da especulação financeira contemporânea (Plihon, 1996: 116).

Tabela 3.23 - Volume de Transações no Mercado de Títulos Públicos (média diária em US$ bilhões) (1)

	EUA (2)	Japão		Alemanha (4)	França (5)		Reino Unido (6)
		Mercado de Balcão -Tóquio	Transações em Bolsas (3)		Tít. de Curto e Médio Prazo	Bônus do Tesouro	
1980	13.78	1.38	0.03	...	...	...	1.39
1981	18.09	1.63	0.07	...	...	...	1.16
1982	23.54	1.77	0.08	...	...	...	1.40
1983	30.34	2.30	0.23	...	...	...	1.27
1984	38.51	4.84	0.45	...	...	...	1.42
1985	55.53	17.21	0.80	...	...	...	1.33
1986	68.82	29.13	1.50	...	0.24	...	2.46
1987	77.07	73.90	1.39	2.32	1.18	...	7.42
1988	70.70	62.06	1.15	3.67	2.12	...	7.94
1989	77.88	49.48	0.97	3.65	2.45	...	6.33
1990	76.72	44.11	0.92	3.93	2.88	...	6.75
1991	88.11	38.47	0.53	4.25	3.65	...	7.76
1992	105.22	44.24	0.20	6.15	7.56	8.16	8.53
1993	119.56	57.62	0.19	9.67	13.73	14.42	9.48

Notas: (1) Dados ajustados para evitar dupla contagem. O volume de transações diárias para Japão, Alemanha e França são estimados pelo FMI a partir do volume anual;
(2) Transações no mercado primário (dealers) de títulos do governo americano;
(3) Os dados até 1989 referem-se a 8 bolsas de valores domésticas; a partir de 1990, apenas à Tokyo Stock Exchange;
(4) Inclui bônus do *Federal Government*, *Federal Railways* e *Federal Post Office*;
(5) Transações no mercado secundário de títulos públicos; inclui acordos de recompra;
(6) Transações de títulos do governo do Reino Unido.
Fonte: Goldstein & Folkerts-Landau *et alii* (1994: 46)

Em resumo, as medidas implementadas pelo governo americano, a partir de 1974, para eliminar os controles sobre os movimentos de capitais em relação ao exterior (entradas e saídas) favoreceram o nascimento do sistema contemporâneo de finanças, liberalizadas e mundializadas. Além de liberalizar os sistemas financeiros nacionais, iniciou-se um amplo movimento de desregulamentação monetária e financeira (ainda inacabado) que acarretou, desde o início da década de 80, a rápida expansão dos mercados de títulos, interconectados

internacionalmente. Porém, devemos salientar que, estruturalmente, a desregulamentação dos mercados é uma resultante das pressões exercidas pelas grandes corporações e instituições financeiras bancárias e não-bancárias por mobilidade e flexibilidade de seu capital, após a instabilidade originada com a ruptura do sistema de Bretton Woods. Braga (1996) lembra que "é da natureza do dinamismo capitalista que seus agentes dominantes procurem destruir os quadros regulatórios vigentes, quando um período longo de expansão dá sinais de esgotamento. Eles tratam de abrir espaços e práticas para que sua riqueza-capital possa fluir compensatoriamente, a despeito dos custos sociais e políticos envolvidos". A formação do euromercado já era uma resposta dos capitais bancários e industriais americanos por alternativas de valorização, livres dos marcos regulatórios posteriores à Grande Depressão e à Segunda Guerra Mundial, sobretudo os limites às taxas de juros, às exportações de capitais e às paridades cambiais fixas. Assim, representam também pressões internas, de dentro da economia americana, de vários setores e interesses, no sentido de liberalizar as formas de valorização do capital e da gestão da riqueza a partir dos anos 60[89].

No mesmo sentido, Freitas (1997b: 67) mostra que "a dinâmica concorrencial dos bancos e demais instituições financeiras provocou modificações na regulamentação. O chamado processo de desregulamentação realizado nos Estados Unidos significou uma validação *ex post* de práticas e atividades formalmente interditas, mas que efetivamente eram realizadas pelos bancos e seus rivais. As transformações iniciadas nos EUA repercutiram em cascata em diversos países, embora com ritmos e intensidades bem diferentes. Ao longo dos anos 80, as autoridades governamentais de vários países industrializados implementaram políticas de liberalização, permitindo a emergência de novos concorrentes nos sistemas financeiros e ampliando o leque de atividades permitidas aos bancos".

Essa difusão, de acordo com o Chesnais (1994: 260): "não decorre, com certeza, de algum plano calculado, e sim propaga-se por efeito de contágio. Todo Estado que não pretenda denunciar essas práticas, nem emitir sob acusação a política dos EUA, mas que também queira colocar seus bônus do Tesouro, é obrigado a se alinhar às práticas americanas (como fez a

---

[89] No mesmo sentido, a política de globalização americana fica explícita na formulação de Coutinho & Belluzzo (1996: 152, grifo no original): "desde logo, é conveniente relembrar que o processo de globalização, sobretudo em sua dimensão financeira - de longe a mais importante -, foi o resultado das políticas que buscaram enfrentar a desarticulação do bem-sucedido arranjo capitalista do pós-guerra. As *decisões políticas* tomadas pelo governo americano, ante à decomposição do sistema de Bretton Woods, foram ampliando o espaço supranacional de circulação do capital monetário. A política americana de reafirmar a supremacia do dólar acabou estimulando a expansão dos mercados financeiros internacionais, primeiro através do crédito bancário - euromercados e *off-shores* - e mais recentemente através do crescimento da finança direta".

França em 1984-1985). O mesmo vale para o processo de desregulamentação. Todo Estado que não esteja disposto a abrir um confronto direto com o capital monetário concentrado de seu país (bancos e grandes companhias de seguro) é obrigado a acompanhar ou até a antecipar-se aos demais (como foi o caso da Alemanha)". A manutenção de controles e restrições maiores do que as praticadas em outras praças financeiras pode desviar os operadores e seus fundos para onde reina a "liberdade de empreendimento" em termos financeiros[90].

Desde então, o crescimento dos mercados financeiros americanos tornou-os inigualáveis em suas dimensões, mas também em sua diversidade. A moeda americana passou a predominar nas operações financeiras internacionais: 70% das transações do mercado de câmbio e 50% no mercado primário e secundário de títulos públicos são efetuadas em dólar. Ademais, resgatou-se a capacidade de os Estados Unidos aplicarem quase unilateralmente a política monetária que mais lhe aprouverem. A retomada do valor do dólar e a atratividade, qualitativamente superior, das possibilidades de aplicação, bem como das facilidades de transações do mercado financeiro americano em relação a todos os outros, estabeleceram os alicerces de um capitalismo dominado pelas finanças e o lugar ocupado pelos Estados Unidos nesse processo.

Em suma, a abertura e a desregulamentação dos sistemas monetário e bancário, assim como dos mercados de capitais nacionais, constituíram um espaço financeiro verdadeiramente global. "Cada vez mais unificado, ele domina a maioria dos sistemas nacionais, permanecendo totalmente hierarquizado e estruturado: os Estados Unidos são seu epicentro e principal beneficiário. Os mercados financeiros mundializados apresentam-se como uma arena organizada de modo a que massas concentradas de capital-dinheiro passam valorizar-se sem deixar de ter um *grau muito elevado de liquidez*. Esses volumes de capital-dinheiro conseguem seu objetivo mediante um conjunto de aplicações de curtíssimo prazo e por meio da apropriação de formas de lucros financeiros 'puros', que decorrem de operações efetuadas dentro e unicamente dentro da esfera financeira" (Chesnais, 1995: 20, grifos no original).

O triunfo dessa forma essencialmente financeira, cujo principal intento é mais a apropriação de riquezas do que sua criação mediante ampliação da produção, foi fortemente facilitado pelo

---

[90] Na verdade, a retirada da regulação pretérita sobre as aplicações em Wall Street nos anos 70 tornou-a um concorrente do mercado bursátil de Londres, forçando o *Big Bang* em 1986, que, por sua vez, forçou as reformas nas bolsas de valores no continente europeu - Paris, Frankfurt e Milão - por receio de perderem, ainda mais, seus negócios para Londres. Nos anos 90, assistimos a um movimento semelhante nos chamados "mercados emergentes" da América Latina e Ásia, bem como a um novo *Big Bang*, agora no mercado financeiro japonês.

surgimento de novas formas de centralização do capital-dinheiro. O crescimento dos fundos de pensão públicos e privados, companhias de seguro de vida e outros, fundos mútuos (abertos e fechados), *hedge funds*, instituições fiduciárias, fundações, etc., consolidaram instituições que administram massas financeiras gigantescas, procurando valorizar-se por meio de formas e critérios puramente financeiros.

A notável expansão dos ativos desses investidores institucionais revela a amplitude do papel desses atores no regime de finanças de mercado mundializado. Os ativos dos fundos de pensão, companhias de seguro e fundos mútuos no Canadá, Alemanha, Japão, Reino Unido e Estados Unidos somavam cerca de US$ 13 trilhões em 1993. Para colocar esse número em perspectiva, a capitalização do mercado global de ações, no mesmo ano, totalizava US$ 14,1 trilhões e o estoque de dívida pública para o G-7 (os 7 maiores países industrializados), US$ 9 trilhões. Desde 1980, os ativos administrados pelos investidores institucionais nos 5 principais países industrializados expandiram acima de 400% e mais do que dobraram como percentagem do PIB (ver tabela 3.24)[91]. Entre os investidores institucionais, destaca-se, por um lado, que os fundos de pensão e as companhias de seguro ainda controlam os maiores (e crescentes) portfólios de *securities*. Por outro lado, um fator importante na institucionalização da poupança foi o rápido crescimento dos fundos mútuos abertos e fechados. Os fundos mútuos respondiam por quase US$ 3 trilhões da riqueza privada em 1993[92]. Embora essa quantia não seja tão grande (ainda) como os ativos administrados pelos fundos de pensão e companhias de seguro, os ativos dos fundos mútuos aumentaram a uma velocidade mais rápida do que a de outros investidores institucionais[93].

A tabela 3.25 mostra ainda que a participação dos bancos declinou e que a dos investidores institucionais se ampliou em todos os países do G-7. De maneira geral, os títulos de dívida pública e privada representam aproximadamente um terço do estoque de ativos dos fundos de

---

[91] Em relação ao PIB, o total dos ativos dos investidores institucionais americanos é menor do que dos britânicos, porém devido ao volume quase cinco vezes superior, eles desempenham um papel significativo na cena mundial, sobretudo desde que empreenderam uma maior internacionalização de seus portfólios de investimento.

[92] Em 1997, estima-se que há mais de 30 mil fundos mútuos registrados fora dos Estados Unidos, com um volume global de ativos da ordem de US$ 3 trilhões. O patrimônio total dos fundos de investimento nos EUA atingiu US$ 4 trilhões.

[93] Uma das principais conseqüências do crescimento dos investidores institucionais e, portanto, da riqueza administrada por profissionais é o aumento da probabilidade de manipulação dos mercados, reduzindo sua "eficiência" na alocação dos recursos. Ademais, como o número de investidores se torna altamente concentrado, a probabilidade de falhas na coordenação pode aumentar e ocasionar alterações abruptas na liquidez dos mercados. A manipulação dos mercados pode ser especialmente relevante em mercados pequenos, sobretudo nos emergentes.

pensão, sendo que as ações somam outro terço (ver tabela 3.26). Esses dois modos de investimento garantem-lhes a obtenção de elevados fluxos de renda[94]. A forma jurídica dos fundos mútuos lhes autoriza uma diversidade ainda maior nos investimentos (inclusive fora de seus países de origem), predominando um exercício quase ilimitado da "preferência pela liquidez" (ver tabelas 3.27 e 3.28).

À luz do crescimento dos ativos administrados pelos investidores institucionais, uma questão importante remete-nos ao grau de internacionalização dos seus portfólios. Essa internacionalização das aplicações está inscrita numa estratégia de diversificação dos investimentos. De fato, os modelos de portfólio mostram que a diversificação permitiria aumentar o rendimento médio e reduzir a volatilidade do rendimento dos portfólios. No entanto, esses modelos evidenciam também que a diversificação internacional é muito instável, sendo que os pesos "ótimos" dos ativos em diferentes moedas variam muito em função dos rendimentos esperados. Na prática, observamos que os ativos estrangeiros em poder dos investidores não constituem uma aplicação estável, uma vez que estes modificam com freqüência tanto seu nível como seu grau de cobertura contra os riscos de taxas de juros e de câmbio, e passam de uma dívida para outra com enorme facilidade. Isso determina que o grau de instabilidade das aplicações em ativos estrangeiros é maior do que em ativos nacionais. Assim, podemos inferir que o comportamento de diversificação e de arbitragem entre os mercados financeiros nacionais por parte dos investidores institucionais pode ampliar a instabilidade financeira (Plihon, 1995).

---

[94] Entretanto, os títulos de dívida pública e privada e as ações das empresas não constituem as únicas substâncias de multiplicação do capital-dinheiro altamente concentrado. Cada vez mais, os fundos de pensão e de investimentos anglo-saxões se arriscam em especulações com moedas, matérias-primas e instrumentos financeiros virtuais altamente sofisticados, que são os produtos derivativos, fontes de imensos lucros ou perdas não menos consideráveis (Farnetti, 1996: 211). Um relatório do FMI, analisando a turbulência monetária no sistema monetário europeu (SME) durante o verão de 1992, não deixa dúvida sobre o papel relevante dos fundos de pensão e dos fundos mútuos nas crises cambiais. Depois de haver especificado que "as principais fontes de recursos dos mercados eram constituídas pelos investidores institucionais", esse relatório forneceu dados interessantes sobre o peso específico dos fundos anglo-saxões: estimou-se que 55% das transações nos mercados de câmbio foram realizadas pelos investidores americanos e 14,5%, pelos fundos britânicos, o que corresponde quase exatamente às proporções entre os ativos dos fundos de pensão dos dois lados do Atlântico (Goldstein *et alli*, 1993: 22-27).

Tabela 3.24 - Ativos dos Investidores Institucionais

US$ bilhões

	1980	1988	1990	1991	1992	1993
Fundos de Pensão						
Canadá	43,3	131,3	171,8	188,4	191,7	...
Alemanha	17,2	41,6	55,2	58,6	62 ,6	53,5
Japão	24,3	134,1	158,8	182,3	191,9	...
Reino Unido	151,3	483,9	583,6	642,9	670,5	695,7
Estados Unidos	667,7	1.919,2	2.257,3	3.070,9	3.334,3	3.571,4
Cias. Seguro de Vida						
Canadá	36,8	85,5	106,1	118,1	131,8	132,7
Alemanha	88,4	213,5	299,5	325,7	341,4	354,3
Japão	124,6	734,6	946,9	1.113,7	1.214,8	1.476,5
Reino Unido	145,7	358,9	447,9	516,7	574,7	619,3
Estados Unidos	464,2	1.132,7	1.367,4	1.505,3	1.624,5	1.784,9
Outras Cias. de Seguro						
Canadá	9,2	22,7	26,8	23,3	...	...
Alemanha	36,7	87,6	126,3	127,4	187,9	198,8
Japão	34,6	156,1	190,3	215,5	218,5	167,9
Reino Unido	31,3	72,2	85,2	89,6	95,6	97,1
Estados Unidos	182,1	453,9	529,2	591,6	628,7	640,8
Fundos Mútuos (1)						
Canadá	3,9	17,5	21,5	43,2	52,9	86,7
Alemanha (2)	22,4	99,9	145,5	166,2	171,6	205,2
Japão (3)	60,8	433,9	353,5	323,9	346,9	448,7
Reino Unido	16,8	76,7	91,5	104,4	91,2	141,3
Estados Unidos	292,9	810,3	1.066,9	1.348,2	1.595,4	2.011,3
Total						
Canadá	93,2	257,0	326,2	373,0	376,4	...
Alemanha	164,7	442,6	626,5	677,9	763,5	811,8
Japão	244,3	1.458,7	1.649,5	1.835,4	1.972,1	...
Reino Unido	345,1	991,7	1.208,2	1.353,6	1.432,0	1.553,4
Estados Unidos	1.606,9	4.316,1	5.220,8	6.516,0	7.182,9	8.008,4
Total (% do PIB)						
Canadá	35,2	52,2	56,8	63,3	66,1	...
Alemanha	20,3	37,1	41,7	42,7	42,7	47,4
Japão	23,1	50,3	56,3	54,8	53,8	...
Reino Unido	64,1	118,3	123,5	133,8	137,1	165,3
Estados Unidos	59,3	88,1	94,5	113,9	119,0	125,6

Notas: (1) Os valores na primeira coluna referem-se ao ano de 1983, exceto para o Canadá.
(2) Fundos públicos e especiais.
(3) *Investment trusts.*

Fonte: Folkerts-Landau & Ito *et alli* (1995: 166).

Tabela 3.25 - Participação dos Ativos Mantidos pelos Bancos e Investidores Institucionais (a)

Em percentagem

		1970	1975	1980	1985	1990	1994	1970-1994 (b)
Reino Unido	Bancos	0.58	0.65	0.64	0.56	0.55	0.47	-0.11
	I.Institucionais	0.28	0.24	0.26	0.33	0.32	0.36	0.08
Estados Unidos	Bancos	0.58	0.59	0.58	0.53	0.44	0.33	-0.25
	I.Institucionais	0.31	0.28	0.31	0.35	0.39	0.44	0.13
Canadá	Bancos	0.45	0.51	0.55	0.49	0.44	0.44	0.00
	I.Institucionais	0.23	0.20	0.19	0.24	0.25	0.27	0.04
Alemanha	Bancos	0.84	0.85	0.86	0.84	0.83	0.78	-0.06
	I.Institucionais	0.10	0.11	0.12	0.15	0.17	0.22	0.12
Japão	Bancos	0.45	0.40	0.36	0.34	0.38	0.34	-0.11
	I.Institucionais	0.10	0.10	0.10	0.12	0.16	0.16	0.05
França (c)	Bancos	0.95	0.95	0.96	0.95	0.81	0.76	-0.19
	I.Institucionais	0.05	0.04	0.04	0.04	0.18	0.23	0.18
Itália	Bancos	0.98	0.98	0.98	0.92	0.95	0.93	-0.04
	I.Institucionais	0.06	0.05	0.05	0.10	0.11	0.13	0.06
G-7	Bancos	0.69	0.70	0.70	0.66	0.63	0.58	-0.11
	I.Institucionais	0.16	0.14	0.15	0.19	0.23	0.26	0.10
Anglo-saxões	Bancos	0.53	0.58	0.59	0.52	0.48	0.41	-0.12
	I.Institucionais	0.28	0.24	0.25	0.31	0.32	0.36	0.08
ECJ (d)	Bancos	0.80	0.80	0.79	0.76	0.74	0.70	-0.10
	I.Institucionais	0.08	0.07	0.08	0.10	0.16	0.18	0.10

Notas: (a) Exclui outras instituições não classificadas como bancos e investidores institucionais.
(b) Variação em termos percentuais.
(c) Devemos salientar que, na França, os fundos de investimento coletivos são os investidores institucionais relevantes, mas são controlados pelos próprios bancos.
(d) Países da Europa continental e Japão.

Fonte: Davis (1996: 52).

Tabela 3.26 - Composição do Portfólio dos Fundos de Pensão dos Países do G-7, em 1994

Em percentagem

	Ações	Bônus e Empréstimos	Imóveis e Depósitos	Ativos Líquidos	Ativos Estrangeiros (a)
Reino Unido	70	14	6	4	20
Estados Unidos	48	38	0	7	10
Canadá	38	49	3	7	9
Alemanha	18	70	6	2	1
Japão	27	61	2	3	7
França	20	67	11	2	2
Itália	14	72	10	5	4

Nota: (a) Percentagem de ativos estrangeiros distribuídos nos dados anteriores (à esquerda).
Fonte: Davis (1996: 57)

Tabela 3.27 - Composição dos Portfólios dos 10 Maiores Administradores de Fundos de Investimentos

Primeiro trimestre de 1996/Valores em percentagem

Fundos de Investimento
A. Merrill Lynch (EUA)
B. Lehamn Brothers (EUA)
C. Nikko Securities
D. Daiwa Europe
E. Crédit Agricole
F. Robeco Group Asset Management
G. Bank Julius Baer (Zurich)
H. UBS International Investment
I. Commerz International Capital Management
J. Credit Suisse Asset Management

Tipo de Instrumento										
	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J
Ações	45	78	75	60	52	50	45	36	60	33
Bônus	50	14	25	40	40	45	45	54	40	50
Moeda	5	8	0	0	8	5	10	10	0	17
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Origens das Ações										
	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J
América										
Estados Unidos	36	51	35	25	28	30	28	28	35	29
Outros	4	3	1	5	2	3	2	0	2	2
Europa										
Grã-Bretanha	7	4	7	9	3	2	7	12	6	8
Alemanha	3	2	7	7	8	10	9	6	8	4
França	3	2	2	5	10	7	5	15	4	6
Outros	10	8	1	14	15	13	9	13	12	14
Ásia										
Japão	24	20	35	27	28	25	30	17	26	30
Outros	13	10	12	8	6	10	10	9	7	7
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Moeda dos Bônus										
	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J
Dólar	46	61	50	38	30	32	46	25	39	33
Iene	13	5	15	15	15	18	0	11	9	18
Libra Esterlina	3	4	4	9	3	4	5	5	6	7
Marco Alemão	4	12	15	10	15	10	18	32	14	16
Franco Francês	4	10	5	4	10	8	5	8	6	8
Outros	30	8	11	24	27	28	26	19	26	18
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Fonte: *The Economist* (13.04.1997, p. 71).

O montante de títulos estrangeiros detidos pelos investidores institucionais como um todo é avaliado em cerca de US$ 1 trilhão, cerca de 10% do total de seus ativos (US$ 9,9 trilhões em 1993). Verificamos ainda que a participação das *securities* estrangeiras está aumentando nos portfólios de alguns investidores institucionais. Especificamente, a participação de ativos estrangeiros em fundos de pensão mostrou uma tendência gradual e ascendente de 1980 a 1993, variando em torno de 4,5% na Alemanha, 20% no Reino Unido, 10,3% no Canadá, 9,0% no Japão e 5,7% nos Estados Unidos (ver tabela 3.28).

Enquanto que parece haver uma tendência gradual de diversificação internacional nos portfólios dos fundos de pensão, o comportamento das companhias de seguro é menos evidente. No mesmo período, elas não ampliaram a diversificação internacional e em diversos países houve uma redução na década de 90. Tampouco apresentaram um grau de

diversificação internacional como os fundos de pensão, exceto no Japão e no Reino Unido. O desempenho das companhias de seguro canadenses parece ilustrar as tendências mais gerais no período 1980-93: as participações dos ativos estrangeiros nas companhias de seguro representaram apenas 1/6 do volume nos fundos de pensão; os fundos de pensão mais do que duplicaram sua participação em ativos estrangeiros; e as empresas seguradoras reduziram sua participação quase pela metade.

Tabela 3.28 - *Securities* Estrangeiras Mantidas pelos Investidores Institucionais

Em percentagem do total de ativos

	1980	1988	1990	1991	1992	1993
Fundos de Pensão						
Canadá	4.1	5.3	5.8	8.5	10.2	10.3
Alemanha	...	3.8	4.5	4.5	4.3	4.5
Japão	0.5	6.3	7.2	8.4	8.4	9.0
Reino Unido	10.1	16.5	18.0	20.8	22.0	19.7
Estados Unidos	0.7	2.7	4.2	4.1	4.6	5.7
Cias. de Seguro de Vida						
Canadá	3.3	1.9	1.6	1.9	2.3	1.8
Alemanha	0.6	0.6	1.0	1.0	...	...
Japão	2.7	14.2	13.5	12.5	11.4	9.0
Reino Unido	5.5	9.5	10.8	12.4	12.7	11.6
Estados Unidos	4.1	3.6	3.6	3.6	3.7	...
Fundos Mútuos						
Canadá	19.9	19.5	17.5	16.2	16.7	17.1
Alemanha	...	...	56.3	53.5	47.6	45.2
Japão (a)	...	9.1	7.9	13.0	9.9	...
Reino Unido	...	...	37.1	39.2	37.9	36.0
Estados Unidos	...	...	...	6.6	...	10.1

Nota: *Investment trusts*.
Fonte: Folkerts-Landau & Ito *et alli* (1995: 168).

O portfólio agregado dos fundos mútuos apresentou diversas características que merecem destaque. Em primeiro lugar, os fundos mútuos no Canadá, Alemanha e Reino Unido eram mais diversificados internacionalmente do que os dos Estados Unidos e do Japão. Em segundo lugar, os fundos mútuos americanos mostraram uma clara tendência em ampliar a diversificação internacional, enquanto os fundos mútuos nos outros países estabilizaram ou reduziram sua participação em ativos estrangeiros. Em terceiro lugar, os fundos mútuos na maioria dos países (exceto o Japão) eram significativamente mais diversificados internacionalmente do que outros investidores institucionais. Mesmo nos EUA, onde os fundos mútuos estavam entre os menos diversificados, seus ativos estrangeiros como proporção do total de ativos eram mais do que o dobro dos fundos de pensão e das companhias de seguro.

Em suma, a despeito da tendência geral de diversificação internacional dos portfólios dos investidores institucionais, sobretudo dos fundos mútuos e de pensão, observamos que essa

tendência é ofuscada pela pequena participação das *securities* estrangeiras, principalmente nas companhias de seguro.

Formalmente, um portfólio idealmente diversificado para um investidor individual deveria contar com uma proporção de ativos por país, de acordo com a razão entre a capitalização do mercado do país e a capitalização do mercado mundial (em princípio, deveria incluir ações, bônus, imóveis, etc.). Utilizando-se das medidas de capitalização de mercado da International Finance Corporation (Banco Mundial), esse "portfólio mundial" em 1993 deveria contar com: 37% de seus investimentos nos Estados Unidos, 21% no Japão, 8% no Reino Unido, 22% nos outros países industriais e menos de 12% nos mercados emergentes[95]. Embora o grau de diversificação internacional dos fundos mútuos agregados seja maior do que o de outros investidores institucionais, todos os portfólios destes são muito menos diversificados internacionalmente do que esse "portfólio mundial" (Folkerts-Landau & Ito *et alii*, 1995: 168).

Ainda que a proporção de ativos estrangeiros nos portfólios dos investidores institucionais seja menor do que o padrão ideal de diversificação - *benchmark* -, eles representam um montante considerável de recursos sobrevoando as principais praças financeiras mundiais. Por exemplo, em 1993 a participação de ativos estrangeiros de 5,7% nos fundos de pensão americanos correspondia a US$ 203,6 bilhões. Com as companhias de seguro e os fundos mútuos americanos detendo quantidades praticamente equivalentes, os três principais investidores institucionais controlavam cerca de US$ 400 bilhões em *securities* estrangeiras.

Uma conjunção de vários fatores pode explicar a relativamente pequena participação das *securities* estrangeiras nos portfólios dos investidores institucionais: os processos de diversificação internacional são ainda muito recentes, maiores custos de transações, riscos

---

[95] É questionável esse padrão para se comparar a participação dos mercados emergentes nos portfólios dos investidores institucionais e verificar até que ponto se obteve uma diversificação internacional ótima. Os administradores de portfólio de inúmeras instituições relatam que um *benchmark* relevante não é um portfólio baseado na capitalização do mercado, mas um *benchmark* mais restrito, tais como um índice de bolsa doméstica para os fundos mútuos ou uma média de portfólio de outros investidores institucionais (fundos de pensão, fundações e investimentos fiduciários). Ademais, um *benchmark* baseado na capitalização do mercado pode ser criticado por ignorar diferenças entre os países: grau de liquidez, práticas contábeis, grau de informações, capitalização de mercado das empresas cujas ações são negociadas em bolsas como percentagem da capitalização de todas as empresas domésticas, custos de transações e sistemas de custódia e liquidação. Isso parece relevante, uma vez que os investidores institucionais argumentam que tais fatores, sobretudo a liquidez, são fundamentais para explicar a reduzida participação de *securities* dos mercados emergentes em seus portfólios. Mesmo os administradores de fundos de pensão e investimentos fiduciários que poderiam não ter as mesmas preocupações com a liquidez, como os fundos mútuos (dado o risco de resgates), afirmam que a rotação (*turnover*) dos seus portfólios é bastante alta, em torno de 75% e, portanto, a liquidez tem um papel importante nas decisões de alocação dos portfólios (Folkerts-Landau & Ito *et alii*, 1995).

cambiais, incerteza quanto ao retorno esperado, desconhecimento dos mercados estrangeiros e das leis tributárias, etc. Essa falta de familiaridade com as economias e os mercados estrangeiros faz com que os pesos "ótimos" dos ativos em diferentes moedas sejam muito instáveis, flutuando ao sabor das convenções reinantes nos mercados[96]. Outra razão para o limitado grau de diversificação dos portfólios dos investidores institucionais dos países industrializados pode ser a imposição de restrições legais sobre a posse de ativos estrangeiros (sobretudo no Canadá, Japão, França, Alemanha). Porém, algumas pesquisas indicam avanços significativos na diversificação internacional dos investidores institucionais. Por exemplo, estima-se que os ativos estrangeiros dos fundos de pensão privados dos Estados Unidos correspondam a 9,5 % dos ativos totais até o final de 1995, o que representa um aumento de mais de 100% em 3 anos. Essas estimativas são confirmadas por uma pesquisa recente nos EUA: em 1995, 51,3% dos fundos de pensão planejavam aumentar seus investimentos em ações estrangeiras, 21,4% planejavam expandir seus ativos em títulos de renda fixa [illegible]os e apenas cerca de 2% planejavam reduzir um ou outro (Folkerts-Landau & Ito *et alli*, 1995)[97].

No que se refere aos mercados emergentes[98], os dados da IFC mostram que a capitalização dos mercados de ações emergentes representava menos de 12% da capitalização bursátil mundial (US$ 14 trilhões, sendo US$ 12,5 trilhões nos países desenvolvidos, dos quais US$ 5,2 trilhões nos Estados Unidos) em 1993. Entretanto, identificamos que, em média, os

---

[96] A título de exemplo, diante do crescimento sem precedentes do mercado acionário americano recente, os administradores de fundos americanos estão se voltando para o mercado de ações japonesas, latino-americanas e da Europa continental. O mercado menos atraente parece ser o inglês. O mesmo parece ocorrer com os administradores de fundos europeus e ingleses que estão vendendo ações americanas e concentrando suas preferências nas ações na própria Europa continental e no Japão. (Getúlio Bittencourt, *Gazeta Mercantil*, 15.10.1997, p. B-3).

[97] Outros dados divulgados sobre alguns grandes fundos de pensão comprovam a tendência de diversificação internacional dos portfólios. "O TIAA-CREF, o gigante fundo de pensão de Nova York com US$ 153,6 bilhões em ativos, dos quais 13,4% estão investidos em *securities* não-americanas. Metade dos US$ 40 bilhões do fundo de pensão patrocinado pela AT&T são investidos em ações de empresas americanas, 12% em ações de empresas estrangeiras, 7% em investimentos alternativos, 10% em imóveis e propriedades e 21% em títulos de renda fixa. O fundo de pensão da Philip Morris investe 65% do seu patrimônio em ações (14% internacional), cerca de 3% em investimentos alternativos e aproximadamente 32% em papéis de renda fixa. Já o fundo de pensão da Crysler Corporation, com um patrimônio da ordem de US$ 12 bilhões, ampliou os seus investimentos em ações estrangeiras, em um período de 4 anos, de 2,5% para 13%" (Freitas, 1997: 37).

[98] A partir de 1989, quando os Estados Unidos baixaram unilateralmente a taxa de juros do mercado monetário para 4,5%, verificou-se uma aceleração do crescimento e da globalização dos mercados futuros de juros e de câmbio, bem como dos mercados de títulos e ações, com a saída dos investidores institucionais em busca dos chamados "mercados emergentes" da Ásia, América Latina e Europa Oriental.

investidores institucionais mantinham menos de 12% de seus ativos em títulos dos mercados emergentes, contrariando as proposições de um portfólio mundial ideal.

Uma medida indireta do grau em que os investidores institucionais aumentaram a participação de *securities* de mercados emergentes pode ser apresentada pelos dados sobre os fluxos de portfólios dos países industrializados para os mercados emergentes. Esses dados representam uma medida aproximada, pois a saída bruta de recursos dos países industriais incluem operações transfronteiras de indivíduos. Contudo, a maioria dos fluxos de portfólio para os países emergentes provém dos investidores institucionais. Isso sugere que a razão entre o influxo total de portfólio nos mercado emergentes e a saída de todos os países industrializados fornece uma medida dos fluxos dos investidores institucionais que são direcionados aos mercados estrangeiros (Folkerts-Landau & Ito *et alii*, 1995).

De acordo com essa razão, a participação dos investidores institucionais nos mercados emergentes aumentou de forma acelerada (ver tabela 3.29). Esses dados sugerem que em 1993 mais de US$ 16,00 de cada novos US$ 100,00 em investimento estrangeiros foram direcionados aos mercados emergentes, em comparação a US$ 0,50 em 1987. Ademais, os títulos latino-americanos absorveram uma grande parcela desses recursos; sendo que o México [illegible] fluxos totais aos países emergentes. Para os organismos multilaterais e a imprensa financeira internacional, o México representava o paradigma da liberalização financeira dos países emergentes, até a crise que se abateu sobre o país no final de 1994.

Tabela 3.29 - Fluxo de Investimentos em *Securities* dos Países Industrializados para os Mercados Emergentes

Em percentagem dos fluxos de investimentos em *securities* estrangeiras

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
África	-0.6	-0.1	-0.1	-0.2	-	1.1	-0.1
Ásia	1.6	0.2	0.8	0.6	1.5	2.3	2.7
Europa	0.2	0.6	0.6	0.4	.03	1.0	1.7
Oriente Médio	0.3	2.2	0.4	0.4	0.3	0.2	0.5
América Latina	-1.0	0.2	-0.4	10.7	8.1	10.2	11.4
México	-0.8	0.5	0.1	2.0	4.2	5.6	5.7
Total dos Mercados Emergentes	0.4	3.0	1.2	11.9	10.2	14.8	16.3
Memo							
Fluxos Originados nos Países Industrializados (US$ bilhões)	123.4	207.5	276.4	170.1	306.8	320.3	495.3
Capitalização dos Mercados Emergentes como Percentagem da Capitalização Mundial (%)	4.1	5.0	6.3	6.5	7.5	8.8	11.6
Capitalização do Mercado Mexicano como Percentagem da Capitalização Mundial (%)	0.1	0.1	0.2	0.3	0.9	1.3	1.4

Fonte: Folkerts-Landau & Ito *et alii* (1995: 168).

É sabido que os investidores institucionais americanos, sobretudo os fundos mútuos, são a principal fonte dos fluxos de portfólio para os países emergentes da América Latina. De modo geral, os investidores dos países emergentes da Ásia são mais diversificados, incluindo recursos da Europa, dos Estados Unidos e do Japão. Como participação dos recursos totais investidos, a quantidade de *securities* estrangeiras em poder dos investidores institucionais americanos é inferior à mantida por investidores institucionais de outros países. Todavia, dado o tamanho dos investidores institucionais americanos, isso significa que o valor em dólar investido nos mercados emergentes, especialmente na América Latina, é substancial[99].

Em 1993, os investidores institucionais americanos detinham 30% dos US$ 425 bilhões do estoque de dívida emitida pelos mercados emergentes, incluindo US$ 80 bilhões em *Brady bonds*, US$ 254 bilhões em empréstimos bancários, US$ 91 bilhões em eurobônus, bônus globais e *yankee bonds*. Essa proporção se aproxima das estimativas do IFC de que 20% a 50% do influxo líquido para os países emergentes originou-se nos Estados Unidos. Esse interesse dos investidores institucionais americanos nos mercados emergentes tem sido [illegible] fundos mútuos. Estima-se que, em 1993, os fundos mútuos americanos investiram a quantidade líquida de US$ 20 bilhões nos mercados emergentes, atingindo um volume total de US$ 100 bilhões. Essa posição nos mercados emergentes significa quase a metade do total dos ativos estrangeiros investidos pelos fundos mútuos. Portanto, os fundos mútuos americanos diversificaram significativamente seus portfólios nos mercados emergentes. Os fundos mútuos fechados também fizeram grandes investimentos nesses mercados. Estima-se que em setembro de 1994, os ativos dos mercados emergentes mantidos pelos fundos fechados americanos totalizavam US$ 45 bilhões (Folkerts-Landau & Ito *et alii*, 1995).

Em 1994 e início de 1995, as contribuições líquidas dos fundos mútuos americanos (abertos e fechados) para os fundos internacionais relacionados aos mercados emergentes diminuíram, em função da crise mexicana (ver tabela 3.30). As contribuições em janeiro de 1995 formam apenas uma pequena fração daquelas de um ano antes. Esse movimento evidencia a volatilidade desses fluxos[100].

---

[99] No fim de 1995, os ativos dos investidores institucionais americanos atingiram US$ 11,5 trilhões, o que corresponde a 159% do PIB dos Estados Unidos naquele ano.

[100] A administradora de fundos mútuos, Fidelity Investments, com ativos de US$ 300 bilhões criou seis novos fundos, de um único país (*country funds*) e regionais. Os quatro novos *country funds* abrangeriam: França, Alemanha, Reino Unido e um para pequenas companhias japonesas. Haveria, ainda, um fundo para Hong Kong e China e, outro para os países nórdicos (Suécia, Dinamarca, Noruega e Finlândia). Cada fundo deverá investir pelo menos 65% do total de seus ativos em um único país ou região. O desempenho econômico deverá estar estritamente ligado às condições econômicas e políticas dentro da área focalizada,

Tabela 3.30 - Fundos Mútuos Americanos Abertos ou Fechados Operando com Ativos Internacionais

Entrada líquida de recursos em US$ milhões

	jan/1994	jul/1994	dez/1994	jan/1995
Fundos Internacionais de Ações (a)				
de Crescimento	3.626	1.706	359	539
de Mercados Emergentes	1.398	224	-58	89
de Elevado Retorno	495	89	-94	24
Latino-americanas	858	65	-80	21
de um País Específico	6	20	-2	-14
de Empresas Emergentes (b)	299	105	-23	-20
de Empresas Chinesas	75	23	-20	-26
de Empresas Canadenses	47	67	-2	-35
de Empresas Japonesas	182	59	-32	-55
de Empresas Européias	435	103	-108	-109
do Pacífico e do Japão	402	171	-27	-74
do Pacífico sem o Japão	124	117	-49	-83
Fundos Globais (a)				
de Crescimento	1.468	702	373	259
de Pequenas Empresas	285	93	28	78
de Elevado Retorno	320	78	26	27
de Ações Setoriais	336	27	-27	-9
de Alocação de Ativos	859	213	-114	-30
Subtotal (1)	11.214	3.864	151	583
Fundos Internacionais de Bônus (a)				
de um País Específico	-1	-1	-1	-
de Mercados Emergentes	142	11	-47	-40
Fundos Globais de Bônus (a)				
de Governos	79	-32	-88	-101
da América do Norte	554	-130	-442	-237
de Curto Prazo	-218	-305	-311	-329
	420	-231	-233	-374
	976	-668	-1.123	-1.081
	12.191	3.195	-971	-498

Fundos Internacionais investem apenas em *securities* estrangeiras (não-americanas), Fundos Globais investem em *securities* americanas e estrangeiras.

(b) Ou seja, *Small Cap*.

Fonte: Folkerts-Landau & Ito *et alii* (1995: 173).

Ao contrário do apetite dos fundos mútuos americanos pelas *securities* dos mercados emergentes[101], aparentemente os fundos de pensão americanos têm um interesse mais limitado

inclusive o risco monetário - de flutuação das moedas -, que pode alterar rapidamente a rentabilidade de um fundo. Os fundos estrangeiros altamente concentrados estão entre os mais arriscados do mundo, costumam aparecer no primeiro ou nos últimos lugares dos quadros de desempenho. O setor de fundos por país é considerado um instrumento para investidores entrarem e saírem rapidamente dos mercados. São, portanto, altamente voláteis (*Gazeta Mercantil*, 3.11.95).

[101] De acordo com a revista *The Economist* (28.4.97): "muitos administradores de investimentos vêm fazendo o impossível para conseguir os bônus do governo búlgaro (*zunks*), bem como os títulos do Tesouro queniano, os bônus de confisco de terra nicaragüenses ou os títulos de dívida de empresas telefônicas venezuelanas. Se possuir rótulo de 'mercados emergentes', quase qualquer investimento de renda fixa tem demanda (bônus do governo lituano, polonês, filipino, equatoriano, etc.). Em 1996, os fundos que detinham esses títulos tiveram ganhos elevados e rápidos; o Índice J.P. Morgan de Bônus de Mercados Emergentes subiu 39,3%."

nos mercados emergentes. Os investimentos dos fundos de pensão nos mercados emergentes em 1992-1993 ficaram abaixo de 1% dos ativos totais e a média da participação nos mercados emergentes foi estimada em 0,5 % dos ativos totais[102]. Essa estimativa coloca o valor das *securities* dos mercados emergentes nos fundos de pensão em cerca de US$ 18 bilhões, menos de 1/5 dos ativos dos fundos mútuos americanos nos mercados emergentes em 1993.

Noutras palavras, esse dados explicitam que houve uma mudança importante no período recente por parte dos investidores institucionais em direção a uma maior diversificação internacional dos portfólios, incluindo uma fração marginal, mas crescente, aos mercados emergentes, a fim de capturar rendimentos em mercados que oferecem taxas de juros mais elevadas ou apresentem perspectivas de altos ganhos de capital. Esses dados demonstram também o caráter "incompleto", "imperfeito" e "desigual" da mundialização financeira em diversos planos, uma vez que a intensidade da interconexão varia entre os diferentes segmentos dos mercados e entre os diversos sistemas nacionais, sendo, portanto, altamente hierarquizada[103]. De um lado, essas especificidades se caracterizam por uma interligação entre os mercados nacionais que jamais perdem todo seu caráter nacional, até mesmo "provinciano", que se manifesta sobretudo no fato de que nem todas as instituições financeiras tiram partido desse processo. Algumas estão em condições de explorar todas as oportunidades de ganhos de capital que a dinâmica específica entre uniformização e diferenciação dos mercados lhes oferece. Outras, ao contrário, permanecem "ancoradas" no espaço nacional (Chesnais, 1996b: 265).

De outro lado, a inserção dos países nesse processo de globalização financeira é hierarquizada e assimétrica. Ou seja, a liberalização externa e a desregulamentação dos sistemas nacionais, antes fechados e segmentados, permitiram a emergência de um espaço financeiro mundial. Entretanto, não suprimiram os sistemas financeiros nacionais[104]. Estes simplesmente

---

[102] Porém, o fundo de pensão General Motors Investment Management Corporation, com ativos de US$ 65 bilhões, destina 5% dos seus ativos a investimentos no capital acionário de empresas localizadas na América Latina, em países asiáticos (Índia, Indonésia, Tailândia, Malásia, Cingapura e Coréia), na Europa Central e do Leste.

[103] Esse caráter desigual é reconhecido até mesmo pela revista *The Economist*, um dos arautos da globalização financeira. Um artigo recente ("A onda global não banha ainda todas as praias", republicado na *Gazeta Mercantil*, 29.10.1997, p. B-20) mostra que as restrições aos fluxos de capitais caíram e, conseqüentemente, as entradas e saídas se elevaram de forma acentuada nos últimos anos, porém "apesar de todo exagero, um mercado global de capital ainda não existe", seja no que se refere aos países emergentes (onde apenas 10% do investimento doméstico foi financiado por capitais externos), seja entre os países industrializados (onde permanece um diferencial de taxas de juros de curto prazo, dado o risco de uma desvalorização não prevista na taxa de câmbio).

[104] Na verdade, o desequilíbrio entre os mercados financeiros que operam em escala global e as regulamentações nacionais constituem a maior fonte de ganho especulativo, ampliando enormemente a

integraram-se em um conjunto que possui três particularidades. Primeiro, o sistema financeiro americano domina os outros, devido à posição do dólar no mercado mundial, bem como à dimensão dos seus mercados de títulos e de ações. Segundo, inexistem instâncias supranacionais de supervisão e controle devido ao "desenvolvimento desigual" dos países (mesmo entre os membros da OCDE). A concorrência entre os países, em que um dos instrumentos é a moeda e o outro as finanças, não desapareceu. Ao contrário, foi amplificada com a liberalização e a desregulamentação financeira, dificultando a construção dessas instâncias supranacionais de regulação. Terceiro, "a unidade dos mercados é garantida pelos operadores financeiros", de acordo com cada segmento (câmbio, títulos, ações, etc.) em diferentes graus (Chesnais, 1996a: 10-11).

Assim, os Estados Unidos, usufruindo de seu poder militar e financeiro, impõem a predominância de sua moeda, ao mesmo tempo em que mantêm um déficit elevado e persistente em conta corrente e uma posição devedora externa. Isso significa que os mercados financeiros parecem dispostos a aceitar, a despeito das flutuações do valor do dólar, que os [illegible]os exerçam, dentro de limites bastante elásticos, o privilégio da senhoriagem internacional. Dessa forma, os Estados Unidos cumprem um papel fundamental na gestão da mundialização financeira: "o *hot money* conta, nos Estados Unidos, com um mercado amplo e profundo, onde imagina poder descansar das aventuras em praças exóticas. A existência de um volume respeitável de papéis do governo americano, reputados por seu baixo risco e excelente liquidez, tem permitido que a reversão dos episódios especulativos - com ações, imóveis ou ativos estrangeiros -, seja amortecida por um movimento compensatório no preço dos títulos públicos americanos. Os títulos da dívida pública americana são vistos, portanto, como um refúgio seguro nos momentos em que a confiança dos investidores globais é abalada (como na crise mexicana de 1994 e dos países asiáticos em 1997). Isso significa que o fortalecimento da função de reserva universal de valor, exercida pelo dólar, decorre fundamentalmente das características de seu mercado financeiro e do papel crucial desempenhado pelo Estado americano como prestamista e devedor de última instância" (Belluzzo, 1997a: 8) [105].

---

rentabilidade da circulação financeira internacional. De modo geral, os investidores procuram explorar as "anomalias" dos mercados e freqüentemente vendem suas posições tão rapidamente quanto as adquiriu. Cf. a revista *The Economist* (7.10.1995, p. 29): "o Fundo Quantum de George Soros e outros *hedge funds* dedicam muito tempo estudando os fundamentos econômicos e políticos de diferentes países, buscando situações de 'desequilíbrio' que oferecem oportunidades lucrativas".

[105] A título de exemplo, sobre o papel do dólar como moeda internacional, observa-se que as turbulências cambiais no Sudeste Asiático entre maio e setembro de 1997, bem como as incertezas que envolvem o futuro do euro - a moeda única européia - sinalizaram um fortalecimento e não um enfraquecimento do dólar. De acordo com o BIS, a preferência dos investidores internacionais por ativos de longo prazo

Apesar das turbulências e flutuações cambiais, ou mesmo por causa delas, a presença do dólar em pelo menos uma das pontas das operações de derivativos cambiais (*swaps*, opções e futuro) e arbitragens nos principais mercados de câmbio e de títulos consolida a posição dominante da moeda americana nos mercados financeiros globalizados. Isso amplia a influência do dólar como referencial financeiro básico da economia internacional. Segundo Tavares & Melin (1997: 9): "o dólar tornou-se o denominador comum da financeirização crescente, em particular dos mercados globalizados. Nesses mercados, a denominação em dólar nas operações plurimonetárias cumpre três funções primordiais para o capital internacional: provê liquidez instantânea em qualquer mercado; garante segurança nas operações de risco; e serve como unidade de conta da riqueza financeira virtual, presente e futura".

Nesse sentido, o papel contemporâneo desempenhado pelo dólar como reserva de valor não se circunscreve aos limites de um padrão monetário clássico. O valor do dólar decorre da capacidade de os Estados Unidos manterem sua dívida pública como título de segurança do sistema financeiro global. A taxa de juros americana, ao servir de referência para o crescimento das transações financeiras globais, induz à denominação das operações de securitização em geral (e, em particular, dos instrumentos de derivativos cambiais) em dólar. Além disso, as transações comerciais das grandes corporações transnacionais e seus preços praticados são denominados em dólar, qualquer que seja a paridade cambial vigente nos mercados nacionais. "Isso significa que o dólar não é um padrão de valor no sentido tradicional dos regimes monetários internacionais anteriores (padrão ouro-libra e padrão ouro-dólar), mas cumpre, sobretudo, o papel mais importante de moeda financeira em um sistema desregulado em que não há paridades cambiais fixas, vale dizer, sem um padrão monetário rígido. Como é óbvio nesse sistema monetário 'financeirizado', as funções centrais do dólar são a segurança e a arbitragem" (Tavares & Melin, 1997: 10).

A globalização financeira, a partir dos Estados Unidos e ancorada na moeda americana consolidou um amplo mercado global de moedas. Salientaremos algumas características básicas desse mercado. Em primeiro lugar, o mercado cambial é o maior e o mais extenso mercado financeiro mundial. De acordo com o BIS, em abril de 1995 o movimento médio

---

denominados em dólar cresceu substancialmente no segundo trimestre deste ano. Esse movimento foi qualificado pelo BIS como "um vôo para a qualidade". A participação dos ativos em dólar no mercado internacional de bônus e títulos de renda fixa foi ampliada de 42% para 50% no período entre abril e junho deste ano sobre o primeiro trimestre, enquanto os ativos de longo prazo denominados em moedas européias sofreram uma queda abrupta de 38% para 29%, o mais baixo nível da década de 90 (Prado, 1997).

diário do mercado de moedas global era estimado em US$ 1,3 trilhão[106]. Comparativamente, nesse mesmo período, o movimento médio diário do segundo maior mercado financeiro - os títulos do governo americano - foi de US$ 175 bilhões (excluindo os acordo de recompra); no conjunto dos 10 maiores mercados acionários do mundo o movimento foi de apenas US$ 42 bilhões.

Em segundo lugar, os participantes do mercado de divisas estão cada vez mais espalhados por todo o planeta, mas a maioria das transações ainda é efetuada em Londres, Nova York e Tóquio. Londres domina os mercados de moedas com 30% de todas as transações; a parcela de Nova York é de 16%. A proporção de Tóquio (10%) vem sendo gradativamente reduzida pelo avanço dos mercados de Cingapura e Hong Kong, que estão ganhando proeminência. Cingapura tornou-se o quarto maior mercado cambial do mundo e Hong Kong superou a Suíça, tornando-se o quinto (ver tabela 3.31). O mercado de moedas associado aos avanços tecnológicos está construindo uma malha que avança e se interliga de forma célere.

Mercados Cambiais nos Principais Centros Financeiros (a)

Médias diárias em US$ bilhões

	Abril 1989	Abril 1992	Abril 1995
Reino Unido	184	290	464
Estados Unidos	115	167	244
Japão	111	120	161
Cingapura	55	74	105
Hong Kong	49	60	90
Suíça	56	66	87
Outros (b)	148	299	420
Total	718	1.076	1.571

Notas: (a) Os dados são ajustados em função da dupla contabilização, exceto para 1992.
(b) Inclui África do Sul, Alemanha, Austrália, Áustria, Barein, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Espanha, Finlândia, França, Grécia, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Nova Zelândia, Noruega, Países Baixos, Portugal e Suécia.
Fonte: BIS (1996c).

Em terceiro lugar, aproximadamente 64% das transações diárias com divisas ocorrem entre instituições bancárias. Cerca de 16% das transações envolvem clientes não-financeiros, um grupo cada vez mais diversificado. Originalmente, esse grupo constituía-se sobretudo de clientes que efetuavam transações relacionadas com o comércio exterior; atualmente, inclui investidores internacionais, especuladores e outros. Os 20% restantes das transações envolvem outras instituições financeiras fora os bancos, sobretudo corretoras de valores que atuam nos

[106] Os mercados de câmbio são o segmento do mercado financeiro global que registrou o maior crescimento, pois ao longo da década de 80 o volume de transações multiplicou-se por dez. Esse elevado o volume de transações decorre do fato de que os bancos, bem como as companhias financeiras especializadas, e também os grupos industriais, alteram a composição de sua carteira de divisas, efetuando compras e vendas de moedas, várias vezes por dia. O objetivo declarado, do qual deriva a suposta legitimidade do mercado num contexto de taxas de câmbio flutuante, é dar cobertura a operações concretas sobre produtos, ou efetuar arbitragens sobre a carteira de divisas que todo grande grupo internacional precisa possuir necessariamente. Porém, neste mercado é muito tênue as fronteiras entre arbitragem e especulação.

mercados internacionais de moedas e ações, e entram nos mercados cambiais como intermediários. A concentração do mercado cambial aumentou a partir de 1992, pois continuou a crescer a participação dos grandes bancos. De 1992 a 1995, a fatia do mercado correspondente aos 10 maiores *dealers* aumentou de 44% para 51% em Tóquio, de 41% para 47% em Nova York e de 43% para 44% em Londres. Em 1995, os 20 maiores bancos responderam por 70% das transações diárias com moedas em Nova York contra 60% em 1992 e por 68% em Londres contra 63% em 1992 (Ito & Folkerts-Landau *et alli*, 1996).

Em quarto lugar, o mercado cambial é altamente líquido - as transações costumam ser vultosas e freqüentes. São comuns transações da ordem de US$ 200-500 milhões e, na maioria das vezes, não afetam as cotações. "Uma instituição chega a efetuar entre 3-4 mil operações cambiais num dia normal e cerca de 50% a mais num dia turbulento. As cotações podem mudar 20 vezes no espaço de um minuto, no caso das principais moedas, com a taxa dólar-marco alemão mudando até 18 mil vezes num único dia. Nos períodos mais agitados, um único *dealer* chega a efetuar uma operação a cada 2-4 minutos" (Ito & Folkerts-Landau *et alli*, 1996). Essas operações constituem a representação máxima da "cultura dos milésimos de segundo dos anos 90"[107].

Em quinto lugar, o crescimento desse mercado ocorre associado aos instrumentos derivativos em divisas. Segundo o BIS, em 1995 os instrumentos derivativos de balcão, envolvendo divisas, representavam 37% dos US$ 47,5 trilhões do valor nocional dos contratos em vigor. As estratégias de *hedge* de muitas opções "exóticas" ou comuns requerem a compra ou venda contínua das moedas básicas para manter as operações livres de risco. Então, geralmente dá-se preferência às moedas de maior liquidez, aumentando os volumes negociados nos mercados à vista.

Em sexto lugar, apresenta-se uma dificuldade crescente das políticas de regulação cambial dos bancos centrais, visto que seus ativos são inferiores e menos diversificados que os dos bancos internacionais. Por isso, seus instrumentos de intervenção perdem efetividade. A capacidade de intervenção no mercado à vista de câmbio é função dos níveis de reservas líquidas dos bancos centrais, relativamente muito inferiores às transações diárias[108]. As intervenções no mercado a

---

[107] A despeito da predominância do dólar nas transações internacionais, a existência de um mercado plurimonetário possibilita a realização de ganhos extraordinários em movimentos de arbitragens, quando há um diferencial expressivo entre as taxas de juros domésticas e as correspondentes flutuações na taxa de câmbio da moeda local por relação ao dólar.

[108] Segundo a revista *The Economist* (7.10.1995, p. 10): "os dados do *survey* do BIS de abril de 1995 sugerem que as transações diárias no mercado de câmbio se aproximam de US$ 1,3 trilhão. (...) O total das reservas em moedas estrangeiras dos países industrializados soma apenas US$ 640 bilhões".

termo dependem das reservas líquidas dos sistemas bancários nacionais e das conexões destes com o interbancário internacional e, assim, da capacidade de os bancos realizarem as operações determinadas pelos bancos centrais. A própria flutuação cambial, ao exacerbar as expectativas de mercado, aumenta a volatilidade da taxa de câmbio num sistema de alto potencial de liquidez e requer intervenções mais freqüentes, às vezes em direções opostas no mercado monetário, diminuindo a eficácia da política cambial (Miranda, 1992: 236-237).

Nesse sentido, verificamos que mudou a natureza das intervenções dos bancos centrais nos mercados privados de moedas. Atualmente, as intervenções não almejam determinar significativamente as posições relativas dos ativos denominados em diferentes moedas, ou ...nciar as alocações de fundos de forma categórica. Objetivam, sobretudo, sinalizar as futuras intenções das autoridades monetárias ao mercado. Isto é, mostram que o mercado cambial está sendo criteriosamente acompanhado e que as autoridades monetárias estão dispostas até mesmo a alterar as políticas monetária e fiscal vigente, caso as pressões sobre a taxa de câmbio continuem (Goodhart, 1994a: 38). As reservas cambiais são freqüentemente utilizadas para administrar (ou prevenir) as oscilações de curto prazo na taxa de câmbio e manter a trajetória cambial compatível com os objetivos política macroeconômica.

...rmação dos preços dos ativos financeiros

Em suma, os mercados monetários, financeiros e cambiais, com elevados volumes de transações, oferecem aos detentores de riqueza renovadas oportunidades de especulação quanto ao curso futuro das ativos e ensejam espaços importantes de arbitragem entre taxas de juros dos ativos emitidos em diferentes moedas. De acordo com "a teoria da eficiência dos mercados", que aplica o modelo de concorrência perfeita acrescido das expectativas racionais aos mercados financeiros e cambiais, as cotações dos títulos e moedas seriam eficientes na medida em que refletiriam todas as informações disponíveis no mercado. O preço de equilíbrio dos ativos seria estabelecido quando o conjunto de agentes possuíssem as mesmas informações. Essa concepção teórica pressupõe a existência de um agente representativo homogêneo, que expressaria um único comportamento descrito pelo modelo das expectativas racionais. Vale dizer, todos os operadores objetivariam otimizar seus rendimentos de acordo com a restrição do volume total de seus portfólios. As antecipações seriam ancoradas em leis econômicas supostamente estáveis (*economic fundamentals*), tais como paridade do poder de compra, diferença de taxas de juros, déficit público, financiamento do balanço de pagamento, etc.

Assim, se as informações estivessem amplamente disseminadas não haveria razões para apostas contra os preços estabelecidos pelo mercado. Estes incorporariam toda a possibilidade de variação, isto é, o componente não-antecipado da variação do preço seria nulo. Se houvesse um eventual desvio em relação ao preço de equilíbrio, seria por deficiência de informações. Ademais, como os desvios não são cumulativos por não estarem correlacionados, não haveria a possibilidade de bolhas especulativas ou desvios sistemáticos de preços.

Como vimos acima, o funcionamento dos mercados monetário, financeiro e cambial não corrobora essas hipóteses. Numa perspectiva mais concreta, observamos que os operadores dos mercados financeiros são diferentes, vale dizer, não têm o mesmo horizonte temporal, nem os mesmos comportamentos face aos riscos, tampouco os mesmos objetivos. A heterogeneidade das respostas às informações exerce influências sobre as expectativas de evolução futura dos mercados. Quando consideramos as interpretações dos agentes, devemos admitir que as expectativas podem ser auto-referenciais, isto é, que os preços são afetados pelas crenças dos agentes. Quando os preços confirmam uma crença, há uma auto-realização[109]. Como as crenças são diversas, pode haver equilíbrios múltiplos (Aglietta, 1996: p. 28).

Quando grupos de agentes possuem antecipações heterogêneas, a dinâmica dos preços depende da maneira com que a opinião coletiva do mercado se forma a partir das expectativas individuais e interativas. Analiticamente, podemos caracterizar de acordo com Aglietta (1996: 29) três grupos de operadores nesses mercados. Em primeiro lugar, temos os considerados "fundamentalistas" (ou *price informed investors*), que se apoiam em análises dos fundamentos, a partir de séries de preços passados ou tomando o preço atual como indicador do preço futuro. No entanto, como procuram e obtêm informações "novas" sobre os movimentos dos preços, levam em conta os impulsos dados aos mercados pelos outros grupos de operadores, na medida em que os impulsos afetam os preços. Em segundo lugar, os investidores institucionais ou indivíduos que detêm os recursos para investir, mas podem não dispor das informações relevantes. Eles tendem a esperar a identificação de uma tendência de alta nos preços para comprar e de baixa para vender. Atuam de forma a reforçar o sentido do

[109] No relatório do FMI sobre a crise do Sistema Monetário Europeu em 1992, temos uma evidente indicação dos processo de previsões "auto-realizáveis": "a distinção entre *hedging* e especulação perdeu-se claramente, quando a maioria dos participantes se convenceram - com razão ou não - de que iria haver grandes mudanças nas paridades das taxas de câmbio, e que eles podiam prever em que direção ocorreriam tais alterações" (Goldstein *et alii*, 1993: 22).

movimento que observam. Por essa razão, são chamados de *noise traders* ou grafistas[110]. Porém, podem apresentar um comportamento específico de reação a rumores, procurando realizar lucros especulativos, aproveitando-se da volatilidade dos mercados. Seu horizonte de tempo é, em geral, muito estreito (algumas horas ou algumas semanas)[111]. Em terceiro lugar, os administradores de portfólios com renda garantida (*portfolio insurance*). Geralmente, são representantes de investidores institucionais que administram grandes fundos de poupança contratual e diversificam seus riscos através da aquisição de contratos de índices representativos do conjunto do mercado. Procuram garantir que o valor de seu portfólio não caiará abaixo de um padrão mínimo predeterminado. Podem comprar opções de venda do portfólio (*put options*) para cobrir os contratos de índice de bolsa até seu vencimento. Podem ainda construir "opções sintéticas", combinando contratos de índice de bolsa com títulos sem risco. No primeiro método, são os bancos emissores dessas opções que se cobrem construindo "opções sintéticas"[112].

Forma de operação das finanças liberalizadas podem-se evidenciar movimentos especulativos de preços na mesma direção, configurando tendências de mercado. Verifica-se que os desvios em relação aos preços de equilíbrio estariam correlacionados. Ao lado dos operadores de mercado "fundamentalistas", encontramos os *noise traders* ou grafistas e os administradores de portfólios com renda garantida. Esses profissionais representam o que

---

[110] Diante da incerteza e da complexidade crescente dos mercados foram desenvolvidos alguns métodos (análise gráfica, análise quantitativa, etc.) que procuram captar as tendências, facilitando as tomadas de decisões dos agentes. Em grande parte, baseiam-se no estudo do comportamento passado dos preços por considerá-lo uma forma mais precisa de determinar a evolução futura. Os padrões de movimentos de preços procuram apreender as perspectivas de curto prazo dos mercados, criando uma espécie de convenção de mercado. Porém, sua proliferação pode transformá-los em mecanismos de profecias auto-realizáveis. As variações das análises garantem que os participantes dos mercados não sejam unívocos em uma única direção. Entretanto, em determinados momentos, basta que a grande maioria siga a mesma tendência para que a convenção deixe de funcionar. Além disso, alguns críticos desses sistemas sublinham a dificuldade de se avaliar a partir de elementos da situação passada e presente, a evolução futura da cotação dos diversos ativos

[111] Na verdade, essa distinção entre agentes fundamentalistas e grafistas representa mais uma estilização para se contrapor à "teoria dos mercados eficientes". De fato, um agente pode assumir ora posições grafistas, ora posições fundamentalistas, ora as duas simultaneamente, ora nenhuma das duas, de acordo com o momento ou o horizonte de cálculo pertinente ao ativo em questão, ou ainda de acordo com a convenção reinante no mercado.

[112] A tipologia de Aglietta (1996: 29) inclui ainda um quarto grupo de operadores com um horizonte muito estreito, devido à natureza das operações que efetuam. São os agentes que vendem ou compram títulos em função de suas próprias necessidades de liquidez, o que evidentemente não tem nada a ver com os fundamentos do mercado. Para nossos propósitos, qual seja, mostrar o processo de formação dos preços dos ativos, são pouco relevantes.

"todo mundo pensa igual ao mesmo tempo"[113]. Os mínimos rumores ou novos boatos se revestem de uma importância considerável em decorrência da "miopia dos operadores". Nesse contexto, as expectativas vão-se formando de acordo com um "processo mimético". Cada operador baseia suas expectativas naquilo que deverá ser a opinião média do mercado, e não em informações econômicas exógenas, como, por exemplo, o lucro das empresas ou o crescimento econômico esperado. Keynes (1936) formulou a especulação exatamente como "a atividade que consiste em prever a psicologia do mercado". Diante da incerteza radical sobre o futuro, o mimetismo torna-se um comportamento racional, pois permite apropriar-se da informação supostamente veiculada pelo mercado (convenção). Nesse processo de imitação generalizada, em que cada um copia o outro pensando que está possuindo a informação privilegiada, enquanto nenhum agente está devidamente informado, o preço que se forma não reflete senão a psicologia do mercado. Na verdade, não contém nenhuma informação. É um processo de expectativas auto-realizadas em que um preço vai se autoconfirmar mesmo sendo diferente de seu nível de equilíbrio fundamental. A cada opinião média do mercado corresponde um equilíbrio distinto, conformando o que a teoria contemporânea chama de equilíbrios conjecturais ou equilíbrios múltiplos (Plihon, 1995: 73).

Coutinho & Belluzzo (1996: 2) radicalizam ainda mais esse argumento: "em condições de incerteza radical, os protagonistas relevantes (grandes bancos, fundos mútuos, fundos de pensão, tesouraria de grandes empresas) são obrigados a formular estratégias com base em uma avaliação 'convencionada' sobre o comportamento dos preços. Dotados de grande poder financeiro e de influência sobre a 'opinião dos mercados', eles são na verdade formadores de convenções, no sentido de que podem manter, exacerbar e inverter tendências. Suas estratégias são mimetizadas pelos investidores com menor poder e informação, ensejando a formação de bolhas altistas e de colapsos de preços. (...) Nesse mercados dominados pela 'lógica dos estoques', a especulação não é estabilizadora nem autocorretiva, ao contrário do que procuram afirmar os monetaristas clássicos e os partidários das expectativas racionais, porquanto a coexistência entre incerteza, assimetria (de poder e de informação) e mimetismo

[113] Como afirmamos, rotineiramente alguns operadores têm um determinado comportamento, contudo em circunstâncias específicas podem seguir a perspectiva de outras categorias. Podem ainda adotar estratégias mescladas: em parte levam em conta seus próprios esquemas de interpretação, em parte deixam-se influenciar por terceiros. Essas revisões das crenças pessoais são totalmente racionais. Cada operador é levado a se preocupar com as opiniões dos outros para melhorar suas próprias antecipações. Um aumento da intensidade da influência cruzada pode provocar uma instabilidade da demanda agregada do mercado, sem relação direta com a volatilidade "natural" que lhe é endógena (Aglietta, 1995: 31).

freqüentemente origina processos auto-referenciais, instáveis e desgarrados dos *economic fundamentals*"[114].

Diante das características dos mercados cambiais contemporâneos, bem como da natureza dos processos de formação de preços dos ativos financeiros e monetários, em que o fenômeno da valorização especulativa sustenta-se na formação de convenções pelo mercado, o ciclo de preços dos ativos não obedece a nenhuma regra preestabelecida. A elevação de preços sustenta-se até o ponto em que os agentes - e os bancos que lhes concedem crédito - apostam que a valorização excederá a taxa de juros.

Mudanças na avaliação ou na taxa de juros podem, portanto, desencadear um processo deflacionário. Foi o que ocorreu na queda das bolsas em outubro de 1987. As ordem de venda dos *noise trades* se tornaram cumulativas: os portfólios com renda garantida as amplificaram automaticamente[115]. Assim, os *noise trades* tiveram suas avaliações pessimistas confirmadas e [illegible]o ganhou cada vez mais adeptos. Conseqüentemente, a queda especulativa se auto-sustentou. Ninguém sabe até quanto as cotações teriam caído sem a intervenção dos bancos centrais, aportando liquidez de forma maciça aos mercados (Aglietta, 1996: 31). Processo semelhante também ocorreu nas quedas seqüenciais das bolsas em 1997, desencadeadas pelas mudanças nas avaliações sobre os países asiáticos.

3.6. As relações entre as taxas de juros e de câmbio e os mecanismos de transmissão da política monetária

Como vimos, as antecipações das cotações futuras são um componente importante na formação dos preços dos ativos financeiros. Em primeiro lugar, porque os agentes econômicos

---

[114] No mesmo sentido, Miranda (1992: 286): "embora os resultados da balança comercial e da conta de capital sejam parâmetros fundamentais, do ponto de vista macroeconômico para a determinação da taxa de câmbio, a internacionalização dos mercados financeiros, o nível crescente de liquidez mundial e o papel da especulação na reprodução da riqueza, a partir dos anos 70, fizeram com que os valores correntes do câmbio não guardassem relação imediata com seus determinantes econômicos básicos" . Ver também, Eichengreen *et alii* (1995).

[115] De acordo com uma pesquisa do Federal Reserve Bank of New York, publicada como anexo num relatório do BIS (1994), as estratégias operacionais chamadas *portfolio insurance* - uso de opções e futuro de índice de ações para proteger as carteiras de ações contra quedas no mercado - contribuíram para acelerar a velocidade da queda dos preços das ações na crise da Bolsa em 1987: "o *portfolio insurance* levou os investidores a vender quando o mercado começou a cair, com vendas adicionais sendo feitas à medida que o mercado afundava. Devido às relações de arbitragem entre o mercado futuro de índices de ações e o subjacente mercado de ações, vendas num mercado eram rapidamente transmitidas ao outro (...)". Porém, a incapacidade de os mercados processarem as ordens de venda de uma quantidade maciça de ações na Segunda-feira Negra em 1987 terminou por desacreditar a eficácia desse mecanismo. As chamadas *stop loss*, um outro mecanismo de liquidação automática das posições, visando proteger os lucros já realizados ou evitar futuros prejuízos no caso de queda do preço da ação, também podem provocar movimentos em série.

relevantes nos mercados de moedas, títulos e ações têm uma ótica predominantemente de curto prazo. De modo geral, a "miopia" dos diversos tipos de operadores de mercado explica a volatilidade dos preços. Em segundo lugar, porque os operadores de mercado se abstraem, cada vez mais, dos *fundamentals* e se concentram nas previsões da tendência futura dos preços dos ativos para suas tomadas de decisões. À medida que condutas miméticas são concretizadas, as expectativas iniciais dos preços acabam se efetivando. Esse comportamento oblíquo dos agentes se deve tanto à falta de referências estáveis para ancorar suas expectativas (elevada volatilidade da taxa de câmbio e de juros, e dos preços dos títulos e ações), como ao volume de ativos financeiros das famílias, instituições financeiras e corporações, cuja lógica de valorização implica assumir posições em juros e em câmbio a partir das expectativas de rendimentos, que decorrem de expectativas correntes sobre as variações dos preços futuros dos ativos. Na maioria das vezes, essas operações são a prazo e dessa forma interconectam os mercados cambial, monetário e financeiro (Plihon, 1996).

Podemos apreender essa interligação dos mercados cambiais e monetários por uma outra perspectiva, mais concreta. Um banco que procura proteger os ativos e passivos de uma [illegible]ações cambiais pode comprar uma moeda no mercado a termo (*forward*) e [illegible] o equivalente no mercado monetário de curto prazo ou no mercado de euromoedas. Todas essas ordens, repassadas ao banco da empresa, seriam compensadas por transações contrárias, pois os bancos não podem permanecer com posições abertas - isto é, desequilibradas - em moedas de um dia para o outro. A necessidade de operações de *swap*, em diferentes moedas, de forma a combinar uma transação de *hedge* de uma empresa e adequar a estrutura financeira do banco, é em grande parte responsável pelo crescimento e pelo tamanho do mercado interbancário[116]. O preço da cobertura a termo (*forward*) - isto é, o prêmio ou desconto sobre o valor à vista (*spot*) de uma moeda - vem sendo determinado pelas operações do mercado interbancário, de acordo com a diferença entre as taxas de juros pagas pelos depósitos no euromercado em diferentes moedas. Esse é o elo de ligação entre o mercado cambial com o mercado de crédito de curto prazo e, portanto, entre a taxa de câmbio e a taxa de juros. E devido à grande volatilidade da taxa de câmbio, o mercado internacional de moedas tornou-se o canal pelo qual todo evento que afeta a taxa de câmbio, quer seja uma mudança na balança comercial, quer seja algum acontecimento político no mercado com um sinal positivo

[116] Cf. Boissieu & Aglietta (1994): "o acesso à liquidez que, anteriormente, era garantido por linhas de crédito interbancárias permanentes teve de sê-lo de outra forma, quando os provedores de liquidez passaram a ser os investidores institucionais. (...) Os bancos foram levados a propor proteções a esses investidores contra a volatilidade de suas aplicações líquidas sob a forma de instrumentos derivativos".

ou negativo para uma moeda específica, é imediatamente transmitido para o mercado de crédito. As condições necessárias para essa transmissão são a relutância dos bancos - à luz de suas próprias experiências - em assumir riscos em moedas estrangeiras, e a necessidade de exportadores, importadores, corporações internacionais e investidores institucionais de se protegerem contra tais riscos (Strange, 1986: 12).

Contemporaneamente, torna-se impossível estabelecer uma linha demarcatória entre especulação, arbitragem e proteção contra riscos. Na verdade, o comportamento dos agentes obedecem a uma lógica especulativa, na medida em que resulta de expectativas de variação das cotações dos preços dos títulos ou das moedas, seja para administrar um portfólio de ativos plurimonetários, seja para "otimizar" o caixa multidivisas de uma empresa multinacional, seja transmitir do melhor modo possível uma ordem de cliente no mercado interbancário utras palavras, as interligações dos mercados monetários e cambiais se interfaces existentes entre as atividades das instituições financeiras domésticas e suas capacidades de operações em âmbito internacional, vale dizer, pela internacionalização do circuito de crédito e pela liquidez acentuada dos ativos plurimonetários. Por um lado, os fundos bancários em moeda de curso legal podem variar através de operações interbancárias no euromercado, limitando o poder das autoridades monetárias controlarem, no curto prazo, o volume de crédito. Por outro lado, a fixação do preço do crédito, isto é, a determinação da taxa de juros de curto prazo, passa a ser condicionada pelo mercado de câmbio (moeda), fora do controle direto das autoridades monetárias nacionais.

Diante dessas inter-relações, que podem ser apreendidas de diversas maneiras por diferentes autores, como nos estudos realizados pelo BIS, compreendemos que a maioria dos bancos centrais dos países desenvolvidos tem procurado adotar instrumentos mais flexíveis para o monitoramento da evolução das taxas de juros de curto prazo e das taxas de câmbio (Kneeshaw & Van den Bergh, 1989; Bisignano, 1996; Borio, 1997). Para esses autores, a administração mais flexível das taxas de juros constitui uma adaptação das políticas monetárias nacionais às inovações surgidas em seus mercados - monetário e financeiro - domésticos, bem como a eventuais choques externos, à volatilidade das expectativas dos agentes privados e às pressões dos mercados cambiais. Essa interface dos mercados com os bancos centrais, que emergiu com a desregulamentação financeira e a liberalização dos fluxos de capitais, determinou que as políticas de juros tivessem de responder rapidamente às oscilações nas taxas de juros de longo prazo e nas taxas de câmbio. Oscilações estas que podem decorrer de mudanças nas expectativas dos agentes quanto à evolução das economias nacionais, às

estratégias de política econômica vigentes, assim como a eventuais ataques especulativos às diferentes moedas.

Nesse novo ambiente, os bancos centrais precisam reavaliar constantemente os diferenciais de juros entre países para administrar suas taxas de referência. Como estas não dependem apenas da dinâmica interna das economias nacionais, mas do grau de integração dos mercados financeiros, das antecipações cambiais e do grau de substituição dos ativos denominados nas diversas moedas, as relações entre o espectro de rendimentos nas diferentes divisas nacionais ficam condicionadas tanto às expectativas dos mercados relevantes, como à evolução futura das taxas de câmbio e às preferências dos agentes privados na redefinição de seus portfólios. Dado que os ativos denominados em diferentes moedas não são substitutos perfeitos, as arbitragens realizadas com o intuito de manter as relações entre paridades cobertas de taxas de juros tornam, em muitas ocasiões, as determinações dos juros e do câmbio simultâneas e [illegible] (Miranda, 1996: 38). Essa estreita interdependência entre as expectativas que [illegible] mercados cambiais e financeiros criam fortes restrições ao raio de manobra das políticas monetárias[117].

Podemos concluir que as reações das taxas de juros de longo prazo e dos preços dos ativos às mudanças na política monetária nem sempre são previsíveis devido ao papel das expectativas e à dinâmica própria dos mercados de ativos e de câmbio. Assim, os impactos das posições credoras e devedoras sobre a renda e o investimento tornaram os efeitos da política monetária na demanda agregada mais incertos.

Dessa forma, essas mudanças alteraram os mecanismos de transmissão pelos quais os juros afetam a dinâmica econômica. O esquema-padrão dos mecanismos de transmissão da política monetária sugere que a fixação da taxa de juros, com um certo grau de arbítrio pelo Federal Reserve, seria transmitida pelos bancos privados aos mercados financeiros e daí ao setor

---

[117] No caso americano recente, o país detentor da moeda central - isto é, em que a maioria dos contratos são denominados e que funciona como meio de pagamento preferencial no conjunto das transações - mas, simultaneamente, o maior devedor líquido e cronicamente deficitário na conta corrente do balanço de pagamentos, em certos momentos, pode ficar diante de um impasse: entre a necessidade de sustentar o valor do dólar e a digestão dos desequilíbrios patrimoniais. Noutras palavras, as políticas de redução das taxas de juros, utilizadas num período de digestão dos desequilíbrios acumulados na etapa expansiva, encontram um limite na necessidade de se preservar a função de reserva de valor internacional da moeda americana. "É sobretudo em sua função de ativo ou de denominador de ativos que o dólar, como qualquer outra moeda, está sujeito às flutuações mais instabilizadoras, em um mundo onde há intensa mobilidade de capitais" (Coutinho & Belluzzo, 1996: 135). Um impasse semelhante ficou explícito após a crise mexicana, quando a elevação das taxas de juros para sustentar a desvalorização do dólar em relação ao marco e ao iene poderia provocar uma crise dos mercados financeiros, a partir da ruptura dos "mercados emergentes". A solução possível, naquele momento, foi a redução das taxas de juros na Alemanha e no Japão, dada a conjuntura de desaquecimento nesses dois países.

produtivo da economia. Uma aquisição de títulos pelo banco central ampliaria a quantidade de recursos disponíveis nos portfólios dos agentes privados. Esse aumento no volume de moedas reduziria a taxa de juros e, portanto, elevaria o preço dos títulos. A redução na taxa de juros deveria baixar o preço dos bens futuros com relação aos bens presentes. Isso resultaria em uma demanda suplementar pelos bens de investimento, cujos preços de mercado subiriam em relação a seus custos de substituição. A injeção de moeda provocaria, então, um aumento dos componentes da demanda global sensíveis às taxas de juros.

Com o desenvolvimento da internacionalização e das inovações financeiras, esse esquema-padrão foi complexificado. A distinção entre moeda e títulos foi extinta por um espectro cada vez maior de ativos líquidos a taxas variáveis. E esse modo de influência das finanças sobre a economia foi suplantado pelos efeitos das flutuações dos preços dos ativos e do crédito (Aglietta, 1995: 107; Coutinho & Belluzzo, 1996 e Bastos, 1997). A despeito de o Federal [illegible] a taxa de juros de curto prazo - vale dizer, a taxa que regula o acesso às reservas [illegible]as e que desconta os títulos de melhor qualidade -, os efeitos sobre as taxas de juros de longo prazo dependem do estado de convenções prevalecente nos mercados financeiros, face às perspectivas de valorização/desvalorização da riqueza financeira, expressas na taxa de inflação[118]. Nesse sentido, se predominam as expectativas que antecipam uma subida na taxa de juros, portanto, os agentes "baixistas", a tentativa do banco central de reduzir a taxa de juros de curto prazo pode intensificar as expectativas dos que apostam numa queda dos preços dos títulos. Noutras palavras: uma redução das taxas de juros de curto prazo pode entrar em conflito com as expectativas de elevação da taxa de inflação, fazendo com que o mercado promova um salto nas taxas de juros de longo prazo e uma queda no preço dos títulos[119].

Como afirma Goodhart (1994a: 34), os efeitos reais das políticas de juros passaram a depender sobretudo das expectativas de variações relativas nos preços dos ativos. "Não é o nível geral de preços de bens e serviços que preocupa os tomadores de empréstimo, mas os preços daqueles bens ou ativos que estão sendo adquiridos ou mantidos como garantias de

---

[118] O legado das políticas antiinflacionárias dos anos 80 foi a convicção de que a política monetária deveria se atribuir, como missão exclusiva, a estabilidade dos preços. Sendo assim, grande parte do debate se deslocou para o terreno institucional: a confiança dos agentes econômicos ficaria melhor preservada com a independência dos bancos centrais.

[119] Em determinadas circunstâncias, a política monetária americana contemporânea pode se encontrar diante de um dilema. Se o banco central não reage às evoluções dos preços dos ativos, porque não apreende tensões na auferição convencional dos preços, arrisca-se a deixar propagar as dinâmicas financeiras insustentáveis. Se reage à menor variação do índice de preços que pretende controlar, quando essas variações são endogenamente reversíveis, pode condenar a economia a uma baixa taxa de crescimento.

empréstimos. (...) A taxa de inflação relevante para a determinação da taxa de juros real dos empréstimos bancários e companhias de financiamento imobiliário baseia-se nas variações dos preços dos ativos e não nas variações dos preços dos bens em geral (índice de preço de

Assim, as taxas de juros de longo prazo se tornaram cruciais. No mundo das finanças desregulamentadas e securitizadas, as flutuações da taxa de juros de longo prazo, que exprimem as variações de preços dos títulos de 30 anos do Tesouro americano, são o indicador mais importante do estado de espírito dos mercados globalizados. "Em princípio, esses movimentos devem refletir as antecipações do capital financeiro quanto às condições futuras de liquidez e, portanto, as avaliações quanto à evolução dos preços dos diferentes ativos e as expectativas quanto ao comportamento da inflação, fatores que podem impor aos principais bancos centrais alterações nas taxas de curto prazo - as taxas de juros dos mercados monetários" (Belluzzo, 1997c: 118). Isso porque esses mercados têm obsessão pela liquidez. Tal obsessão decorre do fato de que as transações dependem de avaliações (sem muito fundamento) sobre a evolução futura dos preços dos ativos. A despeito de todas as técnicas de prevenção e distribuição de riscos entre os agentes, ou mesmo por causa delas, envolvem uma enorme aversão à iliquidez e aos compromissos de longo prazo. Sendo assim, aumentou significativamente a sensibilidade dos administradores da riqueza financeira a elevações das taxas de inflação, que ameaçam desvalorizar seus patrimônios. Mesmo que mudanças esperadas no patamar inflacionário possam ser julgadas desprezíveis, a reação dos possuidores de riqueza tende a ser muito elástica às expectativas pessimistas. Portanto, nesse universo financeiro devem prevalecer as taxas de juros reais positivas.

Ora, as taxas de juros de longo prazo se movem através das antecipações que não obedecem às intenções das autoridades monetárias: quando o Federal Reserve inflete sua política, como no início de 1994, de forma a aumentar a taxa de curto prazo que ele controla, o impacto nas taxas de longo prazo depende das avaliações dos mercados sobre o movimento futuro das taxas de curto prazo. Se a ação do banco central for interpretada como uma vontade decisiva de aplacar a demanda global, as taxas de longo prazo podem cair imediatamente. Se, ao contrário, for interpretada como a incidência de uma tentativa bastante tardia e tímida de freiar uma conjuntura que se expande, as taxas de longo prazo podem aumentar à espera de contrações monetárias muito mais fortes no futuro. Além disso, os mercados financeiros integrados se influenciam diretamente. No segundo trimestre de 1994, testemunhou-se uma

UNICAMP
BIBLIOTECA CENTRAL

avalanche de altas nas taxas dos títulos na Europa após a elevação das taxas dos títulos americanos. Essa dependência direta entre as taxas de longo prazo, sob o efeito de um contágio das expectativas, expressando uma convicção geral de possível iliquidez, pode afastar ainda mais as intenções dos bancos centrais de seus resultados.

Nesse sentido, Miranda (1996: 45-46) estabelece que a eficácia das políticas monetárias tornou-se dependente das convenções prevalecentes nos mercados financeiros. "Somente se forem coerentes com as convenções prevalecentes nos mercados financeiros, as políticas dos bancos centrais ganham eficácia. Vale dizer, até mesmo em condições de recessão é necessário que os mercados, antes das autoridades governamentais, reconheçam a conveniência de políticas expansivas. Caso contrário, estas só farão propagar e aprofundar os desequilíbrios originários. Mesmo em situações hoje tidas como normais de uma economia, isto é, de crescimento moderado da renda e sem pressões inflacionárias latentes, os limites da ação [illegible]tal são dados pelas expectativas e convenções predominantes. (...) Nessa nova [illegible]stabelecida pelos mercados, a estabilidade real (das unidades de conta) da riqueza acumulada ou da poupança financeira constitui o objetivo maior dos mercados financeiros ao qual as políticas de Estado devem se acomodar. O nível de emprego dos fatores de produção torna-se preocupante somente à medida que interfira com as condições efetivas de reprodução da riqueza financeira".

Se a política monetária tem como objetivo a estabilidade dos preços, o banco central deve levar em conta as reações dos mercados às expectativas inflacionárias, repercutindo de forma endógena as crenças de inflação nas taxas de juros a longo prazo. Dessa forma, Chesnais (1995: 22) estabeleceu que a perpetuação dessa forma de gestão da riqueza pressupõe duas condições: a existência de taxas de juros reais positivas e a capacidade de as instituições [illegible]vidadas - governos, corporações, bancos de países em desenvolvimento - honrarem seus contratos. Sendo assim, "o pagamento dos serviços das dívidas públicas e a garantia de taxas reais positivas tornaram-se as prioridades da política econômica de muitos governos, do centro e da periferia do sistema, que implementaram políticas sob a égide do combate à inflação (se o índice de preços permanece dois meses seguidos com meio ponto a mais torna-se uma ameaça, seja nos Estados Unidos, seja na Europa)". Esse movimento de preservação do valor das riquezas financeiras constitui uma das principais causas do estado deflacionista que predomina na conjuntura mundial hodierna, exceto nos Estados Unidos e na China. Noutras palavras, a reafirmação da posição hegemônica americana tornou possível, nos últimos 15 anos, operar a

dinâmica da valorização financeira e as políticas de globalização em favor de sua própria performance econômico-financeira.

4. O *Corporate Finance* das Empresas Americanas no Período Recente

Se adotarmos uma perspectiva ampla, apreendemos que a expansão das grandes empresas americanas, a partir dos anos 50, foi um fenômeno de "internacionalização multidoméstica" (Porter, 1992), que no período recente se ampliou de maneira extraordinária. A realocação global dos capitais vai seguindo a trilha aberta pela desregulamentação dos mercados, sobretudo os de natureza financeira[120]. Nesse sentido, foram principalmente as mudanças no funcionamento dos mercados financeiros que permitiram e estimularam as operações das grandes transnacionais dentro de estruturas de oferta extremamente concentradas, mas com processos produtivos que se segmentaram, graças às novas condições tecnológicas e à ...ência de mercados cada vez mais desregulamentados, obedecendo a uma lógica completamente diferente da dos anos 50. Naquele momento, as filiais reproduziam as matrizes e estavam movidas pelo interesse de conquista dos mercados nacionais protegidos. Atualmente, os vários segmentos produtivos das grandes empresas transnacionais se *desintegram* espacialmente, gerando estruturas globais de produção e oferta. É graças a isso que o comércio intrafirma cresceu de 20% do comércio mundial em 1980 para cerca de 33% em 1994. A participação das empresas americanas nesse processo foi preponderante: de um total de 238 companhias com vantagens competitivas globais, 125 tinham sede nos Estados Unidos (ver tabela 4.1)[121].

Na tentativa de definir o cálculo capitalista que orienta o crescimento e a lucratividade geral dessas corporações, Braga (1995: 36) propôs a "função-objetivo" das transnacionais: "em que o *finance* - a liquidez estratégica (não apenas a preferência pela liquidez) -, o investimento

---

[120] Chesnais (1995: 5) defende que estamos assistindo à construção de um "novo regime mundial de acumulação", fruto de "uma nova fase do processo de internacionalização" do capital. A "mundialização das operações do capital" na forma industrial e financeira pode ser assim resumida: "a) o investimento internacional domina a internacionalização, mais do que as trocas o fazem e, portanto, molda as estruturas que predominam na produção e no intercâmbio dos bens e serviços; b) os fluxos de trocas intrafirmas vêm adquirindo um peso cada vez maior; c) o investimento internacional é claramente fortalecido pela globalização das instituições bancárias e financeiras, cujo efeito é facilitar as fusões e aquisições transnacionais; d) ao lado dos tradicionais meios de transferência internacional de tecnologia, tais como a concessão de franquias e o comércio de patentes, apareceram novas modalidades para acordos interempresas quanto à tecnologia que, freqüentemente, se tornaram o principal meio para as empresas e para os países terem acesso a novos conhecimentos e a tecnologias-chave; e) finalmente, surgiram novos tipos de empresas multinacionais com formas organizacionais do tipo 'rede' ".

[121] Além disso, os Estados Unidos são, ao mesmo tempo, o maior mercado nacional e o motor do processo de globalização econômica, geram 21% da produção mundial e 13% de todas as exportações, absorvem 19% dos influxos de Investimentos Estrangeiros Diretos e respondem por 30% dos investimentos no exterior. Em 1993, o comércio intrafirmas gerou quase a metade das importações de matrizes americanas e 85% das importações de suas filiais no exterior. As vendas internas e externas das filiais de empresas transnacionais eqüivaleram a 6% do produto mundial em 1991 e a 128% das exportações.

inovador e os *tradables* compõem a lógica do lucro geral (operacional e não-operacional)"[122]. No mesmo sentido, Chandler (1990: 621) procurou estabelecer as inovações na dinâmica empresarial: "entre as várias mudanças recentes no crescimento, gestão e financiamento da moderna empresa industrial, seis não têm precedentes históricos. Essas incluem: a) a adaptação a uma nova estratégia de crescimento, qual seja, ingressar em novos mercados onde as capacidades organizacionais originárias da empresa não oferecem vantagens competitivas; b) a separação gerencial entre a cúpula administrativa da corporação e a gestão intermediária nas divisões operacionais; c) a ampla e continuada alienação de participações acionárias de unidades operacionais; d) a compra e venda de corporações como um negócio específico em si mesmo; e) o papel dos gestores de portfólio nos mercados de capitais; e f) a evolução dos mercados de capitais para facilitar a emergência do que tem sido designado como mercado de controle das corporações (*a market for corporate control*). Todas essas mudanças estão inter-relacionadas."

Tabela 4.1- Número de Companhias com Vantagens Competitivas Globais

País	Número de Cias.	País	Número de Cias.	País	Número de Cias.
1. Estados Unidos	125	11. Brasil	3	21. Chile	1
2. Reino Unido	21	12. China	2	22. Indonéia	1
3. Japão	19	13. Coréia	2	23. Tailândia	1
4. França	12	14. Hong Kong	2	24. Malásia	1
[illegible]	10	15. Itália	2	25. Cingapura	1
[illegible]	7	16. Austrália	2	26. Índia	1
[illegible]	6	17. Dinamarca	1	27. Irlanda	1
[illegible]iça	6	18. Bélgica	1	28. Formosa	1
9. Suécia	3	19. Espanha	1		
10. Finlândia	3	20. África do Sul	1	Total	238

Fonte: Morgan Stanley, publicada no *Financial Times*, 21.11.1996.

Todos esses autores, de diferentes perspectivas, identificam uma tendência contemporânea na direção financeira da gestão empresarial, no sentido americano da palavra. A literatura

[122] Mais especificamente, a função-objetivo pode ser representada da seguinte maneira: Fo = f(F, X, Ipt). As finanças em geral das grandes empresas, incluindo os lucros financeiros não-operacionais e a liquidez estratégica, são representadas por F. Por liquidez estratégica se entende a posse de moedas fortes e ativos financeiros líquidos (quase-moedas) que possibilitam ganhos de arbitragem, atuações como *non-bank-banks*, mobilidade e flexibilidade na alocação de recursos. Constitui um conceito mais amplo do que a preferência pela liquidez de Keynes (1936). Os produtos exportáveis (*tradables*), com os quais o grande capital visa o mercado global, são representados por X. Finalmente, temos os investimentos com progresso técnico (Ipt), que compõem o planejamento e a gestão das corporações. Nesses investimentos as grandes empresas fundam as bases materiais de expansão nos vários mercados e indústrias e posicionam-se como *global traders*. A combinação desses elementos potencializa a produção e a especulação, portanto, o poder empreendedor da reprodução ampliada do capital e o poder de instabilização (Braga, 1995: 7). Noutras palavras, a empresa transnacional opera nos diversos mercados financeiros, é o principal agente privado de inovação tecnológica, desempenha um papel relevante no comércio internacional e realiza a quase totalidade dos fluxos de investimento estrangeiro direto no mundo.

americana chama de "área financeira da empresa", os setores que englobam a tesouraria e toda a gestão dos recursos que a posse de capital possibilita às corporações. As decisões ficam cada vez mais submetidas aos níveis da rentabilidade e às formas de lucro na esfera financeira, sendo que a noção de arbitragem torna-se crucial[123]. Neste estudo sobre o *corporate finance* das empresas americanas, em que tivemos dificuldades em obter informações detalhadas sobre as grandes corporações[124], procuraremos decodificar não apenas seu padrão geral de relações com as instituições financeiras, sua forma de gestão, sua estrutura de propriedade, mas também sua difusão para o resto do mundo. Tentaremos mostrar que o padrão *capital market based financial system* foi aprofundado à medida que a acumulação passou a ser comandada pelas novas formas de centralização de massas de capitais financeiros (os fundos mútuos, os fundos de pensão, as companhias de seguro, etc.), que buscam uma elevada taxa de rentabilidade com máxima liquidez. Os instrumentos são as ações e os bônus (*securities*) das empresas. O volume de capitais monetários envolvidos, suas prioridades (taxas de juros reais positivas e estabilidade de preços) e seus horizontes temporais (de curto ou de curtíssimo prazo) condicionam o comportamento das empresas. Sob a influência dessa esfera financeira e da preferência pela liquidez, o horizonte temporal de valorização do capital produtivo tende a se homogeneizar globalmente, ao que alguns pesquisadores americanos denominam (*short-termism*) (Porter, 1992), através de mudanças no *corporate governance*[125].

Noutras palavras, do nosso ponto de vista, a dinâmica geral dos negócios passa a ser cada vez mais ditada pela alocação de portfólio dos investidores institucionais, que agem basicamente

---

[123] Trata-se, cada vez mais, de grupos financeiros, com dominância industrial, mas com diversificações em serviços financeiros, além de crescentes operações nos mercados cambiais (Braga, 1992).

[124] Segundo Chesnais (1994: p.72, nota 2) os principais países de origem das grandes transnacionais, encabeçados pelos Estados Unidos, exerceram pressão para dificultar o estudo sobre esses grandes grupos, diluindo-os num conjunto de médias e pequenas empresas. O UNCTC - United Nations Center of Transnational Corporations (Centro das Nações Unidas sobre Companhias Transnacionais) - foi dissolvido no começo de 1993, a pedido do governo americano. Parte dos seus membros foram transferidos para a UNCTAD - United Nations Conference of Trade and Development (Conferência das Nações Unidas para o Comércio e o Desenvolvimento), em Genebra, onde teve prosseguimento um programa de trabalho menor, na Divisão sobre Firmas Transnacionais e Investimento.

[125] Robert B. Reich, ex-secretário de Trabalho do governo dos Estados Unidos (*Gazeta Mercantil*, 1.7.96, p. A-3) apreende a constituição de um "capitalismo eletrônico", ou seja, um sistema internacional que permite a deslocação imediata de ativos financeiros para onde se podem obter maiores rendimentos. Nesse sistema, "qualquer executivo que hesite em sacrificar tudo para conseguir o máximo de lucro a curto prazo arrisca-se a ter problemas. Da mesma forma, um diretor que subordine tudo a esses lucros será altamente recompensado. (...) As corporações se voltam cada vez mais exclusivamente para lucros imediatos e crescentes dos acionistas, e as conseqüências são óbvias. O mercado de ações expandiu-se, enquanto o número de desempregados proliferou, os programas de saúde e as pensões sofreram corte e os salários da maioria dos trabalhadores diminuíram".

em termos de taxa de rentabilidade, risco e liquidez[126]. Isso tem repercussões importantes na gestão e avaliação das empresas, em que o *corporate finance* passa a ser baseado no valor de mercado. Isto é, utiliza-se o valor de mercado para mensurar a performance e definir o planejamento estratégico das empresas.

4.1. As características institucionais das relações entre as finanças e o setor produtivo americano

A despeito de mudanças recentes, o aparato legal e regulatório dos Estados Unidos limita as participações societárias das instituições financeiras nas corporações (sociedades anônimas)[127]. O Glass-Steagall Act (1933) e o Banking Holding Company Act (1956) efetivamente proíbem todos os bancos comerciais membros do Federal Reserve de manter ações (*corporate stock*) em seus ativos[128], ainda que possam fazê-lo através de um departamento fiduciário (*bank trust department*)[129]. Porém, esses últimos não podem investir mais de 10% de seus recursos em uma empresa específica. Além disso, existe uma separação informal (*Chinese Wall*) entre as operações do banco comercial e do departamento fiduciário, que restringe o fluxo de informações e incentiva a fragmentação. Por sua vez, as *holdings* bancárias (*bank holding companies*) não podem deter mais de 5% das ações ordinárias (com direito a voto) de uma corporação (ver quadro 4.1).

Rígidas normas sobre os investimentos em ações também governam outras instituições financeiras. As aplicações das companhias de seguro são reguladas por leis estaduais. No estado de New York, onde se concentram 60% dos ativos das companhias de seguro de vida, estas não podem investir mais do que 20% de seus ativos em ações e não mais do que 2% das ações de uma única empresa. Outros estados possuem regras semelhantes. As demais companhias de seguro (de propriedade, etc.) são absolutamente proibidas de deter

---

[126] Cf. Zysman (1983: 63): "onde há mercados secundários bem desenvolvidos para *securities*, as instituições financeiras tendem a administrar seus portfólios, espalhando seus riscos por várias companhias mais do que investindo no futuro de determinadas empresas. A freqüente flutuação dos valores de mercado das ações, característica das companhias americanas e britânicas, estabelece um enfoque de curto prazo sobre a distribuição de dividendos e sobre o retorno do capital."

[127] Cf. McCauley & Simmer (1989): "a contínua reestruturação dos mercados financeiros americanos sinaliza alguma integração entre as atividades de bancos comerciais, de investimento e seguros, mas não um aprofundamento nas relações entre as finanças e o setor industrial ..."

[128] Recentemente, alguns bancos foram autorizados a subscreverem e negociarem ações e títulos privados, através de subsidiárias das Multibank Holding Companies (ver Anexo 1).

[129] Trata-se de um departamento dos bancos encarregado da administração de espólios, gerenciamento de bens de terceiros e realização de serviços de representação. Gerencia grandes investimentos, geralmente contas que registram ativos superiores a US$ 50 mil. Conhecidos por sua filosofia conservadora na gestão dos portfólios, tais departamentos custodiam bilhões de dólares, fazendo desses recursos um fator primordial no movimento dos preços das ações e títulos.

participações societárias fora do setor de seguros (Davis, 1988). Os fundos mútuos estão sujeitos a penalidade se detiverem mais do que 10% do estoque de ações de uma corporação.

Quadro 4.1 - Principais Restrições à Composição do Portfólio das Instituições Financeiras Americanas

Instituição	Ativos (US$/1994)	Restrições	Fonte
Bancos	4,2 trilhões	1. Proibida a posse de ações. 2. No máximo 15% de seu capital podem ser alocado em um cliente específico.	Glass-Steagall Act (1933)
Bank Holding [illegible] (a)	411 bilhões	No máximo 5% das ações com direito a voto de qualquer instituição não-bancária.	Bank Holding Company Act (1956)
	[illegible] bilhões	No máximo 10% dos seus ativos podem ser alocado em qualquer empresa.	Bankruptcy Law (1984)
Seguro (Total)	2,6 trilhões		
de Vida	1,9 trilhão	1. No máximo 2% dos seus ativos podem ser concentrados numa empresa. 2. No máximo 20% dos ativos totais podem ser em ações. 3. Permite a alocação de até 10% dos ativos totais em securities estrangeiras.	New York Insurance Law
Outros	670 bilhões	Só podem controlar empresas relacionadas ao sistema de seguro.	
Fundos Mútuos (abertos)	1,3 trilhão	1. No máximo 5% dos ativos do fundo podem se concentrar nas ações de qualquer empresa e o fundo não pode deter mais de 10% das ações de uma empresa. Limites sujeitos a penalidades. 2. Deve conseguir aprovação prévia da SEC para ação conjunta entre fundos, em que deteriam mais de 5% das ações de uma empresa. 3. Não podem manter mais de 15% dos seus ativos em instrumentos ilíquidos. 4. Não há restrições sobre investimentos em ativos estrangeiros.	Investment Company Act (1940) e Hart-Scott-Rodino Act (1976)
Fundos de Pensão Privados	2,4 trilhões	1. Não podem investir mais do que 10% dos seus ativos na(s) empresa(s) patrocinadora(s). 2. Sujeitos a uma norma de prudência (*prudent man rule*), que estimula a diversificação e a liquidez. 3. Os diretores dos fundos estão sujeitos a uma norma de desempenho (*low-level business judgement rule*). 4. Não há restrições à manutenção de ações, bônus, moedas e ativos estrangeiros.	ERISA (1974)
Fundos de Pensão Públicos	1,2 trilhão	Os investimentos são bastante regulamentados, sendo alguns tipos proibidos. Em alguns estados, devem obrigatoriamente efetuar investimentos em projetos habitacionais e de desenvolvimento econômico. Atualmente, muitos fundos públicos estão adotando a norma de prudência federal (*federal prudent-expert rule*), que se aplica ao fundos privados, para definir seus investimentos.	São regulados por legislações estaduais, municipais e distritais.

Notas: (a) Sociedade que controla 2 ou mais bancos ou outras *holdings* de bancos.
(b) Instituição encarregada da administração e realização de espólios ou administração e curadoria de bens de terceiros.

Fonte: OECD (1996a: 121) e Folkerts-Landau & Ito *et alii* (1995: 170).

Os investimentos dos fundos de pensão são regidos pelo Employee Retirement Income Security Act (ERISA) de 1974[130]. Essa legislação padronizou e homogeneizou as regras

[130] Criou também uma companhia federal - US Pension Benefit Guaranty Corporation - e instituiu um seguro obrigatório para assegurar todos os benefícios até certo montante definido (máximo de US$ 1.688 por mês ou até 100% dos salários do trabalhador em cinco anos de maiores rendimentos) em caso de insolvência da empresa patrocinadora. A US Pension Benefit Guaranty Corporation pode sacar até US$ 100 milhões do Tesouro, mas sua principal fonte de recursos é o prêmio anual de US$ 2,60 por trabalhador pago pelas empresas que patrocinam os planos de pensão. Em caso de falência, a US Pension Benefit Guaranty Corporation tem direito a até 30% dos valores líquidos da empresa se o plano de pensão for deficitário (Freitas, 1996: 25-26).

relativas aos planos de pensão oferecidos pelas empresas ao seus trabalhadores. Nesse sentido, os fundos de pensão foram definidos como entidades legais com administração independente (separada das empresas patrocinadoras), fixou-se padrões mínimos para os direitos adquiridos (*vesting*) e ampliou-se os requerimentos de *funding* das obrigações. Posteriormente, foi introduzido sob o ERISA a conta de aposentadoria individual para trabalhadores sem planos de pensão das empresas (Individual Retirement Account - IRA), com os mesmos benefícios fiscais dos fundos de pensão. Essas contas podiam ser administradas pelos bancos comerciais e por instituições financeiras não-bancárias (Cf. Freitas, 1996: 12-13). A supervisão dos fundos de pensão privados ficou a cargo do Department of Labor (Departamento do Trabalho), concentrando-se na observância das regras atuariais e da performance dos ativos dos fundos

estrutura de regulamentação dos planos privados e públicos se difere, uma vez que os requerimentos definidos pelo ERISA não se aplicam aos planos dos funcionários do setor público estadual e municipal. Estes são regulados pelas legislações dos respectivos Estados, Municípios e Condados. Todavia, vários entre os planos de pensão dos governos estaduais e locais e todos os planos de servidores federais criados após 1983 adotaram requerimentos semelhantes aos definidos pelo ERISA[131].

Formalmente, o ERISA não limita os investimentos em ações, imóveis, títulos públicos, ativos estrangeiros, apenas impõe aos administradores dos fundos responsabilidade fiduciária pelos investimentos dos ativos dos planos. Isto é, os fiduciários devem gerir de forma prudente os sua responsabilidade, diversificando os investimentos com o sentido de reduzir os riscos de perda e evitar conflitos de interesse (*prudent man rule*)[132]. A única proibição explícita imposta pelo ERISA é que no máximo 10% dos ativos de um plano podem ser investidos em *securities* emitidas pela(s) empresa(s) patrocinadora(s). Além disso, os administradores dos fundos foram obrigados, do ponto de vista legal, a enviar anualmente aos

---

[131] Espera-se que o fundo de aposentadoria dos funcionários públicos federais americano torne-se o maior investidor institucional do mundo, mas não lhe é permitido engajar-se em ativas estratégias de negociações, nem exercer o direito de voto por procuração. Isso foi definido com um aditivo ao setor de pensão público, através do Federal Employment Retirement System Act de 1986 (OECD, 1996a: 126, nota 93).

[132] Conforme Barber & Ghilarducci (1993: 292, nota 6), o conceito de *prudent man rule* foi legalmente instituído, em 1830, quando o Harvard College perdeu um processo contra o administrador de investimento, Francis Amory. O Harvard College processou Amory por má fé, após contabilizar uma perda de 40% nos ativos administrados por ele, utilizando ações de empresas manufatureiras e seguradoras, mas o tribunal decidiu a favor dele. A norma *prudent person* codificada no ERISA toma os princípios desse processo, vale dizer, pressupõe que os investimentos fiduciários sejam feitos com o "cuidado, a habilidade, a prudência e a diligência" que uma pessoa em situação semelhante teria. Assim, os investidores profissionais (*professional investment managers*) devem atuar como se gerissem seus próprios negócios.

participantes um relatório detalhado com informações relativas aos investimentos e a performance dos fundos. Já os investimentos dos fundos de pensão dos servidores públicos patrocinados pelos governos estaduais e municipais são mais regulamentados, inclusive alguns tipos de investimento são proibidos. Em alguns estados, os fiduciários devem obrigatoriamente efetuar investimentos em projetos habitacionais e de desenvolvimento econômico. Contudo, muitos dos fundos públicos definem suas políticas de investimento tendo como parâmetro a regra de prudência federal, que se aplica aos fundos privados (Barber & Ghilarhucci, 1993: 292).

Como a norma de prudência (*prudent man rule*) constitui a referência básica da política de investimento dos fundos de pensão, alguns administradores externos exigem a delegação de poder de decisão na composição do portfólio. Porém, mesmo quando ocorre a delegação de [illegible] administradores externos, as empresas patrocinadoras, sobretudo no caso dos planos [illegible] exercem supervisão das estratégias de investimento, de modo a assegurar que não tenha de efetuar contribuições adicionais (Besman, 1995).

Por sua vez, a participação dos fundos de pensão na gestão das empresas em que detêm ações é completamente passiva, a fim de permitir a venda das ações se a performance e a política estratégica da empresa não contemplam seus interesses imediatos. Um comportamento ativo torná-los-ia vulneráveis a ações judiciais de investidores descontentes, buscando indenizações sobre possíveis perdas patrimoniais. Assim, os fundos de pensão americanos são importantes acionistas, mas não se comportam como proprietários. Diante disso, o Department of Labor, através do ERISA, estabeleceu em 1988 uma diretriz exigindo que os fundos privados assumissem a responsabilidade fiduciária pelo uso dos seus direitos de voto, ou melhor pelo efeito das decisões tomadas nos conselhos administrativos das empresas, em que fossem acionistas, no que se refere aos ativos dos planos de aposentadoria. Dessa forma, os patrocinadores dos planos de pensão e os administradores dos recursos dos fundos foram obrigados a fixar diretrizes para os votos a serem pronunciados em seus nomes e a manter o registro das votações, mesmo para as ações estrangeiras. Contudo, a emergência de uma indústria de serviços de procuração para voto (*proxy voting services industry*) permitiu que os fundos cumprissem os requisitos do ERISA, sem a necessidade de um aprofundamento nas gestões das empresas (OECD, 1995: 25). Na verdade, esse requerimento por um ativismo dos fundos de pensão privados indiretamente estimulou o comportamento dos ativos dos fundos públicos.

Em suma, o objetivo dos principais investidores institucionais é obter resultados financeiros satisfatórios e não se envolver ativamente na gestão das corporações. Na verdade, a participação desses investidores deve circunscrever-se exclusivamente à administração do patrimônio de seus cotistas. No que se refere aos fundos de pensão, a rígida legislação americana ameaça até com processos na esfera criminal os administradores que não colocarem o interesse dos participantes na frente de tudo.

Há também impedimentos legais para as corporações adquirirem grandes posições em outras empresas. As normas tributárias sobre a distribuição de dividendos desestimula a interpenetração patrimonial entre corporações. Ademais, a lei antitruste tem sido hostil às ligações interempresas que significam a posse de grandes volumes de ações. Por exemplo, a Du Pont detinha 25% das ações da General Motors e foi forçada pela Suprema Corte dos Estados Unidos a romper essas relações patrimoniais, no final dos anos 50 (Prowse, 1990).

A Securities and Exchange Commission (SEC) também desencoraja a concentração de ações nos portfólios dos agentes. Primeiro, os Parágrafos (*Sections*) 13 e 14 do Securities Exchange Act (1934) exigem que toda instituição que adquire uma participação igual ou superior a 5% de [illegible] de ativos mobiliários registrados deve informar a SEC sobre os planos do [illegible]m do capital e as fontes de financiamento. Segundo, com base no [illegible]grafo (*Section*) 20 qualquer acionista que exerce o controle majoritário ou minoritário de uma corporação deve ser responsável por seus atos. Terceiro, as normas estabelecem que um acionista com acesso a informações privilegiadas (*insider*) está proibido de negociar com base em decisões internas das corporações que ainda não se tornaram públicas. Diante de uma legislação que penaliza *insider information*, os acionistas (*portfolio-oriented shareholders*) têm fortes incentivos para evitar tomar assento ou mesmo estabelecer vínculos estreitos com o conselho administrativo das empresas (*board of directors*). Conseqüentemente, a fim de preservar o poder de negociar livremente as ações, são estabelecidas complexas formas de representação dos interesses dos diferentes grupos de acionistas, tais como a criação de um departamento de relações com os investidores (*Investor Relations Department*), comitês de acionistas ou ainda comitês de consultores externos (OECD, 1995: 22-23). Nesse sentido, os administradores dos fundos de pensão relutam em receber informações particulares dos executivos bem como adquirir mais de 10% do capital de qualquer empresa, pois isso restringiria a liquidez de seus portfólios, que legalmente têm a responsabilidade fiduciária de proteger. Quarto, as regras da SEC proíbem a comunicação entre os grandes acionistas - até 1992, se 10 ou mais acionistas falassem sobre a estratégia e o gerenciamento de uma empresa,

isso era considerado uma violação das normas[133]. Finalmente, a legislação (*legal doctrine of equitable subordination*)[134] torna os credores bancários arredios em assumir um papel ativo no controle administrativo das empresas, dada a possibilidade de perda dos seus direitos em caso de falência. Ou seja, os créditos podem ser transformados em dívida subordinada (repagável somente depois de honradas outras dívidas com prioridade superior), caso o credor tenha participação ativa na gestão da empresa.

Em resumo, a regulamentação proíbe os bancos comerciais de manterem ações em seus portfólios e subscreverem títulos das corporações, estabelece uma hierarquia de títulos de dívida, procura estimular a diversificação dos portfólios dos investidores institucionais, bem como institui práticas transparentes de negociação (inclusive requerendo um fluxo relevante de informações). No que se refere às ações, a legislação enfatiza sua função de ativo financeiro mais do que direito de propriedade. Assim, com a preponderância dos mercados de capitais constitui-se um sistema de gestão empresarial nos Estados Unidos caracterizado, por um *market-based corporate governance system*, que facilita as operações de aquisição.

4.2. O papel do corporate governance *das empresas americanas*

Tradicionalmente, na literatura americana, a discussão sobre *corporate governance* esteve vinculada à relação "principal-agente", considerando-se, principal, os acionistas-proprietários e agente, os executivos[135]. Num sentido estrito, *corporate governance* refere-se ao padrão de relações dos acionistas com as corporações, dada a separação entre a propriedade das ações e a administração das empresas. Trata-se, então, do arcabouço institucional e legal que governa a gestão das corporações, definindo o papel dos executivos (CEO - *Chief Executive Officer*), as relações entre executivos e acionistas, a função do conselho administrativo (*board of*

---

[133] Uma emenda ao Securities Exchange Act em 1956 alterou as regras de procuração para voto, a fim de coibir toda comunicação entre acionistas, inibindo o desenvolvimento de um mercado privado para informações sobre questões de voto.

[134] Os empréstimos pagáveis aos sócios de uma empresa são comumente subordinados aos empréstimos externos (bancos). Os empréstimos aos sócios podem ser considerados como parte do patrimônio líquido efetivo (patrimônio líquido mais dívida subordinada em relação aos credores preferenciais) desde que um empréstimo bancário exista e o contrato de subordinação esteja em vigor.

[135] Fica implícito nessa discussão o chamado "custo de agência", isto é, um contrato pelo qual um ou mais indivíduos atribuem a outro - o agente - a tarefa de desempenhar um papel em seu nome, o que implica a delegação de autoridade para se tomar decisões. Se todos procuram maximizar suas próprias utilidades, não há razão para crer que o agente atuará sempre no sentido de atender os interesses daqueles que representa.

directors), o exercício do direito de voto nas assembléias de acionistas, o pagamento de dividendos, as relações com os mercados financeiros e de capitais, etc. (ver Anexo 2)[136].

Com uma estrutura de propriedade bastante dispersa entre pequenos acionistas, a administração das empresas fica delegada aos executivos, que possuem ampla liberdade. Os acionistas podem comprar e vender as ações nos mercados secundários altamente líquidos, respeitando as regras de informações privilegiadas (*inside information*), de acordo com a performance da empresa (expectativa de distribuição de dividendos) e a expectativa de valorização ou desvalorização das ações. Dessa forma, os preços das ações atuam como um termômetro do grau de aprovação da gestão da empresa (*approval rating*). Acionistas insatisfeitos vendem suas ações, provocando uma queda nos preços e os executivos, então, recebem uma mensagem: cuidado com as ofertas de aquisição hostis. As operações de tomada de controle acionário hostil são ofertas de compra das ações, sem a necessidade de aprovação [illegible]sse da maioria das ações poder-se-ia, então, mudar os executivos e a [illegible]administração da empresa. De modo geral, esse procedimento pode ser mais barato do que uma tentativa para se alterar a direção da empresa, através do exercício da procuração para voto, nas assembléias dos acionistas[137]. Rigorosamente, o direito dos acionistas significa pouco mais do que o direito de vender as ações para um ofertante hostil (*The Economist*, 29.01.1994).

Assim, uma das principais características do *corporate governance* americano é a confiança no mercado de controle corporativo (*market for corporate control*) através de ofertas de aquisição hostis, como fator decisivo no monitoramento do comportamento dos executivos, forçando-os a executar uma performance condizente com os interesses dos acionistas. Entre 1985-89, o valor das fusões e aquisições totalizaram US$ 1,25 trilhões. De uma perspectiva mais ampla, entre 1968-1995 houve 83.000 fusões e aquisições nos Estados Unidos, incluindo a febre dos conglomerados nos anos 60, as *leveraged buyouts* (aquisições financiadas com *junk bonds*) e outras reestruturações nos anos 80, num valor de US$ 3,9 trilhões em preços de

---

[136] A estrutura geral de organização das corporações americanas é regulada por leis estaduais sobre as sociedades por ações em vez de uma única lei federal. Conseqüentemente, é difícil abrangê-las. Contudo, a maioria das grandes corporações está estabelecida no estado de Delaware, que tende a determinar a tendência de tais leis nos Estados Unidos. Ademais, as regras da Securities and Exchange Commission (SEC) regulam o mercado de capitais em âmbito federal.

[137] Essa preferência pela venda das ações, ao invés de utilizar o direito de voto na assembléia dos acionistas, quando ocorre um desacordo entre o investidor e a empresa em que detém ações, é conhecida como *Wall Street Rule*.

1995, numa média de 8 por dia, com as ações continuamente mudando de mãos (ver tabela 4.2).

Diante da magnitude desse fenômeno, as operações de tomadas de controle acionário são percebidas como um mecanismo de mercado capaz de melhorar a qualidade do gerenciamento e alinhar os interesses dos executivos e dos acionistas, ou seja, capaz de impor uma disciplina à atuação dos executivos (*market-based discipline*). Porém, há um movimento para se tentar reduzir o impacto dessas ofertas de aquisição hostis: estima-se que 35% da empresas listadas nas bolsas americanas recorreram a algum tipo de medida para desviar tomadores de controle acionário hostis, o que poderia reduzir a funcionalidade desse mercado (Jacobs, 1991). Entretanto, segundo um estudo de Comment & Schwert (1995), entre as empresas que recorreram a essas medidas contra ofertas de aquisição acionária hostis, apenas as *business combination laws* parecem desempenhar um efeito negativo sobre a possibilidade de uma operação de *takeover* (ver quadro 4.2).

Formalmente, o conselho administrativo (cuja média de membros vem sendo reduzida de 14 em 1987 para 12 em 1992, sinalizando uma tendência para apenas 10) deveria cumprir o papel de monitorar os executivos naquilo em que os mercados de capitais não podem fazê-lo[138]. Ele deve contratá-los, determinar suas remunerações, acompanhar seus desempenhos e, se necessário, demiti-los. Ultimamente, observa-se uma tendência de fixar a remuneração dos executivos associada ao desempenho da empresa, bem como em ações da própria empresa. A remuneração vinculada ao comportamento das ações poderia recompensar ou penalizar os executivos, em função da flutuação nas suas cotações, que no entanto podem fugir dos seus controles[139]. De qualquer modo, as ações criariam uma relação direta entre as suas cotações nas bolsas e o comportamento dos executivos, aumentando as pressões para maximizar seus preços correntes.

---

[138] Os executivos também podem ser monitorados pelos maiores acionistas e pelos principais credores.

[139] No início dos anos 80, o Congresso americano estabeleceu o limite de US$ 1 milhão para os salários dos executivos; os valores acima desse montante não podem ser fiscalmente dedutíveis, exceto se se tratar de remunerações significativamente relacionadas com o desempenho.

Tabela 4.2 - Número e Valor das Transações de Fusões e Aquisições

	Números de Transações	Valor Nominal US$ bilhões (a)	Valor Constante US$ de 1995 (b)
1963	1.361	...	...
1964	1.950	...	...
1965	2.125	...	...
1966	2.377	...	...
1967	2.975	...	...
1968	4.462	43,0	188,4
1969	6.107	23,7	98,5
1970	5.152	16,4	64,4
1971	4.608	12,6	47,4
1972	4.801	16,7	60,9
1973	4.040	16,7	57,3
1974	2.861	12,5	38,6
1975	2.297	11,8	33,4
1976	2.276	20,0	53,6
1977	2.224	21,9	55,1
1978	2.106	34,2	79,9
1979	2.128	43,5	91,3
1980	1.889	44,3	81,9
1981	2.395	82,6	138,4
1982	2.346	53,8	85,0
1983	2.533	73,1	111,8
1984	2.543	122,2	179,3
1985	3.001	179,8	254,7
1986	3.336	173,1	240,7
1987	2.032	163,7	219,5
1988	2.258	246,9	318,1
1989	2.366	221,1	271,8
1990	2.074	108,2	126,2
1991	1.877	71,2	79,7
1992	2.574	96,7	105,0
1993	2.663	176,4	186,1
1994	2.997	226,7	233,1
1995	3.510	356,0	356,0

Notas: (a) Inclui transações públicas que envolveram a transferência de pelo menos 10% dos ativos de uma empresa, com valor acima de US$ 500.000,00;
(b) Deflacionado pelo Índice de Preços ao Consumidor.
Fonte: OECD (1996a: 144)

Quadro 4.2 - Mecanismos Contra Ofertas de Aquisição de Controle Acionário Hostil entre as Empresas Americanas

Algumas medidas chamadas de *porcupine provision* para se contrapor às tentativas de aquisição hostil:
Anti-takeover Amendaments - também conhecida como *Supermajority amendment* - constitui uma alteração nos estatutos de uma empresa exigindo que uma maioria substancial (67% a 90%) de acionistas aprovem as operações importantes, como a ratificação da aquisição de controle;
Business Combination Laws - mecanismo anti-aquisição que retarda operações de tomada de controle acionário por 3 ou 5 anos, possibilitando à administração uma moratória sobre ameaças de aquisição hostil;
Cumulative Voting Rights Provision - método de votação que aumenta a possibilidade de um acionista minoritário eleger membros do conselho administrativo;
Golden Parachute - cláusula contratual concebida para proteger executivos de alta posição, proporcionando-lhes generosos benefícios caso sejam demitidos após um processo de aquisição de controle hostil.
Greenmail - pagamento anti-aquisição realizado por uma companhia-alvo de um processo de aquisição de controle ao principal adquirente, geralmente através da recompra das ações já adquiridas a um certo prêmio. Em contrapartida, o adquirente concorda em interromper o processo de aquisição;
Leveraged Recapitalization - enquanto os acionistas externos recebem dividendos, os acionistas internos recebem novas ações. Os dividendos são financiados por empréstimos. Essa reorganização amplia o grau de alavancagem da empresa, com maior participação dos administradores no estoque de ações.
Poison Pill - emissão de uma nova série de ações preferenciais que conferem aos titulares o direito de resgatá-las com um prêmio após a aquisição. Essa medida eleva o custo e, assim, desestimula uma tentativa de aquisição.
Scorched-Earth Policy - política de terra devastada - a empresa concorda em vender a melhor parte de seu negócio, chamada de *crown jewels* ou planeja para que todas as dívidas vençam imediatamente após uma incorporação (*merger*).
Safe Harbor - uma companhia objeto de tentativa de aquisição compra um negócio, cujas regulamentações são tão severas que tornam o alvo menos atraente, oferecendo-lhe, na verdade, um porto seguro (*safe harbor*). Noutras palavras, incorporação defensiva em que a empresa objeto de uma aquisição se reúne a outra de forma a criar condições para aplicação de normas antitruste ou outros problemas regulatórios, caso a proposta original indesejada de aquisição de controle venha a se consumar.
Share Repurchase - recompra de suas próprias ações no mercado, com um prêmio sobre o preço de mercado, sinalizando que as ações estão subavaliadas. Pagando com ativos líquidos, o administrador pode desestimular os *raiders* que estão planejando amortizar os empréstimos tomados para executar a operação de aquisição, vendendo ativos da empresa.
Shake Repellents - método para afastar um investidor agressivo - dispositivo sobre preço justo, exigindo que um proponente pague o mesmo preço a todos os acionistas. Isso aumenta os valores envolvidos e desestimula ofertas para aquisição de ação que foram concebidas para atrair apenas aqueles acionistas mais interessados em substituir a administração da empresa objeto da oferta.
Staggered Board of Directors - conselho administrativo com eleições alternadas - uma maneira de dificultar a eleição de um conselho cuja maioria dos membros seja a favor das decisões de investidores agressivos (*raiders*), que pretendem adquirir o controle da empresa e nomear uma nova administração.

Fonte: OECD (1996a: 130) e Fukao (1994).

A estrutura ideal do pacote remuneratório dos executivos deveria ser formada por uma combinação de salário, bonificações e opções sobre ações, ou qualquer outro tipo de compensação relacionada com ações. A noção subjacente é que se a remuneração dos executivos está vinculada ao preço das ações, eles seriam forçados a atuar em conformidade com os interesses dos acionistas, caso contrário, colocaria em risco suas próprias fontes de riqueza. Porém, observa-se que os executivos com grandes posições em ações tendem a utilizar mais os instrumentos de *hedge* - opções e *equity swaps* - para reduzir os riscos de

oscilações nos seus valores correntes. Assim, os instrumentos derivativos reduzem a efetividade daquela regra, uma vez que podem fixar o preço das ações no futuro.

De qualquer forma, os executivos são regidos por uma regra de desempenho (*business judment rule*). Esse mecanismo forma um amplo e ativo mercado para executivos - cuja função é maximizar o retorno econômico da empresa. "A principal medida de desempenho é a criação de riqueza para os acionistas" (*Business Week*, 15.4.1996). Sob incessante pressão de Wall Street e dos acionistas para elevar o valor corrente das ações de suas empresas, os principais executivos no processo de reestruturação recente cortaram custos e diminuíram as folhas de pagamentos[140]. A remuneração que receberam pela tarefa decorre, em parte, de um mercado para talentos que recompensa generosamente os administradores que conseguem proporcionar retornos espetaculares, e pune aqueles que deixam de fornecer os lucros que os acionistas esperam (ver tabelas 4.3 e 4.4).

Um exemplo típico de um processo bem-sucedido de reorganização empresarial americano pode ser observado na corporação Campbell Soup, do setor de alimentos. Em 1990, a empresa estagnada há anos, nomeou um novo executivo, David Johnson. Este persuadiu o conselho administrativo a transformar a empresa num modelo de gerenciamento ativo (*active corporate governance*). A remuneração dos executivos passou a ser relacionada ao desempenho da empresa, sendo o critério de performance, ultrapassar os principais competidores. Os membros do conselho administrativo eram remunerados com ações da empresa. A corporação não criou nenhum programa contra operações de tomada de controle acionário, tais como *poison pills* (literalmente, "pílulas de veneno"). Os investidores institucionais acionistas passaram a exercer seus direitos de votos por procuração. Em pouco tempo, a Campbell Soup voltou a ser uma empresa lucrativa, com o preço de suas ações em elevação (*The Economist*, 29.01.1994, p. 18).

A operacionalidade desse sistema de gestão empresarial presume transparência nos dados financeiros das empresas, um fluxo contínuo de informações (balanços trimestrais), rígidas regras de negociação e mercados secundários líquidos. As grandes corporações com capital

---

[140] Segundo a revista *Business Week* (15.4.96), o salário e a bonificação médios do principal executivo das corporações americanas aumentaram 18% em 1995, atingindo US$ 1.653.670 - ligeiramente acima do avanço de 15% registrado no lucro. Porém, somando os ganhos de remuneração de longo prazo com as opções de ações, a remuneração total média do principal executivo subiu 30%, alcançando US$ 3.746.392. Esse crescimento superou a taxa de inflação de 2,8%, a remuneração do pessoal de escritório, cujos salários aumentaram 4,2%, na média, e a dos operários industriais, que tiveram um aumento médio de apenas 1%, em 1995. O sistema impõe também penalidade àqueles situados na base da estrutura de trabalho.

pulverizado e com administrações profissionais são minuciosamente monitoradas por analistas[141], empresas de informações econômicas[142], investidores[143] e Agências de Classificação de Risco.

Tabela 4.3 - Os Executivos Mais Bem Pagos dos EUA (a)

	US$ mil		
	Salário em 1995 e Bonificações	Remuneração a Longo Prazo	Remuneração Total
1.Lawrence Coss - Green Tree Financial	65.580	-	65.580
2.Sanford Weill - Travelers Group	5.607	44.233	49.840
3.John Welch Jr. - General Electric	5.321	16.741	22.062
4.Gordon Binder - AMGEN	1.513	19.992	21.505
5.James Donald - DSC Communications	5.595	13.588	19.183
6.Casey Cowell - U.S. Robotics	2.799	15.770	18.569
7.Floyd English - Andrew Corp.	1.739	15.927	17.666
8.Howard Solomon - Forest Laboratories	611	16.416	17.026
9.Stanley Gault - Goodyear Tire & Rubber	2.207	14.343	16.550
10.Edward Brennan - Sear, Roebuck	3.098	13.252	16.350
11.Eckhard Pfeiffer - Compaq Computer	3.625	12.493	16.118
12.Reuben Mark - Colgate-Palmolive	1.985	13.083	15.068
13.Michael Eisner - Walt Disney	8.775	5.996	14.771
14.Lawrence Ellison - Oracle	3.343	10.800	14.143
15.Louis Gerstner - IBM	4.775	8.452	13.227
16.Roberto Goizueta - Coca-Cola	4.880	8.029	12.909
17.James Morgan - Applied Materials	1.688	10.631	12.319
18.Richard Fisher - Morgan Stanley	4.664	7.251	11.915
19.Richard Rosenberg - Bankamerica	4.542	7.312	11.854
20.Wayne Calloway - Pepsico	3.453	7.966	11.419

Nota: (a) A pesquisa analisa a remuneração dos dois executivos mais bem pagos em 362 das maiores empresas dos Estados Unidos.

Fonte: 46o. Placar de Salários de Executivos, elaborado a pedido da *Business Week* pela Standard and Poor's Compustat Services, uma divisão do grupo McGraw-Hill. *Business Week*, 15.04.96, republicado na *Gazeta Mercantil*, 26.4.96.

Assim, o sistema de gestão das empresas americanas é estruturado para maximizar as taxas de retorno dos acionistas - *shareholder value based system of corporate governance* - ou seja, agregar valor ao patrimônio dos acionistas[144]. O critério financeiro fundamenta as decisões de investimento. Os objetivos das corporações centram-se em elevar as taxas de lucratividade dos

[141] Os EUA têm 15 mil empresas de capital aberto, sendo 3 mil ativamente monitoradas pelos analistas, através de reavaliações dos relatórios trimestrais de desempenho.

[142] Tais como, Bloomberg Business News, McGraw Hill Companies, Micropal, Lipper Analytical Service. Essas duas últimas são especializadas em pesquisas na área de fundos de investimentos.

[143] A título de exemplo, Charles E. Albers, gestor do Guardian Park Avenue Fund, que proporcionou retornos de cerca de 16% ao ano desde seu lançamento em 1973, aplicando em ações, bônus, etc., criou seu próprio modelo de investimento para classificar ações de 2 mil companhias toda semana, num sistema de pontos que compara ganhos, fluxos de caixa, ações controladas pela administração, valor registrado e desempenho das ações, entre outros fatores. O resultado é um portfólio com cerca de 200 a 300 ações (*Bloomberg Business News*, republicado na *Gazeta Mercantil*, 22.1.1996).

[144] Os acionistas, livres da necessidade de supervisionar as operações rotineiras das empresas, se transformam em investidores especializados, cujo interesse precípuo é aplicar o capital e receber os dividendos ou lucrar com a valorização das ações.

investidores e maximizar o preço corrente das ações. Os executivos exercem uma influência dominante nos rumos das empresas, interpretando sinais sobre o comportamento desejado pelos mercados de capitais, que avaliam a lucratividade corrente (balanços trimestrais) e eleva a sensibilidade do preço das ações. O conselho administrativo, em que se predominam os diretores independentes (74% nas maiores corporações americanas), na verdade, exercem uma influência limitada nos rumos da empresa. A média agregada da participação dos membros dos conselhos administrativos nas ações das corporações em que representam é de 3,6% (Porter, 1992). A função dos acionistas, banqueiros, investidores institucionais, clientes e fornecedores no conselho administrativo também é irrisória.

Tabela 4.4 - Executivos Cujas Empresas Tiveram Melhor Desempenho em Relação aos seus Salários (1993-1995)

	Remuneração Total US$ mil	Retorno Médio (%)	Índice Relativo
1.James Preston/Avon Products	2.963	130	339
2.Dana Mead/Tenneco	6.484	21	141
3.Andrew Ludwick/Bay Networks	1.461	27	115
4.Thomas Golisano/Paychex	1.314	27	112
5.Wilfred Corrigan/LSI Logic	8.460	19	112

Executivos Cujas Empresas Tiveram Pior Desempenho em Relação aos seus Salários

	Remuneração Total US$ mil	Retorno Médio (%)	Índice Relativo
1.Stanley Goldstein/ Melville	4.864	-5	-52
2.Henry Duques/First Data	1.362	11	-28
3.James Houghton/Corning	5.970	3	-10
4.Thomas O'Leary/Burlington Resources	11.080	1	-8
5.Gerald Levin/Time Warners	15.538	-12	-3

Fonte: ver tabela anterior.

Entretanto, a dinâmica desse sistema de gestão (*market-based*) apresenta aspectos contraditórios[145]. Os executivos devem promover os interesses dos acionistas, valorizando seus ativos a curto prazo, mesmo a expensas da performance de longo prazo das empresas. Por um lado, encurta o horizonte temporal das empresas ("curtotermismo"), uma vez que os acionistas externos impelem os executivos a privilegiar os resultados financeiros de curto

[145] Segundo Kurz (1996, grifo nosso), as estratégias do capital industrial foram engolidas pelo interesse monetário dos acionistas. "O primeiro mandamento dessa nova ética filosófica da administração prescreve: 'Não terás nenhum outro Deus senão teu acionista'. *Shareholder value* significa, portanto, uma defesa veemente dos interesses acionários por parte da política comercial das empresas. (...) Como o nome indica, o *shareholder value* trata do valor (*value*) de que podem dispor os acionistas (*shareholder*) de forma imediata e a curto prazo, isto é, o valor corrente das ações, não os dividendos. Uma política empresarial que segue a maximização do *shareholder value* está, portanto, menos voltada para os ganhos reais e a longo prazo do que para uma maximização do valor de curto prazo das suas ações, não importa a que preço. Nesse sentido, a filosofia do *shareholder value* é um produto dissimulado do *capitalismo-cassino*. Se no passado as carteiras de ações muitas vezes permaneciam décadas sob a posse do mesmo indivíduo e ainda eram legadas à geração seguinte, hoje boa parte dos investidores privados e institucionais não detém mais portfólios de longo prazo, mas apenas faz suas apostas ao sabor das variações diárias do mercado".

prazo. Conseqüentemente, as corporações investem relativamente menos em ativos intangíveis, tais como Pesquisa & Desenvolvimento, treinamento de recursos humanos, sistemas de informação, desenvolvimento organizacional e relações com fornecedores, bem como os executivos evitam investimentos de longo prazo, que poderiam deprimir os preços das ações no curto prazo e tornar a empresa vulnerável a processos de tomada de controle acionário hostil. Por outro lado, esse sistema submete as corporações às exigências do mercado e apresenta uma enorme capacidade de criar pequenas e médias empresas inovadoras, das quais muitas rapidamente se tornam grandes. A alocação de capital é flexível, capaz de transferir recursos entre setores, sobretudo para os mais dinâmicos e com elevadas taxas de rentabilidade[146]. A título de exemplo, sobre essa agilidade do mercado de capitais americano, vejamos a emissão de ações em uma oferta pública de venda inicial (OPVi)[147] da empresa Netscape no NASDAQ, em agosto de 1996 (NY). Formalmente, os rendimentos anuais dessa empresa não ultrapassavam os US$ 17 milhões, sem nunca ter obtido lucro. A cotação da ação na OPVi situava-se nos US$ 28,00 e havia 5 milhões de ações à venda (cerca de 14% do capital social)[148]. No primeiro dia de venda, os corretores receberam pedidos para mais de 100 milhões de ações e, em apenas um minuto, a cotação das ações no mercado disparou para US$ 71,00. A esse preço, a Netscape tinha um valor de mercado de cerca de US$ 2,7 bilhões e os investidores que compraram ações na OPVi obtiveram um lucro da ordem de US$ 215 milhões (Welch & Neuberger, 1997: 15). Esse comportamento do mercado de capitais é muito

---

[146] Segundo Porter (1992: 72), fontes internas e externas de capitais se relacionam para constituir um "sistema nacional de alocação de investimentos de capital". Nesse sentido, a natureza do sistema americano de alocação de capital seria constituída pelos seguintes elementos: a) favorece o investimento em que a taxa de retorno é mais facilmente mensurável; b) potencializa processos de aquisição, envolvendo ativos que podem ser facilmente valorizados, ao contrário do desenvolvimento interno de projetos, mais difíceis de serem avaliados e que podem drenar ganhos correntes; c) estimula investimentos em alguns setores (alta tecnologia ou indústrias emergentes, sobretudo aquelas com rápido potencial de crescimento e elevada taxa de retorno), enquanto abandona setores com baixa taxa de rentabilidade e limita investimentos em ativos intangíveis (tais como P&D, publicidade, treinamento de pessoal, etc.); d) facilita processos de *takeovers*, em que o investidor continua apostando na empresa (e acumulando fluxo de caixa) até os ganhos correntes serem satisfatórios, ou até a situação da empresa se deteriorar e mudar de mãos.

[147] Há dois tipos de emissão de ações: a oferta pública de venda inicial (OPVi), em que uma empresa vende suas ações no mercado pela primeira vez, e os aumentos de capital, em que uma empresa já negociada em bolsa decide emitir mais ações. Quanto uma empresa negociada em bolsa decide emitir ações suplementares, ela pode vendê-las no mercado, a um preço próximo do valor corrente de mercado, ou colocá-las à disposição dos seus acionistas com um desconto substancial. O primeiro caso é conhecido como uma oferta pública e o segundo como uma emissão reservada aos atuais acionistas. Na maior parte dos países europeus, as empresas são obrigadas por lei ou por pressão dos investidores a utilizar o método das emissões reservadas. Nos Estados Unidos, são permitidos ambos os métodos, mas a tendência é utilizar o método das ofertas públicas.

[148] Normalmente, uma OPVi começa com o anúncio público da venda iminente de ações a um preço definido. As subscrições são, então, solicitadas aos investidores e no dia da oferta as ações são vendidas. Se a procura excede a oferta, as ações são distribuídas de acordo com os critérios do tomador firme.

freqüente nos Estados Unidos, onde há investidores de risco que detêm carteiras de ações de empresas de diversos setores em crescimento (como biotecnologia, redes de telecomunicações, informática, etc.). Assim, a despeito das limitações, o sistema empresarial americano é extremamente ágil e dinâmico, seja na incorporação de novos negócios, seja na falência (ver tabela 4.5)[149].

Tabela 4.5 - Formação e Falência de Empresas (1955-1994, anos selecionados)

	Número de Novas Incorporações	Número de Falências	Passivo Corrente das Falências (US$ milhões)
1984	634.991	52.078	29.268
1985	664.235	57.253	36.937
1986	702.738	61.616	44.724
1987	685.572	61.111	34.723
1988	685.095	57.097	39.573
1989	676.565	50.361	42.328
1990	647.366	60.747	56.130
1991	628.604	88.140	96.825
1992	666.800	97.069	94.317
1993	706.537	86.133	47.755
1994	741.249	71.558	28.977

Fonte:The Annual Report of the Council of Economic Advisers, *Economic Report of the President*, February 1997, tabela B-94, p. 407.

A imprensa internacional, como por exemplo, a revista *The Economist* (10.2.1996), denomina esse sistema de organização das atividades produtivas, que prevalece nos países anglo-saxões, de *shareholder capitalism* (capitalismo de acionistas), em contraposição ao *stakeholder capitalism*. Este seria característico da Alemanha e do Japão, onde a atuação do Estado procuraria ampliar as responsabilidades das corporações diante dos trabalhadores, dos fornecedores e consumidores, bem como do meio ambiente e da comunidade em geral (OECD, 1996a: 119).

Em resumo, o arcabouço legal e regulatório americano determina a estrutura de propriedade das ações corporativas, a natureza dos mecanismos que disciplinam a administração das empresas, bem como a dinâmica do mercado de controle corporativo (*market for corporate control*). Os executivos das empresas devem seguir a disciplina imposta pelos mercados: se a corporação for mal gerenciada (*under-performing management*) e/ou se os dividendos forem negligenciados, os investidores reagirão, vendendo ações[150]. Conseqüentemente, seus preços

[149] A lei de falência dos Estados Unidos tende a oferecer muitas oportunidades à corporação para se reorganizar antes de ser forçada a fechar as portas (ver Anexo 2).

[150] A pressão concorrencial força a distribuição de dividendos mesmo nos anos em que houve uma queda acentuada dos lucros. Entre 1970 e 1995, as empresas americanas transferiram de 50% a 70% de seus lucros após os impostos aos acionistas, a título de dividendos (*Economic Report of the President*, 1997, tabela B-88, p. 401).

se deprimirão e a empresa ficará exposta a processos hostis de *takeovers*. Dentro desse paradigma, se uma subsidiária não estiver atendendo às expectativas ou se uma unidade não funcionar de acordo com o último plano estratégico, busca-se desfazer-se rapidamente dela. Abandonam-se as unidades não-essenciais e fortalecem-se os negócios principais, ficando, portanto, no *core business*, antes de se tornar alvo de uma oferta de aquisição hostil. Essa dinâmica forma um sistema empresarial extremamente competitivo, em que prevalece a tirania dos balanços trimestrais, uma vez que as performances das corporações são permanentemente monitoradas pelos mercados.

4.3. A estrutura de propriedade e a gestão das ações corporativas

Os limites legais à composição dos portfólios das instituições financeiras americanas no que se refere à propriedade das corporações resulta numa estrutura extremamente fragmentada, pois a posse das ações fica espalhada por um amplo espectro de investidores. Através do Glass-Steagall Act (1933) os bancos foram proibidos de manter ações corporativas em seus portfólios. Assim sendo, o montante de ações em poder dessas instituições é irrisório e dada a *legal doctrine of equitable subordinations* têm poucos incentivos para ampliar as relações financeiras com as corporações.

A tabela 4.6 explicita como o estoque das ações americanas detido pelas famílias e pelos *bank trusts* foi transferido aos principais investidores institucionais durante as últimas décadas. Em 1952, as famílias detinham 89,7% do estoque total de ações nos EUA e em 1995, apenas 51,4%. Por sua vez, os *bank trusts* reduziram a participação no estoque de ações americanas de 10,4%, em 1970 para 2,7% em 1995[151].

---

[151] Aglietta (1976) e Pastré (1979) sinalizaram o aprofundamento das relações entre os bancos comerciais e as empresas, através dos departamentos fiduciários, que chegaram a deter 11,5% do total de ações em 1975. Esse percentual deve ser acrescido pelas ações das famílias e dos fundos de pensão mantidas sob custódia por esses departamentos fiduciários. De acordo com Aglietta (1976: 202) "em 1968, 12 grandes bancos (*money center banks*) administravam 75% dos ativos de todos os fundos de pensão". Segundo esses autores, os departamentos fiduciários dos bancos comerciais eram de grande importância, pelo volume de recursos que manipulavam e pelo fato de possibilitar aos bancos que os controlavam a retenção de importantes posições acionárias (na qualidade de representantes autorizados dos benficiários dos fundos) sobre outras empresas, algo que não poderiam fazer diretamente como proprietários devido à legislação restritiva. Infelizmente, não obtivemos dados mais detalhados sobre a atuação recente dos departamentos fiduciários para certificar da continuidade desse processo. Os dados descritos acima indicam uma queda na participação dos departamentos fiduciários e a literatura pesquisada salienta o crescimento dos fundos de pensão administrados por profissionais independentes. Segundo Barber & Ghilarducci (1993: 293), na gestão dos fundos de pensão americanos se destaca o administrador financeiro independente. "Em 1992, os administradores independentes geriam 50% do total dos ativos dos fundos de pensão administrados externamente, 25% estavam sob a responsabilidade dos departamentos fiduciários dos bancos e 25% das seguradoras". Além disso, a tabela 4.16 mostra que a parcela de recursos das famílias administrada por fiduciários era minoritária em 1990.

Tabela 4.6 - Estrutura de Propriedade das Ações Corporativas Americanas (participação percentual)

	1952	1955	1960	1965	1970	1975	1980	1985	1990	1995
US$ bilhões (a)	170,1	294,2	424,9	734,9	841,4	800,2	1.534,7	2.360,0	3.530,2	8.345,4
Famílias	89,7	88,6	85,8	83,8	68,0	56,7	60,2	48,9	49,9	51,4
Estrangeiros	2,2	2,2	2,2	2,0	3,2	4,2	4,9	5,8	6,9	4,2
Grupos Financeiros	8,2	9,2	12,1	14,2	28,7	39,2	34,9	45,3	43,2	44,5
Bancos Comerciais	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Instituições Poupança	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2
Seguro de Vida	1,4	1,2	1,2	1,2	1,7	3,4	3,0	3,1	2,8	4,2
Outros Seguros	1,9	1,8	1,8	1,6	1,6	1,8	2,1	2,4	2,3	1,8
Fundo Pensão Privado	1,1	2,1	3,9	5,5	8,0	13,5	14,6	21,6	16,8	13,8
Fundo Pensão Público	0,0	0,1	0,1	0,3	1,2	3,0	2,9	5,1	8,4	8,4
Fundo Mútuo (aberto)	2,0	2,4	3,5	4,2	4,7	4,2	2,8	4,8	6,6	12,5
Fundo Mútuo (fechado)	1,2	1,0	1,2	0,8	0,5	0,7	0,3	0,2	0,5	0,5
Brokers e *Dealers*	0,4	0,3	0,1	0,2	0,2	0,4	0,2	0,6	0,3	0,4
Bank Trusts	0,0	0,0	0,0	0,0	10,4	11,5	8,8	7,3	5,4	2,7

Nota: (a) Total das ações em valores de mercados.
Fonte: OECD (1996a: 124)

De modo geral, o controle das ações americanas pelos principais investidores institucionais aumentou de 7,6% para 43,8%, no mesmo período. Esses investidores se tornaram uma força preponderante nos mercados de capitais americanos. A participação das ações nos portfólios das companhias de seguro foi relativamente constante nas últimas décadas, mas as companhias de seguro de vida apresentaram uma tendência de crescimento nos últimos anos, atingindo 4,2% em 1995. Os fundos mútuos de ações absorviam 12,5% do estoque total de ações em 1995 e, dadas suas estratégias de diversificação, contribuem para essa estrutura de propriedade fragmentada[152]. Os fundos de pensão tornaram-se um dos principais atores nos mercados acionários, com 22,2% do total. Os recursos dos fundos de pensão são de longo prazo, mas a maioria negociada ativamente, portanto, são percebidos como "adversários" pelos executivos ("num jogo de gato e rato"). As ações mantidas em carteiras diversificadas dos diferentes administradores de recursos são monitoradas como um ativo financeiro qualquer, ficando expostas às oscilações nos preços, à iliquidez e a manipulações dos mercados. Finalmente, os investidores estrangeiros estão se tornando agentes relevantes no mercado acionário americano, aumentando suas participações de 3,2% em 1970 para 4,2% em 1995[153].

Devido à ausência de acesso a informações precisas sobre as empresas, através de uma participação no conselho administrativo, os investidores institucionais tendem a realizar suas posições de investimento com base nas antecipações de curto prazo do movimento de preços das ações. O sistema direciona-os para se concentrarem em atributos facilmente mensuráveis,

[152] Segundo levantamento do Investment Company Institute, em 1996 os fundos mútuos detinham 14% do total das ações do mercado (*Bloomberg Business News*, republicado na *Gazeta Mercantil*, 6.2.1997).

[153] Estima-se que o total acumulado de ações americanas nas mãos de investidores estrangeiros atinge o montante de US$ 765 bilhões (Getúlio Bittencourt, *Gazeta Mercantil*, 15.10.1997, p. B-3).

tais como, lucro corrente, aprovação de patentes, projeções do valor da empresa, etc. A projeção do valor de uma empresa pode variar muito e, conseqüentemente, pode levar a subinvestimento em alguns setores, enquanto possibilita um sobreinvestimento em outros[154]. A importância do controle acionário dos investidores institucionais, por setor de indústria, está evidenciada na tabela 4.7. Em 1990, 62,2% das ações da indústria de papel e 61,1% do setor de transporte eram controladas pelos investidores institucionais. Por sua vez, a participação no setor de telecomunicações era menor, 37,5%[155].

Tabela 4.7 - Controle Acionário dos Investidores Institucionais por Setor de Indústria

Em porcentagem do estoque de ações

Indústria	1987	1988	1989	1990	1987-1990(a)
Aeroespacial	54,6	58,0	55,5	55,6	1,0
Automotiva	53,8	52,1	52,3	52,2	-1,7
Bancos	39,6	41,5	44,4	43,6	4,0
Química	55,7	55,2	54,6	54,7	-1,0
Elétrica	58,6	59,0	58,9	58,8	0,2
Alimentação	43,8	42,0	43,3	41,5	-2,3
Saúde	50,0	52,0	53,2	54,5	4,5
Lazer	43,4	44,0	44,6	52,0	8,6
Manufatura	53,2	53,0	56,1	57,7	4,5
Metal	46,5	43,0	46,6	50,1	3,6
Equipamentos para Escritório	53,0	54,0	53,2	55,3	2,3
Papel	55,7	58,0	59,2	62,2	6,5
Publicidade/TV	44,5	39,0	42,4	40,2	-4,3
Atacado	45,1	43,0	48,6	53,5	8,4
Telecomunicações	36,6	35,0	39,8	37,5	0,9
Transportes	54,9	58,0	53,1	61,1	6,2
Média das 1000 maiores corporações	46,6	46,8	48,1	50,6	2,9

Nota: (a) Variação percentual.
Fonte: Brancato & Gaughan (1991).

Essa tabela acima mostra que a despeito de uma pequena percentagem do capital social de uma empresa, os investidores institucionais podem desempenharem um papel determinante nas suas estratégias, uma vez que atingem montantes consideráveis no agregado. Para colocarmos em perspectiva essa estrutura de propriedade extremamente diluída, a tabela 4.8 abaixo mostra a

[154] Há várias medidas de desempenho: a) *Economic Value Added* (valor econômico agregado) - EVA, uma empresa cria valor se o retorno sobre o capital for maior do que o custo envolvido ou do que a taxa de ganho que os investidores poderiam auferir em caso de investimento em outros empreendimentos com o mesmo risco. A medida de desempenho EVA desestimula os executivos a realizarem grandes investimentos, pois o volume de capital adiantado deprime o valor da empresa por essa medida, o que pode causar uma espiral de subinvestimentos; b) *Cash Flow Return on Investment* (retorno de fluxo de caixa sobre o investimento) - CFROI; c) *Market Value Added* (valor de mercado agregado) - MVA; *Total Shareholder Return* (retorno acionário total) - TSH; d) *Balanced Scorecards* (médias equilibradas de desempenho). A maioria dos profissionais utilizam métodos múltiplos para avaliar uma ação.

[155] Segundo (Brancato & Gaughan, 1991), essa posição é ainda mais acentuada no caso de algumas corporações: 82% na General Motors; 74% da Mobil Oil; 70% do Citicorp; e 86% da Amoco. No mesmo sentido, Charpentier (1997: 94) mostrou que: "no final de 1993, os fundos de pensão americanos detinham cerca de metade do capital das vinte e cinco maiores empresas dos Estados Unidos (...)".

diferença entre o modelo americano e o alemão. O Deutsche Bank, principal acionista da empresa Daimler-Benz, possui 41,8% do capital social do grupo; enquanto nos Estados Unidos, o maior acionista da General Motors é o fundo de pensão dos professores de Michigan, com apenas 1,42% do capital. Em termos médios, os cinco maiores acionistas controlam menos de 10% das ações de uma empresa nos Estados Unidos, 40% no Alemanha, 25% no Japão, 87% na Itália, 21% no Reino Unido. Nesse contexto, nada é mais fácil para um investidor institucional americano do que se desfazer de um determinado conjunto de ações, na medida em que o restante de seu portfólio permanece "idealmente" distribuído, garantindo uma certa estabilidade aos rendimentos. Essa estrutura peculiar de propriedade das empresas facilita enormemente as entradas e saídas de curto prazo, bem como explica o elevado nível de atividade nas bolsas de valores dos Estados Unidos (Farnetti, 1996: 197).

Tabela 4.8 - Cinco Principais Acionistas com Direito a Voto em Grandes Empresas dos EUA, Alemanha e Japão (respectivamente, na General Motors, Daimler-Benz e Toyota)

Em percentagem

General Motors		Daimler-Benz		Toyota	
F.de Pensão Michigan (a)	1,42	Deutsche Bank	41,80	Sakura Bank	4,9
Bernstein Stanford	1,28	Dresdner Bank	18,70	Sanwa Bank	4,9
Wells Fargo	1,20	Commerzbank	12,20	Tokai Bank	4,9
F. de Pensão de Profs. (b)	0,96	Bayerische Landesbank	1,16	Nippon Life	3,8
Bankers Trust NY	0,88	Indisponível	-	Long Term Credit Bank	3,1
Total	5,74	Total	73,90	Total	21,6

Notas: (a) Fundo de pensão de professores do estado de Michigan.
(b) Fundo de pensão de professores de ensino secundário municipal.
Fonte: Roe (1995: 4) *apud* Farnetti (1996: 197).

Assim, os investidores institucionais detêm portfólios altamente diversificados, com pequena participação em muitas (talvez centenas) empresas[156]. Essa estrutura de portfólio fragmentada está associada a um conjunto de fatores - restrições legais sobre a concentração de ações, regulamentações das instituições fiduciárias, norma de prudência, etc. - que incentivam a diversificação e a liquidez (ver quadro 4.3). Seus objetivos são puramente financeiros e concentrados na valorização trimestral e anual de seus portfólios, comparados com índices de ações (S&P 500, por exemplo, ver tabela 4.9). Como os administradores de dinheiro são avaliados por suas performances de curto prazo, seus investimentos também procuram enfocar a valorização de curto prazo das ações, ou seja, tomam rápidas decisões de comprar e vender ações para realizar ganhos de capital. Ademais, os investidores institucionais são atores

[156] Em média, os fundos de ações americanos detêm ações de mais de 130 empresas, a fim de obter uma diversificação apropriada da carteira.

poderosos no mercado de ações, sendo que os 1.000 maiores instituições concentram 57% dos ativos totais (ver tabela 4.10)[157].

Em suma, a combinação de mercados financeiros líquidos (com fácil entrada e saída), restrições institucionais à manutenção de grandes volumes de ações de empresas específicas nos portfólio das instituições financeiras, norma de prudência, bem como a proteção aos direitos dos investidores (acionistas) constituíram limites à concentração da estrutura de propriedade das corporações americanas.

[157] Entre os próprios investidores institucionais se instaura um acirrado processo de concorrência entre os investidores institucionais: "a dimensão do imenso poder financeiro dos fundos de pensão e de investimentos os transforma em objetos de cobiça extrema. As tensões que se originam no âmago do sistema financeiro americano se desmancham e se recriam ao ritmo de uma concorrência oligopolística implacável: os menores são progressiva e impiedosamente eliminados" Farnetti (1996: 204).

Quadro 4.3 - Fatores que Desestimulam o Comportamento Ativo dos Investidores Institucionais Americanos

1. Hart-Scott-Rodino Act (1976) - uma das principais leis antitruste - as atividades abaixo poderiam ser consideradas incoerentes com uma intenção de investimento, podendo ser necessária uma notificação à Federal Trade Commission: (i) indicação de um candidato para o conselho administrativo; (ii) proposição de uma ação requerendo a aprovação dos acionistas; (iii) solicitação de procurações para voto (*proxies*); (iv) quando um acionário majoritário, diretor, alto funcionário ou empregado de um investidor desempenha a função de diretor de uma empresa em que tenha realizado investimentos.
2. Legislação tributária - se um investidor institucional se engaja ativamente na direção de uma empresa, em que detém ações, ele pode ser interpretado como fazendo parte do negócio. Conseqüentemente, os fundos de pensão isentos de impostos podem ter de pagar tributos se se tornarem investidores ativos.
3. Employee Retirement Income Security Act (ERISA) - interpretações correntes da "regra de prudência" imposta aos administradores dos fundos de pensão requerem a manutenção de um portfólio amplamente diversificado. Isso tende a desencorajar investimentos num conjunto de ações com ativo envolvimento na gestão dessas empresas. Às vezes, os administradores dos fundos de pensão interpretam suas responsabilidades fiduciárias como sendo a obrigatoriedade de vender suas ações aos investidores agressivos (*corporate raiders)*, que lhes oferecem um prêmio (a).
4. Norma de procuração para voto da SEC *(Rule 14a-8)* - se 10 ou mais acionistas discutirem qualquer questão que pode resultar em uma procuração para voto, devem informar o teor da discussão à SEC. Essa regra foi flexibilizada em 1992. (b)
5. De modo geral, os executivos (CEO) não apreciam que os administradores dos fundos de pensão de suas empresas entrem no âmbito de suas competências, desafiando-os no gerenciamento das corporações.
6. O aumento da popularidade dos fundos de índices - os investidores de fundos de índices têm poucos incentivos econômicos para participar da gestão das empresas. Na verdade, eles nem vendem ações de empresas com desempenho precário, nem compram ações de empresas em crescimento. (c)
7. Muitas das medidas defensivas às operações de aquisição implementadas pelas empresas nos anos 80 dificultaram um monitoramento responsável por parte dos acionistas.
8. A norma da SEC (*Rule 10b-5*) sobre as informações privilegiadas (*insider trading rule*) - a despeito de divergências na interpretação da lei, geralmente os tribunais estabelecem que diretores, altos funcionários e outras pessoas ligadas à empresa são proibidos de negociar *securities* da mesma, com base em informações não disponíveis ao público. A penalidade pela violação dessa lei é muito severa. Assim, os investidores são fortemente desestimulados a estabelecer maiores vínculos com os administradores se pretendem negociar *securities* da empresa num futuro próximo.

Notas: (a) Para adquirir o controle de uma empresa e convencer seus acionistas a aceitarem uma oferta, é geralmente necessário pagar um prêmio sobre o preço das ações antes da oferta, o que pode atingir a cifra de 100%, ainda que a média seja de 15% .

(b) A *Rule 14a* - solicitação de procuração para voto - estabelece a informação e a documentação que devem acompanhar uma procuração para voto distribuída aos acionistas de uma sociedade de capital aberto.

(c) Fundos casados com um índice de base ampla, como o da Standard & Poor's e, cujo desempenho reflete o mercado como um todo. Paradoxalmente, o California Public Employees Retirement System (CalPERS) é um fundo de pensão de índice que se tornou um investidor ativo. Suas ações mais comuns são: aumento do número de diretores independentes e externos; separação do papel do executivo (CEO) e da diretoria para ampliar as funções de monitoramento desta; nomeação de novos diretores e comitês de auditoria.

Fonte: Jacobs (1991: 48-50 e 83-97).

Tabela 4.9 - Maiores Fundos de Ações Americanos

	Ganhos percentuais para períodos terminados em 29.9.1995			
	Patrimônio	Rentabilidade (%)		
	US$ milhões	3o.trim.	12 meses	5 anos
1.Fidelity Magellan Fund	51.613,0	+10.62	+37.63	+181.02
2.Investment Co. of America	23.542,8	+6.57	+22.54	+104.45
3.Washington Mutual Inv.	16.091,3	+10.44	+29.61	+124.39
4.Fidelity Puritan	14.503,4	+5.33	+14.36	+119.78
5.Vanguard Index 500	14.108,7	+7.94	+29.59	+119.56
6.Vanguard Windsor	13.427,4	+7.93	+26.29	+150.85
7.20th Century Ultra	13.363,3	+15.56	+41.77	+262.66
8.Fidelity Contrafund	13.279,3	+11.08	+32.84	+219.93
9.Income Fund of America	12.559,9	+ 6.21	+20.49	+103.02
10.Fidelity Growth & Income	12.298,8	+8.80	+24.54	+159.90
11.Janus Fund	11.747,1	+7.82	+25.78	+124.00
12.Vanguard Wellington Fund	11.213,4	+6.61	+23.85	+104.19
13.Fidelity Asset Manager	11.064,5	+5.14	+10.09	+ 98.18
14.Fidelity Equit-Income II	10.807,3	+6.83	+18.56	+177.07
15.Europacific Growth	10.040,1	+ 5.22	+ 8.70	+97.64
16.Vanguard Windsor II	9.824,5	+10.22	+28.31	+131.56
17.Fidelity Equity-Income	9.313,8	+ 7.56	+21.63	+138.77
18.Fidelity Adv. Growth Opp.	8.784,7	+6.01	+24.52	+203.91
19.New Perspective Fund	8.583,6	+4.55	+18.70	+111.66
20.Dean Witter Divid. Growth	8.241,1	+6.31	+23.35	+111.30
21.Growth Fund of America	7.524,9	+5.91	+29.28	+140.90
22.Putnam Growth & Income A	7.518,0	+8.15	+25.55	+112.96
23.Templeton Growth	6.962,3	+6.19	+14.59	+126.70
24.Templeton Foreign Funds	6.913,6	+3.93	+6.56	+81.54
25.Fidelity Blue Chip Growth	6.732,9	+9.23	+28.92	+215.09
26.Merrill Global Alloc. B	6.623,0	+ 6.02	+13.58	+104.34
27.Vanguard Wellesley Income	6.587,0	+4.22	+20.70	+87.85
28.AIM Equity Consteltn.	6.518,6	+14.50	+41.46	+272.94
29.American Mutual	6.379,3	+7.49	+22.56	+98.94
30.T. Rowe Price Stock	6.370,2	+4.69	+3.90	+80.09
31.Templeton World	5.868,5	+6.58	+15.54	+125.97
32.Franklin Cust. Income	5.719,7	+3.59	+13.25	+111.46
33.Fidelity Growth Company	5.533,5	+11.84	+38.71	+195.51
34.20th Century Growth	5.106,4	+10.56	+30.94	+133.27
35.Pioneer II	5.055,8	+6.60	+19.92	+108.49
36.Putnam Voyager A	5.050,6	+12.01	+31.74	+202.63
37.Vanguard Institutuional Index	5.041,2	+7.97	+29.76	+120.74
38.Fidelity Balanced	4.981,2	+2.61	+8.15	+80.47
39.Mutual Shares	4.920,2	+11.11	+25.25	+144.07
40.Fidelity Value Fund	4.898,6	+8.65	+18.58	+154.86
Média dos Fundos de Ações	-	+8.91	+25.48	+128.84
S&P 500 (com dividendos)	-	+7.94	+29.71	+121.15

Notas: (a) Dados sobre patrimônio representam situação em 31.8.95.

(b) *Growth Funds* - fundos aplicados em companhias com bom potencial de crescimento no longo prazo.

Fonte: Lipper Analytical Services. In: *Gazeta Mercantil*, 11.10.95.

Tabela 4.10 - Concentração dos Investidores Institucionais

	Em termos percentuais					Variação	
	1987	1990	1992	1993	1994	1993-94	1987-94
50 maiores	48.7	50.1	52.1	47.2	52.7	5.5	4.0
100 maiores	53.6	54.8	55.5	55.6	58.5	2.9	4.9
250 maiores	52.8	54.8	55.6	58.0	59.5	1.5	6.7
500 maiores	51.8	52.9	55.3	57.8	58.8	1.0	7.0
750 maiores	49.6	51.1	53.6	57.1	58.7	1.6	9.1
1.000maiores	46.6	49.5	52.8	55.8	57.1	1.3	10.5

Fonte: OECD (1996a: 127).

4.4. O papel dos investidores institucionais no mercado de capitais

Como vimos, o crescimento dos fundos mútuos, de pensão e das companhias de seguro constitui um dos aspectos centrais no processo contemporâneo de finanças diretas. Então, vejamos a composição dos investimentos dos principais investidores institucionais americanos, diante da necessidade de valorizar o patrimônio e pagar os benefícios contratuais. As companhias de seguro de vida investem preferencialmente em títulos de renda fixa, combinando com suas necessidades de desembolsos de longo prazo. Assim, o percentual de ações no portfólio das companhias de seguro de vida tende a ser pequeno - 9,6% em 1989 -, comparado com 55,1% em instrumentos de renda fixa (incluindo 41,4% em bônus e 13,7% em títulos públicos) e 35,1% em hipotecas e imóveis (ver tabela 4.11).

Tabela 4.11 - Alocação de Ativos das Companhias de Seguro de Vida

				US$ bilhões	
	Total	Ações	Bônus	Títulos Públicos	Outros (a)
1980	480	47	179	33	219
1989	1.299	125	538	178	57
				Em percentagem	
	Total	Ações	Bônus	Títulos Públicos	Outros (a)
1980	100,0	9,8	37,2	6,9	45,6
1989	100,0	9,6	41,4	13,7	35,1

Nota: (a) Inclui hipotecas e imóveis.
Fonte: Brancato & Gaughan (1991).

As principais formas de investimentos dos fundos mútuos e de pensão são os bônus e as ações. Nas carteiras dos fundos mútuos, esses ativos representam cerca de dois terços, sendo o restante composto por instrumentos do mercado monetário; nos fundos de pensão, os títulos e as ações encontram-se nas mesmas proporções (ver tabelas 4.12 e 4.13)[158]. Ademais, podemos

[158] Nos ativos dos fundos de pensão britânicos no mínimo 63% encontram-se investidos sob a forma de ações e 14%, de títulos, enquanto que essa proporção é de apenas 18% e 25% nos fundos alemães, cuja distribuição depende de um modelo ainda inspirado no papel desempenhado pelos bancos no financiamento da indústria. Nos Países Baixos, a distribuição se aproxima do modelo alemão, enquanto que no Canadá se assemelha ao modelo americano. A estrutura do portfólio dos fundos japoneses traduzem o nível elevado de títulos públicos, sobretudo americanos, mas também refletem a queda no valor das ações, após a crise da bolsa de valores (Índice Nikkei) em 1990. Entretanto, os empréstimos não

observar que os fundos de pensão transferiram recursos de suas carteiras do mercado de bônus (títulos de renda fixa) para o mercado de ações (títulos de renda variável). Em 1950, os fundos de pensão detinham apenas 6% dos seus ativos em ações e 56% em bônus. Em 1990, a participação em ações subiu para 39% e dos bônus caiu para 32% do total.

Tabela 4.12 - Ativos Líquidos dos Fundos Mútuos Americanos

US$ bilhões

Período	Ações	Bônus	Mercado Monetário	Total	Número
1960	11,9	5,1	0,0	17,0	-
1965	25,2	10,1	0,0	35,2	-
1970	38,5	9,1	0,0	47,6	-
1975	32,4	9,8	3,7	45,9	-
1980	41,0	17,4	76,4	134,8	564
1985	116,9	34,8	243,8	495,5	1.528
1990	245,8	322,7	498,4	1.066,9	3.105
1991	367,6	440,9	539,6	1.348,1	3.427
1992	475,4	580,9	543,6	1.599,9	3.850
1993	670,0	760,0	576,0	2.006,0	4.558
1994	-	-	-	2.150,0	4.700
1995 (a)	-	-	-	2.600,0	5.655

Nota: (a) Valores estimados.
Fonte: *Statistical Abstract of the USA*,1994 e *The Economist*, 21.10.1995.

Sobressai ainda uma outra característica-chave dos fundos de pensão americanos: a recusa de qualquer empréstimo que se assemelhe aos créditos bancários clássicos. Os fundos de pensão americanos não empregam um único dólar de seus imensos volumes líquidos (0% na tabela 4.14) em operações de empréstimos[159]. Isso obviamente não significa que os investidores institucionais americanos ignoram a esfera da produção, pelo contrário, mas o fazem em condições muito peculiares, isto é, impondo-lhes suas próprias regras de rentabilidade. De fato, ao privilegiarem as *securities* (bônus e ações) em vez de fornecerem créditos, os fundos de pensão e de investimento defrontam-se com duas grandes vantagens. Em primeiro lugar, ao contrário do crédito, a forma *security* permite um desdobramento do uso, visto que os títulos (ações e bônus) adquiridos podem também servir como meio de pagamento. Em segundo lugar, favorece a compra e venda (de curto prazo), uma atividade altamente especulativa e fundamental do ponto de vista dos investidores institucionais (Farnetti, 1996: 198).

---

são negligenciáveis, apesar de bem inferiores aos observados na Alemanha e nos Países Baixos (ver tabela 4.14).

[159] Enquanto que, em virtude das relações banco-indústria, os fundos de pensão alemães consagram para esse fim 36% de seus ativos e os japoneses, 13%.

Tabela 4.13 - Composição dos Ativos dos Fundos de Pensão Americanos

	US$ Bilhões						Em porcentagem do total				
	Ações	Bônus	Cash	Outros	PIGA (a)	Total	Ações	Bônus	Cash	Outros	PIGA
1950	1,1	9,8	0,4	0,6	5,6	17,5	6	56	2	3	32
1955	6,3	21,0	0,6	1,3	11,3	40,5	16	52	1	3	28
1960	17,1	35,8	0,8	4,1	18,9	76,7	22	47	1	5	25
1965	43,3	53,2	1,3	10,7	27,4	135,8	32	39	1	8	20
1970	81,0	77,0	2,5	16,7	36,0	213,1	38	36	1	8	17
1975	141,0	133,7	23,3	43,2	58,5	399,9	35	33	6	11	15
1980	284,1	278,3	53,4	81,8	127,4	824,9	34	34	6	10	15
1981	282,0	326,6	58,4	80,2	144,0	891,2	32	37	7	9	16
1982	341,3	371,5	76,2	97,3	163,2	1.049,6	33	35	7	9	16
1983	426,7	411,8	94,6	118,0	189,0	1.240,1	34	33	8	10	15
1984	426,7	463,0	106,0	129,4	231,7	1.356,9	31	34	8	10	17
1985	543,5	509,3	124,0	146,2	273,2	1.596,3	34	32	8	9	17
1986	647,2	546,8	121,0	156,7	319,9	1.791,6	36	31	7	9	18
1987	695,0	591,2	131,4	146,3	370,5	1.934,5	36	31	7	8	19
1988	802,0	653,3	152,7	137,6	417,9	2.163,5	37	30	7	6	19
1989	1.023,3	719,3	131,7	144,8	465,0	2.484,1	41	29	5	6	19
1990	961,8	782,6	122,5	144,9	465,0	2.476,8	39	32	5	6	19

Nota: (a) Private Insured General Accounts.
Fonte: EBRI *Quarterly Pension Investment Report*, Vol. 4, No. 4, p. 44. In: Brancato & Gaughan (1991).

Tabela 4.14 - Composição dos Portfólios dos Fundos de Pensão, em 1990

	Em percentagem				
Países	Ativos Líquidos	Títulos	Empréstimos	Imóveis	Ações
Reino Unido	7	14	0	9	63
Estados Unidos	9	36	0	-	46
Alemanha	2	25	36	6	18
Japão	3	47	13	2	27
Canadá	11	47	0	3	29
Países Baixos	3	23	39	11	20
Suécia	3	84	10	1	1
Suíça	12	29	14	17	16
Dinamarca	1	67	1	-	7
Austrália	23	20	-	16	27
Itália	21	45	1	32	2

Fonte: Davis (1996: 161)

Entretanto, dadas as dificuldades de avaliação do mercado, alguns investidores institucionais têm direcionado 70% a 80% de seus investimentos para ações em fundos com "índices de mercado". Nessa estratégia de composição de portfólio chamada de *indexing* (indexação), o investidor procura imitar um índice de mercado. Em princípio, compõe seu portfólio com as mesmas ações em que o índice foi estruturado. Esse método de investimento de capital não envolve informações específicas sobre qualquer corporação, tampouco tem interesse na performance de uma determinada empresa, mas no mercado como um todo. Esse padrão de gestão dos ativos fica explícito na composição dos investimentos dos fundos de pensão. Os quinze maiores fundos de pensão com investimentos no mercado acionário, em 30.9.90, possuíam US$ 143,6 bilhões alocados em ações, ou 41,3% do total de ativos. Destes, US$ 89

bilhões estavam aplicados em índices de ações. Assim, os índices de ações representavam 62% do volume de ações e 25,6% do total de ativos (tabela 4.15)[160].

Tabela 4.15 - Maiores Fundos de Pensão com Investimentos em Índice de Ações (30.9.1990)

US$ milhões

Fundo	Ativos Totais (A)	Ações (B)	Índices de Ações (C)	(C)/(B)	(C)/(A)
1.New York State	43.737	18.938	13.914	73,5	31,8
2.California Employees	54.000	21.508	13.800	64,1	25,6
3.New State Teachers	26.689	14.1451	3.019	92,0	48,8
4.California State Teachers	30.140	11.122	9.175	82,5	30,4
5.A T & T	38.876	16.312	7.639	46,8	19,6
6.Florida State Board	19.268	8.863	5.868	66,2	30,5
7.General Electric	27.108	9.386	3.641	38,8	13,4
8.NYNEX	14.383	6.300	3.372	53,5	23,4
9.Du Pont	17.728	6.182	3.246	52,5	18,3
10.Ford Motor	20.800	9.295	3.000	32,3	14,4
11.Virginia Retirement	10.687	5.434	2.869	52,8	26,8
12.Maryland State	10.761	3.067	2.485	81,0	23,1
13.Washington State Board	12.839	3.800	2.439	64,2	19,0
14.Southwestem Bell	8.303	4.249	2.382	56,1	28,7
15.Minnesota State Board	12.098	5.010	2.188	43,7	18,1
Total	347.417	143.611	89.037	62,0	25,6

Fonte: Brancato & Gaughan (1991).

A partir dos anos 80, aumentou consideravelmente a capacidade de os administradores de portfólios utilizarem ações nas carteiras de ativos associada a técnicas de monitoramento do risco, incluindo os instrumentos derivativos. Os administradores de portfólio, periodicamente, reavaliam suas carteiras de ativos e promovem ajustes nos volumes e nas alocações em diferentes ações, de acordo com as condições esperadas pelo mercado. A participação acionária na alocação de um portfólio está relacionada à performance de cada ação, comparativamente a um índice de valorização do mercado considerado *benchmark index* (por exemplo, o índice de rentabilidade Standard & Poor's 500)[161]. Estrategicamente, os

[160] De modo geral, segundo a revista *The Economist* (29.01.1994, p. 6), cerca de 25% das ações detidas pelos fundos de pensão estão relacionadas a esses mecanismos de indexação.

[161] Os índices são indicadores utilizados para medir e relatar mudanças de valor ocorridas em grupos representativos de ações. São também utilizados como valor subjacente dos futuros de índices de ações e índices de opções ou opções sobre futuro de índice, que permite aos investidores "apostar no mercado" ou fazer *hedge* de uma posição contra um movimento geral do mercado. Há uma grande quantidade e variedade de índices, entre os quais citamos: a) o índice S&P 500, amplamente reconhecido como um barômetro do mercado acionário. É um índice de capitalização formado pelo preço multiplicado pelo estoque de ações de 500 corporações americanas, sendo 400 empresas industriais, 40 do setor de serviços, 20 de transporte e 40 instituições financeiras; b) há ainda o tradicional Índice Dow Jones, que constitui uma média ponderada das 30 ações de primeira linha mais negociadas, principalmente do setor industrial, mas também inclui a American Express Company e a American Telephone and Telegraph Companys. Essas *blue chips* - que mudam periodicamente - representam entre 15% e 20% do valor de mercado das ações negociadas na New York Stock Exchange; c) o Índice de Preços Nasdaq-OTC baseia-se em dados fornecidos pelo sistema automatizado de cotações da Associação Nacional de Corretoras de Valores (Nasdaq) e inclui todas as ações domésticas negociadas no mercado de balcão (*over the counter*),

investidores procuram reproduzir o índice de valorização do mercado e/ou utilizam os instrumentos derivativos para atingir o grau desejado de retorno e risco.

Essa dinâmica aumentou a volatilidade dos mercados de ativos com impacto no processo de gestão da riqueza. A estratégia de "compra e manutenção" (*buy and hold*) dos títulos em carteira, característica das famílias (no imediato pós-guerra) foi transformada num monitoramento mais ativo pelos diversos investidores institucionais, ampliando as transações (*professional and performance-oriented asset management*). A ênfase sobre a performance de portfólio, combinada às comissões mais baixas para a negociação das ações levaram a um aumento da rotatividade (*turnover*) nos mercados de ações desde 1980. Atualmente, as ações americanas são mantidas nos portfólios por um período de 500 dias em média, enquanto nos anos 60 esse indicador era de 7 anos (OECD, 1996a: 155)[162]. Os fundos mútuos e ativos administradores de fundos de pensão (que detinham cerca de 70% das ações detidas pelos investidores institucionais) mantinham um horizonte de investimento extremamente reduzido (1,9 anos), em 1990 (ver tabela 4.16). No mesmo sentido, uma pesquisa da revista *Fortune* (No. 25, de 25.12.1995) mostrou o elevado percentual de rotatividade das carteiras de ativos dos fundos mútuos. Em alguns fundos, o giro anual dos ativos (percentagem da carteira de ativos comprada e vendida durante o último ano) chegou a 603% no fundo *Strong Corporate Bond*, classificado entre os que aplicam em títulos de empresas privadas (*Corporate General*), e a 479% no fundo *Strong Government Securities*, entre os aplicadores em títulos públicos (*Government General*).

A análise da composição dos portfólios desses novos atores das finanças diretas permite-nos descortinar suas intenções. De fato, o princípio da liquidez rege inteiramente a política de investimento dos investidores institucionais, colocando-os nas antípodas das recomendações keynesianas[163]. A predileção pela securitização (ações e títulos) favorece todas as formas de especulação, o que explica a intensa atividade nas bolsas americanas, à medida em que detêm grande parte da taxa de capitalização. Além disso, as participações dos investidores institucionais são caracterizadas por uma forte dispersão, o que induz uma forma específica de

---

totalizando 3.500 ações; d) os futuros do AMEX Major Market Index são negociados na Chicago Board of Trade; etc.

[162] No mesmo sentido, os dados apresentados por Barber & Ghilarhucci (1993: 297) comprovam que em média os fundos e os demais investidores institucionais vendem 40% de seus estoques de ações dentro de um ano após a compra.

[163] A exigência básica dos fundos de pensão é justamente a liquidez, ou seja, a capacidade de negociar grandes volumes de papéis sem mover negativamente os preços e com baixos custos de transação.

controle das empresas, em que uma pequena participação no capital permite exercer um poder de controle significativo, dado o volume agregado (Farnetti, 1996: 211).

Tabela 4.16 - Total de Ações e Grau de Rotatividade por Categoria de Investidores

	12 meses com término em 30.9.1990					
	Ações Detidas US$ bilhões dez/1989	Ações Detidas (%)	Taxa de Rotação (%)	Rotação em US$ bilhões	Participação no Volume Girado	Horizonte Temporal (meses)
Fundo de Pensão	957	25,0	45	434	32,0	2,2
Ativo	766	20,0	53	406	29,9	1,9
Indexado (a)	191	5,0	14	28	2,0	7,1
Fundações	82	2,1	22	18	1,3	4,5
Famílias	2.055	53,7	22	447	33,0	4,5
Diretamente	1.723	45,0	21	361	20,0	4,8
Fiduciários	332	8,7	26	86	6,4	3,8
Cias. de Seguro	211	5,5	40	84	6,2	2,5
Fundos Mútuos	240	6,3	53	127	9,4	1,9
Estrangeiros	257	6,7	091	234	17,3	1,1
Outros	11	0,3	103	11	0,8	1,0
Subtotal	3.813	99,6	36	1.356	100,0	2,8
Bolsa de Valores	14	0,4	3.211	449	24,9	0,03
Total	3.827	100,0	47	1.805	100,0	2,1

Nota: (a) *Indexing* - estruturação de um portfólio para casá-lo com um índice de base ampla como o da Standard & Poor's, a fim de equiparar seu desempenho ao deste - ou comprar ações em um fundo de índice (*Index fund*).
Fonte: OECD (1996a: 180)

Observamos também o surgimento de novos mercado de negociação direta de grandes blocos de valores mobiliários entre investidores institucionais para economizar comissões de corretagem. Por exemplo, o *Fourth Market* (ou "Quarto Mercado") é facilitado por computadores, notadamente um serviço de assinatura computadorizada chamado Instinet, sigla que significa Institutional Networks Corporation. O INSTINET é registrado junto à SEC como uma bolsa de valores e inclui entre seus assinantes um grande número de fundos mútuos e outros investidores institucionais, ligados entre si através de terminais de computadores. O sistema permite que os assinantes revelem a outros membros o seu interesse por ofertas de compra e venda[164].

Em suma, esperamos ter demonstrado como o crescimento dos fundos de pensão, companhias de seguro, fundos mútuos e dos vários fundos de investimento (aplicação e gestão de portfólio) disponíveis na economia americana levaram à centralização de gigantescas massas monetárias que procuram se valorizar através de formas e critérios estritamente financeiros.

[164] Esses sistemas alternativos de negócios, que incluem redes de comunicação eletrônica como a Instinet Corp. e a Bloomberg Tradebook, permitem que instituições negociem entre si e evitem qualquer intermediário. De acordo com a *Business Week*, a Securities and Exchange Commission encomendou estudos recentes que mostraram que "sistemas alternativos de negócios lidaram com quase 20% das operações de balcão e quase 4% dos títulos registrados na New York Stock Exchange em 1991" Woolley (1997).

"Essas massas buscam a maior rentabilidade e, também, a máxima mobilidade e flexibilidade, sem nenhuma obrigação a não ser a de crescer/valorizar-se. As conseqüências de suas operações sobre a acumulação e o nível de emprego não são de seus interesses" (Chesnais, 1995: 19).

4.5. A estrutura financeira das corporações americanas

Como estamos tentando mostrar, os Estados Unidos possuem um sistema de financiamento das corporações diretamente fundado no mercado, sendo o mercado de capitais a principal fonte externa (bônus e ações, com participação predominante dos títulos). Porém, o autofinanciamento é muito elevado, com destaque para a depreciação acelerada do capital fixo (ver tabela 4.17)[165]. As famílias e os investidores institucionais são os acionistas preponderantes. As empresas captam relativamente pouco financiamento no mercado externo, mesmo se considerarmos que houve uma elevação no grau de endividamento nos anos 80 (Wolfson, 1986). Para se defender de ofertas de aquisição hostil, as empresas se endividaram, através da emissão de títulos de elevado risco (*junk bonds*), para recomprar as ações de suas próprias empresas[166]. Entre 1980 e 1994, a contribuição das novas emissões de ações ao financiamento líquido foi negativa em 9 dos 15 anos decorridos, vale dizer, as novas emissões líquidas foram inferiores às recompras de ações e às aquisições de empresas.

---

[165] A tabela evidencia ainda a importância dos ativos financeiros na estrutura de ativos das corporações americanas (Braga, 1993).

[166] Cf. Friedman (1988: 127): "as corporações americanas se endividaram não para investir em ativos tangíveis ou financeiros, mas simplesmente para recomprar suas próprias ações ou de outras companhias".

Tabela 4.17 - Fontes e Usos de Recursos das Empresas Não-financeiras (a)

Em percentagem

	Total	Fontes					Usos		
		Internas				Externas (d)	Total	Capital Fixo (e)	Ativos Financeiros
		Total (b)	Lucros Retidos	Depreciação	Lucros Exterior(c)				
1947	100,0	48,7	46,5	32,9	1,0	51,2	100,0	68,5	31,4
1950	100,0	43,3	33,0	28,1	0,7	56,6	100,0	59,5	40,4
1955	100,0	56,2	25,4	33,0	1,4	43,7	100,0	66,5	33,4
1960	100,0	75,6	21,8	52,1	2,4	24,3	100,0	90,8	9,1
1965	100,0	62,9	24,5	32,8	1,4	37,1	100,0	73,7	26,2
1970	100,0	58,2	11,4	44,9	2,9	41,8	100,0	81,7	18,3
1975	100,0	78,3	27,1	57,7	5,0	21,6	100,0	74,5	25,4
1980	100,0	59,4	20,5	51,5	5,5	40,5	100,0	75,4	24,5
1981	100,0	60,5	16,2	52,0	3,6	39,4	100,0	74,0	25,9
1982	100,0	74,6	9,2	68,5	3,5	25,3	100,0	81,2	18,8
1983	100,0	65,7	6,8	54,0	4,2	34,2	100,0	71,6	28,3
1984	100,0	65,7	9,1	48,1	3,8	34,2	100,0	79,0	20,9
1985	100,0	71,2	4,3	51,8	4,0	28,7	100,0	79,2	20,7
1986	100,0	62,4	-0,3	49,9	3,0	37,5	100,0	68,6	31,3
1987	100,0	66,5	7,3	49,4	4,3	33,4	100,0	73,4	26,5
1988	100,0	63,7	11,6	46,5	3,1	36,2	100,0	67,9	32,0
1989	100,0	70,3	5,6	55,4	5,7	29,6	100,0	78,7	21,2
1990	100,0	76,8	3,8	60,9	7,9	23,1	100,0	82,4	17,5
1991	100,0	90,8	0,9	71,7	10,0	9,6	100,0	87,2	12,7
1992	100,0	78,2	5,3	62,3	6,6	21,8	100,0	73,1	26,8
1993	100,0	82,9	3,1	64,1	9,1	17,0	100,0	84,1	15,8

Notas: (a) Trata-se da rubrica *nonfarm nonfinancial corporate business*;
(b) Fontes - Usos = Discrepância Estatística;
(c) Inclui lucro e dividendos de filiais de empresas americanas no exterior;
(d) Inclui *securities*, empréstimos bancários, créditos comerciais, impostos a pagar, contribuições a fundos de pensão e investimento estrangeiro direto nos Estados Unidos;
(e) Inclui investimentos em equipamentos, estruturas residenciais, etc.

Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System. In: The Annual Report of the Council of Economic Advisers (1995) *Economic Report of the President*.

As dívidas das corporações (*nonfarm, nonfinancial corporate business*) cresceram 74,1%, isto é, de US$ 1,58 trilhão para US$ 2,75 trilhões, entre 1979-1994 (muito acima dos 40,7% da taxa de crescimento real do PIB). A participação dos bancos na emissão dessa dívida, com empréstimos bancários domésticos caiu de 19,6% para 14,5% (ver tabela 4.18). As corporações encontraram outras fontes de financiamento: as operações de *commercial papers* no mercado monetário quase triplicaram e os lançamentos de *corporate bonds* subiram de 41,2% em 1979 para 45,6% em 1994. Por sua vez, as hipotecas declinaram de 15,4% para 5,7%. Observamos ainda um crescimento expressivo nos empréstimos dos bancos estrangeiros, que cresceram 7,8 pontos percentuais, ou seja, de 5,6% para 13,4% do total de dívida das corporações americanas, no mesmo período. Grande parte desse crescimento originou-se de empréstimos *off-shore*, mais do que *onshore*. Aqueles incluem empréstimos de bancos estrangeiros a partir de seus países de origem e de agências e filiais de bancos estrangeiros nos EUA, mas que contabilizam suas operações em escritórios *off-shore*, sobretudo localizados no

Caribe, a fim de obter vantagens fiscais e regulatórias. Dessa forma, os empréstimos de bancos estrangeiros às corporações praticamente alcançaram o volume de empréstimos dos bancos domésticos. Em suma, as corporações, sobretudo as grandes, encontraram outras fontes de financiamento em concorrência com o crédito bancário, quais sejam, emissões de *commercial papers* no mercado monetário doméstico, emissões de títulos nos mercados de capitais, emissões de notas de médio prazo nos mercados internacionais, empréstimos das instituições não-bancárias, etc.

Tabela 4.18 - Estrutura de Endividamento das Corporações Americanas (1979-94, anos selecionados) (a)

Em percentagem

	1979	1980	1982	1985	1987	1990	1992	1994
Total (US$ bilhões)	1.578	1.557	1.601	2.055	2.486	2.722	2.632	2.746
Empréstimo de Banco Com. Americano	0.196	0.205	0.259	0.237	0.197	0.171	0.142	0.145
Empréstimo de Banco Estrangeiro	0.056	0.061	0.060	0.075	0.092	0.123	0.136	0.134
Onshore	0.053	0.055	0.040	0.038	0.048	0.056	0.063	0.060
Offshore	0.004	0.005	0.020	0.036	0.044	0.067	0.073	0.075
Instituições de Poupança	0.001	0.002	0.003	0.010	0.010	0.007	0.002	0.002
Commercial Papers	0.030	0.032	0.035	0.047	0.037	0.048	0.042	0.051
Companhias Financeiras	0.082	0.080	0.076	0.083	0.087	0.096	0.094	0.098
Bônus	0.412	0.413	0.396	0.376	0.398	0.412	0.457	0.456
Industrial Revenue Bonds (b)	0.043	0.052	0.070	0.083	0.059	0.047	0.045	0.041
Hipotecas	0.154	0.128	0.072	0.063	0.097	0.079	0.066	0.057
Outros	0.025	0.029	0.030	0.028	0.022	0.017	0.015	0.015

Notas: (a) Trata-se da *Nonfarm, Nonfinancial Corporate*;
(b) Modalidade de obrigação municipal de receita emitida para financiar ativos fixos, sendo então arrendados a sociedades privadas, cujos pagamentos serão utilizados para amortizar a dívida.
Fonte: Berger *et alli* (1997: 170-171, Tabela A8).

Em um nível mais desagregado, não pretendemos realizar uma análise exaustiva das mudanças na estrutura financeira das corporações americanas, apenas destacaremos dois movimentos relevantes no período recente, quais sejam, a expansão das transações altamente alavancadas e, a introdução dos instrumentos derivativos na gestão dos riscos e oportunidades de ganhos pelas tesourarias das corporações, a partir da segunda metade da década de 80[167].

4.5.1. A expansão das *Highly Leveraged Transactions* e das ofertas de aquisição hostil

Nos anos 80, ocorreram intensas operações de aquisição do controle acionário das empresas, compras alavancadas e recapitalizações, algumas altamente especulativos (*leveraged buy-out, debt-financed mergers, leveraged recapitalizations*). A maior parte dessas aquisições foram financiadas por empréstimos bancários ou emissões especiais de dívidas (Warshawsky, 1987). Ou seja, o meio de troca das reestruturações corporativas foi o dinheiro (a compra de ações por dinheiro). O propósito circunscrevia-se à compra de uma empresa por um preço menor do que se esperava obter numa revenda, seja porque as ações estavam subvalorizadas no mercado

[167] Sobre a estrutura de ativos e passivos das empresas, entre 1980 e 1992, ver Cintra (1993).

de capitais, seja porque o desempenho administrativo da empresa era considerado precário. "Desse modo, a mania de fusão implicava a subvalorização das ações: a empresa como um todo deve valer substancialmente mais do que a capitalização do mercado de suas ações" (Soros, 1987: 131)[168].

A evolução e a importância relativa dos processos de reestruturação podem ser observadas na tabela 4.19. O número de transações aumentou consideravelmente entre 1984 e 1989, atingindo o pico de US$ 156 bilhões nos dois últimos anos desse período. As operações de *leveraged buyouts* reduziram-se de forma abrupta em 1990. As outras fusões e recapitalizações, a despeito da queda, ainda permaneceram em patamares elevados[169].

De acordo com alguns analistas, propostas de aquisições bem-estruturadas, especialmente as que visavam estimular a competitividade das empresas dentro de seus próprios ramos de operações, foram bem recebidas apesar da confusão no mercado de *junk-bonds* e da elevada precaução dos investidores, no início dos anos 90. Na verdade, após 1990, as atividades foram dominadas por aquisições estratégicas, em que duas grandes empresas se juntavam para inserirem-se na concorrência mundial ainda mais fortalecidas, explorando oportunidades tecnológicas. Nas palavras de Pickering (1991: 8): "a aquisição da MCA pela Matsushita Electric e a oferta feita pela AT&T para adquirir a NCR, ambas no final de 1990, são exemplos de aquisições bem-estruturadas. Esses licitantes têm consideráveis ativos líquidos e ampla capacidade de levantamento de empréstimos, mesmo nas condições seletivas dos mercados atuais. Pelo que consta, a Matsushita obteve pelo menos US$ 4 bilhões no mercado americano de *commercial papers*, apesar de ter recursos próprios mais do que suficientes para realizar a aquisição sem financiamento externo. Embora a NCR esteja tentando permanecer independente, a AT&T conseguiu mais de US$ 6 bilhões em compromissos bancários para fornecer empréstimos ou linhas de apoio para contratar *commercial papers*. As atividades de

---

[168] Inúmeros processos de fusões e aquisições aconteceram na história econômica recente dos EUA. No final dos anos 60 e início dos 70, por exemplo, os grandes conglomerados desencadearam tais processos. Segundo Soros (1987: 131): "o *boom* dos conglomerados combinava a compra e venda das ações. Os conglomerados estavam vendendo suas próprias ações a preços inflacionados e comprando ações de outras empresas. Eles podiam colocar um valor mais alto nas ações de outras empresas do que o mercado, pois as aquisições ajudavam a sustentar a supervalorização de suas próprias ações. Assim, o *boom* dos conglomerados era essencialmente um fenômeno de supervalorização com títulos inflacionados servindo como meio de troca".

[169] Cf. Crabbe *et alii* (1990: 600): "novas propostas de fusões reduziram-se sensivelmente durante a primeira metade de 1990, em conseqüência de uma virtual indisponibilidade de fundos para financiar *low-grade bonds*; maior cautela dos bancos comerciais domésticos e estrangeiros, e enfraquecimento do mercado para venda de ativos. No entanto, as atividades de reestruturação ainda permanecem em patamares elevados, embora inferiores aos observados em 1988 e 1989."

fusões, pelo menos a curto prazo, provavelmente continuarão a refletir combinações de empresas bem-capitalizadas e fundamentadas em grandes negócios. As aquisições financiadas por dívidas (*debt-financed*) provavelmente permanecerão restritas por algum tempo"[170].

Tabela 4.19 - Operações Brutas com Ações de Empresas Não-financeiras (a)

US$ bilhões

Período	*Leveraged Buyout (LBOs)*	*Fusões (exceto LBOs)*	*Recapitalizações*	**Total**
1980	1,0	4,2	5,5	10,7
1981	2,0	27,5	5,5	35,0
1982	3,0	15,0	9,0	27,0
1983	2,5	8,5	9,0	20,0
1984	14,5	56,5	26,0	97,0
1985	13,0	58,5	38,0	109,5
1986	23,0	64,5	36,5	124,0
1987	32,0	43,0	42,5	117,5
1988	30,5	82,0	44,0	156,5
1989	45,5 (b)	71,0	40,0	156,0
1990 (c)	7,5	47,0	36,0	90,5

Notas: (a) Exclui transações de LBOs, fusões e reestruturações que não envolvem a privatização das ações;
(b) Inclui US$ 20,5 bilhões da operação RJR Nabisco;
(c) Preliminar.

Fonte: PICKERING (1991), a partir de dados do Board of Governors of the Federal Reserve System, Capital Market Section.

Ademais, os dados sugerem que poucas corporações que recorreram aos mercados de capitais no início dos anos 90 buscaram recursos com o propósito de expandir os investimentos. Técnicos do Federal Reserve Bank de New York realizaram um exercício estatístico que comprova a hipótese de que as emissões de ações estavam relacionadas a um processo geral de desalavancagem (*deleveraging*) e prevenção contra dificuldades financeiras futuras. Remolona *et alii* (1992-93: 13-14): "todos os indicadores demonstram que os grandes emissores são significativamente menos lucrativos e muito mais alavancados. Essas observações comprovam a proposição de que a emissão de ações tem-se concentrado entre as companhias mais necessitadas. (...) Finalmente, os grandes emissores não diferem de forma substantiva da média, na intensidade de seus gastos de capital. Essa descoberta corrobora a afirmação de que o lançamento de ações, desde o final dos anos 80, tem sido direcionado principalmente para reestruturações financeiras em oposição ao investimento". Noutras palavras, no início dos anos 90, muitas empresas retornaram ao mercado de ações porque a dívida acumulada nos anos 80 apresentou dificuldades de administração. Quando surgiram inadimplências, os bancos e os

[170] Na verdade, a onda de fusões e aquisições da década de 80, que ampliou o mercado de títulos de alto risco (*junk bonds*), foi abortada no início dos 90. Essas operações criaram um grande número de empresas superalavancadas que não podiam honrar suas dívidas. Isso, por sua vez, produziu um nível recorde de inadimplência de títulos de alta rentabilidade em 1990 e 1991, e uma implosão de todo o mercado de títulos de alto risco.

investidores reduziram os créditos às firmas altamente alavancadas - *highly leveraged firms* - e elas se tornaram emissoras de novas ações. Assim, muito do financiamento acionário recente serviu para fortalecer o balanço das empresas (*corporate balance sheets*) e aliviar os fluxos de caixa do ônus do serviço da dívida.

Entretanto, a pesquisa do Federal Reserve Bank de New York mostrou que a manutenção das taxas de juros em patamares baixos, entre 1989 e 1993, aliviou o fluxo de caixa das corporações mais do que as operações de reestruturações de dívidas. Isso indica que a política monetária do Federal Reserve foi expansionista para acomodar as reestruturações financeiras das empresas e dos bancos (que além da crise das HLTs e dos *junk bonds* haviam recebido o impacto da desvalorização nos mercados imobiliários). Conforme Remolona *et alii* (1992-93: 21): "nossos cálculos sugerem que em 1991-92, menores taxas de juros de curto prazo desempenharam um papel relevante na redução do pagamento de juros pelas corporações. O alívio imediato que essas taxas de juros propiciaram às empresas americanas foi dez vezes maior do que o proporcionado pelo refinanciamento das dívidas: US$ 27,3 bilhões contra US$ 2,8 bilhões".

Em resumo, o aumento do endividamento na segunda metade dos anos 80 deteriorou a estrutura financeira das corporações e os juros pesaram significativamente nos fluxos de caixa das empresas. Com a degeneração das condições financeiras das corporações, os bancos e outras instituições financeiras tornaram-se mais cautelosos no financiamento de fusões e aquisições altamente alavancadas, uma mudança que contribuiu para aumentar o uso de capital acionário e reduzir as atividades de fusões.

Segundo Borio (1990a), a definição formal das *Highly Leveraged Transactions* (HLTs) - reestruturação empresarial, fusões e aquisições acionárias financiadas principalmente por dívidas - pelas instituições reguladoras americanas somente ocorreu em outubro de 1989, o que dificultou uma análise sistemática. A definição adotada abrange todas as operações - tomadas de controle acionário, recapitalizações e aquisições - que dobram os passivos das companhias, resultando numa relação entre o total dos passivos e o total dos ativos superiores a 50% ou que excede 75%. Nas transações de *leveraged buyouts* (LBOs), uma corporação é comprada por um grupo de investidores que estabelece uma nova empresa com um único propósito. Caso se trate de uma empresa de capital aberto (sociedade anônima), as ações são removidas do mercado de capitais e a companhia se transforma em uma "empresa de capital

fechado"[171]. O grupo que realiza a operação de aquisição da empresa juntamente com os intermediários financeiros arquitetam a operação de financiamento que possibilitará a compra das ações ordinárias, permitindo ao adquirente obter o controle da empresa. Quando essa operação é conduzida pelo grupo de executivos da empresa-alvo, é chamada de *management buyout*; quando não ocorre participação consensual dos executivos da empresa-alvo, trata-se de *hostile takeover*, resultando em desmembramento da estrutura produtiva prévia. Na engenharia financeira da operação, uma parte constitui empréstimos bancários e outra parte (25 a 30%), emissão de títulos. As *securities* associadas às operações de *leveraged buyout* são consideradas *junk bonds*, em decorrência da classificação de risco de crédito (abaixo de BB ou Ba), mas proporcionam elevadas taxas de retorno. Nas *leveraged acquisitions*, o novo proprietário é uma corporação com outras fontes de receitas. Nas *leveraged recapitalisations*, ocorre uma reestruturação financeira da empresa através da transformação de empréstimos em *securities*, fazendo uso de novos instrumentos financeiros. Como resultado desse procedimento, a empresa reduz a parcela de *senior debt* (dívida que tem prioridade de pagamento em caso de liquidação da instituição), alterando sua estrutura de capital. A partir dessa nova estrutura, a empresa pode retornar ao mercado de crédito. Esse tipo de operação é geralmente planejado e executado por agentes financeiros especializados. De modo geral, as recapitalizações são medidas defensivas contra ameaças de tomadas de controle acionário. Todas as operações têm como características-chave uma pequena participação de capital próprio na reestruturação das empresas e uma estrutura relativamente complexa das dívidas. Como a razão entre dívidas e ativos é elevada, por definição trata-se de operações altamente alavancadas.

O financiamento de *junk bonds* foi amplamente utilizado para executar desmembramentos e outras reestruturações, que não envolveram retiradas de ações dos mercados de capitais. Entretanto, grande parte da emissão de *junk bonds* foi destinada à compra de ativos de *leveraged buyouts* anteriores. Segundo Crabbe *et alii* (1990: 596), entre 1983 e 1989, as

---

[171] Segundo Pickering (1991:3): "em uma operação típica de *leveraged buyout*, um pequeno grupo de investidores compra uma companhia de capital aberto dos seus acionistas e coloca-a em mãos de particulares (*take it private*), isto é, retira-a do mercado de capitais. No final dos anos 80, as *leveraged buyouts* eram estruturadas de forma que a maior parte do preço de compra, às vezes até 90%, vinha de empréstimos, e os ativos da empresa adquirida eram geralmente usados como garantia para as novas dívidas. A nova empresa deveria concentrar-se na melhoria do fluxo de caixa e na redução do pesado ônus da dívida. Freqüentemente, parcelas da companhia adquirida eram vendidas gerando fundos para saldar as dívidas e, assim, a compra dos ativos era estruturada como uma operação de *leveraged buyout*. Em geral, após a recuperação da companhia, os novos proprietários transformavam-na novamente numa empresa de capital aberto através da venda de outras ações."

corporações americanas emitiram US$ 160 bilhões de *junk bonds*, que representaram mais do 35% de todas as emissões de bônus pelas empresas. Em torno de 2/3 das emissões de bônus de alto risco (*junk bonds*) estavam associadas a reestruturações: fusões e aquisições, *leveraged buyouts, stock repurchases, leveraged recapitalizations* e outras atividades de reestruturação (ver tabela 4.20).

Tabela 4.20 - Emissão de Bônus de Alta Rentabilidade e Alto Risco (*junk bonds*)

Ano	Número de Emissões	A. Valor das Emissões de Alta Rentabilidade	B. Valor Total dos Bônus Emitidos	Relação A/B	Percentagem de Emissões ligadas a Aquisições & Fusões
1977	61	1.040,2	26.314,2	3,95	-
1978	82	1.578,5	21.557,2	7,32	-
1979	56	1.399,8	25.831,0	5,42	-
1980	45	1.429,3	36.907,2	3,87	-
1981	34	1.536,3	40.783,8	3,77	-
1982	52	2.691,5	47.208,9	5,70	-
1983	95	7.765,2	38.372,9	20,24	5,5
1984	131	15.238,9	82.491,5	18,47	22,7
1985	175	15.684,8	80.476,9	19,49	36,2
1986	226	33.261,8	156.051,3	21,31	55,6
1987	190	30.522,2	126.134,3	24,20	67,8
1988	160	31.095,2	134.791,1	23,07	65,4
1989	130	28.753,2	142.790,7	20,14	65,4
1990	10	1.397,0	109.284,4	1,28	64,4
1991	48	9.967,0	207.300,9	4,81	9,6
1992	245	39.755,2	317.605,7	12,52	12,4
1993	341	57.163,7	313.897,8	18,21	11,2
Total	2.081	280.279,8	1.907.800,6	14,69	

Fonte: Alcaly (1994) *apud* Chesnais (1994: 283).

Em meados dos anos 90, ocorreu a formação de um mercado global de *junk bonds* (títulos de dívida de alto rendimento e/ou elevado risco). O mercado de títulos de alto risco, que em 1993 praticamente não existia para empresas emissoras fora dos Estados Unidos, está experimentando uma expansão dramática, alimentada pela recuperação da economia americana, manutenção de baixas taxas de juros nos principais países desenvolvidos, enorme liquidez internacional e crescimento dos chamados mercados emergentes. Em 1996, as emissões de títulos de alto rendimento por empresas estrangeiras atingiram US$ 10,37 bilhões (58 emissões), contra US$ 7,14 bilhões (34 ofertas) em 1995 (ver tabela 4.21). Geralmente, as emissões de títulos de alto risco têm prazo de maturidade em torno de 8 a 10 anos, negociados entre 25 a 150 pontos-base acima das emissões de títulos de alto risco comparáveis no mercado americano. As classificações atribuídas pelas Agências de Classificação de Risco de crédito aos papéis estrangeiros de alto rendimento não podem exceder o limite dado pelas classificações dos respectivos países. Cerca de metade dos investidores desse mercado são fundos mútuos americanos (*Business Week*, 3.3.97).

Tabela 4.21 - Novas Emissões no Mercado Global de Alto Risco

Emissor	US$ milhões	Cupom (%)	País	Líder da Emissão
NetSat Serviços	200	12,750	Brasil	Merrill Lynch
AES China Generating	180	10,125	China	Morgan Stanley
Poland Communications	130	9,875	Polônia	Merrill Lynch
FSW Int - Finance	135	12,500	Indonésia	J.P.Morgan
Internat - Cabletel	400	10,000	Grã-Bretanha	DL&J
Metrogas	100	10,875	Argentina	Goldman Sachs

Fonte: *Business Week*, 3.3.1997 (a partir de dados da Merrill Lynch & Co.)

Borio (1990a: 13-14) analisou também a participação dos bancos nas HLTs, identificando-os como fornecedores de parte substancial do financiamento dessas transações. "Estimativas recentes indicam que os bancos supriram a metade dos créditos totais para as operações de LBOs nos EUA, entre fins de 1987 e meados de 1989". Os bancos foram envolvidos em diversos níveis: formaram acordos, arranjaram empréstimos sindicalizados (os empréstimos HLT foram na maioria sindicalizados, por um certo número de bancos), foram ativos vendedores ou compradores de empréstimos e tomaram parte em financiamentos classificados como *senior debt*[172], *mezzanine* e de capital próprio (*equity financing*)[173]. Os empréstimos HLT eram de três categorias: *bridge loans*, *revolving credits* e *term loans*. Diferem em termos de função, maturidade, grau de flexibilidade possuído pelo tomador e securitização oferecida pelo emprestador.

O empréstimo-ponte (*bridge loan*) representa financiamento temporário que deve ser quitado com a venda de ativos reais ou financeiros (geralmente têm prazo de 1 a 2 anos). Já os *revolving credits* visam sobretudo atender à necessidade de capital de giro (*working capital*) por parte da empresa restruturada (de 1 a 10 anos). Enquanto os *term loans* são amortizados em um período fixo de acordo com um programa preestabelecido (de 4 a 10 anos). Pickering (1991: 4) mostra que as operações de fusões e aquisições apresentam os mecanismos de *finance* e *funding* nos moldes keynesianos: "dependendo das condições de mercado, o adquirente primeiro utilizava fontes de curto prazo, tais como empréstimos-ponte (*bridge loans*) de bancos de investimentos, empréstimos de bancos comerciais ou *commercial papers*, antes do refinanciamento no mercado de longo prazo ou venda de ativos". Porém, salientamos

[172] Trata-se de dívida privilegiada, isto é, empréstimos ou títulos de dívida com prioridade sobre as obrigações desprovidas de privilégio e a participação patrimonial (*equity*) de uma sociedade em caso de liquidação.

[173] Segundo Borio (1990a: 14-16), há indicações de que os bancos estrangeiros possuíam 40% do total dos créditos avançados nas operações de HLTs. Por um lado, os bancos japoneses foram responsáveis por 50% das HLTs dos bancos estrangeiros nos EUA. Na operação RJR-Nabisco, os bancos japoneses participaram com 50% dos empréstimos. Por outro lado, identificou-se o pouco envolvimento dos bancos alemães. Ademais, a exposição nas HLTs foi altamente concentrada entre as maiores instituições, 84% das operações. O grau de exposição total das HLTs situou-se entre 125% e 100% do capital próprio dos bancos (valores referentes aos 13 e aos 50 maiores bancos).

que a maior parte do endividamento para essas transações foi classificada como de alto risco (*below investment grade*), dada a elevada confiança na alavancagem. Além disso, freqüentemente o estoque de dívida das firmas envolvidas nessas operações foi rebaixado ao *status* de "*junk*" pelo mercado.

O envolvimento bancário nas HLTs pode ser explicado por vários fatores, que levaram a uma erosão dos negócios tradicionais dos bancos, acelerando o crescimento das atividades *off-balance-sheet* (60% das operações HLT são fora de balanço)[174]. As operações fora de balanço, tais como *standby letters of credit (SLCs)*, compromissos de empréstimos (*loan commitments*) e, especialmente, *loan sales*, em diversos graus permitem aos bancos fugir das regulamentações (exigências de reservas), determinando uma redução dos custos de captação. Ademais, possibilitam a fuga das barreiras institucionais sobre a capacidade dos bancos subscreverem *securities*.

Assim, alguns bancos aliados aos investidores institucionais começaram a promover os *junk bonds*: o rendimento esperado mais do que compensava o risco, especialmente se se tratava de uma diversificação de portfólio. Se é verdade que os bancos americanos testemunharam uma erosão de seus negócios tradicionais e foram forçados a procurar oportunidades mais lucrativas, o risco de seus portfólios provavelmente cresceu. Como os melhores clientes migraram para o mercado de capital, o perfil de risco dos clientes remanescentes deteriorou-se. Por um lado, os bancos tiveram dificuldades em reduzir os riscos e sofreram perdas consideráveis nesse processo, principalmente devido a rápidas mudanças nas condições do mercado (1989-1991). Por outro lado, processos de administração de risco puderam limitar e/ou transferir o risco econômico inerente às HLTs, pelo menos de quatro maneiras. Em primeiro lugar, através de uma escolha criteriosa da empresa-alvo (*choise of target company*). As empresas preferidas eram aquelas com importante poder de monopólio, baixo risco de mudanças tecnológicas imediatas e em setores relativamente pouco sensíveis aos ciclos econômicos. As LBOs, principalmente, apareceram em setores considerados não-cíclicos. Em segundo lugar, via transferência de risco das taxas de juros, com a implementação de mecanismos de *hedge*. Verificou-se que os bancos geralmente exigiam o *hedging* de 50% das taxas de juros flutuantes nos dois a três anos após a transação. Vários instrumentos eram utilizados para esse fim, *swaps*, *interest cap*, etc. Em terceiro lugar, impondo restrições à

[174] Cf. Borio (1990a: 14): "em 60 grandes bancos americanos, por exemplo, a participação dos empréstimos para fusões nos estoques de créditos *Commercial and Industrial* (C&I) aumentou de 11% para 15%, entre 1985 e 1989. A participação dos empréstimos LBOs nos créditos para fusões permaneceu em 60%."

liberdade de administração dos recursos das empresas, visando assegurar que o fluxo de caixa disponível seria efetivamente usado no pagamento do serviço da dívida. Nesse sentido, propagou-se a proibição de se distribuírem dividendos nos primeiros anos após as transações. Em quarto lugar, o estabelecimento de prioridade no pagamento (*repayment priority*) aos empréstimos bancários *vis-à-vis* aos credores não-financeiros também reduzia o risco bancário (Borio, 1990a: 39-43)[175].

Do ponto de vista das empresas, o processo de liquidação das dívidas relacionadas às fusões e reestruturações estava subordinado à capacidade de aumentarem os fluxos de caixa das empresas adquiridas e/ou revenderem parcelas dos ativos. Sendo assim, os operadores buscavam fontes de financiamento de curto prazo, em bancos comerciais ou de investimentos, e idealizavam inovações que adiavam o pagamento dos juros. Identificamos alguns dos novos instrumentos de alto risco, que minimizavam o pagamento de juros. Em primeiro lugar, os *deferred-cash-payment bonds*, vários tipos de bônus que capacitavam os tomadores adiarem o pagamento dos juros. Entre eles, merecem destaque: o PIK (*Payment-in-kind bonds*), que garantia ao emissor a opção de contratar uma nova dívida em vez de pagar os juros devidos, durante os primeiros anos de maturidade do bônus[176]. A maturidade geralmente situava-se em 10 anos, sendo o período de *payment-in-kind* de 5 anos; e o OID (*Original-issue-discount bonds*) que também adiava o pagamento dos juros e era emitido com grande desconto ao par. Entre 1987 e 1989, os bônus PIKs e OIDs representavam mais de 15% das novas emissões nos mercados de *junk bonds* (Crabbe *et alii*, 1990: 597). Em segundo lugar, as *reset notes*, ou contratos de dívidas que apresentavam taxa de juros fixas e flutuantes, em diferentes períodos. Geralmente, a taxa de juros era fixa por um período inicial, de 1 a 3 anos, quando então era recomposta de acordo com o mercado. Foram amplamente utilizadas por empresas que antecipavam rendimentos, através de operações LBO's, com destaque para a RJR Nabisco, a maior de todas estas transações, contando com um desmembramento lucrativo dos ativos adquiridos (ver quadros 4.4 e 4.5).

---

[175] Crabbe *et alii* (1990: 599) identificaram também a inclusão de uma cláusula de proteção contra risco (*event-risk covenantes*) em alguns bônus, que garantia a recuperação imediata de todo o capital pelo agente financiador, se dois eventos ocorressem: novas alterações substantivas na estrutura de capital da empresa e uma queda na classificação dos bônus de *investment grade* para *speculative grade*.

[176] Cf. Minsky (1992: 17, nota 19): "algumas *levereged buyouts* incluem a cláusula de *payment in kind* para parte da dívida. Financiamento *Payment in kind* é financiamento Ponzi (isto é, envolve a capitalização de juros)."

Quadro 4.4 - Exemplo de LBO da RJR-Nabisco em 1989 (a)

	US$ bilhões	%	taxa
Dívida Bancária	13,75	54	
Refinancing bridge	1,5	6	Prime + spread (b)
Asset sales bridge	6,0	23	Prime ou Libor + spread
Term loan	5,25	21	Prime ou Libor + spread
Working capital facility	1,0	4	Prime ou Libor + spread
Mezzanine financing (c)	4,5	18	-
Ações ordinárias	1,5	6	-
Junior subordinated refinancing (d)	5,5	22	-
TOTAL	25,3	100	-

Notas: (a) A empresa RJR-Nabisco atua nos setor de fumo (controla a Philip Morris que produz o cigarro Marlboro) e alimentação;
(b) Empréstimo de curto prazo com *spread* crescente nos primeiros dois anos de maturidade.
(c) *Payment-in-kind bonds* e ações preferenciais (*preferred stock*), sem direito a voto.
(d) Emissão de títulos de dívida cuja ordem de prioridade para pagamento está subordinada à posição de uma outra emissão em relação a pagamento de dividendos, juros, principal ou qualidade de crédito em caso de liquidação.
Fonte: Borio (1990a)

Quadro 4.5 - Recapitalização da RJR-Nabisco, em agosto de 1993.

Debt/capitalization: US$ 13,9 bilhões/US$ 22,45 bilhões (62%)
Recapitalization: US$ 1,25 bilhões, ações preferenciais, dividendos de 9,25% a.a.; US$ 500 milhões, debêntures pagando 9,25% a.a. com maturidade de 20 anos; US$ 500 milhões, notas pagando 8,75% a.a. com maturidade de 12 anos.
Revolving bank credity facility, LIBOR mais 0,625%.
Debt/capitalization after refinancing: US$ 12,7 bilhões/US$ 22,45 bilhões (57%)

Fonte: *Institutional Investor*, Outubro de 1993.

Resta ainda sugerir que as inovações financeiras recentes, muitas delas associadas aos processos de fusões, diluíram as tradicionais distinções entre alguns instrumentos financeiros. Destacamos a erosão da diferença entre dívidas (*debt*) e ações (*equity*), com a expansão de instrumentos financeiros com características de ambas, bem como a propagação de operações de *swaps* e outros métodos de proteção contra risco de taxas de juros, desfazendo-se a distinção entre dívidas de curto e longo prazo[177]. Por um lado, a expansão dos bônus especulativos (*speculative-grade bonds*) no passivo das empresas, com taxas elevadas de risco e de retorno, determinou que muitos fossem convertidos em ações (*equity*) ou incluíssem características de ações, como os *warrants*. Por outro lado, proliferou-se a emissão de um tipo de ação (*exchangeable preferred stock*) que garante o direito de opção do comprador de transformá-la em dívida (*debt*).

[177] Alguns desses complexos instrumentos podem reduzir a transparência das demonstrações financeiras, pois podem aparecer no ativo quando na verdade são passivos ou ainda como ações (*equity*) quando são dívidas (*debt*).

De modo geral, no início da década de 80, *commercial papers* e empréstimos bancários eram classificados como dívidas de curto prazo, e bônus e hipotecas, como de longo prazo. Aqueles com taxas de juros flutuantes e estes com taxas fixas. As operações de *swaps* (*interest rate swaps*), no entanto, transformam taxas de juros flutuantes em fixas. Os mercados secundários, por sua vez, viabilizam a liquidez imediata de títulos de longa maturação. Contrariamente, alguns títulos (*notes*) oferecem a opção de ampliar a sua maturação (Crabbe *et alii*, 1990: 596-603).

Essa discussão sugere que, a despeito dos novos instrumentos e novas instituições financeiras, deteriorou-se a qualidade do crédito das corporações americanas, com substancial elevação dos títulos de qualidade duvidosa e/ou com alto teor especulativo, tornando as administrações empresariais mais voltadas para o curto prazo. Conforme Soros (1987: 133): "as administrações haviam começado a olhar para seus negócios como um administrador de fundo de investimento olha para seu portfólio".

Finalmente, devemos enfatizar que a entrada de Investimento Estrangeiro Direto nos Estados Unidos, entre 1983-1990, quando ocorreu uma ampliação do grau de transnacionalização do seu espaço econômico, foi predominantemente na forma de fusões e aquisições[178]. De acordo com dados apresentados por Graham (1992: 1741): "em todo o transcurso da década de 1980 e início de 1990, o Investimento Estrangeiro Direto nos EUA se processou através de aquisições em vez de investimentos em empresas recém-estabelecidas (*greenfield investment*). Tais aquisições aconteceram concomitantemente ao grande surto de fusões e aquisições nos EUA envolvendo empresas de propriedade puramente nacional" (ver tabela 4.22).

Tabela 4.22 - Fontes de Aumento de Controle Estrangeiro de Empresas Americanas

	Investimento Total (US$ bilhões)											
Modo de Entrada	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*	*1987*	*1988*	*1989*	*1990*	*1991*	*1992*	*1993*
Aquisições	4,8	11,8	20,1	31,5	25,6	33,9	64,9	59,7	56,8	17,8	10,6	23,0
Novos Estabelecimentos	3,2	3,4	3,0	7,7	4,9	6,4	7,8	11,5	7,7	7,7	4,7	3,1

Fonte: Graham (1991), a partir de dados do Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of Commerce; os dados referentes a 1991-93 foram retirados de Chesnais (1994: 92).

Podemos identificar duas razões que motivaram a entrada de Investimento Estrangeiro Direto nos Estados Unidos, fundamentalmente através de aquisições acionárias e menos por

[178] Porém, trata-se um movimento muito mais amplo, segundo Chesnais (1992: 7): "atualmente, o crescimento e a expansão das corporações multinacionais devem ocorrer à custas de outras firmas e, conseqüentemente, o Investimento Estrangeiro Direto acontece principalmente na forma de fusões e aquisições, cujo alvo são firmas tecnologicamente dinâmicas".

construção de novas instalações. De um lado, o grau de concentração industrial em vários mercados já havia elevado em muito o "custo de expulsão" de concorrentes mediante criação de capacidade produtiva adicional, favorecendo os mecanismos de *takeover* como modalidade de entrada ou expansão. De outro lado, as inovações financeiras juntamente com a liberalização dos mercados de capitais dos principais países industrializados favoreceram as empresas com capacidade de mobilizar grandes volumes de recursos líquidos, criando oportunidades de reposicionamento concorrencial mediante *takeover* (UNCTC, 1992). Entretanto, conforme salienta Canuto (1993: 22): "o fato de que o *boom* de Investimento Estrangeiro Direto correspondeu, em grande parte, a 'fusões e aquisições', não implica afirmar que foi um movimento especulativo de caráter reversível. Na verdade, tratou-se da expressão de oportunidades de reposicionamento concorrencial abertas pela própria globalização financeira ou da opção da compra de ativos existentes, em vez da formação de novas capacidades instaladas, como forma favorável para um reposicionamento concorrencial já planejado".

Em resumo, nos anos 80, a expansão das *Highly Leveraged Transactions*, às vezes até com 90% de capital de terceiros, caracterizou a forma de reestruturação recente do sistema produtivo americano. O propulsor desses processos de reestruturações foi o mercado, especialmente o mercado de capitais. As operações agressivas de endividamento estavam associadas aos investidores institucionais, que forneceram os recursos, e aos bancos, que estruturaram e avalizaram essas transações. Ademais, a concentração de grandes estoques de ações nos portfólios dos investidores institucionais, facilitava o trabalho dos investidores agressivos, pois precisavam convencer poucos detentores de enormes blocos de ações para obter o controle das empresas-alvo, sendo que os prêmios pagos eram um estímulo às estratégias de valorização de curto prazo dos investidores institucionais. Também, com as ações subvalorizadas, dada a estagflação dos anos 70, algumas empresas puderam pagar elevados prêmios acima dos valores de mercado, e adquirir ativos existentes de forma mais barata do que investir em novas fábricas e equipamentos.

Ademais, com muitas empresas vendendo subsidiárias não-lucrativas, o mercado de ações tornou-se um lugar hiperativo de transações de títulos de propriedade de unidades inteiras. A atitude passiva dos governos Reagan no que se refere à lei antitruste e à supervisão dos mercados financeiros reforçou a fluidez da propriedade das corporações. As operações de fusões e aquisições envolveram também transações entre firmas líderes em maciças reestruturações, sendo que uma fusão desencadeava uma rodada de novas aquisições no

mesmo setor industrial, com as empresas tentando se proteger dos novos e maiores concorrentes. O grau de concentração nesses setores ampliou-se rapidamente.

Em 1984, emergiram as ofertas de tomada de controle acionário hostil organizadas pelos *corporate raiders*, atacando grandes corporações americanas como a Goodyear Tire, Trans World Airlines, U.S. Steel, vulneráveis diante do declínio do volume de suas participações no mercado. Os ataques começavam com a compra secreta de ações da empresa-alvo. Quando suas posições atingiam 5%, o limite que exige a revelação pública, os *raiders* lançavam uma oferta de tomada de controle acionário hostil para a maioria das ações. Geralmente, essas ofertas ofereciam um prêmio, acima do preço de mercado, para assegurar que os acionistas vendessem todo o estoque de ações.

Uma vez lançada a oferta de controle acionário, vários procedimentos eram possíveis. Em alguns casos, os executivos das empresas sob ataque recompravam as ações acumuladas pelos investidores agressivos (*raiders*), com um elevado prêmio (*greenmail*) e a promessa de não lançarem novas ofertas de aquisição no futuro (ver quadro 4.2). Em outros casos, os investidores agressivos obtinham o controle das empresas e começavam a vender seus ativos, a fim de pagar as dívidas acumuladas no financiamento da operação de *takeover*. Conseqüentemente, a capacidade de saldar as dívidas emitidas para financiar as aquisições acionárias dependia da realização pós-*takeover* do valor antecipado dos ativos. As taxas de juros elevadas das transações refletiam esse risco. Em outros casos ainda, os investidores agressivos mantinham os ativos adquiridos, sobretudo daquelas empresas com elevados fluxos de caixa. Porém, em geral, os fluxos de caixa esperados se revelavam insuficientes para atender as obrigações dos serviços das dívidas, sem uma alienação bem-sucedida de ativos. As tomadas de controle acionário que não realizavam uma revenda parcial lucrativa, além de ocasionarem a inadimplência das dívidas emitidas, também provocavam a falência das empresas[179]. De qualquer modo, mesmo uma oferta de controle acionário malograda, gerava ganhos de capitais, uma vez que elevava os preços das ações.

Para prevenir possíveis ofertas de aquisições hostis, várias empresas tomaram algumas precauções. Muitas tentaram estimular os preços das ações, comprando suas próprias ações,

---

[179] A acumulação de dívida pelas corporações americanas nos anos 80 e a dificuldade do serviço da dívida resultaram num amontoado de insolvências, que estimularam as emissões de ações nos anos 90. As principais falências (acima de US$ 100 milhões de passivo) de corporações americanas foram identificadas pelo Federal Reserve Bank de New York: em 1990, foram 24 empresas, totalizando um passivo de US$ 27,8 bilhões; em 1991, 31 empresas, somando US$ 21,0 bilhões; e em 1992, 17 empresas, com US$ 18.8 bilhões de passivos (Remolona *et alii*, 1992-93: 4). Ver também, Frydl (1991).

promovendo a cisão de ativos (tornando uma subsidiária ou divisão independente), reduzindo custos através da demissão de pessoal, etc. Outras tentaram tornar-se menos atrativas às operações de tomada de controle acionário, introduzindo *poison pills*, *golden parachutes* (ver quadro 4.2). Outra alternativa possível era retirar a empresa do mercado de capitais, recomprando suas ações (*leveraged buyouts*), com recursos emprestados.

Segundo Guttmann (1994: 308), um dos principais fatores que contribuiu para a proliferação dos investidores agressivos nos anos 80, foi a própria reorganização dos bancos de investimento (*securities houses*), cuja desregulamentação das comissões de corretagem havia ocorrido em 1975. As tradicionais fontes de rentabilidade nas transações de *securities* estavam declinando nas principais corretoras de Wall Street (Merrill Lynch, Soloman Brothers, Shearson Lehman Hutton, Goldman Sachs, Morgan Stanley Drexel). Após uma concentração no mercado, as maiores empresas começaram a buscar agressivamente novas oportunidades de lucro, e as operações de *takeovers* se mostraram as mais promissoras. A montagem das transações e a escolha de instrumentos financeiros para consolidar as operações de fusões e aquisições tornaram-se suas principais fontes de rentabilidade.

Os instrumentos que os bancos de investimento mais utilizaram para financiar as ofertas de aquisição acionária desencadeadas pelos investidores agressivos foram os *junk bonds*. Para compensar o risco, esses títulos proporcionavam elevada rentabilidade, 3 ou 5% acima dos títulos públicos de mesma maturidade. Como os *junk bonds* foram incorporados aos portfólios de grandes investidores, tais como fundos mútuos, fundos de pensão, companhias de seguro, bancos comerciais e instituições de poupança, tornaram-se essenciais nas ofertas de *takeovers*, pois possibilitavam o acesso imediato a enormes volumes de recursos capazes de sustentar as fusões e aquisições. Assim, perspectivas de elevados rendimentos, combinadas à diversificação de portfólios dos investidores institucionais, forneceram os recursos e as inovações financeiras para esses processos agressivos de fusões e reestruturações, fundamentalmente apoiados nos ativos e nos fluxos de caixa das empresas-alvo. Por conseguinte, os investidores agressivos desmantelavam suas aquisições, vendendo ativos, ou cortavam custos operacionais para gerar os recursos necessários ao pagamento dos serviços das dívidas.

A mania de fusões e aquisições, bem como as estratégias de defesa elevaram os preços das ações e geraram um frenesi especulativo: tentativas de realizar ganhos de capital através da venda das ações adquiridas, a um preço maior, após a materialização das tomadas de controle acionário. Certamente, a mania de fusões enriqueceu *raiders*, arbitradores financeiros, bancos de investimento e um grande número de investidores, mas o efeito sobre a economia americana

provavelmente foi menos positivo, no que se refere à consolidação e ao fortalecimento dos principais setores industriais diante da intensificação da concorrência internacional[180]. Implicou ainda elevados custos sociais[181]. Além disso, o processo de *takeover* exacerbou a atuação dos executivos na valorização de curto prazo das ações (distribuição de dividendos) e menos na ampliação das fontes de competitividade de longo prazo (novas plantas e equipamentos, P&D, treinamento de mão-de-obra, etc.).

Enfim, os mecanismos de mercado - oscilações nos preços das ações, ameaças de tomada de controle acionário, dispersão dos acionistas, diversificação de portfólio - encurtam o horizonte dos executivos[182]. E os processos de reestruturação através de tomada de controle acionário hostil desenvolveram um genuíno mercado de controle das corporações, altamente

---

[180] O ajuste estrutural na indústria manufatureira dos Estados Unidos não é objeto de discussão desta tese. Segundo Peterson (1994), esse processo foi induzido por uma rápida abertura comercial, estimulado pela valorização cambial e impulsionado pelo movimento de fusões e aquisições na década de 80. Desse processo nasceram empresas mais fortes e competitivas, mas também emergiu uma estrutura industrial debilitada. A globalização, a valorização cambial e a centralização de capital criaram ilhas de excelência, mas promoveram a desestruturação do tecido industrial e a desarticulação das cadeias produtivas constituídas nos períodos de industrialização. Sobre a reestruturação parcial do sistema industrial americano - com desindustrialização seletiva e desnacionalização (Investimento Estrangeiro Direto), ver Tavares (1992); Cohen (1993) e Teixeira (1993). Teixeira (1993: 70-71) estabelece que "apenas nos setores em que os Estados Unidos já detinham vantagens absolutas no comércio internacional, tais como a química, computadores de grande porte, aeronáutica, telecomunicações e mecânica de alto conteúdo tecnológico, a reestruturação foi bem-sucedida, fazendo com que os Estados Unidos mantivessem sua posição relativa face a seus concorrentes. Também nos segmentos de pequenas e médias empresas de alta tecnologia ocorreram processos de modernização espontânea e altamente cíclicos, embora desvinculados do grande complexo militar. Quanto ao complexo alimentar, o mais pesado e moderno do mundo, também ele enfrentou problemas devido à quebra dos bancos ligados à agricultura e à instabilidade dos preços das matérias-primas. Os setores têxtil e de calçados, por fim, não se reestruturaram, deparando-se com dificuldades crescentes decorrentes de perda de competitividade para seus competidores na Europa e na Ásia. Na verdade, o processo de reestruturação industrial nos Estados Unidos foi lento e parcial, e decorreu basicamente da forte competição a que a economia americana foi submetida em conseqüência da política de ajustamento macroeconômico adotada no país. As limitações do processo de reestruturação estão associadas a problemas estruturais do sistema produtivo americano, em particular o tamanho e a forma de organização das empresas, seu padrão de relacionamento com os bancos, sua baixa conglomeração e seu elevado grau de internacionalização."

[181] O recente aumento da competitividade americana também estava relacionado à adoção de novas técnicas de administração, a rigorosos controles do custo da mão-de-obra, ao vigor das tecnologias inovadoras etc., contudo, com enormes custos sociais. Segundo Robert Kuttner (*Business Week*): "apesar da produtividade crescente, o padrão real de vida vem declinando para a maioria dos americanos. Grande parte disso reflete mudanças estruturais na economia - a desregulamentação, a globalização e o enfraquecimento dos sindicatos - que reduzem a segurança de emprego e o poder de negociação dos trabalhadores. O resultado é que os mais prósperos ficam com a maior parte dos ganhos econômicos".

[182] A instabilidade das relações entre as empresas e o mercado monetário e de capitais problematiza o desenvolvimento de uma sinergia industrial permanente, baseada em instrumentos adequados de alavancagem financeira e em instituições capazes de distribuir riscos a longo prazo. Essas dificuldades estruturais da economia americana são aprofundadas por ciclos de produto recente cada vez mais curtos, sobretudo nos setores líderes - informática, eletroeletrônica, telecomunicações, etc. Noutras palavras, dificulta o estabelecimento de um horizonte de longo prazo para investimentos mais condizentes com estratégias inovadoras (Porter, 1992).

especulativo. É essa forma de controle do mercado de corporações e de gestão da riqueza que Minsky (1992: 32) denominou *money manager capitalism*, sendo que os investidores institucionais desempenham os papéis de protagonistas: "o capitalismo administrador de dinheiro tem características distintas. Os fundos mútuos e de pensão dispõem de somas consideráveis de recursos para aplicar de forma regular. Superaram as carteiras de ações e bônus de boa qualidade, tornando-se um mercado para instrumentos específicos, tais como hipotecas securitizadas, cartões de crédito e *junk bonds*. Também desempenharam um papel-chave no surgimento das transações de *leveraged buyouts*. Um aspecto pouco conhecido desse jogo são os fundos que cada um dos principais jogadores controla. Os diversos *pools* de administradores de dinheiro são em grande parte, embora não na sua totalidade, a fonte de dinheiro disponível para formar posição de capital nessas operações. O aparecimento do capitalismo administrador de dinheiro significa que o financiamento do desenvolvimento do capital da economia converteu-se numa questão secundária diante da busca de retornos de curto prazo".

4.5.2. A introdução dos instrumentos derivativos nas tesourarias das corporações e as relações com os intermediários financeiros

As corporações premidas pela forte volatilidade das taxas de juros e de câmbio, que podem provocar impactos negativos nos resultados de suas principais atividades, vêm conferindo um peso crescente à administração de seus ativos e passivos financeiros. Além de gerir empréstimos e aplicações de recursos líquidos passaram a identificar e cobrir, na medida do possível, os riscos financeiros a que estariam expostas. Algumas grandes empresas foram desenvolvendo e expandindo departamentos financeiros especializados, aparelhados com os mesmos equipamentos sofisticados presentes nas salas de operações dos intermediários financeiros, bem como contrataram experientes profissionais do mercado financeiro. Outras adquiriram instituições financeiras não-bancárias, objetivando obter um volume de ordens (de compra e venda) e informações que facilitem a gestão das suas próprias carteiras e, reduzir seus custos de transação (corretagem aos intermediários).

Para efetuar essas operações de cobertura dos riscos financeiros, as empresas fizeram uso dos instrumentos derivativos e de outras formas de se diluírem os riscos, algumas altamente especulativas. As corporações, sobretudo as transnacionais, podem utilizar os instrumentos derivativos com vários propósitos. O mais comum é o de precaução - reduzir a exposição a risco de taxa de câmbio, taxa de juros, preço de *commodities*, etc. Todavia, uma operação de *hedge* é de fato uma tomada de posição em um mercado financeiro ou de *commodities*, que

pode ampliar a exposição ao risco, mais do que reduzir. Ou seja, nas operações com derivativos há sempre um componente especulativo e as empresas podem utilizar esses instrumentos não para proteger suas transações, mas para especular sobre as prováveis direções dos mercados e realizar possíveis ganhos de capital. Portanto, pode ser difícil estabelecer uma fronteira entre *hedge* e especulação. A Procter & Gamble, por exemplo, que teve enormes perdas em uma operação de *swap* de taxa de juros, talvez acreditasse que estivesse reduzindo seus riscos, utilizando uma estratégia com derivativos, mas de fato estava apostando pesadamente numa mudança de direção das taxas de juros americanas (ver quadro 4.6). Em algumas ocasiões, as empresas substituem dívidas tradicionais por produtos híbridos de bônus e opções e/ou futuros que irão saldar em certas circunstâncias, reduzindo o custo de capital corrente. No entanto, isso pode ser especulação travestida de prudência, pois se acontecer algum evento inesperado, o custo de capital poderá elevar-se pelo menos ao custo da opção utilizada (*The Economist*, 10.02.1996, p.16).

Na verdade, as tesourarias das empresas transnacionais tradicionalmente realizavam operações financeiras nos mercados internacionais de capitais (empréstimos e bônus). Porém, "elas integraram os *espectros de riscos* nos seus cálculos, de forma muito mais ampla do que antes. Encontrando os bancos e outros intermediários que lhes oferecem fórmulas que combinam os instrumentos tradicionais aos produtos derivativos. No âmago de suas posições financerias cada vez mais integradas, os interventores introduzem uma *mobilidade* inédita: operam *permutas* incessantes e instantaneamente, sob uma base plurimonetária, passando sem cessar das taxas fixas às variáveis, dos ativos curtos aos longos, dos títulos às ações, etc. Ao tornar-se mais sofisticada, suas gestões se revelam também muitas vezes mais *agressivas*" (Bourguinat, 1995: 16, grifos no original).

Assim, as tesourarias das empresas estão se transformando em ativos e centralizados administradores de risco financeiro (*internal financial risk-management*), para aumentar a criação de valor para os acionistas (*shareholder value*). Vale dizer, a administração dos riscos financeiros associados à produção e comercialização global podem-se transformar em uma das principais fontes de vantagens competitivas das empresas. Porém, os derivativos também podem ser utilizados para assumir posições adicionais de risco.

Uma vez identificado os riscos de mercado, a decisão de cobri-los ou não, através de uma posição oposta num mercado de mesma ou de outra temporalidade, deve ser tomada, de acordo com as antecipações sobre a evolução futura e o nível de riscos considerado aceitável pela instituição. Assim, uma estratégia de *hedging* para uma corporação envolve a avaliação

do grau de exposição ao risco da empresa como um todo, não apenas associado a uma transação específica, bem como os instrumentos derivativos apropriados. Nesse sentido, aumenta a importância dos especialistas em engenharia financeira dos bancos de investimentos, o que pode conduzir a um aprofundamento nas relações com as empresas (com substancial elevação do grau de transparência entre esses agentes).

Quadro 4.6 - Maiores Perdas com Instrumentos Derivativos

Data	*Dealer*/Usuário Final	Tipo de Operação	Prejuízo em dólar (a)
1986-1988	Hammersmith & Fulham - governo municipal na Inglaterra	*Swaps* de taxas de juros em libra esterlina	900 milhões
Mar 1991	Allied Lyons (Inglaterra)	Opções de câmbio	265 milhões
Fev 1993	Showa Shell Sekiyu (Japão)	Contratos a termo de câmbio	1,4 bilhão
Dez 1993	Metallgessellschaft (Alemanha)	*Swaps* e contratos futuros de petróleo	1,34 bilhão
Jan 1994	Codelco (Chile)	Cobre e metais preciosos, futuro e entrega futura	200 milhões
Mar 1994	Dell Computers (EUA)	*Swaps* de taxas de juros	355 milhões
Abr 1994	Kashima Oil (Japão)	*Forward Exchange Agreement* (dólar/iene de longo prazo) (b)	1,45 bilhão
Abr 1994	Procter & Gamble (EUA) (c)	*Swaps* exóticos de taxas de juros entre marcos e dólares	157 milhões
Abr 1994	Askin Capital Group (*Hedge Fund*)	Modelos MBS	600 milhões
Mai 1994	Air Products and Chemicals	Derivativos de taxas de juros	60 milhões
Mai 1994	Sandoz (EUA)	Derivativos com Bankers Trust	78,5 milhões
Abr 1994	Gibson Greetings (EUA) (c)	*Swaps* de taxas de juros	19,7 milhões
Jul 1994	Glaxo Holding Plc (Inglaterra)	Derivativos e títulos lastreados em ativos	205 milhões
Nov 1994	Japan Airlines (Japão)	*Forward Exchange Agreement* de 10 anos (d)	1,7 bilhão
Dez 1994	Orange County (EUA-Califórnia)	Títulos garantidos por hipotecas e opções sobre STRIPS de obrigações (e)	1,7 bilhão
Jan 1995	Seita (França)	Opções de câmbio combinadas com *swaps* de taxas de juros	340 milhões
Fev 1995	Barings (Inglaterra)	Contratos de índices Nikkei na Bolsa de Cingapura e derivativos cambiais em Osaka	1,4 bilhão
s/d	Cargill (Minetonka Fund) (EUA)	Derivativos de hipotecas	100 milhões
s/d	Tesouro Estadual e Liga das Cidades da Flórida (EUA)	Derivativos de hipotecas	99,6 milhões
s/d	Investors Equity Life Insurance Co.	Futuros de bônus	90 milhões

Notas: (a) Todas as perdas declaradas em valor antes dos impostos, pressupõem taxa de imposto de 35% (EUA);
(b) *Forward Exchange Agreement* (FXA) - nesta operação negocia-se apenas a taxa em que, num futuro dado, será possível realizar uma operação a termo ou um *swap* de câmbio por um prazo prefixado. Não há qualquer pagamento ou crédito no início da transação. A Kashima, grande importadora e transformadora de petróleo, comprou dólar por iene, no início dos anos 80, assumindo grandes posições em FXA por longos prazos, para antecipar a taxa de câmbio de compras futuras de sua principal matéria-prima. Porém, como o dólar inverteu o sinal em meados da década, a empresa ficou com um enorme prejuízo.
(c) Essas empresas entraram com processo judicial contra o Bankers Trust, gestor das operações com derivativos, alegando desconhecer os riscos envolvidos nas transações, o que contraria o princípio de transparência no gestão dos negócios financeiros nos EUA. Ambas foram objeto de acordos extrajudiciais. Inicialmente, o Bankers Trust declarou que sua atuação tinha sido "legal e apropriada". Contudo, as gravações das conversas dos operadores entre si e com o cliente (essas gravações são norma nas salas de operações em que os negócios são realizados por telefone) levaram-no a pagar US$ 28 milhões à Gibson Greetings e uma multa de US$ 10 milhões. Devido às gravações, o banco também pagou cerca de US$ 150 milhões à Procter & Gamble e em torno de US$ 76 milhões a outros clientes antes de iniciarem processos judiciais. Nas gravações ficou explícito que, desde o início, o banco sabia que lhe resultariam lucro e prejuízo para as empresas.
(d) A perda da companhia aérea japonesa, cujas receitas são denominadas em iene e os gastos correntes foram do seu território, além das despesas com aquisição de aeronaves efetuadas em dólar, decorre do fato de que adquiriu dólar contra iene por 10 anos, através de um FXA em 1985, quando a moeda americana estava em seus mais altos níveis contra a japonesa.
(e) STRIPS - *Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities* - consiste em negociar separadamente o principal como um título de cupom zero (valor final dado, negociado à vista com deságio embutido na taxa de juros) e o fluxo de juros. O condado de Orange entrou com um processo judicial contra a Merrill Lynch, ainda em suas fases iniciais.
Fonte: Capital Market Risk Advisor, Inc. In: *Gazeta Mercantil*, 6.11.95 e *The Economist*, 10.2.1996.

Na verdade, as relações das empresas com as instituições financeiras foram se complexificando. As grandes que conseguem obter um *rating* AAA podem utilizar os

intermediários financeiros apenas como *brokers* na emissão de suas *securities*[183]. As pequenas e médias, ou com um menor *rating* de crédito, continuam dependente do crédito bancário e utilizam os intermediários financeiros para fornecimento de garantias, captação de recursos através de fundos de investimento em capital de risco (*venture capital*)[184], etc. (Ferreira & Freitas, 1995: 27). Porém, nas operações com derivativos, todas continuam necessitando da atuação dos intermediários financeiros. Para operar nos mercados organizados é necessário fazê-lo através de uma corretora credenciada, qualquer que seja o tamanho da empresa ou o volume de recursos disponíveis. No mercado de balcão é preciso dispor de liquidez para a operação que, normalmente, apenas as grandes instituições financeiras conseguem obter, seja através de seus contatos e representantes em âmbito internacional, seja assumindo a contraparte das operações e, em seguida, procurando cobri-la. Freqüentemente, é preciso recorrer ao departamento de engenharia financeira das instituições financeiras para montar a operação desejada. A vantagem das grandes empresas com um departamento financeiro bem aparelhado está em apresentar a operação já estruturada, ou pelo menos, analisar e julgar a operação proposta pelos intermediários financeiros[185]. Esses departamentos financeiros procuram também obter os menores custos de transação, para um mesmo nível de risco de crédito.

A decisão sobre a tomada de posição em um instrumento derivativo pode ser baseada nas projeções do orçamento através de múltiplas simulações, refletindo diferentes cenários sobre a taxa de câmbio, a taxa de juros e o nível de crescimento da produção, a partir de uma série

---

[183] O Trust Indenture Act de 1939 determina que todos os títulos privados e outros instrumentos de dívida sejam emitidos de acordo com uma escritura (*indentury*) aprovada pela SEC e exige a nomeação de um agente fiduciário qualificado livre de conflitos de interesses com a emitente. Essa lei estabelece que tais escrituras apresentem cláusulas de proteção aos detentores dos títulos, que estes recebam relatórios financeiros semestrais, que sejam feitos registros periódicos junto à SEC, e que a emitente seja responsável por declarações enganosas.

[184] A regra de prudência do ERISA foi alterada em 1979 para permitir investimentos de alto risco, inclusive em fundos de empresas emergentes (*venture capital*). Através do ERISA Safe Harbour Regulation (1980) instituiu-se que os administradores dos fundos de empresas emergentes não podiam ser considerados fiduciários dos ativos dos planos de pensão investidos nos *pools* de recursos que eles administram. Assim, foi removido um risco incorrido pelos empresários (*venture capitalists*) que aceitassem os fundos de pensão como investidores (OECD,1996b: 18). Os fundos de pensão, em conseqüência dessa mudança na regulamentação, tornaram-se a maior fonte de recursos para o financiamento de empresas emergentes nos EUA, onde 75% do capital de risco é obtido através de participação limitada, com os fundos de pensão fornecendo o grosso dos recursos para o financiamento (Cf. Freitas, 1996: 39).

[185] Segundo a revista *The Economist*, em artigo republicado na *Gazeta Mercantil*, 17.10.1994: "um número cada vez maior de empresas está contratando terceiros para gerenciamento de riscos. Eles acreditam que esse trabalho, além do alto custo para ser realizado internamente, está acima da competência necessária para conduzir os negócios no dia-a-dia. Permanecendo com o controle das decisões básicas, é mais eficiente deixar a execução da estratégia e a escolha final dos instrumentos para consultores externos".

histórica de dados. Esse método ficou conhecido como *cash-flow-at-risk* das empresas não-financeiras, pois avalia os principais riscos sobre o fluxo de caixa futuro que a empresa está exposta. Balanços representam o passado, pintando um quadro sobre as finanças das empresas. Porém, os instrumentos derivativos introduzem oportunidades e riscos potenciais no presente e no futuro. O valor histórico de uma empresa pode ser aceito como uma orientação de seu valor corrente, mas não é suficiente para um derivativo altamente alavancado e "exótico", nesse caso deve-se aplicar o método *mark to market*, que mostra um valor de mercado corrente utilizado pelo setor financeiro.

Paralelamente, ocorreu também o desenvolvimento de sistemas de controle internos (*internal control system*) que permitem aos executivos avaliar instantaneamente os riscos (de crédito e de mercado) a que estão expostos e a funcionalidade da estratégia de gestão de risco (*risk-management strategy*) implementada. O risco de mercado depende do comportamento do preço do ativo (ações, moedas, títulos, *commodities*) diante das condições de mercado. Para medir possíveis perdas devido às flutuações do mercado é importante identificar e quantificar o mais corretamente possível as volatilidades e correlações dos fatores que impactam a dinâmica do preço do ativo. Diferentes medidas podem ser utilizadas no cálculo do risco de mercado de uma carteira de investimento: desvio padrão dos retornos passados, *downside risk* dos retorno passados, raiz quadrada da semivariância dos retornos passados e *value-at-risk* (VAR). Atualmente, o VAR - ou "valor em risco" - constitui a principal metodologia de administração de riscos e tomada de decisões. Procura-se calcular o volume de risco inerente a uma carteira de investimentos num determinado período (os dados do modelo são atualizados diariamente, a fim de identificar a exposição em risco). O método produz um número, conhecido como VAR, que é o máximo de dinheiro que uma carteira de investimento tem possibilidade de perder nas próximas 24 horas, com um nível de confiança de 95%. Analisa ainda como as exposições em risco, em diferentes partes de uma carteira, podem se ampliar ou se anular mutuamente. Por um lado, o conceito de VAR integra o risco de todo o ativo/passivo de uma instituição, sendo importante para monitoramento de diretoria. Por outro lado, como o conceito é multidimensional, pois integra o risco total de uma instituição numa única medida, requer simplificações. Devemos destacar, no entanto, que são métodos tipicamente baseados em padrões históricos que nem sempre representam um bom guia para o futuro, sobretudo em períodos turbulentos, pois as relações baseadas no comportamento passado são incertas, voláteis e sujeitas a diversos fatores aleatórios. Esse método está expandindo-se entre os diretores financeiros de corporações, tais como Xerox, General Motors, Euron, GTE, etc. Em

dezembro de 1995, a SEC instituiu uma regra exigindo que as corporações que utilizam derivativos forneçam análises quantitativas de seus riscos. Especificamente, a proposta requer que todas as empresas de capital aberto, que utilizam instrumentos financeiros, divulguem suas políticas contábeis e esclareçam os tipos de riscos que enfrentam e como os administram. Sendo necessário um detalhe tabular considerável, em conjunto com análises de sensibilidade e medidas de *value-at-risk* (*The Economist*, 10.02.1996, p.21). Essas exigências deveriam entrar em vigor no ano fiscal de 1996. Porém, o Conselho de Diretores da SEC decidiu adiar o atendimento das exigências quanto à apresentação das posições de derivativos nos balanços empresariais do ano fiscal que se inicia em 15 de dezembro de 1997 para 15 de junho de 1998. Cf. Chance (1997).

4.6. O ativismo dos investidores

O sistema americano de gerenciamento das corporações fundado no mercado (*market-based corporate governance*) vem sendo criticado por ser comandado por um mercado excessivamente líquido, com elevado número de transações e preços voláteis das ações. Os executivos, temendo o julgamento do mercado, procurariam manter elevado o preço das ações (no curto prazo, através da distribuição de dividendos), sacrificando aspectos de desenvolvimento a longo prazo, tais como a taxa de investimento e de P&D. Isso determinaria um comportamento das empresas concentrado em ganhos de curto prazo e sujeito a bolhas especulativas periódicas (Porter, 1992).

Nos anos 90, algumas alterações na legislação favoreceram uma maior participação dos acionistas (*shareholder activism*), facilitando o exercício do direito de voto. Em 1992, a SEC decidiu modificar a regra de procuração para voto, possibilitando a comunicação entre os acionistas que não buscam o controle acionário. Poder-se-ia, então, através de movimentos conjuntos dos acionistas impedir estratégias de tomada de controle acionário hostil, trocar o executivo, etc. Porém, permaneceram as exigências do Parágrafo (*Section*) 13 (d) de se fornecerem informações à SEC de qualquer pessoa física ou jurídica que adquira 5% ou mais do capital de uma empresa. A SEC também promoveu a participação dos acionistas através da Norma (*Rule*) 14A-X, que permite aos acionistas que detêm ações por um período de tempo predeterminado enviar um pequeno relatório de suas opiniões sobre a qualidade do gerenciamento anexo à procuração para voto.

Ademais, o volume de ações detido por alguns grandes investidores institucionais pode incitar uma atuação mais ativa, pois o impacto de suas operações nas bolsas de valores impediria de

vendê-las sem um desconto relevante[186]. Eles perderiam também se a performance das empresas não correspondesse às expectativas. Assim, os fundos de pensão California Public Employees Retirements System (CalPERS), New York State Employees Retirement Fund, College Retirement Equity Fund of the Teachers Insurance and Annuity Association (TIAA-CREF) começaram a monitorar mais acentuadamente as corporações, em que detinham ações, uma vez que de fato controlavam uma proporção substancial de seus capitais. Era inescapável aperfeiçoar o desempenho das empresas, a fim de aumentar o retorno de seus investimentos. Em 1987, o fundo de pensão CalPERS começou a publicar uma lista anual das empresas em que se empenhava em transformar o gerenciamento (*corporate performance*), apresentando as 50 firmas em seu portfólio que apresentavam os piores desempenhos. Após 5 anos, as empresas monitoradas ampliaram seus rendimentos em média 6,8% acima do índice S & P 500; sendo que 5 anos antes a taxa média de retorno das empresas era de 7,1% a.a. e do índice S & P 500, 14% (*The Economist*, 29.1.1994, p. 16)[187].

A partir de 1993, o Council of Institutional Investors (CII), uma associação dos 100 maiores fundos de pensão públicos com quase US$ 1 trilhão de ativos, também começou a divulgar a "Focus List" com as empresas que apresentavam os piores retornos e, portanto, alvos prioritários para estratégias de monitoramento. O Council of Institutional Investors vem divulgando também uma lista de "Director Turkeys", citando o nome de diretores que participam do conselho administrativo de mais de uma corporação com as seguintes características: o conselho pagou exageradamente o executivo (CEO) em relação ao desempenho de curto e longo prazo e a empresa está incluída na "Focus List".

Em 1995, o fundo de pensão CalPERS decidiu expandir suas atenções além das maiores corporações e da performance dos executivos americanos. Em 1996, anunciou que desenvolveria um programa formal de gerenciamento internacional (*formal international corporate governance programme*) a ser aplicado em 16% de seu portfólio em ativos mantidos no exterior (OECD, 1996a: 138-139). Essa decisão dos fundos de pensão americanos de intervir na forma de gestão das firmas estrangeiras é claramente reivindicada e reafirmada pelos defensores do *corporate governance*. Assim, N. Rosner, administrador dos fundos de pensão

---

[186] O montante dos ativos de alguns fundos de pensão é tão elevado que descarregar apenas 1% de suas ações poderia gerar mais de US$ 30 bilhões em vendas. Em um mercado em declínio, tal ordem de venda seria difícil de ser completada.

[187] Charpentier (1997: 100) denomina essas listas de "empresas postas no pelourinho" (*clouées au pilori* no original em francês), o que sugere um elevado grau de violência com que esses fundos procuram aumentar a rentabilidade das empresas.

da cidade de New York, afirmou sem rodeios: "nos Estados Unidos, os fundos de pensão públicos são atualmente os maiores defensores desse movimento (isto é, do valor das ações para os acionistas), que aliás se propaga à medida que outros investidores institucionais os imitam. Não vejo por que as transformações que despontam nos Estados Unidos não possam ser 'exportadas' " (Rosner, 1995: p. 2 *apud* Farnetti, 1996: 206).

As intervenções dos investidores (*shareholder activism*) possibilitaram o desenvolvimento de apostas em empresas com baixo desempenho, transformando suas formas de gerenciamento e obtendo um lucro substancial, quando o valor da empresa se alterasse no mercado. Essas estratégias foram chamadas de *corporate governance funds*. Em junho de 1995, o fundo de pensão CalPERS decidiu investir US$ 200 milhões num desses fundos, destinados a recuperar uma empresa e vender suas ações, quando o mercado julgar que a reestruturação fora bem-sucedida[188].

A combinação de instituições financeiras ativas e competitivas, que estariam aumentando o monitoramento do desempenho das corporações, cujas ações encontram-se em seus portfólios, e a estrutura de gerenciamento das corporações centrada no *shareholder value* poderiam sinalizar um aperfeiçoamento do padrão de gestão empresarial americano. Porém, a maioria dos fundos de pensão apresentam maior aversão a riscos e o CalPERS parece ser mais uma exceção. Em 1990, o mesmo CalPERS informou possuir ações em mais de 2.000 corporações americanas, sendo que a maior participação representava 0,71% das ações de uma empresa (Porter, 1992: 69). O TIAA-CREF, o maior fundo de pensão privado do mundo, administrando ativos de US$ 153,6 bilhões, tem exercido seus direitos de votos por procuração para assegurar mudanças nos conselhos de administração, mas não se compara à atuação mais direta do CalPERS (ver tabela 4.23)[189]. Como afirmou um executivo do fundo mútuo Fidelity, após atuar na mudança do conselho de administração da Kodak, em agosto de 1993: a intervenção não se transformará numa regra, "*usually, if it sees problems, Fidelity just sells*" (*The Economist*, 29.01.1994, p. 17).

---

[188] Na imprensa internacional, essas operações são conhecidas também por *private equity*. Trata-se de formas de investimento que injetam recursos e restruturam empresas (geralmente de capital fechado) com problemas, para realizar um ganho de capital mais à frente, vendendo parte ou toda sua participação. As empresas objeto dessas operações podem ser de diversos tamanhos, mas preferencialmente devem estar situadas em segmentos em expansão e com potencial de retorno. Esses fundos cresceram vertiginosamente nos mercados emergentes, com a participação de capitais externos.

[189] Entre os 20 maiores fundos de pensão americanos, apenas 6 eram privados (TIAA-CREF, General Motors, AT&T, General Eletric, IBM, Ford Motors), em janeiro de 1996.

Tabela 4.23 - Os 20 maiores fundos de pensão americanos

	Ativos em bilhões de dólares em janeiro de 1996		
TIAA-CREF	153,6	New Jersey	40,9
California Public Employees	92,6	General Eletric	40,0
General Motors	72,0	IBM	39,1
New York State & Local	71,4	Wisconsin Investment Board	35,5
California State Teacher	58,3	Ohio Public Employees	34,9
AT&T	57,0	Ford Motors	34,9
New York State Teachers	49,4	Ohio State Teachers	33,4
Florida State Board	47,7	Federal Retirement Thrift Board	32,9
Texas Teachers	46,0	North Caroline Retirement	32,1
New York City Retirement	41,6	Pennsylvania Public Schools	30,8

Fonte: *Pension & Investment* (1996, janeiro), in Charpentier (1997: 94, tabela 7).

Noutras palavras, os investidores institucionais a despeito de deterem grandes volumes de ações continuam confiando nas negociações de mercado como um meio de maximizar o retorno de curto prazo de seus clientes. Segundo o Employee Benefits Research Institute (OECD, 1996a: 138, nota 108), 1/3 dos investidores institucionais não tem diretrizes específicas sobre as votações nas assembléias de acionistas das empresas em que detêm ações e 31% nem mesmo sabem se houve votação.

Uma visão mais favorável é defendida por Useem (1996). Segundo esse autor, do ativismo dos investidores institucionais, sobretudo dos fundos de pensão, aperfeiçoando as estruturas de *corporate governance* estaria emergindo um novo modelo de capitalismo nos Estados Unidos, o *investor capitalism*. Um capitalismo investidor, ágil e dinâmico que se contrapõe ao capitalismo administrado e burocrático do Segundo Pós-guerra. Os investidores institucionais estariam gradualmente adotando uma postura de acionistas ativos, criando mecanismos mais eficazes para monitorar e, quando necessário, disciplinar os executivos das empresas em seus portfólios[190]. Estas, por sua vez, estariam começando a apreender a necessidade de manter boas relações com seus principais acionistas e procurar soluções de compromisso face às exigências destes acionistas. Portanto, estaria ocorrendo com os acionistas institucionais uma reversão da "regra de Wall Street", em que o descontentamento com a gerência de uma corporação seria acompanhado pela venda de suas ações. Dado o tamanho das participações acionárias dos fundos de pensão, uma rolagem muito freqüente do portfólio poderia não ser a

[190] No mesmo sentido, afirma Charpentier (1997: 100, grifo nosso): "um fenômeno novo nesses últimos anos é o fato dos representantes fiduciários dos poderosos fundos de pensão não evitarem mais a intervir nas assembléias gerais e a exercer seus direitos de voto para obter modificações nas estratégias das empresas, *segundo seus interesses*. John Alkers, ex-presidente da IBM, foi o primeiro a sentir as conseqüências. Mas muitos outros o seguiram: na Kodak, General Motors, American Express, Apple ou ainda Saatchi e Saatchi, em Londres, cujo presidente foi posto para fora pelo número um dos fundos de pensão americanos, o TIAA-CREF (fundo de pensão dos professores de nível primeiro e secundário que gere US$ 153 bilhões em ativos) e pelo fundo de Wisconsin".

estratégia mais rentável e a tentativa de traduzir o descontentamento em atitudes para influenciar a administração das empresas constituiria uma alternativa economicamente racional (Rabelo, 1996). O certo é que os investidores institucionais conservam em seus portfólios as ações das corporações de primeira linha (*blue chip*, tais como GM, IBM, GE, etc.), as quais são constantemente avaliadas.

Como mostramos acima, observa-se também a proliferação das estratégias de indexação. Como poucos fundos têm conseguido rotineiramente superar o desempenho de certos índices do mercado de ações, tem-se difundido a estratégia de atrelar o portfólio a um índice (Standard & Poors 500, por exemplo), o que significa pouca negociação das ações de portfólio. O fundo tornar-se-ia, então, "preso" a essas ações, estimulando uma possível atividade de monitoramento. O estímulo fundamental teria sido a percepção por parte de alguns fundos de que o desempenho corporativo estaria relacionado à gestão da empresa. E o que intentam os fundos de pensão? Na visão daqueles que adotam a postura de investidor ativo, o envolvimento com *corporate governance* é especificamente um meio para aumentar o desempenho financeiro. A idéia não é estabelecer novas regras, mas simplesmente garantir que as existentes sejam rigorosamente aplicadas. Nesse sentido, a ação dos fundos ativos geralmente, visa garantir um número mínimo de diretores independentes (não-executivos) no conselho administrativo das empresas, estabelecer votações secretas de resolução de votos por procuração e obter informações precisas sobre a remuneração dos executivos. Acrescenta-se ainda uma pressão para que a remuneração dos executivos esteja cada vez mais vinculada ao desempenho financeiro da empresa. Os fundos que adotam tal postura pretendem sobretudo se fazer ouvir pelos executivos das corporações. Não há interesses em um envolvimento na gestão das empresas e nem em informações detalhadas sobre os processos decisórios do conselho administrativo.

De outra perspectiva, é verdade que os fundos de pensão americanos controlam quase um terço das ações disponíveis. Porém, nenhum deles possui posições suficientemente grande a ponto de potencializar uma postura mais ativa em relação às empresas de seus portfólios. Apenas uma pressão contínua de um investidor importante seria capaz de exercer algum efeito sobre a empresa-alvo e, dada a relação adversa risco-retorno para os administradores desses fundos, uma atitude dessa natureza é pouco provável[191]. Uma ação mais permanente sobre

[191] Nessa questão está presente também o problema do *free-rider*, ou seja, a indisposição de um investidor incorrer em custos de monitoramento, diante da possibilidade de que outros beneficiem-se, sem ônus, dos seus resultado. Dessa forma, qualquer contestação da administração deve ser compartilhada por todos os

uma grande corporação pode provocar pressões políticas sobre os diretores dos fundos públicos. Nos fundos privados, esse aspecto ainda é mais sensível, devido ao temor de represálias comerciais da empresa-alvo sobre a empresa patrocinadora do fundo. Não é por acaso que praticamente não se verifica nenhum ativismo por parte dos fundos de pensão privados americanos. A maioria dos grandes investidores institucionais adotam, e continuarão adotando, uma postura passiva no que se refere ao *corporate governance*.

Em resumo, as discussões sobre reformas no sistema de gerenciamento das empresas americanas se concentram na possibilidade de fortalecer ainda mais alguns mecanismos que ampliam a participação dos acionistas (*shareholder voice*), sobretudo dos investidores institucionais (por exemplo, relaxar algumas regras de prudência do ERISA, exigindo a diversificação dos portfólios), a fim de permitir maior monitoramento das empresas, bem como reduzir as restrições sobre os grandes bancos comerciais (Glass-Steagall Act), no que se refere às operações com *securities* (subscrever ações e títulos de dívidas). Em 1996, foi aprovado o National Securities Markets Improvement Act (NSMIA) com o objetivo de aprofundar os mercados de valores mobiliários. Essa lei reduziu os procedimentos formais (documentos, prospectos e registros) de um processo de emissão de ações. Inclusive a oferta pública até US$ 6,00 por ação, evita as exigências de divulgação financeira da empresa. Esse limite gerou um debate entre os estados, que regulamentam a estrutura organizacional das corporações, através do North America Securities Administrators Association (instituição que centraliza os órgãos de regulamentação dos estados) e o Senado americano, pois a diminuição no grau de transparência, poderia expor o investimento acionário a mais fraudes. As possíveis fraudes originadas por essa lei estão sendo chamadas de "fraude das microempresas" (Antilla, 1997).

A discussão sobre o ativismo dos investidores nos remete à configuração estrutural do capitalismo americano. Hobson (1894) já apontava para os elementos básicos que, ainda hoje, podem ser considerados essenciais na morfologia do grande capital monopolista americano. Conforme Tavares (1985: xvi) argumenta: "as mudanças radicais operadas na organização industrial da grande empresa vão acompanhadas do aparecimento de uma 'classe financeira', o que tende a concentrar nas mãos dos que operam a máquina monetária das sociedades industriais desenvolvidas, isto é, dos grandes bancos, um poder crescente no manejo estratégico das relações 'intersticiais' (intersetoriais e internacionais) do sistema. (...) Hobson coloca o acento na 'classe financeira', enquanto retora estratégica da grande empresa, e não o

---

acionistas. Face às dificuldades de aglutinação de todos os acionistas, o efetivo poder só pode ser exercido pelos maiores, dificultando aos pequenos e dispersos o exercício de seus direitos.

fato de que estejam os bancos comprometidos com a gestão direta da empresa industrial. Em sua perspectiva, a solidariedade entre bancos e empresas se fazia simplesmente através da 'comunidade de negócios', já que, por sua forma peculiar de estruturação, a moderna companhia americana tinha se tornado virtualmente possuidora de todo o espectro de atividades estratégicas do capitalismo: minas, transporte, banco e manufaturas".

Assim, "a grande empresa americana constrói seu poder monopolista sobre o caráter intrinsecamente financeiro da associação capitalista que lhe deu origem. É dessa dimensão, mais do que da base técnica, que se deriva a capacidade de crescimento e de gigantismo da organização capitalista 'trustificada'. Conquista de novos mercados, controle monopolista de fontes de matérias-primas, valorização 'fictícia' do capital, tendência irrefreável à conglomeração, tudo isso está inscrito na matriz originária da grande corporação americana". Ademais, "qualquer forma de capital 'trustificado' conduz necessariamente a uma concentração de capital financeiro que não pode ser reinvestido dentro da própria indústria trustificada. Deve expandir-se para fora. Os novos lucros têm de ser transformados em capital financeiro geral e dirigidos à formação e ao financiamento de outras grandes empresas. Assim, o processo de concentração e consolidação monopolista avança de forma generalizada em todos os ramos industriais onde prevaleçam métodos de produção capitalista. Por maior que seja a extensão do espaço nacional monopolizado e protegido pelo Estado nacional, como era o caso dos Estados Unidos, a expansão contínua dos lucros excedentes obriga a busca de mercados externos, tanto para as mercadorias como para os investimentos diretos, e a exportação 'financeira' de capital" (Tavares, 1985: xviii).

Então, Hobson identifica nos Estados Unidos, em vez do conceito totalizante de capital financeiro de Hilferding (1910), "uma classe especial de capitalistas financeiros (...) que exerce uma *dominação financeira* sobre a indústria capitalista". A especificidade do truste americano deve ser buscada no "papel dominante que exercem os banqueiros (atualmente, os investidores institucionais, tais como fundos mútuos, fundos de investimento, fundos de pensão, companhias de seguro, etc.), transformados numa classe especial de financistas, na orientação e no crescimento da grande indústria capitalista. Não se trata, porém, de uma relação orgânica, mas sim de uma relação funcional de dominação. Hobson tinha em vista uma relação *interna* de dominação que se tornaria geral, mas não orgânica. Ele fala em solidariedade de interesses financeiros da comunidade de negócios, mas não a considera completa: em muitos casos ela representa uma aliança, informal e temporária, não uma *fusão*" (Tavares, 1985: xviii e xix).

A natureza do grande capital financeiro americano pode ser resumido da seguinte forma: "o grande capital se desenvolve a partir das fusões de interesses da grande indústria com o capital bancário (mais uma vez, atualmente, com os investidores institucionais), sob a égide de uma 'classe financeira geral' que promove a conglomeração e a diversificação das atividades produtivas fundamentais. (...) É a força do grande capital e da classe financeira americana que determina sua expansão e diferenciação, e não a superioridade tecnológica inicial do sistema manufatureiro americano, como querem vários autores que atribuem ao 'progresso técnico' o papel desencarnado de Deus *ex-machina*. (...) É na internacionalização do capital americano, como resultante do seu potencial de acumulação e da sua tendência à unificação de mercados, que deve ser buscada a tendência moderna à transnacionalização" (Tavares, 1985: xxi).

4.7. A liberalização financeira e a expansão dessa forma de gestão empresarial

A forma de gestão da riqueza americana - produtiva e financeira - a partir da lógica predominante no seu sistema financeiro (*market-based*) caracteriza o que Aglietta (1995: 44) denominou de "capitalismo concorrencial". "Mesmo se é mais significativo nos Estados Unidos, o financiamento direto através dos mercados de títulos continua minoritário. Pois, uma economia em que as finanças diretas são predominantes constitui uma economia em que o autofinanciamento é elevado. Porém, a despeito de serem marginais no financiamento das empresas, os mercados financeiros desempenham um papel importante na alocação da poupança (financeira). Eles determinam o custo do capital de um lado e o valor das empresas de outro. Formam uma instância anônima que orienta o uso do autofinanciamento das empresas e a realocação dos haveres financeiros das famílias. Ao submeter os executivos das empresas à ameaça de transferência do controle acionário, os mercados representam uma instância mediadora do uso dos recursos à disposição dos executivos. A eficácia dessa disciplina de mercado é reforçada pelo interesse dos executivos no valor de mercado das empresas. As Agências de Classificação de Risco (*rating*), que forjam critérios padronizados de avaliação das empresas, contribuem para o funcionamento dos mercados, fornecendo informações para construir as avaliações coletivas sobre a rentabilidade. Os bancos de investimentos especializados em fusões e aquisições estimulam um mercado de controle corporativo. Todos esses elementos estão relacionados, de uma forma ou de outra, à formação dos preços dos ativos nos mercados financeiros. A qualidade dessa regulação sobre a acumulação do capital produtivo fica circunscrita à capacidade de esses preços revelarem os determinantes fundamentais da rentabilidade. Demonstrou-se que essa capacidade é mais que duvidosa".

A desregulamentação e a liberalização dos mercados monetários e de capitais possibilitaram a proliferação dos títulos de créditos negociáveis, dos instrumentos de elevado risco, como os *junk bonds*, dos híbridos entre créditos e ações (ações e títulos conversíveis), dos créditos colaterizados em ativos (*asset-based securities*), das notas e *commercial papers* lançados no mercado de euromoedas, e muitos outros. Houve, então, uma ampliação das possibilidades de financiamento externo e uma redução do custo da intermediação financeira graças ao acirramento da concorrência e à maior liquidez dos instrumentos. O financiamento tornou-se mais flexível, ao mesmo tempo que a institucionalização da poupança gerou um maior distanciamento nas relações entre os acionistas e os executivos das empresas. Esperamos ter demonstrado que os Estados Unidos levaram ao extremo essa evolução com a explosão das transações com índices de bolsas e a mania das aquisições de empresas para revenda, através do seu desmembramento, destruindo as sinergias e leiloando pedaços das empresas. Essa onda de aquisições suscitou reações opostas de recompra das empresas pelos seus dirigentes ou não, substituindo as ações por dívidas (*leveraged buyouts*). Paradoxalmente, a febril atividade bursátil se voltou contra os acionistas, favorecendo uma tentativa de autocontrole dos executivos.

Nesse sentido, a capacidade de os mercados de capitais liberalizados orientarem a alocação do capital produtivo precisa ser relativizada. Para fazê-lo convenientemente, deveriam permitir aos acionistas exercer o controle sobre os dirigentes das empresas. Isso significa que os acionistas deveriam ser informados sobre o valor preciso das empresas e as cotações das ações deveriam refletir os valores fundamentais, isto é, a capacidade futura das empresas de gerar lucros. Porém, os mercados bursáticos possibilitam a todo momento a faculdade dos acionistas negociarem seus títulos (de propriedade ou de dívida) nos mercados secundários líquidos, por conseguinte, a maioria dos acionistas não está vinculada às empresas. Eles não possuem a motivação, nem os meios para realizar avaliações próprias da rentabilidade interna dos investimentos escolhidos pelos executivos. Eles se voltam fundamentalmente para as bolsas. Portanto, estão sujeitos às opiniões coletivas da comunidade financeira, que influencia o conjunto das cotações em bolsa, mesmo se não tiverem nenhuma relação com a empresa considerada. Diante da instabilidade das antecipações, o mercado bursático não fornece uma avaliação dos valores fundamentais das empresas no sentido de proporcionar um mediador eficaz do investimento futuro e do controle das empresas.

Corroborando essa análise, vejamos o comportamento de Wall Street, durante março e abril de 1997: "o Índice Dow Jones tem sido propenso a mudanças e oscilações. No dia 11 de março,

registrou sua maior alta em todos os tempos, atingiu 7.085,16, sinalizando um crescimento de 50% no ano. Até 11 de abril havia despencado até 6.391,69, depois de uma queda diária particularmente calamitosa de 48,36 pontos. Ficando abaixo de seu nível do início de janeiro. Finalmente, parecia que o grande mercado altista da década de 90 estava acabando. Todavia, desde aquele ponto mais baixo, há apenas três semanas, o Dow Jones ganhou 9,8%, alcançando o pico de 7.008,99, e pairando sobre o nível dos 7.000 desde então. Tudo isso foi conseguido com uma volatilidade excepcional, com o mercado oscilando em 100 pontos oito vezes num dia" (*Financial Times*, 2.5.1997). Esses movimentos ciclotímicos tornaram-se rotineiros.

Adicionalmente, o desenvolvimento dos mercados financeiros ocasionou uma deterioração das possibilidades de determinados tipos de investimentos e de empresas. Esse é o resultado da obsessão pela liquidez, originada pela própria lógica de formação de preços nos mercados de ativos. Constitui também a conseqüência da capacidade de diversificar mais facilmente os riscos de mercado graças à abundância dos novos produtos financeiro. Todas as facilidades oferecidas aos poupadores tornaram-os ainda mais reticentes do que antes para assumirem os riscos industriais, que implicam compromissos financeiros de longa duração em investimentos irreversíveis e de lucratividade incerta. Ou seja, as inovações financeiras tornaram os gestores dos fundos de investimentos mais reticentes para financiar as inovações produtivas, dada a importância da liquidez para os poupadores. As inovações produtivas acarretam riscos que esses mercados financeiros podem não atribuir aos agentes mais capacitados para suportá-los. É o caso, sobretudo, das inovações efetuadas por pequenas empresas cujos títulos não podem ser cotados nesses mercados financeiros globais e líquidos. Porém, a inovação técnica é a força motriz do crescimento econômico. Como os investimentos mais essenciais ao crescimento - o desenvolvimento de P&D, treinamento de mão-de-obra, etc. - não podem produzir formas líquidas de capital, que pudessem ser negociados nos mercados de capitais pelos eventuais credores, o crescimento de longo prazo pode ficar comprometido (Aglietta, 1995: 33-34)[192].

Assim, a liberalização financeira aumentou o poder de coerção dos mercados financeiros sobre as decisões de investimento de longo prazo. Vale dizer, quando o financiamento externo é fornecido pelos mercados de capitais liberalizados, os investidores não possuem outro meio de avaliar a qualidade das empresas, a não ser observar a rentabilidade realizada e esperada.

[192] De acordo com os dados da OECD sobre ciência e tecnologia copilados por Aglietta (1996: 18), a taxa de crescimento anual médio das despesas com P&D das empresas americanas caiu de 8,6% no período 1981-1985 para 1,3% no período 1985-1989 e para -0,8% no período 1989-1992.

Certas empresas apresentam um rendimento médio positivo e outras, um rendimento nulo. Porém, entre estas, pode haver firmas não-rentáveis e outras que realizaram investimentos de longo prazo de maturação. A ausência de uma fonte interna de informação sobre as corporações impede o mercado de distinguir entre essas duas categorias. Eles, então, recusam-se a financiar os investimentos de longo prazo. O investimento fica circunscrito à capacidade de autofinanciamento das empresas e de valorização imediata. Apesar da elevada taxa de autofinanciamento das empresas, a economia pode reduzir sua taxa de crescimento devido à incapacidade de os mercados financeiros aceitarem a incerteza (Aglietta, 1995: 42). Os mercados financeiros determinam o comportamentos "curtotermista" do poupadores e desestimula o financiamento do investimento produtivo. Os fluxos de capitais aos investimentos que exigem grandes desembolsos, ficam condicionados pela margem de autofinanciamento das empresas.

O horizonte temporal de valorização do capital industrial, designado pela expressão "curtotermismo", salienta os efeitos nocivos sobre o investimento produtivo, tanto tangível como intangível (P&D, treinamento de mão-de-obra, etc.), à medida que os requisitos de valorização impostos pelos investidores institucionais, que entraram maciçamente na propriedade do capital produtivo. "Ora, o resultado da mundialização financeira, com o predomínio da 'gestão' dos fundos de investimento na esfera produtiva foi permitir ao modelo americano ganhar terreno à custa do 'modelo alemão', de forma que os horizontes de valorização muito curtos, ditados pelos imperativos financeiros dos movimentos das ações em bolsas e das ameaças de ofertas de aquisição hostil, tendem a determinar o investimento típico do *regime de acumulação financeira mundial*. As características do investimento produtivo, sob o ângulo de seu ritmo, de seu montante e de sua orientação setorial (com exceção dos semicondutores, da informática, das telecomunicações, do transporte aéreo, das industrias de mídia e de lazer de massa para uma classe média de aposentados, etc.) levam a formular a hipótese de que, pela primeira vez na história do capitalismo, no centro do sistema, a acumulação do capital industrial não está mais voltada para a reprodução ampliada" (Chesnais, 1996b: 264, grifo nosso).

Assim, os investidores institucionais impuseram seus critérios de gestão às corporações, cujos capital e dívida controlam, consagrando a supremacia da lógica financeira de valorização. Vale dizer, a empresa deve ser gerenciada segundo critérios puramente financeiros, pois devem satisfazer os objetivos de rentabilidade financeira de curto prazo dos organismos de gestão coletiva de poupança. Dentro desse sistema, que se desenvolveu a partir dos EUA, mas se

expande globalmente, consolidou-se o poder dos administradores dos diversos fundos de investimento, considerados os representantes dos acionistas[193]. Dessa forma, o *corporate governance* consolidou-se como a codificação de uma prática de gestão, em que o capital-dinheiro concentrado logrou subordinar frações cada vez maiores do aparelho produtivo (indústrias ou serviços) para seu próprio proveito, tanto em escala nacional quanto internacional (Farnetti, 1996: 208).

Conseqüentemente, a forma de gestão das grandes empresas tende a se homogeneizar[194]. Nas palavras de Braga (1997: 24): "é a concorrência financeira que reforça uma tendência à generalização e homogeneização nas formas de organização, operação e comportamento estratégico das corporações e empresas financeiras, em quase todos os países, ainda quando seus sistemas nacionais resistam a essa convergência. Ocorre, contudo, uma pressão por parte dos 'negócios' a favor desta mesma convergência". Esse processo tendencial de homogeneização fica explícito na análise da OECD (1996a: 161): "não é de se admirar que grandes corporações na Europa e no Japão estejam começando a mostrar sinais dessa prática e prestar mais atenção ao *shareholder value* nas suas decisões"[195].

---

[193] Uma pesquisa da *Business Week* indica essa "americanização" das empresas européias. De acordo com essa matéria, a onda de investimentos americanos na Europa, principal pólo de atração, se basearia em um novo conjunto de premissas. "Como a competição global aumentou, o clima comercial europeu ficou mais parecido ao dos Estados Unidos - desregulamentado e competitivo em preços e atendimento ao cliente. Isso favorece as empresas americanas fortes em áreas como serviços financeiros, varejo e tecnologia. (...) os americanos estão transformando-se em agentes de mudança na Europa. Com sua reengenharia industrial e uso eficiente do capital, as corporações americanas estão levando as empresas e os governos europeus a avaliarem com atenção suas regras trabalhistas rígidas e outros obstáculos ao crescimento. Em uma grande mudança em relação a 30 anos atrás, muitas empresas européias estão adotando o modelo americano de empresa como sendo talvez o único caminho remanescente para obtenção de lucros e criação de empregos" (Javetski, 1996).

[194] De acordo com a revista (*The Economist*, republicado na *Gazeta Mercantil*, 18.08.1997, p. A-12, "Empresas pedem a políticos espaço para agir. Em meio à globalização, companhias se queixam do excesso de normas; reforma estrutural e moeda única podem mudar panorama"): "os executivos com mestrado em administração de empresas da Europa têm hoje melhor formação e estão mais abertos para o exterior do que nunca. O continente tem uma rede de consultores e banqueiros de investimentos que praticamente inexistia mesmo há uma década. E as empresas, finalmente, são analisadas por investidores profissionais prontos para *disciplinar* companhias caprichosas".

[195] Um exemplo recente pode ser identificado no lançamento do mercado eletrônico de balcão para ações de empresas de segunda linha da Alemanha, chamado de Novo Mercado. Esse mercado oferece assessoria e publicidade às empresas em ofertas públicas de ações e a garantia de liquidez no início das negociações. Em contrapartida, as empresas devem atender normas rigorosas de entrada sobre as condições de emissão e transparência para reduzir os riscos, inclusive a publicação trimestral de resultados, e o uso de padrões internacionais de contabilidade (Agência *Reuters*, republicado na *Gazeta Mercantil*, 11.3.1997). No mesmo sentido a oferta agressiva de tomada de controle acionário feita pelo empresário François Pinault ao conglomerado francês Worms, utilizando empréstimos de quatro bancos (Crédit Lyonnais, J.P. Morgan, ING Barings e Crédit Agricole) foi saudada pela revista *Business Week* (republicado na Gazeta Mercantil, 17.10.1997, p. C-6) como a "chegada do capitalismo anglo-saxão à França", marcando uma mudança na

Em suma, a lógica da valorização patrimonial vai-se apoderando de todas as esferas da economia, impondo seus critérios como os únicos aceitáveis em qualquer decisão relativa à posse da riqueza. Não se trata apenas que o cálculo do valor presente do investimento produtivo seja afetado pelo estado de "preferência pela liquidez" nos mercados financeiros, mas sim que a acumulação produtiva vai sendo crescentemente "financeirizada" (Braga, 1993). E o investimento produtivo pode ser afetado de diversas formas: a) quanto mais longo for o período de maturação dos novos projetos, menores são as possibilidades de financiamento externo; b) preferência pelas operações de aquisição, fusão e incorporação de empresas produtivas já existentes do que pela geração de nova capacidade produtiva; c) os excedentes financeiros das grandes empresas sistematicamente superiores aos gastos de investimento produtivo (Belluzzo, 1997c). Isso significa que as empresas são aplicadoras líquidas nos mercados financeiros e de capitais, dedicando uma importante parcela desses recursos na reaquisição de suas próprias ações.

---

forma como as empresas francesas são compradas e vendidas: "essa oferta mostra a forte propagação do estilo de investimento bancário dos Estados Unidos na Europa".

5. A Reestruturação Institucional do Sistema Financeiro Americano: a Mágica do Mercado

A atuação da autoridade monetária enquanto emprestador de última instância mescla atribuições de gestor do nível de liquidez e agente regulador e supervisor do sistema financeiro. Ao mesmo tempo em que assegura assistência financeira às instituições com problemas de liquidez, a autoridade monetária é parte integrante do arcabouço de regulamentações, enquanto mecanismo de proteção contra a ocorrência de crises. No entanto, dentro da gestão da liquidez, a função de emprestador muitas vezes mostra-se incompatível com a de controlador das reservas bancárias.

A principal preocupação da autoridade que assume o papel de emprestador de última instância é assegurar o valor da estrutura de ativos e refinanciar o portfólio das instituições com problemas, procurando garantir que os termos dos contratos assumidos sejam honrados. A autoridade monetária atua no sentido de evitar a necessidade de essas instituições tomarem recursos emprestados a taxas punitivas e, principalmente, de liquidar ativos. Esse processo desencadearia uma queda nos preços e poderia gerar uma situação de insolvência. Esta, por sua vez, poderia se transformar em processo cumulativo, resultando em crise[196].

Na economia americana, o papel de emprestador de última instância é exercido pela atuação conjunta entre o Federal Reserve, o FDIC e as grandes instituições bancárias. Ao Federal Reserve cabe a função de auxiliar os bancos com problemas de liquidez, atuando em duas frentes. Por um lado, utilizando-se de uma série de mecanismos que garantam acesso das instituições bancárias a operações de crédito para ajustamento. Por outro lado, procurando estabilizar o valor dos ativos dessas instituições, seja comprando-os como colaterais, seja substituindo-os por *securities* do governo, que apresentam menor risco. Ao FDIC cabe a função de lidar com instituições bancárias com problemas de insolvência, garantindo assistência de liquidez com o intuito de torná-las saudáveis ou promovendo a liquidação de seus ativos.

Às grandes instituições bancárias cabe o papel de assegurar assistência financeira às instituições não-bancárias e não-financeiras, mesmo que excepcionalmente o Federal Reserve o faça. Na crise de 1987 pôde-se observar a atuação conjunta dos bancos, visando a proteção no sistema como um todo. Outro exemplo da assistência de instituições bancárias às não-bancárias constitui o esquema de linhas de créditos fornecidas pelos bancos comerciais aos emitentes de

---

[196] Cf. Minsky (1993: 24): "como emprestadores de última instância, os bancos centrais intervêm sobretudo para impedir a queda livre de preços dos ativos, que pode ocorrer quando instituições financeiras são forçadas a realizar posições através da venda substancial de seus ativos".

commercial papers. Atentando para a questão de uma forma mais ampla, é possível afirmar que a atividade de emprestador em última instância é substanciada pela existência de acordos de refinanciamento.

A atuação da autoridade monetária enquanto emprestador de última instância se torna cada vez mais relevante, sobrepondo-se inclusive ao papel de controle da liquidez, devido à importância da estabilização dos mercados. As operações de resgate de instituições com problemas de liquidez ganham novos contornos com a integração e a globalização dos mercados financeiros. Mesmo na ausência de instrumentos legais de supervisão sobre largas parcelas dos mercados, a autoridade monetária acaba por exercer a função de emprestador de última instância para o mercado como um todo, podendo atuar inclusive além das fronteiras de seu país de origem. Senão vejamos.

As tentativas de reestruturação do arcabouço institucional montado nos anos 30 enfatizaram o relaxamento do princípio que estabelecia restrições ao processo de concorrência. O resultado foi um desmantelamento parcial das barreiras à concorrência e um aumento da proteção governamental. A resposta dos órgãos legisladores e regulamentadores, especialmente no caso das associações de poupança e empréstimos (S&Ls), foi remover as barreiras institucionais à concorrência, que depois se revelaram uma das fontes da instabilidade. No esforço de eliminar o problema da desintermediação financeira, o Congresso aprovou em 1980 o Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act - DIDMCA - a mais significativa alteração do arcabouço institucional do sistema financeiro americano desde a reforma monetária de 1933. Essa legislação regulamentou: a) a introdução gradual de exigências de reservas para todas as instituições depositárias federais - associações de poupança e empréstimos, bancos de poupança mútua e cooperativas de crédito. Os bancos comerciais já estavam sujeitos às exigências de reservas; b) a remoção gradual do teto sobre as taxas de juros imposto às instituições depositárias; c) a permissão para que todas as instituições depositárias tivessem acesso aos empréstimos de liquidez junto ao Federal Reserve; d) a regularização das contas correntes remuneradas (*NOW-Accounts*, *ATS-Accounts*) nas instituições depositárias; e) a autorização para as associações de poupança e empréstimos se engajarem em operações com cartão de crédito, exercerem poder de fideicomisso, realizarem empréstimos ao consumidor, empréstimos comerciais (a pessoas físicas e imobiliárias), contas remuneradas e fundos do mercado monetário, bem como expandirem seus empréstimos para a aquisição, desenvolvimento e construção de imóveis. Foram ainda autorizadas a realizar fusões, até mesmo fora de seus estados; f) a autorização para os bancos de poupança mútua fazerem

empréstimos comerciais e corporativos e aceitarem depósitos em conta corrente ligados a esses empréstimos. Os bancos de poupança mútua também foram autorizados a realizar empréstimos ao consumidor e oferecer serviços fiduciários. Assim, os bancos de poupança mútua dispuseram de maior flexibilidade nas suas aplicações, uma vez que suas operações eram concentradas em hipotecas (Guttmann, 1994)[197].

Pelo exposto, podemos apreender que a lei possuía dois objetivos principais. De um lado, remover constrangimentos regulatórios prejudiciais ou ineficazes às instituições depositárias. De outro lado, fortalecer a influência do Federal Reserve no processo de criação monetária por essas instituições. Essa aparente contradição entre desregulamentação e aumento do papel do banco central decorria das condições de erosão institucional prevalecentes à época, levando o Congresso a atuar nas duas direções simultaneamente.

As principais medidas de desregulamentação foram a legalização das quase-moedas (*near money deposits*), que também passaram a ser ofertadas pelas instituições de poupança (S&L, banco de poupança mutual e cooperativas de crédito), conseqüentemente estendendo o poder de criação monetária a essas instituições; a diversificação das aplicações das instituições de poupança e a eliminação gradual dos tetos sobre as taxas de juros.

As decisões para o fortalecimento do controle do banco central sobre o processo de criação monetária pelos bancos privados se circunscreveram a três medidas. Em primeiro lugar estabeleceram-se padrões de reserva para todas as instituições de depósitos, por conseguinte, estendendo o controle do Federal Reserve de 5.500 bancos-membros para mais de 40.000 instituições depositárias (inclusive 9.000 bancos não-membros, 5.500 associações de poupança e empréstimos e bancos de poupança mutual e 20.500 cooperativas de crédito). Os níveis de reserva foram: 3% sobre os primeiros US$ 25 milhões de depósitos à vista (incluindo as *NOW-Accounts* e *ATS-Accounts*); 12% sobre os depósitos à vista superiores a esta quantia; e 3% sobre os depósitos a prazo, com maturidade inferiores a 4 anos. Em segundo lugar, ganharam acesso aos mecanismos de redesconto e aos sistemas de pagamento do Federal Reserve todas

---

[197] Esse processo de desregulamentação também ocorreu em outros mercados. O International Banking Facilities (IBF) de 1981 autorizou a criação de um mercado *off-shore* dentro dos EUA, com impacto imediato sobre as operações em dólar com não-residentes. Com essa legislação, o Federal Reserve passou a permitir que os bancos americanos separassem a contabilização das operações externas ou com não-residentes nos EUA. Ademais, o Federal Reserve flexibilizou as exigências para as transações - ativas e passivas - com não-residentes efetuadas no mercado americano. Desde 1982, a Securities and Exchange Commission (SEC) vem introduzindo alterações a fim de reduzir os procedimentos burocráticos estabelecidos no Securities Exchange Act de 1934. A Rule 144 A de 1990 representa uma dessas simplificações (Carey *et alii*, 1993).

essas instituições sujeitas a depósitos compulsórios. Em terceiro lugar, ampliou-se o seguro de depósito de US$ 40 mil para US$ 100 mil por depósito. Essas medidas expandiram o controle do Federal Reserve em duas áreas: a) várias quase-moedas tornaram-se sujeitas a depósitos compulsórios; b) e todos os bancos comerciais, S&L, bancos de poupança mútua, cooperativas de crédito foram abarcados sob esse controle. Como todas as instituições de depósitos poderiam emitir moedas (ou quase-moedas), elas deveriam aceitar o controle do banco central sobre o processo de criação monetária.

A eliminação por etapas (até 1985) de todos os tetos sobre as taxas de juros relacionadas às instituições de depósitos, no contexto de elevadas taxas no início dos anos 80, foi desastrosa para as instituições de poupança, sobretudo para as S&Ls. Estas haviam-se especializado em empréstimos hipotecários residenciais de longo prazo (geralmente 30 anos). Devido à longa maturação de seus títulos, sua carteira de ativos apresentava contratos realizados quando a taxa de juros era relativamente muito baixa. Com a eliminação do teto sobre as taxas de juros, as S&Ls pagavam mais juros pelos depósitos do que recebiam pelas hipotecas, dado que antes da década de 80 não eram autorizadas a ofertar títulos com taxas de juros flutuantes. Adicionalmente, a carteira de ativos dessas instituições de poupança, sobrecarregadas com empréstimos a baixas taxas de juros, sofreram grandes perdas nos seus valores de mercado. No início dos anos 80, muitas S&Ls operavam com perdas e eram tecnicamente insolventes (ver tabela 5.1).

Tabela 5.1 - Demonstrativos de Resultados das Associações de Poupança e Empréstimos

US$ bilhões

	1981	1982	1984	1985	1987	1988
A.Rendimento Líquido Proveniente de Juros	-1.6	-3.1	7.7	13.7	19.1	17.8
B.Outros Rendimentos	4.9	8.2	12.6	16.6	13.8	11.3
C.Renda Bruta (A+B)	3.2	5.5	20.3	30.3	32.9	29.1
D.Despesas Operacionais	9.1	10.5	16.4	20.3	26.2	26.0
E.Renda Líquida (C-D)	-5.9	-5.0	3.9	10.0	6.7	3.0
F.Provisões	0.3	0.8	2.0	4.0	11.8	14.6
G.Lucros Antes dos Impostos	-6.2	-5.9	1.9	6.0	-5.1	-11.6

Fonte: OECD (1992) *Banks Under Stress*. Paris.

Assim, a estrutura institucional, que havia sido funcional nas condições econômicas do pós-guerra, começou a causar problemas quando estas mesmas se alteraram. A tentativa de eliminar o problema, removendo as restrições à concorrência em depósitos, somente serviu para expor as S&Ls a outro desafio: perdas decorrentes do descasamento de prazos e taxas (ativos de longo prazo com taxas fixas e baixas, financiados com passivos de curto prazo com taxas crescentes). A instabilidade nas instituições de poupança decorria não apenas do teto

sobre taxas de juros, mas também do papel a elas destinado pela segmentação do sistema financeiro, qual seja, de especialização em hipotecas residenciais de longo prazo de maturidade.

Essas barreiras à concorrência foram sendo removidas paulatinamente. O Garn St.-Germain Act de 1982 ampliou as possibilidades de operações de crédito para as S&Ls. Alguns estados permitiram uma liberdade quase ilimitada nas escolhas dessas instituições de poupança. Esperava-se que a diversificação dos portfólios reduzisse a vulnerabilidade em um contexto de elevadas taxas de juros. Porém, a tentativa de reduzir as barreiras competitivas criou novas dificuldades, pois as S&Ls financiaram projetos com inadequado fluxo de caixa, principalmente em operações especulativas relacionadas a investimentos imobiliários para fins comerciais (*commercial real estate*), entraram no mercado de bônus de elevado risco (*junk bonds*), etc. Ademais, com a ideologia de livre mercado dominante na época, as agências governamentais reduziram a supervisão e a regulamentação desses novos investimentos. A fim de permanecer líquidas, as instituições com problemas tentavam atrair depósitos oferecendo elevadas taxas de juros. Essa prática ampliou os custos dos depósitos enfraquecendo ainda mais essas instituições. Muitas S&Ls sofreram perdas, sobretudo em investimentos imobiliários para fins comerciais. Assim, a desregulamentação dos ativos das S&Ls acrescentou ao problema de risco de juros um outro, o de qualidade do crédito e tomada excessiva de risco.

A resposta dos bancos comerciais, especialmente dos grandes bancos, à erosão das restrições competitivas envolveram três estratégias. Primeiro, procuraram novas formas de expandir as operações de crédito, diante da redução das margens entre o custo de captação e de empréstimo. Assim, começaram a financiar a indústria petrolífera, o setor agrícola doméstico, os investimentos imobiliários para fins comerciais, etc. Esses novos investimentos bancários resultaram em graves problemas, inclusive com falências bancárias. Em 1982, faliu o Penn Square Bank, ligado ao setor petrolífero; em 1984, o Continental Illinois; em 1991, o Bank of New England, com problemas em investimentos imobiliários comerciais.

Segundo, os bancos comerciais começaram a desenvolver novas atividades: a) operações que minimizassem o comprometimento de seus recursos, contornando as maiores exigências de capitalização e reservas de contingências feitas pelo Federal Reserve. Nesse sentido, expandiram-se as operações de prevenção contra riscos de preços (*swaps*, futuro e opções), que não aparecem nos balanços (*off-balance sheet*) e, portanto, são mais difíceis de serem captadas pelos órgãos de supervisão e regulamentação. Porém, algumas atividades, tais como

especulação com moeda estrangeira e *swaps* de juros, aumentavam os riscos bancários[198]. De acordo com os dados do Call Report (tabela 2.15) a soma dessas operações fora de balanço já superavam os ativos totais dos bancos, desde 1987; b) prestação de serviços de intermediação de negócios, gestão de processos de fusões e aquisições e outros tipos de operações altamente alavancadas (*Highly Leveraged Transactions*), venda de informações através de acesso a bancos de dados e serviços de engenharia financeira, gerando outras receitas em proporção considerável do total.

Terceiro, os bancos comerciais tentaram expandir suas operações para atividades proibidas pelo Glass-Steagall Act. Muitas instituições instalaram áreas de *underwritting* e negociação de ativos (títulos e ações) em subsidiárias legalmente distintas, conseguindo dessa forma contornar parcialmente as restrições legais que separam os bancos comerciais dos bancos de investimentos. Os bancos comerciais securitizaram uma parcela de seus empréstimos, oferecendo-os em pacotes negociáveis no mercado, e estabeleceram também suas operações de administração de fundos[199]. De acordo com Kaufman & Mote (1994), o número de fundos mútuos administrados por bancos em relação ao total saltou de 7,0% em 1983 para 24,2% em 1994. Porém, a entrada dos banqueiros americanos no setor de seguro encontrou inflexível resistência por parte das companhias de seguros[200].

---

[198] Embora não sejam explicitadas nos demonstrativos contábeis das instituições, as transações com derivativos envolvem riscos. A participação em operações securitizadas que implicam garantias bancárias também pode comprometer os balanços. Numa emissão de títulos de uma empresa (*commercial papers*, por exemplo), a instituição bancária pode colocar os papéis no mercado, atuando apenas como *broker*. Em princípio, não haveria comprometimento de recursos do banco. Porém, como este estende certas garantias à empresa, pode envolver compromissos não-explicitados.

[199] Cf. Guttmann (1994: 279), em 1982, o Comptroller of Currency permitiu ao Citibank operar fundos de investimento para seus clientes, de acordo com o Individual Retirement Account (IRA), abrindo caminho para os bancos oferecerem fundos mútuos. Em 1989, o Federal Reserve permitiu aos bancos subscreverem bônus, *commercial papers*, *mortgage-backed securities* e bônus municipais através de uma subsidiária. As receitas com tais operações foram limitadas a 10%, sendo que o restante deveria estar associado a títulos de menor risco (*T-Bills*, por exemplo). Em 1990, o Federal Reserve utilizou a mesma prerrogativa para permitir ao Morgan subscrever ações (ver Anexo 1).

[200] A tendência nos EUA é que os bancos comerciais acabem obtendo autorização para atuar plenamente na subscrição de títulos privados e ações, a partir de subsidiárias. Contudo, a fim de reduzir os riscos, deverá ser consagrado o princípio da separação dos ativos: os credores da subsidiária não teriam direitos sobre os ativos dos acionistas dos bancos (Gilbert, 1993: 6). Nesse sentido, em junho de 1995, foi aprovado na Comissão Bancária da Câmara um projeto de lei que permite a criação de uma empresa única de serviços financeiros (*financial supermarkets*), ou seja, que forneça serviços de banco comercial, de investimento e de seguros. Porém, o projeto contém uma cláusula, defendida pelo setor de seguros, que congelaria o poder de os bancos nacionais venderem novos produtos de seguros. Atualmente, os bancos podem vender anuidades e selecionar outros produtos de seguros de forma limitada. Assim, essas transformações continuam encontrando fortes resistências nos pequenos bancos e nas companhias de seguro, que temem sua própria inviabilidade com o expansão dos bancos nacionais.

O aumento da fragilidade financeira decorrente desse processo de desregulamentação resultou numa ampliação do sistema de proteção governamental. O governo federal expandiu suas funções para garantir a estabilidade do sistema financeiro, seja atuando como *lender of last resort*, seja ampliando o seguro de depósito, seja ainda reestruturando instituições em caso de falência (Wolfson, 1990 e 1993).

A amplificação das crises e das falências de instituições financeiras começaram a ameaçar a estabilidade do sistema (D'Arista & Schlesinger, 1993). Como mostra a tabela 5.2, no final dos anos 80, mais de 200 bancos faliram anualmente, destacando ainda que houve um aumento significativo do tamanho das instituições. Antes de 1988, apenas 5 bancos com ativos acima de US$ 1 bilhão tinham falido, mas nos cinco anos seguintes, 27 bancos desse tamanho faliram. O custo estimado para o "fundo de seguro de depósitos" de 1.455 falências, entre 1981 e 1994, foi de US$ 51,7 bilhões em dólar de 1994.

Assim, o Federal Reserve foi forçado a intervir como emprestador de última instância para garantir a estabilidade do sistema financeiro como um todo. No caso do Franklin National Bank (1974), que estava envolvido em atividades no euromercado e no mercado de moedas estrangeiras, o Federal Reserve de New York adquiriu o passivo externo. No Continental Illinois National Bank (1984) foi garantido todo seu passivo, independente do volume dos depósitos. A proteção fornecida pelo seguro de depósito se expandiu em duas direções. Primeiro, o limite de cobertura foi ampliado de US$ 2,5 mil em 1933 para US$ 100 mil em 1980[201]. Segundo, os depósitos passíveis de serem assegurados se estenderam, cobrindo aplicações externas (depósitos no eurodólar do Franklin National Bank) e não apenas depósitos até US$ 100 mil, mas todo o passivo do Continental Illinois.

[201] A seqüência de alterações no limite de cobertura do seguro de depósito é: em 1933, US$ 2.500 por conta; em 1935, US$ 5.000; em 1950, US$ 10.000; em 1966, US$ 15.000; em 1969, US$ 20.000; em 1974, US$ 40.000; e, finalmente, em 1980, o seguro de depósito foi limitado a US$ 100 mil por cliente e se aplica ao total dos depósitos à vista (*demand deposit account*), conta remunerada (*money market accounts*) e depósitos a prazo (*time deposit*). Os depósitos nos fundos de investimento não são cobertos pelo seguro de depósitos, pois têm personalidade jurídica própria, pertencem aos próprios cotistas, na forma de um condomínio.

Tabela 5.2 - Falências de Bancos Comerciais Americanos (1979-1994)

	Número Total	Número por Tamanho (a)				Ativos Totais (b)	Custo Estimado (c)
		<100milhões	100milhões - 1 bilhão	1 bilhão - 10bilhões	10 bilhões - 100 bilhões		
1979	10	9	1	-	-	0.26	-
1980	10	9	1	-	-	0.42	-
1981	7	7	-	-	-	0.17	0.09
1982	34	30	4	-	-	2.74	0.98
1983	46	35	9	2	-	6.36	3.78
1984	78	67	11	-	-	3.82	2.55
1985	118	108	10	-	-	4.06	2.21
1986	143	117	24	2	-	10.82	3.75
1987	200	173	26	1	-	9.75	3.59
1988	217	159	49	7	2	78.68	8.77
1989	205	150	48	7	-	31.48	6.76
1990	159	128	29	2	-	11.57	4.78
1991	104	70	28	3	3	45.84	8.75
1992	96	56	37	3	-	16.24	4.13
1993	37	25	12	-	-	2.69	1.40
1994	11	5	6	-	-	0.82	0.15

Notas: (a) O tamanho do banco é determinado pelo total de ativos dois anos antes da falência. Não houve nenhuma falência em bancos com ativos superiores a US$ 100 bilhões;
(b) Total de ativos em US$ bilhões no momento da falência, porém em 12 casos foi incorporada a perda de valor dos ativos de dois anos antes da falência;
(c) Custo estimado em US$ bilhões para o Bank Insurance Fund no momento da falência. Dados não disponíveis antes de 1981;

Fonte: Berger *et alli* (1995: 172-173, Tabela A9) a partir de dados do Federal Deposit Insurance Corporation e do Consolidated Report of Condition and Income for Bank.

No que se refere às S&Ls, "em 1985, o governo americano poderia cobrir as perdas das instituições de poupança com problemas, efetivando um depósito de US$ 20 bilhões no sistema de seguro e, assim, promovendo suas liquidações. Porém, permitiu que instituições insolventes continuassem em operação, apostando contra o sistema de seguro de depósito federal. Isso criou uma bomba de US$ 350 bilhões, que explodiu em 1989" (Guttmann, 1994: 248). O Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act (FIRREA) de 1989 dissolveu a falida Federal Savings and Loan Insurance Corporation (FSLIC), criou o Savings Association Insurance Fund para prover seguros de depósito sob a administração do Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), que foi recapitalizada, com um empréstimo do Tesouro de US$ 70 bilhões, e estabeleceu o Resolution Trust Corporation (RTC) para liquidar 600 S&Ls insolventes. Essa lei ainda permitiu que os bancos comprassem instituições de poupança solventes; introduziu uma elevação das exigências mínimas de capital para as instituições de poupança; proibiu que essas instituições entrassem em operações com *junk*

bonds; estabeleceu que 70% de seus empréstimos deveriam ser direcionados a investimentos imobiliários familiares; e ampliou as penalidades para empréstimos fraudulentos[202].

Diante das dificuldades apresentadas pelos bancos e pelas S&Ls, a sociedade americana começou a questionar a viabilidade do sistema de seguro de depósito: o tamanho do Bank Insurance Fund do FDIC não se relacionava com o risco que deveria cobrir; nem o prêmio pago pelos bancos segurados cobria os riscos que essas instituições impunham ao fundo. Não obstante, o prêmio do seguro de depósito aumentou de 12 centavos por US$ 100,00 para 19,5 centavos em 1990, para 23 centavos em 1991 e 28 centavos em 1993.

Em 1991, o Congresso aprovou o Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act - FDICIA. Como o próprio nome indica, reformou-se o sistema federal de seguro de depósito, implementando critério de risco (*risk-based deposit insurance*), e introduziu-se no essencial o esquema chamado SEIR - *Structured Early Intervention and Resolution* (Intervenção e Resolução Antecipadas Estruturadas) - arquitetado por Benston & Kaufman (1988). Esse esquema tenta simular o que aconteceria aos bancos na ausência do seguro de depósito, criando um tipo de código de falência. O SEIR força os bancos a manterem abundância de capital, prescrevendo uma série de medidas cujo rigor aumenta progressivamente e que os supervisores devem adotar cada vez que a proporção entre o capital e os ativos de um banco cair abaixo de certos níveis predeterminados. Através de um sistema informatizado e unificado de avaliação de risco dos bancos, o qual consolida as informações mais relevantes de desempenho financeiro, o Federal Reserve atribui notas à solvência das instituições financeiras através de estimativas estatísticas. A nota, que vai de 5 - insolvência total - a 1 - situação financeira excelente - é utilizada por todas as agências federais de fiscalização e não pode ser divulgada ao público (as instituições que divulgarem suas próprias notas ou de concorrentes sofrem severas punições). Dependendo da nota atribuída à instituição, há procedimentos automáticos de intervenção do banco central (ver quadros 5.1 e 5.2). Ou seja, os bancos não precisam estar insolventes para sofrer intervenção e/ou venda de controle forçada. Nos casos em que for detectado algum problema, mas a solvência da instituição ainda não está em risco, uma equipe do Federal Reserve é designada para supervisionar suas operações de dentro do banco.

---

[202] Em dezembro de 1995, o governo americano liquidou a Resolution Trust Corporation (RTC), criada para incorporar ou extinguir os ativos insolventes das associações de poupança e empréstimos.

Quadro 5.1 - Ações Obrigatórias de acordo com *Prompt Corrective Action* (FDICIA,1991)

Instituições Bem Capitalizadas e Adequadamente Capitalizadas
Proíbe pagamento de dividendos, outras distribuições de capital, ou honorários de administração que deixariam a instituição subcapitalizada.
Instituições Subcapitalizadas
Ficam sujeitas a maior monitoramento.
Devem submeter e implementar um plano de reestruturação do capital dentro de 45 dias.
Sofrem restrição quanto ao crescimento do total de ativos.
Necessitam da aprovação prévia dos órgãos supervisores para efetuar aquisições, abrir novas agências e linhas de negócios.
Instituições Significativamente Subcapitalizadas
Restringem-se as bonificações e os aumentos para altos funcionários.
Instituições Criticamente Subcapitalizadas
Devem ser colocadas em regime de prudência contábil ou concordata num prazo de 90 dias, a não ser que os órgãos apropriados concordem que outras ações atingiriam melhor os propósitos do *Prompt Corrective Action*.
Revisão contínua, atendimento das condições e averiguação das agências por parte dos supervisores após 90 dias, para evitar a concordata.
Após 60 dias, proibição do pagamento do principal e de juros de dívidas subordinadas, sem prévia autorização do FDIC.
Restrição das atividades abaixo listadas sem prévia autorização expressa do FDIC:
- participar de qualquer operação material, fora do curso normal dos negócios;
- emprestar para qualquer transação altamente alavancada;
- realizar qualquer alteração material nos métodos contábeis;
- engajar em qualquer transação com cobertura de risco (*covered transactions*);
- pagar excessivas remunerações ou bonificações;
- pagar juros sobre novos passivos ou prorrogá-los a taxas significativamente acima das de mercado.

Fonte: Federal Reserve, in: Berger *et alli* (1995: 186)

Na verdade, o SEIR foi incorporado à legislação como PCA - *Prompt Corrective Action* (Ação Corretiva Imediata) - e LCR - *Least Cost Resolution* (Resolução de Custo Mínimo). Noutras palavras, o Federal Deposit Insurance Corporation passou a ter recursos para intervir tão logo identifique problemas em instituições. O critério da ação é garantir o menor custo social e fiscal nas intervenções, o que implica o resgate de bancos de grande porte, cujo fechamento pode ameaçar o sistema como um todo. Ao mesmo tempo, pode haver a opção de fechar bancos pequenos e médios, se isto for menos custoso. Aparentemente, esse sistema possui três grandes vantagens sobre a situação anterior. A primeira é que as sanções tornam cada vez mais difíceis para os bancos jogarem com o dinheiro dos clientes à medida que sua prosperidade declina. A segunda é que, no momento em que os bancos são fechados, ainda devem ter recursos suficientes para pagar aos depositantes. Finalmente, pelo menos em princípio, de acordo com esse sistema nenhum banco poderá ser "grande demais para falir".

Quadro 5.2 - Ações Discricionárias de acordo com *Prompt Corrective Action* (FDICIA,1991)

Instituições Bem Capitalizadas e Adequadamente Capitalizadas
Nenhuma
Instituições Subcapitalizadas
Requer aumento de capital.
Restringe transações com empresas coligadas.
Restringe taxa de juros sobre depósitos.
Substitui altos funcionários e diretores.
Restringe atividades da instituição e da empresa controladora (holding company)
Requer alienação, normalmente de uma participação societária, ou venda de instituições.
Outras ações para melhor cumprir os propósitos da Prompt Corrective Action.
Instituições Significativamente Subcapitalizadas
Restringe o crescimento dos ativos ou requer a redução do total de ativos.
Restringe toda atividade que representa riscos excessivos.
Proíbe a aceitação de depósitos de instituições depositárias correspondentes.
A empresa controladora pode ser proibida de distribuir dividendos sem prévia autorização do Federal Reserve
Requer um processo de aquisição para a instituição ou que a empresa controladora aliene sua participação societária.
Requer alienação da participação societária ou liquidação de qualquer subsidiária ou coligada
Instituições Criticamente Subcapitalizadas
Restrições adicionais podem ser tomadas sobre a atividade da instituição.

Fonte: Federal Reserve, in: Berger *et alli* (1995: 187)

Em 1994, foi aprovado o Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act que eliminou as restrições geográficas às filiais interestaduais a partir de 1997[203] . Ou seja, facultou-se aos bancos a possibilidade de formar uma rede nacional de filiais em todos os estados (*coast-to-coast branch banking*), bem como aceitar depósitos interestaduais. Assim, os grandes bancos conseguiram remover *de jure* as barreiras competitivas impostas pela figura dos bancos estaduais, consolidando uma *nationwide banking era*. Na prática, no final de 1994, apenas 13 estados ainda restringiam filiais bancárias interestaduais, sendo que a maioria já havia adotado um modelo de filiais de âmbito nacional (com um virtual descumprimento do McFadden Act de 1927, que limitava o crescimento das filiais interestaduais).

Pelas estimativas de Berger *et alli* (1995: 71), em 1994 uma Multibank Holding Company já dispunha do *direito* de operar, de acordo com as regras estaduais, 69,4% dos ativos em termos nacionais (ver tabela 5.3). O setor financeiro já havia se movido na direção dos bancos nacionais, mesmo que a expansão das filiais interestaduais ainda não fosse permitida. Essas transformações foram consolidando os grandes bancos regionais, ou seja, em 1979 apenas 2,1% dos ativos bancários estaduais eram controlados por *holding* bancárias de outros

[203] Na verdade, as leis Depository Institutions Act - DIA - (1982), Competitive Equality Banking Act - CEBA - (1987) e Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcemnent Act - FIRREA - (1989) vinham gradativamente flexibilizando as restrições contra aquisições de controle acionário entre instituições (bancos comerciais e instituições de poupança) de diferentes estados.

estados; em 1989 essa fração pulou para 18,9%; em 1994, atingiu 27,9%. Porém, esses dados mostram que os bancos não exploravam significativamente as oportunidades já disponíveis[204]. De qualquer forma, o levantamento das restrições geográficas sobre a atividade bancária representou um papel importante na transformação (concentração) do setor, pois criou um ativo mercado de controle corporativo bancário (*market for corporate control in banking*), até então virtualmente inexistente. Segundo Berger *et alli* (1995) milhares de bancos ainda poderão desaparecer e a proporção de ativos controlados pelos grandes bancos provavelmente aumentará de forma substancial, a despeito de ainda permanecer um número elevado de bancos (ver tabela 2.15).

Tabela 5.3 - Proporção de Ativos Financeiros Domésticos Brutos a que Cada Estado Tinha Acesso

	1979	1989	1994
Ativos Nacionais Legalmente Acessíveis de um Estado (a)	6,5	29,0	69,4
Ativos Estaduais Controlados por *Multibank Holding Companies* de outros Estados	2,1	18,9	27,9

Nota: (a) Representa a relação entre os ativos financeiros domésticos brutos de um estado acrescidos dos ativos financeiros domésticos brutos de todos os estados aos quais uma *multibank holding company* no estado teria acesso legal dividido pelo ativo doméstico bruto total (nacional).
Fonte: Consolidated Report of Condition and Income for Banks, in Berger *et alli* (1997: 160-167, tabelas A6 e A7).

Em suma, o contexto econômico-financeiro em que se erigiram as características do sistema financeiro dos EUA (restrições competitivas e proteção governamental) desapareceu. Tetos sobre as taxas de juros dos depósitos e hipotecas com longo prazo de amortização (S&Ls) foram possíveis em um ambiente de taxas de juros baixas e estáveis. Associados ao reduzido endividamento privado e elevada liquidez, juros baixos e estáveis contribuíram para a expansão econômica. O crescimento sob os auspícios da regulamentação dos anos 30 transformou as condições que possibilitaram seu desempenho: o endividamento público e privado aumentou, as taxas de inflação subiram e as taxas de juros e de câmbio se tornaram voláteis (após a ruptura do padrão monetário instituído em Bretton Woods).

A tentativa de adequar-se ao novo contexto foi realizada através do desmantelamento das barreiras competitivas. A proteção geográfica e de produtos foi varrida. Contudo, essa desregulamentação apenas transferiu o *locus* da instabilidade sem diminuir sua magnitude. Por sua vez, a instabilidade clamou por mais proteção e intervenção governamental. As fusões,

[204] Até 1994, a Norwest Corporation era a Multibank Holding Company que mantinha ativos bancários em maior número de estados (14). Grande bancos, tais como NationsBank Corporation, Banc One Corporation, First Interstate Bancorp, BankAmerica Corporation, Keycorp e, First Union Corporation também detinham ativos bancários em pelo menos 10 estados (Berger *et alli*, 1997: 72).

aquisições[205] e falências ocasionaram um aumento constante na concentração no setor financeiro.

Do ponto de vista estritamente doméstico, foram aventadas várias propostas de reforma dessa estrutura institucional. Algumas baseadas no livre mercado defendem que as fontes de instabilidade do sistema financeiro decorrem das restrições à concorrência introduzidas pela legislação dos anos 30. Conseqüentemente, suas recomendações políticas enfatizam a eliminação dessas barreiras competitivas: a intensificação da concorrência restauraria a lucratividade e a estabilidade do sistema financeiro. Assim, Litan (1987) dividiu os bancos em dois tipos, na proposta conhecida como *narrow bank*, que foi apresentada como uma solução para o problema do "risco moral" [206]. Essa proposta limitaria o seguro de depósito a um número pequeno de bancos rigorosamente fiscalizados, que seriam obrigados a minimizar os riscos, com os não-segurados entregues à "disciplina do mercado". Os "bancos limitados", isto é, associados aos seguros de depósito, deveriam investir seus recursos em ativos seguros e altamente líquidos, como os títulos do Tesouro. Os outros (não-segurados) poderiam engajar-se em atividades comerciais e de investimentos, participar de empreendimentos imobiliários e de seguro, além de manter filiais em vários estados. Todavia, o passivo das filiais não se qualificaria para o seguro de depósito.

Em suma, a proposta defende a opção de seguro de depósito para os clientes com aversão ao risco, combinada com grande flexibilidade para os grandes bancos ao eliminar as barreiras competitivas ainda presentes na legislação, para restaurar a estabilidade do sistema. Porém, ela retira dos bancos segurados sua função básica, isto é, estender meios de pagamento através de operações de empréstimos.

Uma das propostas mais interessantes foi apresentada por D'Arista (1991), que procurou redefinir o sistema de seguro de depósitos com um programa de garantia financeira, que cobriria transações (sem juros) nas instituições de depósitos reguladas federalmente, até um certo limite. Isso restauraria a proposta original de proteger os depositantes individuais contra

---

[205] Os principais bancos americanos são atualmente companhias abertas, com controle compartilhado por grandes investidores institucionais. Para os administradores desses fundos, o importante é que suas ações se valorizem. Se, para isso, for necessária uma fusão ou a venda de uma empresa, não hesitariam. Em geral, o objetivo das fusões e aquisições é adicionar valor às posições dos acionistas e servir melhor os clientes.

[206] A tradução literal de *narrow banks* pode ser "bancos restritos", à medida que os seguros de depósitos ficariam restritos aos bancos que investem em ativos seguros. A justificativa seria que enquanto a disciplina da falência estiver ausente, não haveria uma resposta convincente ao risco moral no setor bancário.

perdas e não instituições contra falências (*too-big-to-fail*). As instituições de elevado risco seriam induzidas a adotarem posturas mais cuidadosas, dada a "disciplina do mercado". Ademais, seriam fortalecidas as regulações prudenciais e instituído um mecanismo automático de ação corretiva, quando uma instituição apresentasse sinais de fragilidade.

O Treasury Reform Plan (1991) foi a proposta de reforma financeira mais abrangente, pois alterava o McFadden Act (1927), o Glass Steagall Act (1933) e o Bank Holding Company Act (1956). Bancos interestaduais seriam permitidos e bancos bem capitalizados poderiam transacionar *securities*, constituir fundos mútuos e empresas de seguro de forma independente. Seriam eliminadas também as barreiras entre os bancos e as corporações e permitida a propriedade de bancos por estas. Assim, previa-se como instituição financeira típica uma grande *holding company,* cujos bancos filiados se manteriam estritamente separados das outras subsidiárias em termos de diferenciação de produtos, capitalização, contabilidade e com restrições de operações intra-instituições. Ademais, as instituições bem capitalizadas poderiam estar sujeitas a menos regulamentações; o prêmio do seguro de depósito seria baseado na estrutura de capital; o seguro de depósito seria limitado a US$ 100 mil por instituição para conta corrente e depósitos de poupança, e um adicional de US$ 100 mil por instituição para contas de aposentadoria. A supervisão bancária seria fortalecida e a intervenção regulatória, utilizada para correções antes da insolvência. Esse plano propunha ainda a consolidação das agências regulatórias: o Federal Reserve seria responsável pela regulamentação e supervisão de todos os bancos estaduais (membros ou não) e de suas *holding companies;* os bancos nacionais e as instituições de poupança e suas respectivas *holding companies* ficariam a cargo de uma nova agência (Federal Banking Agency), sob a direção do Treasury Department (absorvendo as funções do Comptroller of the Currency e o Officie of Thrift Supervision - OTS); e o FDIC perderia suas funções regulatórias, concentrando-se na gestão do sistema de seguro de depósito e na resolução de bancos insolventes[207].

---

[207] Nos Estados Unidos há uma multiplicidade de instituições encarregadas de supervisionar e controlar o sistema bancário e as demais instituições de depósito (ver quadro 5.3). A estrutura dual do sistema bancário (bancos com licença federal e bancos com licença estadual, membros e não-membros do Federal Reserve) implica a divisão das responsabilidades entre autoridades federais e estaduais. Na instância federal, a responsabilidade pela avaliação e supervisão do sistema bancário é compartilhada entre o Comptroller of the Currency (cuja principal atribuição é examinar os bancos nacionais), o Federal Reserve (supervisiona os bancos estaduais membros e as *bank holding corporations*) e o Federal Deposit Insurance Corporation (responde pelos bancos estaduais segurados, não-membros do Federal Reserve), enquanto as instituições de poupança e empréstimos são supervisionadas pelo Officie of Thrift Supervision (OTS), órgão do Departamento do Tesouro. As agências supervisoras dos estados inspecionam sozinhas aqueles bancos com licença estadual, que não sejam membros do Federal Reserve e nem segurados. As ações de supervisão das agências federais são coordenadas formalmente através do Federal Financial Institution

As *fire walls* isolariam as subsidiárias do restante e impediriam uma completa integração dos serviços financeiros oferecidos pelas instituições. Os investidores teriam de escolher onde aplicar seus recursos em termos de retornos e riscos: poderiam deixar seus investimentos com bancos que ofereceriam seguros de depósitos e investiriam apenas em ativos de baixo risco (títulos públicos) ou buscar maiores retornos em unidades filiadas que não contariam com seguros de depósitos e se engajariam em atividades mais arriscadas. A proposta do Tesouro procuraria introduzir uma certa "disciplina do mercado" no setor financeiro (reduzir o *moral hazard*) ao defender limites para os seguros de depósitos, reduzir a política do *too-big-to-fail* e favorecer aos bancos bem capitalizados. De um lado, poderia reduzir a sobrecapacidade do sistema financeiro americano, de outro, poderia torná-lo ainda mais instável (com corridas bancárias), ao forçar a insolvência das instituições menos capitalizadas

No Congresso, essa proposta enfrentou oposição dos *lobbies* dos pequenos bancos, das companhias de seguro, das corretoras de valores e dos próprios bancos sobre as limitações dos seguros de depósitos, etc. Foi derrotada por 324 votos contra 89. Decidiu-se, então, pela recapitalização do FDIC e reorganização do sistema de seguro de depósito (*Prompt Corretive Action* de 1991) (Guttmann, 1994: 281).

Examination Council e mais amplamente através de acordos de trabalho informais entre esses órgãos. No caso das instituições estaduais, a jurisdição da supervisão é compartilhada com as agências estaduais.

Quadro 5.3 - Estrutura de Regulação e Supervisão das Instituições Depositárias dos Estados Unidos

Instituição Depositária	**Instituição de Supervisão e Regulação**
Bank Holding Companies (a)	Federal Reserve
Bancos Nacionais (b)	Office of the Comptroller of the Currency
Bancos Estaduais	
Membros do Federal Reserve System	Federal Reserve
Não-membros	Federal Deposit Insurance Corporation
Bancos Cooperativos	Federal Deposit Insurance Corporation/Federal Reserve
Bancos Industriais (se segurado) (c)	Federal Deposit Insurance Corporation
Filiais Regidas de Acordo com o Parágrafo 20 (d)	Securities and Exchange Commission/Federal Reserve
Thrift Holding Companies	Office of Thrift Supervision
Bancos de Poupança Mútua	Office of Thrift Supervision/Federal Deposit Insurance Corporation/Federal Reserve
Instituições de Poupança e Empréstimos	Office of Thrift Supervision
Edge Act & Agreement Corporations	Federal Reserve
Bancos Estrangeiros (e)	
Filiais e Agências (f)	
Licença Estadual	Federal Reserve/Federal Deposit Insurance Corporation
Licença Federal	Office of the Comptroller of the Currency/Federal Reserve/ Federal Deposit Insurance Corporation
Escritórios de Representação	Federal Reserve

Notas: (a) O Bank Holding Company Act (1956) define como *bank holding company* qualquer instituição que direta ou indiretamente controla 25% ou mais das ações com direito a voto em outros bancos;
(b) Pela lei, os bancos que operam em âmbito nacional são membros do Federal Reserve System;
(c) Bancos industriais (*industrial banks*) não-segurados (FDIC) são supervisionados pelos estados;
(d) O Parágrafo 20 do Banking Act of 1933 (Glass-Steagall Act) proíbe os bancos comerciais de exercerem atividades com *securities*, exceto títulos públicos. Porém, desde 1987, o Board of the Federal Reserve tem permitido que instituições bancárias transacionem alguns tipos de *securities* (*commercial papers, municipal revenue bonds, conventional residential mortgage-related securities, securitized consumer loan*), sendo que os rendimentos derivados dessas transações não podem exceder 5% das receitas totais. Em 1989, esse limite foi ampliado para 10%. O Federal Reserve também expandiu o campo de atuação de 5 instituições, permitindo a participação em subscrição de ações e títulos, sob certas circunstâncias (ver Anexo I). Em 1993, 31 instituições bancárias domésticas e estrangeiras haviam estabelecido subsidiárias de acordo com o Parágrafo 20;
(e) O Foreign Bank Supervision Enhancement Act (1991) aumentou a responsabilidade e a autoridade do Federal Reserve para examinar regularmente as operações dos bancos estrangeiros nos Estados Unidos. De acordo com essa lei, todas as filiais e agências de bancos estrangeiros devem ser examinadas pelo menos uma vez a cada 12 meses. Tais operações são coordenadas entre as agências estaduais e federais respectivas;
(f) O Federal Deposit Insurance Corporation é responsável pelas filiais seguradas;
Fonte: Board of the Governors of the Federal Reserve System (1994: 73).

Todavia, esse enfoque doméstico parece ser cada vez mais insuficiente[208]. O mercado financeiro americano tornou-se mais líquido, especulativo, integrado e globalizado. As

[208] Conforme um relatório do Congresso americano sobre os derivativos financeiros GAO (1994): "o inter-relacionamento dos participantes nos mercados de derivativos de balcão e nos mercados de ativos em escala internacional aumenta a probabilidade de que uma crise envolvendo derivativos seja global. Portanto, o reforço unilateral das regras americanas não será suficiente para proteger seu sistema financeiro e pode afetar a inovação de produtos no país e a competitividade de suas instituições, além de estimular a transparência das operações com derivativos para outros mercados menos regulamentados. (...) Uma abordagem internacional da regulamentação dos derivativos aliviaria muitas dessas preocupações. Isso vem sendo discutido, de certa forma. Mas, geralmente, os esforços internacionais requerem muito tempo, alguns não se concretizam, enquanto outros não atingem seus objetivos".

inovações financeiras e a internacionalização tornaram os instrumentos regulatórios praticamente inoperantes, dificultando a atuação das autoridades monetárias no monitoramento dos graus de risco dos sistemas. Essas transformações na operacionalidade do sistema monetário-financeiro impõem a necessidade de mudanças nos mecanismos de supervisão e regulamentação preventiva, antes concentrados nas relações ativos/capitais dos bancos comerciais.

Nesse sentido o Federal Reserve incorporou as diretrizes do Acordo de Basiléia - International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards - de 1988, desenvolvido pelo International Basle Committee on Banking Regulations and Supervisory Practices, sobre a adequação de capital ao risco de crédito dos bancos, que se tornou plenamente efetivo em 1992. O Acordo estabeleceu padrões mínimos de capitais para os bancos, supondo a manutenção de pelo menos 8% de seus ativos ponderados pelo risco (ver quadro 5.4). No entanto, a experiência tem mostrado que há uma série de falhas nessa sistemática, destacamos: a) os requisitos do BIS não harmonizaram regras contábeis ou normas de provisionamento para créditos em liquidação, implicando efeitos diferentes entre países com mesmos níveis de capital; ademais, nem sempre houve um controle efetivo dos requisitos de capital definidos; b) as ponderações de risco de crédito se aplicam em bloco a determinadas categorias de ativos, por exemplo, a títulos públicos, empréstimos hipotecários e outros créditos comerciais, etc. Essas ponderações devem ser aplicadas independentemente da posição credora do tomadar dentro da categoria de ativo. Por esse critério, investir em títulos do governo da Turquia tem peso zero, enquanto um empréstimo à General Motors tem peso de 100[209]; c) não determinação de uma avaliação de outros riscos (de taxa de juros, de liquidez, de câmbio, etc.) que não o de crédito; d) a abordagem era por blocos de risco aditivos, não havendo análise da posição conjunta, inclusive das estratégias de diversificação prudencial no interior dos blocos; d) não avaliação dos riscos envolvidos com instrumentos derivativos. Outro problema era a mensuração do capital e dos ativos bancários, especialmente a partir do papel crescente de títulos negociáveis. As dramáticas oscilações nos preços dos ativos (títulos negociáveis e

[209] A arbitrariedade das ponderações de risco geraram "incentivos ao sistema bancário para deter aqueles ativos cujas ponderações eram (indevidamente) generosas para com seus balancetes, como por exemplo, os títulos de dívida pública e os empréstimos hipotecários, transformando em operações fora de balanço aquelas cujas ponderações fossem muito pesadas, como os empréstimos a grandes corporações privadas. Esse procedimento foi facilitado pelo desenvolvimento dos novos mercados e instrumentos financeiros, tais como os vários tipos de *swaps*. Muitas das recentes mudanças nas estruturas dos portfólios bancários em países como os EUA, surgiram, na sua maioria, a partir de tais arbitragens regulatórias" (Goodhart, 1995: 48).

ativos fixos) tornou crucial o papel das reavaliações patrimoniais[210]. Além disso, grande parte do nível de exposição e comprometimentos dos bancos, a qualquer momento, deve-se às relações interbancárias, que ocorrem no curso dos sistemas de pagamentos. As questões de compensação apropriada e dos acordos para posições líquidas permissíveis permaneceram de tratamento *ad hoc*.

As proposições de reforma desse Acordo implicam mudar o foco dos critérios de blocos de ativos para o monitoramento dos próprios modelos de gestão de risco das instituições (*internal risk-control systems*), geralmente sofisticados programas informatizados. Isso seria combinado à possibilidade de intervenções preventivas (nos moldes do *Prompt Corrective Action* implementada pelo FDICIA, 1991), se o nível de capital chegasse a patamares mínimos.

[210] A capacidade de um banco suportar prejuízos depende do valor de mercado dos instrumentos que compõem seu capital e não necessariamente de seu valor contábil, que pode transmitir um quadro enganoso da real situação financeira da instituição.

Quadro 5.4 - Padrões de Capital com Base no Risco Estabelecido no Acordo de Basiléia (*risk-based capital standards*)

CATEGORIAS DE PESO DE RISCO DOS ATIVOS
0% de risco
Moeda, saldo no Federal Reserve Bank, títulos do Tesouro americano e de algumas agências governamentais e títulos dos governos dos países da OECD.
20% de risco
Depósitos interbancários e obrigações garantidas nos Estados Unidos e na OECD, depósitos e títulos de bancos e governos de alguns países não-membros da OECD, bônus municipais (a), alguns títulos lastreados por hipotecas (b), obrigações colateralizadas pelo Tesouro e outros títulos de agências governamentais.
50% de risco
Empréstimos imobiliários residenciais totalmente segurados e outros bônus municipais (c)
100% de risco
Todos os outros ativos de balanço não listados acima, inclusive: empréstimos a instituições privadas e pessoas físicas, algumas obrigações de governos e bancos de países não-membros da OECD, imóveis e investimentos em subsidiárias.
Atividades fora de balanço
Carta de compromisso de crédito (100% de risco); porém, se relacionada ao desempenho (50% de risco) (d)
Novos compromissos de empréstimo (*Loan Commitments*) com vencimento superior a 1 ano (50% de risco)
Outros compromissos de empréstimo (0% de risco)
Carta de Crédito *Comercial (Commercial Letters of Credit)* (20% de risco)
Aceite Bancário Transferível (*Bankers Acceptances Conveyed*) (20% de risco)
Contratos derivativos - *swaps* de taxas de juros, compromisso de compra de moeda estrangeira a termo e outros (entre 0 e 5% do valor nocional, mais o reajuste a preço de mercado - *mark-to-the-mark* (e) - do valor do contrato, captado em 50%)
CATEGORIA DE CAPITAL
Nível 1
Ações ordinárias, algumas ações preferenciais, interesses minoritários em subsidiárias consolidadas menos fundo de comércio (f)
Nível 2
Provisões para perdas com empréstimos (limitadas a 1,25% do peso dos riscos dos ativos), dívida subordinada (limitada a 50% do Nível 1) (g), e outras ações preferencias e conversiveis. O Nível 2 de capital não pode ser superior ao Nível 1.
Capital Total
Nível 1 mais Nível 2
REQUERIMENTOS DE CAPITAL
O nível 1 de capital deve representar no mínimo 4% do peso de risco dos ativos
O capital total deve corresponder a no mínimo 8% do peso de risco dos ativos

Notas: (a) *General Obligation Municipal Bond* (GO) - obrigação municipal portadora de toda fé e de todo o crédito desfrutados por um município, o que inclui capacidade de arrecadação e tomada de novos empréstimos;
(b) *Mortgage-Backed Securities* - títulos emitidos pela Federal Home Loan Mortgage Corporation e pela Federal National Mortgage Association - os investidores recebem os pagamentos dos juros e o principal sobre as hipotecas subjacentes. Os bancos também podem emitir certificados lastreados por hipotecas convencionais e vender aos grandes investidores institucionais;
(c) *Municipal Revenue Bonds* - obrigações de receita municipal - obrigação emitida para financiar obras públicas e garantida pela receita gerada pelo projeto. A menos que estipulado no contrato, os detentores dessas obrigações não têm direito a outras receitas da emitente;
(d) *Standy Letters of Credit* - compromisso de um banco de emprestar uma quantia especificada, por um período específico, a ser utilizada somente em uma determinada situação;
(e) *Mark to the Market* - trata-se do reajuste de um valor mobiliário ou de um portfólio conforme os valores atuais de mercado. Por exemplo, as contas de margem são ajustadas aos valores presentes de mercados para assegurar a observância dos requisitos de manutenção das mesmas. Os contratos de opção e futuros são reajustados a preço de mercado no final do ano com reconhecimento mútuo para fins tributários de ganhos ou perdas não-realizados;
(f) *Goodwill* - fundo de comércio - denominacão contábil para os bens intangíveis, tais como o valor do bom relacionamento com os clientes, moral elevado dos empregados, bom conceito nos meios empresariais, boa localização, etc., que excedem o ativo líquido tangível de uma empresa;
(g) *Subordinated Debt* - crédito com prioridade inferior sobre bens em relação a outros créditos, isto é, repagável somente depois de honradas outras dívidas com prioridade superior.

Fonte: Federal Reserve in Berger *et alli* (1995: 183).

Em abril de 1995, o BIS anunciou a proposta de dar aos bancos a opção de usar a abordagem de blocos aditivos de capital (a fórmula padrão dos supervisores) ou facultar o uso de modelos internos de gestão de risco, que levam em conta tanto as posições evidenciadas nos balanços como as fora do balanço[211]. Esses modelos geralmente definem um *value at risk* (valor sujeito a risco), ou seja, a quantia máxima que o banco estima estar sujeito a perda, mantendo-se uma determinada posição durante um certo período. Esse valor deveria ser mantido durante um espaço de duas semanas, devendo existir cobertura de capital para ele de no mínimo três vezes. A adoção do modelo deve também ser acompanhada pela implementação de unidades independentes de gerenciamento de risco pelos bancos. Formalmente, essa flexibilização deverá entrar em vigor no final de 1997. Todavia, o Federal Reserve já está examinando esses sistemas, em consonância com as sugestões deliberadas pelos supervisores bancários reunidos sob o BIS, em abril de 1995[212]. Isso não significa refazer passo a passo imensos e complexos programas de computadores. Na verdade, as instituições explicam aos supervisores a concepção básica dos seus sistemas, que são então submetidos a *stress-tests*[213].

---

[211] Os sistemas de gestão de risco surgiram em alguns sofisticados bancos de investimento no final da década de 80 na esteira do crescimento das operações com derivativo. Ou seja, nasceram dos mesmos avanços da tecnologia financeira que acompanharam a explosão dos derivativos, mas podem avaliar tanto as operações com derivativos como no mercado à vista. Não há um modelo de gestão de risco unanimente aceito. Em 1992, o Committee of Sponsoring Organizations (Associação de Contadores e Auditores) propôs um modelo geral de controle de risco. Os modelos mais conhecidos são os elaborados pelo: a) J. P. Morgan (*RiskMetrics*, outubro de 1994) que o distribui gratuitamente, inclusive as atualizações diárias de parâmetros pela Internet e por um sistema de cotações em tempo real - o Compuserve, a fim de uniformizar os procedimentos de controle interno de risco. O programa avalia o risco diário de um portfólio (posições em moedas, risco de taxa de juros, de preço de *commodities*, posições em ações e outros); b) Bankers Trust Co. (*Risk Adjusted Return on Capital -2020* ou RAROC-2020-TM), que mostra o retorno ajustado ao risco sobre o capital investido em cada elemento do portfólio de uma instituição, como também a exposição a cada tipo de risco. O Bankers Trust cobra US$ 1 milhão pela transferência de parte do sistema (sem a técnica de simulação conhecida como *Monte Carlo*) (Farhi, 1997). O método Monte Carlo constitui um sistema que emprega uma técnica matemática complexa para realizar simulações destinadas a avaliar instrumentos derivativos. Nessas simulações, os cenários são gerados aleatoriamente, de acordo com um conjunto paramétrico previamente selecionado como representativo das variações dos fatores de mercado. A título de curiosidade, sabe-se que o método Monte Carlo foi introduzido por cientistas da bomba atômica em Los Alamos, nos anos 40. Eles utilizavam esse método para medir como os nêutros se moviam por materiais diferentes. Outras aplicações incluem simulações de como o ar flui ao redor de um ônibus espacial quando entra novamente na atmosfera da Terra. Como o método funciona por meio de simulações com uma série de pontos aleatórios, daí seu nome inspirado no cassino de Monte Carlo.

[212] De acordo com Peter Coy (*Business Week*, republicado na *Gazeta Mercantil*, 29.07.1997, p. B-20) os bancos que optaram pelo sistema de supervisão dos modelos de risco, "ficam sujeitos a multas e a exposições públicas, no caso de subestimarem o risco e as suas reservas de capital se provarem insuficientes"

[213] São "testes de situações-limite" ou testes de resistência a oscilações de um portfólio para verificar como desempenharia diante de várias hipóteses, inclusive catastróficas, como por exemplo uma mudança anormal em um ou mais ativos (um *crash* da Bolsa de Valores de New York, como em 1987, ou a crise do mecanismo de taxas de câmbio na Europa, em 1993). O sistema indica qual seria o efeito na posição do

Um dos problemas com a abertura dos sistemas de controle de risco é que estes funcionam com hipóteses muito diferentes e cobrem períodos muito variados, introduzindo os mesmos dados os sistemas fornecem respostas muito diversas. Isso cria o chamado "risco de modelo", qual seja, como julgar se o modelo de gestão de riscos empregado por uma instituição financeira é adequado ou não? Uma tendência, portanto, é que se padronizem períodos de tempo e alguns fundamentos básicos desses sistemas, no que se refere ao fornecimento de informações aos órgãos de supervisão.

O envolvimento dos bancos em operações de derivativos de balcão, crescentemente assumindo posições de risco junto aos clientes, constitui uma das principais fontes de inquietação dos organismos internacionais e nacionais de regulamentação[214]. O risco do derivativo é apenas uma pequena fração do valor nocional, porém, como essas transações são fora de balanço, freqüentemente não há um grau de informação adequado. Tampouco fica claro o risco conjunto assumido pela posição de um banco, o que implicaria uma análise detalhada do grau de *hedge* de sua carteira global, que envolve grande dificuldade em função das contínuas mudanças de posições.

Embora as margens de risco das transações com derivativos sejam uma fração pequena do valor nocional, o encadeamento por elas gerado em escala mundial aumenta a possibilidade de que crises localizadas se generalizem. Isso é acentuado pelo fato de que o *hedge* de uma operação é feito através de uma ou mais operações adicionais. De modo a atenuar o risco associado às operações com derivativos, os bancos têm criado subsidiárias capitalizadas que visam obter *rating* máximo para seus produtos. Mas os órgãos de regulamentação insistem em trazer os derivativos de balcão para os mercados organizados, em que as operações são mais seguras, frente à padronização e constituição de margens de garantia[215].

As recomendações recentes quanto às operações com derivativos têm enfatizado a necessidade de que as instituições elevem o grau de transparência (*disclosure*) das informações, não apenas

---

banco, qual a perda máxima esperada e outras projeções que se deseja obter. Pode ser obtido ainda um *back test*, que compara o cenário previsto com o que de fato aconteceu.

[214] Nos EUA não há uma legislação específica para os derivativos de balcão. Os contratos futuros e de opções seguem exclusivamente a regulamentação imposta pela Commodity Futures Trading Commission (CFTC), portanto, associada aos derivativos de *commodities*. Na ausência de regulamentos específicos para os derivativos financeiros, os processos judiciais recentes estão requerendo das instituições o cumprimento das leis federais que regulamentam a negociação e intermediação dos ativos mobiliários, como as rigorosas normas para publicidade e folhetos, o registro das negociações e, principalmente, as reservas de capital líquido.

[215] Nos mercados de balcão, a insuficiência de mecanismos de regulação, supervisão e controle acentua os diversos riscos inerentes às operações efetuadas e, em última instância, o risco sistêmico.

quanto aos negócios feitos, mas também quanto à forma de monitoramento dos riscos. O Derivatives Safety and Soundness Act (1994) estabeleceu princípios e padrões para capital, práticas contábeis, divulgação de dados e exame das instituições financeiras, que operam com instrumentos derivativos. A auto-regulação também é estimulada, recomendando-se que as instituições criem unidades de monitoramento de riscos independentes das unidades de negócios, prática recomendada pelo BIS (Goldstein & Folkerts-Landau *et alii*, 1994: 63-64)[216].

Entretanto, esse processo pode ser fragilizado por estarem surgindo empresas destinadas especialmente a negociar contratos financeiros derivativos ou montar operações com esses instrumentos, que acabam ficando fora da supervisão. Não são bancos, sob a vigilância do Federal Reserve, nem corretoras, supervisionadas pela SEC, e também permanecem fora do controle da Commodities Futures Trade Commission (CFTC), que cuidam dos mercados futuros. As companhias de seguro também encontram-se em um área nebulosa, pois são supervisonadas em nível estadual.

Outra fonte de preocupação é o funcionamento rotineiro do mercado cambial. De acordo com um relatório desenvolvido pelos bancos centrais do G-10 e coordenado pelo BIS, a partir da atuação de 80 bancos privados, a estabilidade do sistema financeiro mundial pode estar ameaçada pelos riscos envolvidos nas cada vez mais gigantescas operações de troca de moedas entre os bancos. As instituições que atuam no mercado internacional, realizando operações cambiais no interbancário, estão sujeitas a ficarem descobertas por vários dias, com risco de incorrerem em "enormes exposições em potencial". Diante da escala das operações cambiais, em algum ponto no tempo o montante sob risco, a partir da falha até mesmo de uma única parte em honrar a obrigação, pode exceder o valor total do capital do banco. Com a estreita relação existente entre o mercado de câmbio e o sistema de pagamentos nos bancos, a falha da contraparte pode comprometer a liquidez e a estabilidade financeira do sistema como um todo (Ito & Folkerts-Landau *et alli*, 1996).

De modo geral, as transações no mercado cambial são efetuadas a qualquer hora do dia ou da noite e podem envolver instituições de diferentes jurisdições nacionais. Essas características do

---

[216] Entretanto, Bourguinat (1995: 36) adverte que qualquer que seja a capacidade de auto-regulação do mercado - o eco das perdas recentes é significativo, mas dura muito pouco, ou quase nada -, não se pode deixar de pensar que a opacidade técnica, jurídica e contábil desses mercados continua considerável e que, desse ponto de vista, faz-se necessário um engajamento permanente entre a inventividade dos 'fabricantes' de produtos e as autoridades regulatórias. A pesquisa de Fahri (1997) também sinaliza uma articulação crescente entre os agentes dos mercados e as instituições de regulamentação.

mercado cambial impõem um desafio a liquidação eficiente dos pagamentos de dois sentido (trocas de moedas) no montante de US$ 2,4 trilhões ou das 250-300 mil trocas de moedas efetuadas diariamente[217]. Assim, estão presentes no mercado cambial pelo menos dois riscos. O primeiro, é o risco de pagamento, conhecido como risco Herstatt[218]. Os bancos estão expostos a elevados riscos nos pagamentos extraterritoriais porque as pontas separadas de uma transação cambial podem ser concluídas em momentos diferentes. Por exemplo, a entrega de ienes em Tóquio a um banco japonês correspondente de um banco de Nova York é efetuada no horário comercial de Tóquio, enquanto a entrega de dólares em Nova York por um banco americano correspondente de um banco japonês é feita no horário comercial de Nova York. Como os dois sistemas nacionais de pagamentos nunca funcionam ao mesmo tempo, existe o risco de que, após uma das partes ter concluído um lado da transação, a outra parte possa falir e deixar de entregar a moeda compensatória.

Em março de 1996, o Comitê para Sistemas de Pagamentos e Liquidações do Grupo dos 10 lançou o Relatório Allsopp segundo o qual, a liquidação cambial não é apenas um fenômeno que ocorre num único dia, podendo as defasagens dos pagamentos durarem inicialmente pelo menos um ou dois dias úteis; mais um ou dois dias úteis podem então transcorrer antes que um banco tenha certeza de que recebeu o pagamento requerido. O montante em risco num banco pode exceder ao equivalente a três dias de negócios, de modo que o risco relativo a uma única parte pode exceder ao capital de um banco.

O segundo é o risco de liquidez. Esse tem a ver com a possibilidade de uma das partes deixar de pagar por causa de uma falha operacional ou sistêmica que a deixe sem liquidez suficiente. Geralmente, as falhas operacionais são sanadas em 24-48 horas, podendo-se obter financiamento *overnight* para cobrir o não-fornecimento da moeda, não é incomum ficarem US$ 2 bilhões pendendes entre bancos durante a noite. Porém, uma grave dificuldade operacional pode superar a capacidade até mesmo das instituições mais capitalizadas para ter

---

[217] O dinheiro que circula através das redes mundiais de pagamento e compensações a cada dia totaliza uma média de US$ 6 trilhões, o equivalente ao PIB anual dos Estados Unidos, Alemanha e Japão a cada poucos dias. Ao mesmo tempo, as quantias que os bancos devem uns aos outros durante o dia crescem estratosfericamente. Esses "saques a descoberto diurnos" são, às vezes, maiores que as bases de capital dos bancos. Segundo a revista *The Economist* (27.04.1996, p. 13), em uma conferência sobre sistemas de pagamentos patrocinada pelo banco Goldman Sachs, Gerald Corrigan, o presidente do conselho de assessoria internacional do banco e ex-presidente do Federal Reserve de New York, afirmou que esses sistemas "constituem uma cadeia extraordinariamente complexa de fluxos financeiros e resultantes interdependências de crédito que duvido que alguém os entenda totalmente". É essa opacidade, acoplada ao tamanho das exposições creditícias envolvidas, que cria um risco sistêmico potencial.

[218] Em 1974, o Bankhaus Herstat deixou de entregar dólares americanos à outra parte que já havia remetido os marcos, devido a liquidação imposta pelas autoridades alemãs.

acesso aos mercados monetários, sobretudo quando o problema é percebido fora do horário comercial do mercado doméstico, ou quando a moeda que deixou de ser fornecida não é aquela em que a instituição costuma contrair empréstimos. A inadimplência de uma das partes, seja por insolvência seja por problemas de liquidez, pode desencadear o chamado "efeito dominó", ressaltando os riscos sistêmicos.

Em resumo, qualquer perturbação em um desses sistemas de pagamentos bancários - um contratempo operacional, a falha de uma instituição em pagar a outra, problemas de liquidez em um dos mercados monetários - pode acarretar sérias conseqüências para as finanças globais (Folkerts-Landau *et alli*, 1997). As propostas para administrar os riscos de pagamentos estão fundadas em duas estratégias: a) eliminar a defasagem entre as duas pontas de uma transação e; b) reduzir o número e o valor dos pagamentos a serem efetuados. A primeira estratégia baseia-se na idéia de que o risco pode ser reduzido se os pagamentos nas moedas correspondentes forem efetuados e garantidos simultaneamente, evitando possibilidade de inadimplência entre o momento em que um pagamento é feito e o outro é recebido. Isso requer importantes alterações nos mecanismos de pagamentos internacionais. Em primeiro lugar, haveria de eliminar as defasagens nos horários de funcionamento dos principais sistemas domésticos de pagamentos. Em segundo lugar, tornar-se-ia necessário algum tipo de sistemas de pagamento interligados ou de verificação de pagamentos para garantir a irrevogabilidade diária dos pagamentos e a capacidade das partes de disporem de seus pagamentos tão logo fossem recebidos.

No que se refere à eliminação das defasagens nos horários de funcionamento, os bancos centrais começaram a introduzir os Sistemas de Liquidação Bruta em Tempo Real (*Real-Time Gross Settlement*- RTGS), com sobregiros caucionados, no qual o processamento e a liquidação ocorrem continuamente. Além disso, a partir de 1997, o sistema RTGS americano - *Fedwire* - ampliará seu período de funcionamento, possibilitando a coincidência dos sistemas de pagamentos dos EUA e do Japão, e aumentando a coincidência do sistema americano com o alemão. Em 1999, o sistema Target (*Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer*) conectará os atuais sistemas RTGS dos países-membros da União Européia.

A questão da irrevogabilidade dos pagamentos é mais problemática. De modo geral, apenas um banco central pode garantir a irrevogabilidade dos pagamentos em sua própria moeda. Assim, a irrevogabilidade simultânea exigiria a coordenação dos pagamentos relacionados a divisas entre os bancos centrais. Tecnicamente é viável criar vínculos extraterritoriais dentro

dos sistemas RTGS geridos pelos bancos centrais, de forma que, por exemplo, a verificação de que um pagamento em ienes foi recebido em Tóquio seja feita antes de o pagamento correspondente em dólares ter sido liberado em Nova York. Porém, a ligação dos sistemas RTGS nacionais amplificaria enormemente o risco de espraiamento de pequenas perturbações. Diante disso, os bancos centrais do Grupo dos 10 têm relutado em interligar seus sistemas de pagamentos, preferindo, em vez disso, pressionar o setor privado para resolver os problemas de pagamentos.

A introdução de "redes de proteção" de iniciativa do setor privado é apontada pelo BIS como melhor que os arranjos patrocinados pelos governos. O relatório recomenda que o próprio setor financeiro crie, através da atuação de suas associações e outras organizações representativas, mecanismos de compensação multimoedas, em que se garantiria a troca de diferentes moedas[219].

Um grupo de grandes bancos (Citibank e Chase Manhattan dos Estados Unidos, Barclays e National Westminster do Reino Unido, Deutsche Bank da Alemanha, e Fuji, do Japão), que operam internacionalmente, conhecido como Grupo dos 20, pois concentram 20% das transações com moedas estrangeiras, está examinando a possibilidade de instituir uma "central de compensação global". O objetivo é criar um sistema instantâneo de liquidação, no qual o pagamento feito por um banco seja imediatamente compensado por um pagamento casado em outro banco. Isso poderia reduz o risco de um curto-circuito no mercado de moedas estrangeiras. Essa central de compensações seria aberta a qualquer banco que atendesse aos padrões exigidos. Os membros teriam que liquidar com dinheiro de suas contas o saldo das transações diárias, que seriam debitadas e creditadas durante o dia. Se um dos bancos-membros ficasse inadimplente durante o dia, os prejuízos seriam divididos entre os outros participantes (Graham, 1996).

---

[219] Há uma evidente contradição entre a supervisão nacional de instituições que operam em mercados globais, o que limita as estratégias de defesas dos sistemas financeiros contra riscos sistêmicos. Nesse sentido, o Comitê de Basiléia para Supervisão da Atividade Bancária do BIS lançou 25 princípios para serem discutidos e possivelmente adotados em âmbito mundial, a partir de janeiro de 1998. Os princípios salientam que os órgãos supervisores devem exigir dos bancos sistemas de gestão de informações, políticas e procedimentos adequados para identificar, monitorar e controlar o risco nacional e de transferência em suas atividades internacionais de crédito e investimento (ver Anexo 3). Entretanto, a evolução recente demonstra que as normas bancárias internacionais, com ênfase no controle contábil, administração de riscos e exposição, são necessárias, mas improváveis de serem respeitadas, a menos que o próprio setor tome o assunto em suas próprias mãos. Alguns dirigentes de grandes bancos internacionais, inclusive, propuseram um sistema global de auto-regulamentação, ou seja, a criação de um comitê próprio para fixar normas, para avaliar a administração de riscos e estabelecer controles internos das instituições financeiras globais.

Trata-se, portanto, de uma instituição do setor privado que serviria de ligação entre os sistemas de compensações nacionais, verificando os pagamentos a fim de propiciar simultaneidade. Contudo, é incerta a capacidade da "central de compensação global" garantir a irrevogabilidade dos pagamentos de cada país. A irrevogabilidade exigiria que a situação legal dos pagamentos fosse semelhante em todos os participantes, o que por sua vez exigiria que estes resolvessem questões como localização da "central de compensação global", forma de sociedade e relação com os mecanismos de liquidações nacionais (conexão com os sistemas nacionais de transferência de moedas, horários de funcionamento dos sistemas nacionais, de forma que os dois lados de um negócio com divisas estrangeiras, abrangendo faixas de diferentes fusos horários, pudessem ser completados ao mesmo tempo).

Além disso, o funcionamento de uma "central de compensação global" impactaria os mercados monetários de curto prazo e, portanto, a gestão da liquidez e das metas da política monetária dos bancos centrais. Se a "central de compensação global" exigisse que seus membros depositassem grandes somas em suas contas para cobrir liquidações vultosas, isso poderia tirar a liquidez dos mercados monetários domésticos. A perda de liquidez poderia anular a capacidade de um banco central controlar as taxas de juros a curto prazo e a provisão de liquidez diária para os mercados monetários domésticos. Ademais, diante das vultosas quantias envolvidas nas transações cambiais, se a "central de compensação global" exigisse a liquidação nos curtos períodos em que houvesse coincidência de horário entre os vários sistemas RTGS nacionais, poderia não haver liquidez suficiente.

Outras importantes iniciativas estão avançando no sentido de se criarem "redes de proteção" internacionais que possam ajudar as autoridades regulatórias, supervisores e o próprio mercado a perceber, mais rapidamente, qualquer tipo de desajuste e ter condições de agir preventivamente a fim de evitar maiores turbulências. Cerca de 49 bolsas e câmaras de compensação, além de 14 órgãos regulamentadores, assinaram um acordo a fim de aumentar a transparência dos mercados internacionais de derivativos e reduzir o risco sistêmico. O acordo prevê a troca de informações sobre a exposição de seus membros comuns a riscos excessivos em diferentes mercados. Como os membros das bolsas de futuro pagam garantias conhecidas como margens - numa base quotidiana contra suas exposições -, as bolsas normalmente têm uma idéia clara a respeito dos riscos que cada um de seus membros enfrenta. O organismo supervisor do mercado de futuros dos Estados Unidos, a Commodities Futures Trading

Commission (Comissão Reguladora de Operações a Futuro com *Commodities*), co-patrocinou essa iniciativa (Lapper, 1996)[220].

Na mesma direção, a Emerging Market of Trade Association - EMTA - (Associação dos Operadores em Mercados Emergentes) estuda a viabilidade da criação de um sistema de *clearing* (em que se apura a posição líquida, depois de confrontados créditos e débitos, entre os participantes do mercado, com o objetivo de reduzir os riscos) para os papéis da dívida externa dos chamados países emergentes)[221]. Envolvendo não apenas os *bradies*, mas também outros papéis negociados no mercado secundário, com os bônus emitidos no período recente. Estima-se que esse mercado de instrumentos da dívida externa dos países emergentes movimentou cerca de US$ 2,8 trilhões em 1994 (Prado, 1996b)[222].

A segunda estratégia de administração do risco de pagamento circunscreve-se à tentativa de reduzir o valor e o número de pagamentos, através dos "sistemas de compensação bilateral e multilaterais" do setor privado. Os "sistemas formais de compensação bilateral", periodicamente, agregam os montantes devidos entre as partes e calculam um pagamento por moeda para cada par de contratantes - não existem mecanismos de pagamento automático e os sistemas não assumem riscos cambiais. Os "sistemas de compensação multilateral" fazem o encontro dos montantes devidos entre um grupo de contratantes mediante um acordo para compensação pelo qual estabelece um pagamento diário pelas partes, numa dada moeda, a

---

[220] Trata-se, portanto, de uma tentativa de reduzir os riscos para os sistemas financeiros, depois que a fragilização da fiscalização foi exposta pela crise do banco Barings, que faliu após registrar perdas superiores a 800 milhões de libras esterlinas nas bolsas de Osaka e Cingapura.

[221] O crescimento recente da dívida externa nos países em desenvolvimento, sob a forma de bônus emitidos em grande parte por tomadores do setor privado, torna-se preocupante. Independente do perfil do devedor, se tem ou não aval do governo, já se aventa a possibilidade de renegociação dos contratos que envolvem as relações entre emissores de bônus, instituições financeiras e investidores, de modo a incluir-se uma cláusula de provisão para pagamento imediato em caso justificável, além da criação de um conselho internacional de detentores de bônus e até mesmo de um tribunal de arbitragem para julgar pendências e decidir sobre casos de não-pagamento dos compromissos (Prado, 1996a).

[222] Nesse sentido, os bancos centrais dos principais países industrializados (EUA, Reino Unido, Alemanha, Itália, Canadá, França, Japão, Bélgica, Suíça, Suécia, Holanda e Arábia Saudita) aprovaram a ampliação do General Agreement to Borrow (GAB), um fundo gerido pelo FMI, que visa garantir liquidez a seus signatários, em caso de dificuldades de ordem cambial. Por um lado, um maior número de países (Finlândia, Dinamarca, Noruega, Tailândia, Portugal, Malásia, Cingapura, Coréia do Sul, Áustria, Austrália, Espanha e Chile) concordariam em expandir linhas de crédito ao FMI no evento de crises financeiras, segundo os mecanismo do GAB. Por outro lado, procurar-se-ia dobrar os recursos do GAB que estão em torno de 17 bilhões de Direitos Especiais de Saque, equivalente a cerca de US$ 24 bilhões. Devemos salientar que alguns países em desenvolvimento (inclusive o Brasil) se posicionaram contra essa tentativa de reforçar o GAB, como solução para crises semelhantes à mexicana em 1994/95 e o Sudeste Asiático em 1997. O argumento principal é que esse acordo institucionaria dentro do FMI duas categorias de países, os mais ricos e os mais pobres (Prado, 1996c).

favor ou contra a câmara de compensação (existem a Multinet e a Exchange Clearing House - Echo).

A dificuldade para esses sistemas de compensação cambial funcionarem eficientemente consiste na necessidade de solucionar a situação legal dos contratos em muitas jurisdições diferentes. A câmara de compensação precisa garantir que os contratos realizados sejam legalmente executados, e as instituições de diferentes jurisdições legais têm de garantir sua capacidade de compensar e realizar contratos com a câmara de compensação. Além disso, em caso de insolvência, as partes contratantes e a câmara de compensação têm de assegurar-se do acesso a garantias que possam ser mantidas fora de suas jurisdições legais. Enfim, para atrair membros e satisfazer às autoridades reguladoras, os sistemas de compensação têm de garantir que a câmara de compensação não assumirá riscos de pagamentos.

Os sistemas de compensação multilateral recorreram a uma combinação de limites de risco em tempo real, cobrança de garantia ou margem e normas operacionais para limitar a duração dos riscos de pagamentos e para lidar com um membro inadimplente. A fim de impedir que a falência de um membro se transfira a outros, o sistema de compensação multilateral deve ser capaz de adquirir financiamento se os pagamentos forem retidos e de continuar pagando os outros membros, através de linhas de crédito e mecanismos de intercâmbio de divisas, sobretudo junto aos bancos-membros. Porém, as linhas de crédito dos bancos-membros podem não estar disponíveis num momento de tensão. Assim, em última instância problemas de liquidez precisam contar com a atuação dos bancos centrais.

Em resumo, dada a estrutura fragmentada dos grupos de interesses refletidos no Congresso, a competição entre autoridades regulatórias, a complexidade dos mecanismos operacionais envolvidos ainda não foi possível formar um conjunto articulado de reformas do sistema financeiro americano. Tampouco foi possível construir organizações supranacionais, para supervisionar as transações internacionais das instituições financeiras, devido às assimetrias entre os principais países da OCDE.

Como tentamos mostrar, as reformas de cunho doméstico ocorreram de forma *ad hoc*, tornando *de jure* uma situação *de facto*. As desregulamentações ocorridas entre 1980 e 1982 - eliminação dos tetos sobre os depósitos e das barreiras entre bancos e instituições de poupança, a fim de expandir suas áreas de atuação e legitimar as quase-moedas - respondiam ao problema imediato da desintermediação financeira. A crise das associações de poupança e empréstimos (S&L) e de um grande número de bancos comerciais levaram o governo

americano a reformar o seguro de depósito (1989). Em 1991, houve um aperfeiçoamento do sistema de supervisão, a fim de reduzir o custo das intervenções, ampliando a capacidade de as autoridades atuarem preventivamente. Em 1994, foram abolidas as restrições aos bancos nacionais, depois que vários estados da federação já estavam autorizando essa expansão.

Não obstante, podemos observar uma tendência à consolidação dos *full-service banking*, mantendo separadas suas jurisdições, já bastante avançada em algumas instituições. De acordo com Guttmann (1996: 67): "nos EUA, onde barreiras regulatórias impediam os bancos comerciais de operar nos mercados de capitais como corretores, negociadores e lançadores de títulos, eles encontraram meios indiretos de se beneficiarem do *boom* nos negócios de ativos, através da alavancagem financeira dos investidores e intermediários em operação nesses mercados. Ao mesmo tempo, conseguiram contornar sistematicamente as restrições regulatórias, de modo que atualmente, de fato, os bancos comerciais nos EUA podem operar fundos mútuos e dedicar-se a todo tipo de atividades relacionadas a bancos de investimento". Além disso, Berger *et alli* (1995: 66, nota 8) defende que a maioria das Multibank Holding Companies (MBHCs) já é de fato gerida em termos consolidados: "política, procedimentos e importantes decisões sobre negócios são tipicamente realizadas no nível da *holding company*". Essa tendência se reforça com a reapresentação da proposta de reforma financeira elaborada pelo Tesouro americano. Segundo o Secretário Robert Rubin: "chegou a hora de modernizar as normas do nosso sistema de serviços financeiros" (*Bloomberg News*, republicado na *Gazeta Mercantil*, 22.05.1997).

Contudo, as discussões sobre as formas de ampliar a formação de capital aparecem de forma marginal. Apenas alguns autores, como Thurow (1993 e 1996), Porter (1992), Reich (1991) e Tyson (1992) abordam tais temas. Parece predominar o ponto de vista de que a "ordem natural" é a desregulamentação pura e simples, negligenciando o fato que essa "ordem do mercado" constitui, na verdade, uma decisão política (Polanyi, 1944). Além disso, a idéia de regulamentação financeira nos EUA parece ser estática, fixando regras, e não dinâmica, procurando exercer uma coordenação entre os participantes do mercado e os órgãos regulatórios a fim de criar um sistema com flexibilidade e capacidade de adaptação às transformações (Allen, 1990: 28).

6. A Dinâmica do Novo Regime Monetário-financeiro Americano: uma Hipótese de Interpretação

O sistema monetário e financeiro americano montado nos anos 30 era um *market oriented financial system*, no sentido de que contava com um mercado de capitais e um mercado creditício sem grandes interferências estatais, no que se refere à seletividade e o direcionamento dos recursos. Era, contudo, regulado para não escapar em direção a uma "indisciplina financeira generalizada". Sua estabilidade dependia de uma taxa de inflação controlada, para que fosse compatível com os tetos de taxas de juros e de uma expansão creditícia baseada nos depósitos à vista (não-remunerados), mas também que os investidores em ações as mantivessem em carteira, por longos períodos, evitando os movimentos especulativos que o mercado acionário tende a promover.

Esperamos ter demonstrado que as políticas de desregulamentação monetário-financeira e de liberalização dos fluxos de capitais, a valorização do dólar após 1979, bem como a ampliação da dívida pública nos portfólios privados, criaram as condições para a reafirmação da posição hegemônica dos Estados Unidos, o aparecimento de novas formas de intermediação financeira e o desenvolvimento de uma segunda etapa da internacionalização - a chamada globalização financeira. Esse processo de transformações das finanças americanas pode ser estilizado como a preponderância dos mercados de capitais face a um declínio relativo do sistema de crédito comandado pelos bancos.

Os Estados Unidos dispõem hoje do mais amplo mercado de capitais em relação a qualquer nação e de investidores altamente sofisticados (ver tabela 6.1). Essa característica implica crescente predominância quantitativa e qualitativa da forma financeira do capital sobre as demais. Isto é, constitui-se um "modelo" em que prevalece a lógica financeira de valorização sobre as demais esferas de circulação do capital. Não no sentido de anulá-las - o que é rigorosamente impossível, pois é inexorável para o capital o cumprimento, em qualquer momento ou etapa, do circuito completo da sua circulação (capital-dinheiro, capital-produtivo e capital-mercadorias) -, mas de subordinar a apropriação privada do lucro e a correspondente acumulação de capital aos critérios e requisitos de valorização próprios do capital financeiro como sua forma mais avançada, por ser mais geral e abstrata. Trata-se da emergência de uma situação em que o movimento da fração capital-dinheiro tende a imprimir sua marca no conjunto das operações do capitalismo contemporâneo. Nesse sentido, o capital-dinheiro tornou-se uma força praticamente incontrolável, pois "ocorreu a reafirmação de uma *autonomia* do capital-dinheiro perante o capital industrial, cujos limites são estabelecidos

apenas através da *viabilidade* a médio e longo prazo de 'um regime de acumulação rentista' " Chesnais (1996a: 7, grifos no original).

Tabela 6.1 - Indicadores do Tamanho dos Mercados de Capital na União Européia, no Japão e nos EUA, em 1995

US$ bilhões

	PIB	Capitalização do mercado de ações	Títulos de Dívida (a)			Ativos Bancários (b)	Ações, Títulos e Ativos Bancários (c)	Ações, Títulos e Ativos Bancários (% do PIB)
			Públicos	Privados	Total			
UE (d)	8.427,0	3.778,5	4.814,4	3.858,6	8.673,0	14.818,0	27.269,5	323,6
Japão	5.114,0	3.667,3	3.450,3	1.875,5	5.325,8	7.382.2	16.375,2	320,2
EUA	7.253,8	6.857,6	6.712,4	4.295,1	11.007,5	5.000,0	22.865,1	315,2

Notas: (a) Títulos de dívida nacionais e internacionais apresentados por nacionalidade do emissor.
(b) Os dados são apresentados para todos os bancos, exceto os seguintes: bancos comerciais mais bancos de poupança para a Dinamarca; bancos comerciais para Grécia e Luxemburgo; bancos licenciados internamente para o Japão (exceto contas fiduciárias); bancos comerciais, mais bancos de poupança, mais bancos cooperativos para a Suécia; e bancos comerciais, mais bancos de poupança, mais associações de poupança e empréstimos para os EUA.
(c) Soma da capitalização do mercado de ações, títulos e ativos bancários.
(d) Representada pelos 15 países-membros: Alemanha, Áustria, Dinamarca, Espanha, Finlândia, França, Grécia, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Países Baixos, Reino Unido e Suécia.
Fonte: Prati & Schinasi (1997: 43)

A expansão dessa lógica financeira de valorização, característica do mercado de capitais americano, iniciou a montagem de um novo esquema de fluxos financeiros que sintetiza quatro grandes movimentos. Isto é, a desregulamentação e a liberalização promoveram a interligação dos diferentes mercados nacionais, conformando um grande mercado global, a institucionalização da poupança financeira, o processo de securitização das dívidas e os derivativos financeiros. Noutras palavras, a liberalização monetária e financeira, seguida pela desregulamentação dos mercados financeiros nacionais, pelo processo de securitização e pelos instrumentos derivativos constituíram um espaço financeiro verdadeiramente global, a partir dos Estados Unidos[223].

[223] A versão americana do capitalismo global: "os Estados Unidos tendem a julgar que, com o desmantelamento da Guerra Fria, a por eles chamada 'nova ordem', que lhes confere a responsabilidade de velar pela paz e segurança internacionais, torna ainda mais legítimas suas aspirações de garantir a formação de mercados leais e abertos a seus interesses, ainda que, para tanto, seja necessária a transposição para o comércio internacional da jurisdição da legislação americana" (Arslanian, 1994). Estamos sugerindo que o dinamismo da globalização financeira está vinculado às transformações financeiras desencadeadas a partir dos Estados Unidos. Porém, já atingiu uma dinâmica própria. A União Européia, por exemplo, propôs um acordo global de liberalização dos serviços financeiros, sob os auspícios da Organização Mundial de Comércio. O acordo compromete os trinta países envolvidos a abrirem mutuamente seus mercados financeiros, com base em um tratamento de país mais favorecido. Isso significa que as concessões oferecidas a uma nação serão automaticamente estendidas às outras (*Financial Times*, republicado na *Gazeta Mercantil*, 3.7.1995).

O circuito financeiro que começa a se delinear é expressivamente mais complexo do que os anteriores, mesmo quando nestes se considerava a atuação dos agentes especuladores. Nesse circuito participa um maior número de agentes. O agente superavitário deposita os recursos nas empresas de administração de fundos (fundos mútuos, fundos de pensão, fundos de investimentos, *hedge funds*, companhias de seguro, etc.). Estes carregam em suas carteiras de ativos *securities* diversas, emitidas pelos tomadores de recursos. As emissões de *securities* pelos tomadores (empresas produtivas ou Estados soberanos) são realizadas através das instituições financeiras, que operam como *broker* (atuam como corretores de títulos e valores mobiliários, geralmente cobrando uma comissão). Os riscos de prazos e de crédito são bancados pelos fundos que compõem suas carteiras de ativos de forma a conseguirem carregar instrumentos de prazos mais longos através de depósitos de curtíssimo prazo. Além disso, os fundos figuram-se como emprestadores finais de recursos, enquanto os poupadores são os detentores de quotas destes, sendo assim, os riscos de perda do principal acabam pulverizados na malha de cotistas. A institucionalização dos especuladores termina por bancar o risco de preço (oscilações nas taxas de juros, câmbio, inflação, etc.), uma vez que a maioria das *securities* emitidas em diferentes moedas apresentam como características prazos relativamente longos e taxas de juros fixas. Essa atuação é pautada pela utilização dos derivativos financeiros, através dos quais os especuladores fazem trocas de taxas de juros fixas por flutuantes, ou de uma moedas para outra, entre os fundos e os tomadores de recursos. As *Credit Rating Agencies* (Agências de Classificação de Risco) são outro grupo de agentes que passa a participar ativamente desse circuito, sua função é montar parâmetros para a classificação de riscos dos diferentes agentes emissores de *securities*. A remuneração oferecida para cada instrumento lançado nesse mercado é estabelecida a partir dessa classificação (Mendonça, 1994: 59-60).

É essa dinâmica financeira predominante na economia americana, característica dos seus mercados de capitais, que se impôs como paradigma ao resto do mundo, fornecendo a dinâmica da globalização financeira, ancorada nos títulos do Tesouro americano, na dimensão e sofisticação dos seus mercados de ativos privados (ações, títulos e moedas), nos portfólios diversificados dos investidores institucionais, nas operações cambiais estruturadas com instrumentos derivativos pelos bancos e na atuação das grandes empresas americanas que se transnacionalizaram, levando suas formas de produção e de gestão.

Os contratos de derivativos financeiros desempenharam um papel extremamente relevante em todo esse processo. De modo geral, a introdução dos derivativos possibilita um melhor

gerenciamento microeconômico da posição credora e devedora das instituições financeiras e não-financeiras, face às oscilações nas taxas de inflação, de juros e de câmbio, nos preços das matérias-primas e dos produtos finais. Os derivativos permitem transformar incertezas financeiras em riscos, na medida em que o *hedge* constitui uma forma de seguro. Assim, propiciam um aumento da *previsibilidade* à medida que se opera o futuro no presente[224]. Porém, esses instrumentos se caracterizam pela transferência de riscos entre os agentes e esta possui um horizonte de tempo relativamente curto. Nos mercados organizados, os prazos máximos de negociação cobrem períodos de 12 a 16 meses. Embora os vencimentos com liquidez, isto é, aqueles em que é possível, a qualquer momento, abrir ou encerrar uma posição e que concentram a maioria dos negócios, sejam de prazos mais curtos. Em princípio, a repactuação periódica das operações de *hedge* poderia ser suficiente para assegurar a transformação das incertezas em riscos passíveis de serem monitorados por prazos mais longos. Entretanto, "as oscilações da base - diferença entre o preço à vista e o preço do futuro - podem inviabilizar a repactuação do *hedge*, em condições aceitáveis, pois incluem a taxa de juros vigente associada às expectativas sobre o futuro. Nos mercados de balcão, alguns derivativos, tais como FRAs, FXAs e os *swaps*, apresentam maiores possibilidades de alongamento dos prazos, embora o mercado tenha pouca liquidez para operações com maturidade superior a 3 ou 4 anos (ver tabela 6.2). No entanto, são úteis em operações de *hedge* para reduzir a incerteza financeira de prazos mais longos (inclusive elementos de decisões de investimento) em riscos passíveis de gerenciamento. Por enquanto, essas operações ocorrem em pequena escala, pois o elevado grau de alavancagem desses mercados faz com que um erro de concepção da transação acabe provocando resultados negativos potencializados ao longo de anos" (Farhi, 1997: 159). De qualquer modo, a evolução dos instrumentos derivativos no período recente permite antever, num horizonte não muito remoto, que a realização de *hedge* de longo prazo poderá reduzir as incertezas financeiras associadas aos processos de investimento produtivo.

---

[224] Na discussão sobre a incerteza, Vercelli (1991: 76-77) considera a hipótese de um variável grau de confiança nas projeções para o futuro dos agentes. Assim, propõe que se estabeleça uma distinção entre, num extremo, a incerteza simples ("risco") em que "apenas uma única distribuição de probabilidade é epistemologicamente possível e seu grau de confiança é máximo" e, noutro, uma definição de incerteza no sentido heurístico de Keynes (1936), denominada "incerteza-k", em que "nenhuma distribuição de probabilidades é considerada suficientemente confiável" (o caleidoscópio de Schacke, 1967). Entre esses dois extremos, pode haver um contínuo de acordo com o grau de confiabilidade da distribuição de probabilidades (ou peso do argumento). Essa hipótese permite apreender certos movimentos de preços que ocorrem nos mercado financeiros, pois a despeito da incerteza que predomina sobre a evolução futura de preços, as transações são efetuadas.

Tabela 6.2 - Maturidade dos Valores Nocionais dos Derivativos de Balcão

Contratos abertos em final de março de 1995/em percentagem

Categoria de Risco de Mercado/ Instrumentos	Total US$ bilhões	Até 1 ano	Entre 1 e 5 anos	Mais de 5 anos
Taxa de Câmbio	13.095	79	16	5
Forward e *Swaps* de Câmbio	8.699	89	10	1
Swaps de Moedas	1.957	25	51	24
Opções	2.379	89	7	5
Outros	61	-	-	-
Taxa de Juros	26.645	44	43	13
Forward Rate Agreements	4.597	88	12	0
Swaps	18.283	35	49	16
Opções	3.548	36	50	14
Outros	216	-	-	-
Ações e Índices de Bolsas	579	61	38	1
Forward e Swaps	52	41	54	2
Opções	527	62	37	1
Commodities	318	75	24	1
Forward e Swaps	208	72	26	2
Opções	109	80	19	1
Total	40.637	56	34	10

Nota: (a) Valores líquidos de dupla contagem de operações realizadas por intermediários em termos nacionais e internacionais.
Fonte: BIS (1996) *Central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity*. Basle.

Assim, empregados como instrumentos de *hedge*, os derivativos financeiros permitem a redução dos riscos contidos nas posições em seus ativos subjacentes, exercendo uma influência estabilizadora nos mercados de seus ativos subjacentes, melhorando a liquidez e propiciando um ajuste mais rápido dos preços a novas informações. Ademais, "os mercados derivativos financeiros formam um indicador da média das expectativas dos participantes nos mercados sobre a evolução futura dos preços dos mais diversos ativos" (Fahri, 1997: 275). Essa dimensão informacional dos preços exercida pelos derivativos financeiros representa um papel relevante na coordenação das expectativas dos agentes sobre a evolução futura das variáveis financeiras necessária à realização dos cálculos prospectivos das decisões econômicas (de produção e de investimento). Dessa forma, os mercados de derivativos financeiros podem ser considerados como uma inovação que impede a instabilidade das principais variáveis financeiras (taxa de juros e de câmbio, preço de *commodities*, etc.) de se espalhar por todo o sistema econômico. No entanto, Aglietta (1995) nos lembra que esse monitoramento das incertezas financeiras tornou-se possível com as funções desempenhadas pelos *market makers*, que atenuam as variações de fluxos resultantes dos rearranjos de portfólio dos investidores, assegurando a liquidez.

Os derivativos financeiros criados para permitir a redução e o gerenciamento dos riscos decorrentes da volatilidade dos ativos financeiros são, também e contraditoriamente, fonte de

riscos mais intensos, tanto no plano microeconômico da gestão das instituições financeiras e não-financeiras que os utilizam, como no plano macroeconômico. No que se refere aos aspectos microeconômicos, o elevado grau de alavancagem, que caracteriza a maioria desses instrumentos, faz com que sejam ideais para se tentar obter ganhos extraordinários (especulativos). São inúmeras as estratégias conduzidas pelas tesourarias dos bancos e das corporações, bem como pelos administradores de portfólio para imunizar seus investimentos quanto ao risco e/ou, simultaneamente, para desenvolver ganhos de capital. O problema é que apenas uma transação primária (empréstimo, exportação, investimento, etc.) induz uma cadeia de operações. Se cada um se desembaraça do seu risco, isso não significa que a soma dos riscos incorridos ao longo da cadeia não seja superior ao risco engendrado pela operação original (Bourguinat, 1995: 34). Ademais, a complexidade das operações aliada à falta de transparência dos mercados acarreta um aprofundamento do risco, à medida em que não se conhecem as posições (especulativas) assumidas por determinada contraparte[225].

Em termos macroeconômicos, o crescente aperfeiçoamento dos derivativos resultou na institucionalização da atividade especulativa dentro dos sistemas monetários, de crédito e de capitais. Além disso, a utilização dos derivativos, em especial as operações de balcão, engendrou um processo de intensa integração intra e entre mercados financeiros nacionais e *off-shore*. Os agentes passaram a realizar operações em mercados específicos que se mostram mais atraentes e seguros, uma vez que podem efetuar uma operações de *hedge* de juros e, sobretudo, de câmbio. Sendo assim, ao viabilizar uma maior integração dos mercados, o desenvolvimento desses instrumentos contribuiu para a elevação da capacidade de alastramento de disfunções ocorridas neste mercado para outros. Em suma, a multiplicação dos instrumentos de transferência de risco intensifica a interconexão dos vários segmentos do mercado, inclusive de alguns muito limitados, pouco conhecidos e munidos de um pequeno número de *market makers*. A propagação pode advir de um segmento (por exemplo as opções de câmbio ou de *swaps* de longo vencimento nos mercados de balcão), passando para outros (mercados organizados e mercados de títulos subjacentes aos derivativos), criando turbulências cuja intensidade depende do grau de liquidez dos sucessivos mercados.

Assim, os derivativos podem acentuar a instabilidade que eles não criam, sobretudo naqueles mercados muito alavancados. Nos períodos de turbulência (*crash* da Bolsa de Nova York em 1987, crise do mercado de bônus em 1994), os comportamentos miméticos e as operações por

---

[225] O crescimento dos novos mercados de derivativos pode reduzir a transparência das posições de mercado. Neste caso, os riscos aumentariam devido à redução da capacidade de reguladores e demais agentes de mercado interpretarem os sinais e controlarem os riscos adequadamente (Goodhart, 1994a: 30).

"rumores" acarretam muitas vezes um distanciamento das cotações com relação aos valores considerados fundamentais, as operações com derivativos seguem a tendência e a reforçam em vez de estabilizá-la. "Afinal de contas, essa *projeção* das operações virtuais que são os derivativos e que perturba na mesma proporção que ilumina os mercados, é realmente preocupante. O que ocorre com os *hedge funds* revela sem cessar que os derivativos estão no centro de um dos modos de gestão atuais mais especulativos e mais desmaterializados" (Bourguinat, 1995: 36-37).

No mesmo sentido, Kregel (1994: 169), a partir da desvalorização da lira e da libra esterlina em 1992, mostrou que se os especuladores de grande porte atacam uma moeda, fica difícil para os bancos centrais defendê-la simplesmente aumentando as taxas de juros. Essa medida pode até agravar o problema quando as posições cambiais estiverem protegidas por derivativos, cujos preços movem-se na mesma direção das taxas de juros. "Na presença de grandes volumes de investimentos de portfólios com mecanismos de *hedge* contra riscos de câmbio, um aumento na taxa de juros de uma moeda fraca pode ocasionar uma ampliação das pressões de venda mais do que uma redução (uma elevação da taxa de juros de uma moeda sob ataque especulativo provoca um aumento nos preços das opções de compra da moeda, ampliando a quantidade de contratos que devem ser realizados pelos intermediários para proteger suas posições). Assim, quando procuram fortalecer suas moedas aumentando as taxas de juros, os bancos centrais podem simplesmente estar apressando a desvalorização da moeda".

A existência de diversidade de opiniões entre os agentes é fundamental para o funcionamento dos mercados derivativos. Ou seja, pressupõe-se que haja avaliações distintas por parte dos agentes e que sejam compensadas entre si (*bull* e *bear* na linguagem keynesiana). Como se trata de um mercado de soma zero, os mecanismos de prevenção contra riscos de preço (derivativos de juros, câmbio, etc.) e de crédito (taxas de juros flutuantes, derivativos de crédito, etc.) são simples instrumentos de *transferência* de risco de um agente para o outro. Não existe de fato uma eliminação do risco. Ademais, não existe nenhum mecanismo de segurança que seja capaz de cobrir o risco do conjunto do sistema, em face de uma tendência de avaliação de risco que vá numa única direção (baixista). Quando os agentes decidem realizar as mesmas posições ao mesmo tempo, o mercado quebra. Assim, as operações de cobertura de risco - eficazes aos agentes tomados isoladamente - podem, devido à concentração de ordens em momentos de instabilidade, constituir um fator suplementar de desestabilização e de perda de liquidez, já que reforçam a unanimidade. A necessidade de obter

recursos monetários para liquidar posições pode transmitir a vulnerabilidade ao resto do sistema (Fahri, 1997: 272).

Em resumo, os instrumentos derivativos apresentam aspectos contraditórios. Por um lado, aumentam a previsibilidade dos agentes econômicos, pois possibilitam um processo de transferência de risco de preço e cumprem um papel de estabilização e coordenação das expectativas, reduzindo a incerteza, do ponto de vista microeconômico. Por outro lado, uma vez que operam alavancados, generalizando o "espírito especulativo" dos agentes, e como estão relacionados com amplas redes de transmissão, possuem um potencial para exacerbar a instabilidade dos mercados, do ponto de vista macroeconômico. Nas palavras de Fahri (1997: 297): "nascidos da volatilidade dos preços dos ativos financeiros, os mercados de derivativos alimentam-se dela e podem contribuir para acentuá-la em períodos de instabilidade financeira mais pronunciada. Mas, em que pese o fato de poderem agravar a ameaça potencial das crises sistêmicas, esses instrumentos permitem aos agentes lidar com as incertezas decorrentes dessa volatilidade e os ligam íntima e permanentemente às condições que lhes deram origem".

Num sistema baseado no mercado de capitais, a principal função dos bancos é a oferta de crédito às instituições financeiras e aos agentes que atuam nesse mercado, de modo a garantir o funcionamento do mercado à vista, isto é, garantir a liquidez das carteiras. Nesse sentido, o papel dos bancos não é tanto o carregamento dos títulos, mas o suprimento das necessidades de circulação, sendo o carregamento feito pelos poupadores, com destaque para os investidores institucionais. Porém, isso não significa que os bancos tornaram-se irrelevantes no processo de intermediação financeira por cinco razões principais. Em primeiro lugar, o crédito bancário ainda possui um peso residual considerável. Em segundo lugar, o sistema de pagamento precisa ser operado pelos sistemas bancários. Vale dizer, a liquidação das operações financeiras dos intermediários não-bancários precisa ser realizada pelo sistema bancário. Em terceiro lugar, o sistema bancário continua sendo o principal criador de liquidez, dada a faculdade emissora de crédito, associada à atuação do banco central. Em quarto lugar, os bancos entraram no jogo da intermediação dos ativos, seja como *market makers*, seja através de parcerias com fundos de pensão, companhias de seguro e fundos de investimento para operarem nos mercados de capitais. Geralmente, essas operações (derivativos, *commercial papers*, etc.) são fora de balanço. Em quinto lugar, os bancos continuam sendo o maior depositário de informações sobre as corporações não-financeiras. Portanto, mantêm um papel relevante na avaliação da qualidade dos projetos de investimento.

Contudo, o crescente envolvimento dos bancos comerciais nos mercados de capitais "significou que muito do dinheiro novo se destina a financiar os mercados de capitais, por meio de empréstimos bancários rotativos e linhas de crédito para investidores institucionais (por exemplo fundos mútuos, fundos de pensão), corretores, bancos de investimento subscrevendo novas emissões de títulos e os próprios emissores. Ao fornecerem fundos para diferentes agentes do mercado e eles mesmos comprarem mais títulos, os bancos tornaram vários mercados financeiros mais líquidos e, portanto, mais seguros. Sua oferta de fundos também facilitou o financiamento da aquisição de ativos por meio de empréstimos. Essa *alavancagem* multiplica o ganho potencial das negociações com ativos, ao reduzir a quantidade de capital próprio investido por cada investidor. Finalmente, os bancos comerciais têm sustentado o uso de ativos como garantia para empréstimos para financiar novas aquisições de ativos, prática conhecida como *piramidização*, que permite aos investidores constituírem fortes posições de negociação com muito pouco capital próprio" (Guttmann, 1996: 68).

Todo esse processo está progressivamente complexificando a administração das taxas de juros de curto prazo e de câmbio pelo banco central. No entanto, isso não implica em perda absoluta de controle sobre essas variáveis. Como afirma Tavares & Melin (1997: 12): "o mundo pós-Bretton Woods deixou de operar como um sistema de reservas bancárias e cambiais dos bancos centrais há muito tempo, pois desde que a moeda interbancária se endogeneizou à escala internacional, a questão que se coloca não é mais de padrão monetário, mas se há ou não uma moeda financeira de origem pública capaz de cumprir o papel na securitização. Esta moeda existe e é, naturalmente, o dólar, sob o comando da política monetária e cambial do Federal Reserve (e o Tesouro americano)".

Os procedimentos de intervenção do Federal Reserve nos mercados monetários descritos no capítulo 3 evidenciam três tendências[226]. Em primeiro lugar, identificamos uma restrição ao recurso do sistema bancário a créditos automáticos, ou um reforço do caráter punitivo das operações de redesconto pela transformação dessa taxa no limite superior do espectro de taxas de curto prazo do mercado monetário. Em segundo lugar, verificamos a diminuição do coeficiente de reservas exigido do sistema bancário e o uso limitado desse coeficiente como instrumento de política monetária. Em terceiro lugar, observamos o emprego crescente de operações de mercado aberto e de outros instrumentos de sintonia fina para administrar a oferta de reservas e minimizar os impactos sobre a liquidez sistêmica. Essas transformações sintetizam a busca de maior flexibilidade na administração da taxa de curto prazo, dotando a

[226] Para uma discussão mais geral sobre esses pontos, ver Kneeshaw & Van den Bergh (1989).

política monetária de instrumentos para lidar com choques adversos, volatilidade de expectativas e pressões do mercado cambial.

As operações de mercado aberto são realizadas com o objetivo de manter a taxa interbancária - *Federal funds rate* - dentro de um intervalo estreito de variação. As mudanças mais significativas na operacionalização da política monetária encontram-se no desenvolvimento de novas técnicas e instrumentos para administrar as reservas bancárias e a taxa de juros de curto prazo. Alguns desses instrumentos são semelhantes ao utilizados pelos mercados financeiros privados. Em alguns casos, pressupõem transações de mercado a preços cotados pelos dealers desses próprios mercados. Em outros, a taxa de juros aplicável pode ser administrada de forma mais flexível pelo Federal Reserve dado que as transações realizadas têm especificidades que as diferenciam das operações regulares de crédito de mercado.

As operações no mercado secundário de títulos públicos são transações de mercado balcão, sendo que os dealers primários, geralmente departamentos especializados dos grandes bancos comerciais e de investimento, controlam um volume significativo das ordens de compra e venda. Esses dealers são chamados a efetuar ofertas para os diversos títulos, com diferentes maturidades. As alocações entre os dealers são realizadas pelo melhor preço de oferta que varia até o volume desejado de títulos seja colocado ou comprado. O contexto institucional dessas operações é distinto das operações de administração da dívida pública, conduzidas pelo Tesouro. A implementação da política monetária consiste essencialmente em compras e vendas no mercado secundário, conduzidas pelo Federal Reserve. Entre os novos instrumentos utilizados pelo banco central americano, destacamos as operações de mercado com títulos governamentais, moedas estrangeiras e outros ativos com ou sem cláusulas de recompra, ou as operações reversas.

Nos últimos anos, o Federal Reserve vem fazendo uso crescente das operações reversas para melhor regular seus mercados monetários. As transações de compra reversa (*Repurchase Agreement*), que consistem na compra de títulos com cláusula para recompra a um determinado preço em uma data futura preestabelecida, tornaram-se um instrumento fundamental na expansão temporária das reservas bancárias. Ao mesmo tempo, a venda e recompra (*Matched Sale Purchase Transaction*) servem como veículos de absorção temporária de reservas, sem efeito significativo no preço dos títulos subjacentes.

Esses dois tipos de instrumentos podem também ser empregados no mercado cambial. As operações reversas com divisas procuram estabilizar a taxa de câmbio e minimizar o impacto das variações cambiais nas taxas do mercado monetário. As reservas em dólares dos principais

bancos centrais são aplicadas em títulos do Tesouro americano ou no euromercado. À medida que variações dessas reservas se refletem nos movimentos de depósitos junto ao Federal Reserve, seus efeitos na disponibilidade de reservas bancárias domésticas são constantemente compensados por meio de operações de mercado aberto, alterando a taxa interbancária. Apesar de as reservas em divisas do Federal Reserve e do Tesouro serem pequenas são suplementadas, sempre que necessário, por *swaps* de divisas com outros bancos centrais (Miranda, 1996: 54-56).

Desde a "diplomacia do dólar forte", um controle rigoroso do Federal Reserve sobre a taxa de juros e de câmbio, marcou a evolução das políticas de globalização financeira dos Estados Unidos, "praticando abertamente uma política monetária e cambial violentamente intervencionista", independente do estágio no ciclo econômico (Tavares & Melin, 1997). Assim, o principal mecanismo de regulação desse sistema de acumulação financeira que se globalizou é a política monetária americana. Vale dizer, a política monetária dos principais países tem uma tendência a se mover de forma interdependente/interconectada com o Federal Reserve estabelecendo a direção básica. A interdependência dos sistemas financeiros nacionais num contexto de crescente liberalização dos movimentos de capitais, com portfólios cada vez mais plurimonetários, implica que uma simples tensão nas taxas dos títulos públicos de trinta anos do Tesouro americano pode abalar toda a estrutura das taxas de juros, e não apenas o segmento dos títulos. Por efeito indireto, afeta o segmento das ações e, através das exigências de margens, o dos futuros de índices, etc. Como afirma a revista *Business Week* (republicado na *Gazeta Mercantil*, 7.11.1997, p. B-20): "afinal o que acontecer no mercados dos Estados Unidos dará o tom ao resto do mundo". Assim, a globalização financeira pode difundir, às vezes de forma devastadora, os impulsos desestabilizadores, produzidos nos pontos nevrálgicos dos mercados. Na crise das bolsas de valores de outubro de 1997, assistimos a esse fenômeno de contágio de uma forma sem precedentes, o movimento de queda dos valores das ações se iniciou em Hong Kong, se alastrou pela Ásia, Europa e rebateu nos Estados Unidos, acompanhando a mudança nos fusos horários.

A dimensão internacional da política monetária americana decorre da combinação de vários fatores, tais como a hierarquização e a heterogeneidade própria da "mundialização do capital" e o papel desempenhado pelos Estados Unidos, a interconexão dos mercados de títulos privados, ações e moedas, e o crescimento da participação de não-residentes no financiamento do déficit público e, por conseguinte, da dívida pública americana.

Os dados para investimentos estrangeiros nos EUA, divulgados pela Securities Industry Association, mostram que em 1996 atingiram um valor sem precedentes de US$ 480 bilhões: a circulação financeira absorveu US$ 384 bilhões, numa combinação de demanda por papéis de renda fixa e por ações, enquanto que o investimento direto representou apenas 1/5, US$ 96 bilhões. No final de 1996, o estoque de investimentos estrangeiros em ativos financeiros atingiu US$ 2,4 trilhões. Os investidores japoneses detinham US$ 277,9 bilhões em títulos do Tesouro americano, e os ingleses, US$ 190,1 bilhões (Schwartz, 1997).

Os títulos do Tesouro americano em poder de investidores estrangeiros chegaram a US$ 1,1 trilhão no final de 1996. Apenas nesse ano houve um crescimento de quase 33%. É o dobro do que os estrangeiros detinham em 1992 (US$ 549,7 bilhões). Eqüivale ainda a 33,2% de todos os papéis do Tesouro americano em mãos privadas. Isso num período em que as taxas de juros nos EUA ficaram estáveis ou caíram. Os investidores americanos também procuraram ativos estrangeiros, comprando US$ 57,9 bilhões em ações, o segundo valor mais alto da história. O recorde continua sendo o ano de 1993, quando as compras por americanos nas bolsas do resto do mundo alcançaram o valor de US$ 62,7 bilhões. Destes, apenas 22%, ou seja, US$ 13 bilhões foram direcionados aos mercados emergentes. A Ásia recebeu cerca de 60% (US$ 8,1 bilhões) e a América Latina ficou com apenas US$ 3,2 bilhões, dos quais US$ 2,5 bilhões foram para o Brasil.

Esses dados mostram por que os Estados Unidos se tornaram o epicentro da globalização financeira. Assim, torna-se possível compreender por que as decisões sobre as taxas de juros nos EUA afetam os mercados do mundo todo. A riqueza financeira mundial está extremamente concentrada em títulos denominados na moeda americana e as decisões do Federal Reserve e do Tesouro são decisivas em seus processos de valorização/desvalorização. Como maior devedor do mundo, os Estados Unidos dependem dos fluxos de financiamento do exterior e, portanto, da necessidade de garantir a confiança dos investidores nos títulos do Tesouro. Isso implica a manutenção de uma taxa de juros real positiva para evitar a fuga de capitais, fundando o que Chesnais (1996b: 262) denomina de um regime de taxa de juros real positiva. Inicialmente muito elevadas (entre 12% e 8%, em termos reais, de 1980 a 1984), as taxas de juros foram progressivamente caindo, à medida que o regime de financiamento das demandas públicas e privadas de liquidez nos mercados de capitais foram se estendendo para outros países.

Formou-se, então, a partir dos Estados Unidos um sistema financeiro aberto e integrado, que busca a manutenção de um rendimento real positivo. No sistema de crédito característico do

pós-guerra, o relevante era a manutenção dos fluxos de financiamento pelos bancos comerciais e pelo Federal Reserve; nos mercados de capitais contemporâneos o relevante é a permanente avaliação dos estoques, pois o ajuste ocorre na variação dos preços dos ativos[227]. De acordo com Belluzzo (1993: 15-16): "os mercados de capitais, de maneira geral, tendem a individualizar as perdas, isto é, descarregar sobre os agentes privados o risco da inadimplência ou da iliquidez. Isso significa que essas formas são intrinsecamente deflacionárias. Dito de outra forma: as tensões de iliquidez ou de inadimplemento que surgem em algum ponto do sistema são 'resolvidas' pela queda de preços dos instrumentos financeiros. Essas características contrastam com as tendências 'inflacionárias' implícitas no sistema de crédito em que as situações de iliquidez e possibilidade de 'quebra' eram enfrentadas pelo Banco Central por meio do redesconto ou de ações de *last resort*. Por isso mesmo, nos novos mercados financeiros a informação elaborada pelas agências de avaliação de crédito torna-se um elemento fundamental na decisão dos investidores".

A gestão dos estoques de ativos fica submetida a uma grande vulnerabilidade das taxas de juros às expectativas de inflação, a fim de manter um retorno real positivo. A taxa de inflação constitui uma ameaça permanente de desvalorização da massa de riqueza financeira. O sistema torna-se intrinsecamente "desinflacionista": a inflação é um tumor que precisa ser eliminado, estabelecendo um viés deflacionário nas políticas macroeconômicas para evitar ataques especulativos contra as moedas. As taxas de juros devem permanecer relativamente baixas para possibilitar a digestão dos processos especulativos e de sobreendividamento nos ciclos de negócios cada vez mais curtos[228].

Uma pronunciada e súbita reversão do ciclo de "inflação de ativos" pode acarretar o aparecimento de desequilíbrios patrimoniais. "Aos primeiros sinais de aquecimento do nível de atividade e diante da percepção de que os ativos estão sobrevalorizados e de que as taxas de juros de longo prazo estão baixas - diante da inflação projetada - os agentes mais ágeis atiram primeiro e precipitam um *sell off*, provocando uma espiral baixista dos preços dos títulos e,

---

[227] Sobre os processos de ajuste por variações de preços dos ativos, ver Goldstein *et alii* (1994: 2-6), que descreve a crise e os ajustes no mercado de bônus, no início de 1994.

[228] Na comunidade financeira, no Tesouro e no Federal Reserve Board, generaliza-se a convicção de que a capacidade de crescimento não-inflacionário da economia americana ficou limitada entre 2 e 2,5%, uma taxa de expansão de 4,1% seria perigosamente elevada. Isso porque a inflação decorrente de um crescimento acelerado ameaçaria desvalorizar os estoques de ativos (cambiais, acionários, de títulos, imobiliários, etc.). A economia financeira, à qual o Federal Reserve reage, está mais preocupada com a inviolabilidade do mercado de títulos e associa a expansão mais baixa à solidez financeira. Segundo a revista *Business Week* (15.4.96): "embora o índice dos preços ao consumidor tenha subido a uma taxa de apenas 3% ou menos durante cinco anos consecutivos, os mercados financeiros reagem com sinais de 'inflacionofobia' à primeira elevação de um preço".

conseqüentemente, as taxas de juros longas se elevam abruptamente. Com isso, o mercado emite sinais para as autoridades monetárias de que considera adequada e, ao mesmo tempo, inquietante a elevação das taxas de juros curtas. Isto explica, aliás, o aumento da volatilidade dos preços (e das taxas longas) durante as etapas de baixa do ciclo financeiro. Parece ser uma peculiaridade destes mercados de riqueza e de sua dinâmica cíclica, a endogeneização dos movimentos da taxa de juros longa e a subordinação do manejo das taxas curtas às expectativas que comandam as alterações no curso das primeiras" (Coutinho & Belluzzo, 1996: 133-134).

A condução da política econômica torna-se sensivelmente mais constrangida pela forma de atuação desses mercados globalizados. A exacerbação dos comportamentos especulativos e os volumes empregados exercem uma verdadeira "tirania" sobre as políticas econômicas e constrangem as autoridades a não interferir nas suas antecipações. Os não-residentes detêm parcela crescente da dívida pública dos principais países industrializados. A magnitude dos títulos públicos em poder de investidores estrangeiros, bem como a liberalização dos mercados reforçam consideravelmente o elo entre a política fiscal (sobretudo da dívida pública) e a taxa de câmbio, e através dessa relação, também com a política monetária[229]. Qualquer ampliação do gasto público e, por conseguinte, da dívida pública, pode provocar desconfiança nos investidores estrangeiros quanto à viabilidade futura de se honrarem os contratos de dívida. Essa desconfiança poderia desencadear um movimento de saída de capitais (ataque especulativo a moeda nacional) com profundas conseqüências desestabilizadoras. Então, as políticas nacionais ficam sob uma severa vigilância dos investidores, impondo maior rigidez à política fiscal e elevação da taxa de juros (dado um maior prêmio de risco).

Em suma, o mercado financeiro global torna-se um *censor permanente* das políticas econômicas nacionais. Segundo Bourguinat (1995: 49): "o campo de possibilidades das escolhas públicas foi ampliado pelas finanças internacionais, mas também claramente restringido, de tal forma que se pode, desde já, perguntar se não estamos indo em direção a uma 'tirania dos mercados financeiros'?"[230].

---

[229] Cf. Bourguinat (1995: 51, grifo no original): "em um mundo de mobilidade dos capitais em que os mercados tendem a explorar todas as oportunidades de lucro, todo acordo regional de taxas de câmbio fixas tendem a permanecer no foco dessa *enorme lente, que constitui o mercado financeiro globalizado cada vez mais especulativo*".

[230] No mesmo sentido, Belluzzo (1995: 19): "a nova finança e sua lógica tornaram-se decisivas por sua capacidade de impor vetos às políticas macroeconômicas. Esse poder de veto dos mercados financeiros se impõe a todas as economias, ainda que de forma diferenciada. Os Estados Unidos, por exemplo, emissores e gestores da moeda-reserva internacional, dispõem de maior raio de manobra para executar políticas fiscais e monetárias expansionistas, desde que aceitem o risco permanente de ataques especulativos contra

Finalmente, nesse mercado de capitais globalizado o financiamento da acumulação produtiva torna-se mais seletivo, amplificando a heterogeneidade: as empresas que não dispõem de uma boa classificação de risco são excluídas ou devem pagar taxas de risco muito elevadas[231]. "Os mercados de capitais são mais sensíveis à avaliação do risco, o que determina uma maior seletividade na escolha dos papéis oferecidos à consideração dos gestores de carteira" (Belluzzo, 1995: 18), a despeito da natureza globalizada dos mercados que permite às grandes empresas amplo acesso aos mecanismos de *hedge* e de precaução contra oscilações nas taxas de câmbio e nas condições de crédito nos diversos países onde atuam. Além disso, no contexto da globalização financeira, os rendimentos das corporações são constantemente monitorados pelos investidores institucionais (fundos mútuos, fundos de pensão e companhias de seguro, etc.), detentores de grandes carteiras de ações, que têm a possibilidade de comparar tal rendimento aos demais ativos financeiros. Assim, os grupos empresariais precisam ser eminentemente rentáveis. Essa rentabilidade não pode mais ser ancorada unicamente na produção e comercialização do grupo e de suas filiais, mas deve incluir operações ativas nos mercados financeiros mundializados, inclusive no mercado de câmbio[232].

O crescimento dos investidores institucionais determina alterações importantes, nem de longe concluídas, nas formas de entrelaçamento entre as finanças e a indústria. Parte significativa de seus ativos financeiros está sob a forma de pacotes de ações, de maior ou menor vulto, porém suficientes para ditar as estratégias dos grupos industriais. Dessa forma, os investidores institucionais influem no comportamento do investimento ou acentuam suas características, fortalecendo a propensão às fusões e aquisições, priorizando investimentos de reestruturação e racionalização, pressionando por reduções de custos, inclusive de pessoal e automatizando de forma acelerada, etc. Trata-se de condicionar as decisões de produção e de investimento diante do objetivo dos investidores de portfólio, mediante transformações no regime de *corporate*

---

o dólar e administrem adequadamente as tensões que se manifestam através da elevação imediata das taxas de juros de longo prazo, quando o crescimento é julgado 'excessivo' pelos mercados".

[231] São as grandes corporações que têm acesso aos mercados organizados de novos títulos financeiros: "colocação de títulos e financiamento internacional ainda são alternativas acessíveis somente a poucas empresas muito grandes, competitivas e em expansão. Tamanho, reputação e credenciais são condições essenciais para levantar fundos nos mercados financeiros internacionais. Estimativas recentes sugerem que aproximadamente cem empresas européias e algumas centenas de americanas e japonesas cumprem tais requisitos" (OECD, 1987: 167).

[232] Ademais, "ao longo de anos 1975-1990, os países industrializados também assistiram a uma notável ampliação do leque de formas de apropriação e centralização, por parte das grandes empresas, de valores produzidos, fora das suas 'fronteiras de companhia', por outras empresas menores, ou mais vulneráveis" (Chesnais, 1994: 82). Os acordos de cooperação científica e técnica com laboratórios públicos e universitários muitas vezes comportam ingredientes desse tipo, assim como o leque de relações de terceirização industrial sobre as quais se constróem as "empresas-rede".

governance, exacerbando a busca de um rendimento financeiro mínimo de curto prazo, ancorado num lucro patrimonial (ganhos de capital na gestão dos estoques).

Os diversos administradores de dinheiro buscam a maior rentabilidade possível dos ativos e, portanto, procuram uma taxa de juros elevada (*high-expected-return*) com liquidez a curto prazo, o que contrasta com as necessidades de financiamento das empresas (taxa de juro inferior à taxa de retorno esperada dos investimentos)[233]. Isso faz com que o financiamento da inovação tecnológica fique mais problematizado dado o maior risco, o resultado é uma redução na taxa de crescimento do investimento e do PIB (tabela 6.3). Nos primeiros cinco anos da década de 90, a relação entre o investimento privado líquido e o PIB situou-se em torno de 13% e, a taxa de crescimento do PIB ficou em torno de 2%, após expansões médias de 2,8% na década de 80, 3,6% na de 70 e 5% na de 60[234].

Segundo Minsky (1994: 20): "tendências recentes indicam que os fundos mútuos tornaram-se o principal investimento das famílias e a precípua fonte de financiamento das empresas. O passivo dos fundos é administrado na forma de portfólios, continuamente avaliados pelos mercados. As técnicas de investimento dos fundos mútuos utilizam principalmente os instrumentos que podem ser negociados a partir de informações gerais disponíveis, ao contrário das informações privadas presentes num processo de contratação de um empréstimo bancário". Noutras palavras, o sistema de financiamento da economia americana está fundado num passivo incerto, continuamente avaliado pelo mercado, bem como num sistema de pagamento baseado numa carteira de ativos públicos e privados, geridos sob a forma de

---

[233] De acordo com Minsky (1994: 22): "há duas interfaces entre o financiamento e o processo de inversão: os mercados financeiros participam da determinação do nível de preços dos ativos de capital e da alavancagem de fundos, tanto para o investimento como para a manutenção de ativos em portfólios".

[234] A despeito das mudanças introduzidas pelos instrumentos derivativos no conceito de incerteza, pois torna-se possível operar o futuro no presente, gostaríamos de chamar a atenção para o tratamento que Keynes dava ao problema das mudanças profundas ocorridas no capitalismo moderno, particularmente nos elementos que influenciam a decisão de investir. Keynes (1936: 111) argumentava que "as decisões de investir do velho tipo eram, em grande medida, irrevogáveis, não só para a comunidade em conjunto, senão também para os indivíduos. Com a separação entre a propriedade e a direção que prevalece atualmente e com o desenvolvimento dos mercados financeiros, entrou em jogo um fator novo de grande importância que às vezes facilita o investimento, mas também contribui sobremaneira para agravar a instabilidade do sistema. Na ausência de bolsas de valores, não há sentido em tentar reavaliar com freqüência um investimento com o qual estamos comprometidos. Mas as bolsas de valores reavaliam os investimentos todos os dias e essas reavaliações proporcionam freqüentes oportunidades aos indivíduos (ainda que não à comunidade em seu conjunto) para revisar suas aplicações. (...) As reavaliações diárias das bolsas de valores, ainda que sejam feitas com o objetivo principal de facilitar a transferência entre os indivíduos de investimentos passados, exercem inevitavelmente influência decisiva sobre a taxa de investimentos correntes. Isso porque não tem sentido criar uma nova empresa incorrendo em um gasto maior do que aquele com que se pode comprar outra igual já existente (...). Por isso, certos investimentos estão regulados pela média das expectativas daqueles que negociam nas bolsas de valores, tal como se manifesta no preço das ações, muito mais que pelas expectativas genuínas do empresário profissional".

investimento de portfólio pelos investidores institucionais, o que constitui um padrão profundamente instável de gestão da riqueza. No entanto, a globalização dessa forma de gestão da riqueza está induzindo um progressivo alinhamento de todos os sistemas econômicos com o americano.

Tabela 6.3 - Alguns Indicadores Macroeconômicos da Economia Americana (1959-94, anos selecionado)

	PIB (a)	Investimento Privado Bruto (a)			Investimento Privado Líquido (a)	IPB/PIB	Taxa de Crescimento do PIB	Deflator do PIB (c)	IPC	Produti -vidade
		Doméstico	IEL(b)	Total						
1959	494,2	78,8	-1,2	77,6	34,2	15,7	8,7	2,8	1,7	2,5
1960	513,3	78,7	3,2	82,0	32,4	15,9	3,9	1,6	1,4	1,6
1965	702,7	118,0	6,2	124,2	60,7	17,6	8,4	2,5	1,9	2,7
1970	1.010,7	150,3	4,9	155,2	61,5	15,3	5,3	5,4	5,6	1,4
1971	1.097,2	175,5	1,3	176,8	78,0	16,1	8,6	5,4	3,3	3,3
1972	1.207,0	205,6	-2,9	202,7	95,7	16,7	10,0	4,6	3,4	3,2
1973	1.349,6	243,1	8,7	251,8	122,7	18,6	11,8	6,4	8,7	2,5
1974	1.458,6	245,8	5,1	250,9	105,5	17,2	8,1	8,7	12,3	-1,9
1975	1.585,9	226,0	21,4	247,7	60,9	15,5	8,7	9,6	6,9	2,4
1976	1.768,4	286,4	8,8	295,2	103,6	16,6	11,5	6,3	4,9	2,9
1977	1.974,1	358,3	-9,2	349,1	153,1	17,6	11,6	6,9	6,7	1,7
1978	2.232,7	434,0	-10,7	423,3	199,3	18,9	13,1	7,9	9,0	0,6
1979	2.488,6	480,2	2,0	482,2	207,8	19,3	11,5	8,6	13,3	-1,1
1980	2.708,0	467,6	11,5	479,1	155,7	17,6	8,8	9,5	12,5	-0,8
1981	3.030,6	558,0	9,5	567,5	195,6	18,7	11,9	10,0	8,9	1,3
1982	3.149,6	503,4	-2,5	500,9	104,3	15,9	3,9	6,2	3,8	0,1
1983	3.405,0	546,7	-35,0	511,7	128,2	15,0	8,1	4,1	3,8	2,3
1984	3.777,2	718,9	-94,0	624,9	285,6	16,5	10,9	4,4	3,9	2,4
1985	4.038,7	714,5	-118,1	596,5	260,0	14,7	6,9	3,7	3,8	1,4
1986	4.268,6	717,6	-141,7	575,9	239,1	13,4	5,7	2,6	1,1	2,1
1987	4.539,9	749,3	-155,1	594,2	247,1	13,0	6,4	3,2	4,4	1,0
1988	4.900,4	793,6	-118,0	675,6	259,6	13,7	7,9	3,9	4,4	1,0
1989	5.250,8	832,3	-89,3	742,9	251,9	14,1	7,2	4,4	4,6	-0,7
1990	5.546,1	808,9	-78,5	730,4	206,2	13,1	5,6	4,4	6,1	0,7
1991	5.724,8	744,8	8,1	752,9	118,3	13,1	3,2	3,8	3,1	1,3
1992	6.020,2	788,3	-56,6	731,7	129,8	12,1	5,2	2,8	2,9	3,0
1993	6.343,3	882,0	-92,3	789,8	213,0	12,4	5,4	2,2	2,7	1,5
1994	6.738,4	1.032,9	-143,2	889,7	322,0	13,2	6,2	2,1	2,7	-

Notas: (a) US$ bilhões;
(b) Investimento Estrangeiro Líquido = Saldo Comercial e de Serviços + Renda Líquida de Fatores - Transferências Líquidas;
(c) Rendimento por hora dos trabalhadores.
Fonte: Board of the Federal Reserve System, *Federal Reserve Bulletin*, vários números.

Vários problemas podem surgir dessa nova dinâmica financeira globalizada[235]. O principal é o recrudescimento dos processos especulativos e o aumento da instabilidade financeira através da maior volatilidade no preço dos ativos (cambial, acionário, de títulos e imobiliário). Se o desenvolvimento dos instrumentos derivativos viabiliza maior flexibilidade e proteção ao risco individual, também introduz novos riscos, sobretudo em nível agregado, uma vez que aumenta a opacidade dos sistemas financeiros, com profundos riscos de ruptura. Dada a crescente

[235] Cf. Paulo Arantes, Revista *Teoria & Debate*, Ano 8, No. 30, São Paulo: "ninguém consegue conviver com a idéia inimaginável de que uma economia totalmente monetária seja de fato inviável na prática; não só o Estado mas também os empreendimentos privados de toda ordem empenham seu futuro em lucros fictícios".

interpenetração, o risco sistêmico assume amplitude planetária. Por "risco sistêmico" entendemos o risco de instabilidade global que resulta da propagação dos movimentos especulativos nos mercados, quando a interação dos comportamentos individuais, longe de desembocar em ajustes corretivos, agrava os desequilíbrios. A "crise sistêmica" está ligada ao funcionamento do próprio sistema e não basta uma melhor repartição dos riscos individuais através da diversificação dos portfólios. Ela só pode ser resolvida por uma regulação de origem externa (extra-mercado), efetuada pelas autoridades monetárias (Aglietta, 1995: 72). Porém, Braga (1995: 37) defende que o risco sistêmico é "menos o de uma catástrofe análoga à da década de 30 e mais esta instabilidade mesma, que não abre plenamente um novo horizonte de desenvolvimento com estabilidade monetária, distribuição de renda e dos frutos do progresso técnico".

Alguns autores (Barber & Ghilarducci, 1993: 289; Guttmann, 1994: 293; Kurz, 1996; Tavares & Melin, 1997: 9) referem-se a esse regime de finanças mundializado como "capitalismo-cassino". Uma referência a Keynes (1936: 115-116, grifos no original): "se me é permitido aplicar o termo *especulação* à atividade que consiste em prever a psicologia do mercado e o termo *empreendimento* à que consiste em prever a renda provável dos bens durante toda sua existência, de modo algum se pode afirmar que a especulação sempre prevaleça sobre o empreendimento. À medida que progride a organização dos mercados de investimento, o risco de um predomínio da especulação, entretanto, aumenta. Num dos maiores mercados de investimento do mundo, a saber, o de New York, a influência da especulação (no sentido da palavra acima exposto) é enorme. Mesmo fora do campo das finanças, a tendência dos americanos é atribuir um interesse excessivo na descoberta do que a opinião julga ser a opinião média e esse pender nacional encontra seu castigo na Bolsa de Valores. Afirma-se ser raro um americano investir, como o fazem ainda muitos ingleses, 'para obter uma renda' e, que somente na expectativa de um ganho de capital está disposto a adquirir um título. Isso é apenas outra maneira de afirmar que, quando um americano compra um investimento, está colocando suas esperanças não tanto em sua renda provável, mas em uma mudança favorável nas bases convencionais de avaliação, ou seja, que ele é, no sentido dado acima, um especulador. Os especuladores podem não causar dano quando são apenas bolhas num fluxo constante de empreendimento, mas a situação torna-se séria quando o empreendimento se converte em bolhas no turbilhão especulativo. Quando o desenvolvimento do capital em um país se converte em subproduto das atividades de um *cassino*, o trabalho tende a ser malfeito. A medida do êxito obtido por Wall Street, considerada uma instituição cuja finalidade social

precípua é conduzir os novos investimentos pelos canais mais produtivos em termos de rendimento futuro, não pode ser apontada como um dos mais brilhantes triunfos do capitalismo do tipo *laissez-faire* - o que não é de surpreender, se é verdade, como penso, que os mais brilhantes cérebros de Wall Street se orientam, de fato, para um fim diferente. Essas tendências são uma conseqüência quase inevitável do êxito de se terem organizado os mercados de investimentos 'líquidos'".

Strange (1986: 1) inicia seu livro com essa mesma metáfora: *the global casino of high finance*. "O sistema financeiro ocidental está cada vez mais parecido com um amplo cassino. Todos os dias desenrolam-se jogos nesse cassino, que envolvem somas de dinheiro tão altas que são difíceis de imaginar. À noite, os jogos continuam no outro lado do mundo. Os quarteirões com torres de escritórios que dominam todas as grandes cidades do mundo estão lotados de jovens, que fumam sem parar, todos participando desses jogos. Seus olhos estão fixos nos movimentos das telas dos computadores que mostram as variações nos preços. Eles jogam por telefone intercontinental ou apertando teclas dos computadores. São iguais aos apostadores nos cassinos, observando a barulho de rotação da bola prateada sobre a roleta, colocando suas fichas sobre o vermelho ou preto, números ímpares ou pares. Como no cassino, atualmente, o mundo das altas finanças oferece aos apostadores uma variedade de jogos. Em vez de roleta, vinte-e-um (*blackjack*), ou pôquer, há transações a serem efetuadas no mercado de moedas estrangeiras, de bônus, de títulos governamentais ou de ações. Em todos esses mercados podem-se fazer apostas sobre o futuro, com transações a termo ou comprando e vendendo opções e toda sorte de outras complexas invenções financeiras. Alguns jogadores - sobretudo os bancos - entram com enormes apostas, mas há também muitos operadores pequenos. Há ainda os consultores financeiros, vendendo 'conselhos' e os espalhadores de boatos para os crédulos. Os crupiês desse cassino financeiro global são os grandes banqueiros e corretores. Eles estão jogando em favor da mesa, mas no longo prazo, são eles que se saem melhor."

Não há dúvida de que esse comportamento foi levado ao paroxismo com a globalização financeira, que trouxe consigo uma nova regulação financeira mundial marcada pela lógica dos investidores de portfólios, procurando "otimizar" globalmente os rendimentos financeiros líquidos, através de operações que visam antecipar as variações dos preços dos ativos nos diferentes mercados e, assim, obter ganhos de capital, inclusive utilizando os instrumentos derivativos. Bourguinat (1995: 11) chamou esse processo de "economia internacional de especulação". A especulação definida como uma operação que não tem nenhuma finalidade além do lucro que pode gerar. Tais operações desejadas por si mesmas, e que se baseiam na

antecipação da variação dos preços dos ativos para realizar um lucro a partir de uma tomada de posição, atingiram uma proporção sem precedentes. Ou seja, o motivo especulação (Keynes, 1936) penetrou profundamente nas finanças contemporâneas[236]. A multiplicação dos ativos dos investidores institucionais, inclusive dos *hedge funds*, e a possibilidade crescente de uma gestão multimercados abriram caminho para operações até então confinadas a um grupo muito restrito de operadores especializados. A diversificação internacional torna-se cada vez mais um imperativo, o que tende a aumentar a parcela dos ativos estrangeiros nos portfólios. As compras (vendas) dos ativos estrangeiros se fazem de acordo com considerações relativas às taxas de câmbio e aos diferenciais de rendimentos esperados. Isso se torna verdadeiramente uma obsessão das diferentes tesourarias e, assim, a linha divisória entre uma gestão prudente e uma especulação fica cada vez mais tênue. Utilizando os derivativos financeiros, que causaram "uma profunda desmaterialização das finanças", os investidores procuram gerenciar os riscos das taxas de juros e de câmbio, mas também explorar as oportunidades de um mercado que se ampliou extraordinariamente ao se globalizar (Bourguinart, 1995: 22).

Fahri (1997: 163-164) levanta a hipótese de que o crescimento e o aprofundamento dos mercados derivativos financeiros implicaram alterações no próprio conceito de especulação financeira. Atualmente, especula em ativos financeiros aquele que detém uma posição no mercado à vista ou de derivativos sem uma posição oposta no outro. Vale dizer, "consideramos como especulação as posições líquidas, compradas ou vendidas, num mercado de ativos financeiros (à vista ou de derivativos) sem cobertura por uma posição oposta no mercado, com outra temporalidade no mesmo ativo ou num ativo efetivamente correlato. Essa definição permite estabelecer a distinção entre as posições especulativas, de *hedge* e de arbitragem. Posições líquidas compradas ou vendidas num mercado de ativos financeiros são, evidentemente, mantidas para tirar benefício de um esperado movimento de preços. Mas, após a criação dos mercados de derivativos financeiros e a sua difusão à maioria dos ativos, é o fato de as posições serem mantidas líquidas, sem cobertura por uma posição oposta em outra temporalidade e no mesmo ativo, ou num ativo correlato, que as caracteriza como especulativas, e não o fato de serem resultantes de uma expectativa concernente aos preços, já que esta permeia todos os tipos de operações realizadas nos mercados".

---

[236] Na verdade, com os instrumentos derivativos a especulação passa a determinar o comportamento de todos os agentes (financeiros e não-financeiros). A título de ilustração, vejamos o que o investidor George Soros entende por atividade especulativa: "de certo ponto de vista, qualquer investimento é uma especulação. Você aposta um tanto de dinheiro, esperando ganhar uma soma maior, num negócio cujo futuro não pode ser previsto. Qualquer fundo de investimento que produz lucro pode ser descrito como especulativo" (Revista *Veja*, 1.5.96).

De todo modo, os sistemas monetários não possuem âncoras e a única possibilidade de operarem de forma estável é que o passado continue a se reproduzir no presente, determinando as expectativas do futuro (Belluzzo & Almeida, 1990). Vale dizer, a instabilidade é da natureza das economias monetárias e a criação endógena de moeda pelos agentes privados (bancos e empresas) constitui um modo de alavancar e prolongar a fase expansiva do ciclo, quando perspectivas de lucros crescentes sustentam a confiança daqueles agentes, mas não de evitar a iliquidez quando a conjuntura é desfavorável. Com o perdão do prosaico, existe uma metáfora nos mercados financeiros que indica essa forma de atuação dos sistemas monetário-financeiros: os bancos lhe fornecem um guarda-chuva se tiver sol, mas o tomarão de volta se começar a chover.

Diante da instabilidade intrínseca das economias monetárias, impõe-se a necessidade de um *lender of last resort* capaz de garantir a segurança dos sistemas monetário-financeiros nacionais. A autoridade monetária, como emprestador de última instância, deve assegurar o valor das estruturas de ativos, refinanciando as carteiras das instituições com problemas de liquidez. "Se não se consegue controlar a expansão de crédito em um *boom*, pode-se ao menos tentar interromper a limitação de crédito, em uma crise" (Kindleberger, 1978: 212). Além disso, a internacionalização das economias capitalistas exige um *lender of last resort* mundial, isto é, que algum ou alguns países se responsabilizem pela estabilidade do sistema como um todo.

A partir do segundo pós-guerra, o Federal Reserve e os grandes bancos que operam nos mercados monetários institucionalizaram a oferta de linhas de créditos aos setores que cresceram nos movimentos financeiros especulativos. As funções de *lender of last resort* foram estendidas também às instituições que operam nos mercados de capitais, o que possibilitou absorver o *crash* da Bolsa de Valores de Nova York em 1987, o colapso do mercado de *junk bonds* em 1989 e do mercado de bônus em 1994, e a desvalorização dos Tesobonus mexicano no final de 1994. Contudo, o banco central não tem poder ativo de reorganizar esses mercados, podendo apenas atuar de forma passiva, como *lender of last resort*, sancionando as inovações financeiras e abortando as crises. Porém, ao fazê-lo, aumenta o endividamento geral e/ou a especulação. Está, portanto, refém do mercado, preso à dinâmica do sistema financeiro. Por sua vez, a exigência das intervenções do Federal Reserve para controlar as crises sistêmicas não envolve apenas um aumento dos riscos morais[237], mas uma "armadilha

[237] Segundo Alan Greenspan, diretor do Federal Reserve Board, durante palestra no Frankfurt International Banking Evening, a alavancagem - capacidade de assumir um risco relativamente grande face a uma pequena base de investimento - significa que sempre há a possibilidade de risco sistêmico, provocando "uma reação em cadeia, uma inadimplência em cascata, que culminará numa explosão financeira se não

sistêmica", pois ao mesmo tempo que se evita o colapso financeiro, criam-se as condições para a retomada do movimento ascendente da riqueza financeira. De acordo com Braga (1997: 20), "o jogo e a especulação se tornaram sistêmicos e não apenas um momento do 'ciclo' - de ondas curtas, médias ou longas -, após os quais a riqueza financeira fictícia desapareceria por um longo tempo. Eles são permanentes, como que constituindo valores que forjam um 'estrato superior' de riqueza, sobre aquele que corresponde aos valores dos bens e serviços. Ou seja, a riqueza financeira sustenta patamares de valorização inusitados em relação à riqueza real, demonstrando capacidade de revalorização, mesmo quando sofre quedas significativas após ter atingido picos exacerbados ou momentos de 'exuberância irracional', nas palavras do presidente do Federal Reserve. Contudo, estes que têm sido designados 'bolhas especulativas' são apenas a superfície e a manifestação extremada de um movimento mais estrutural daquele 'estrato superior' ".

Vale dizer, os agentes tornam-se mais imprudentes e audaciosos quando incorporam em suas avaliações a intervenção "saneadora" do banco central. Conseqüentemente, observamos um processo oscilatório de inflação e deflação dos preços dos ativos. Diante da impotência do banco central, a discussão se circunscreve na abertura aos supervisores dos sistemas de controle de risco das instituições financeiras e na transparência nas transações[238].

Segundo Goodhart (1994a: 50): "a complexidade e as alternativas diferenciadas das estratégias bancárias possíveis, a partir do advento das tecnologias de informação, de novos instrumentos e mercados (derivativos, por exemplo) e de pressões competitivas, impossibilitam a construção de um modelo único de controle de risco aplicável a todos os bancos. Ao contrário, as autoridades deveriam procurar construir e fortalecer sistemas de monitoramento de riscos individualizados". No mesmo sentido, Alan Greenspan (*Gazeta Mercantil*, 30.4.97) defende

---

for controlada. Somente um banco central, com sua capacidade ilimitada de criar dinheiro pode ter alguma chance de deter um processo como esse antes que ele se torne destrutivo. Assim, os bancos centrais necessariamente terão de se tornar o último recurso dos emprestadores". Porém, Greenspan adverte que os bancos centrais deverão fazer com que o setor privado assuma pelo menos uma parte das perdas. Ou seja, as autoridades monetárias não devem simplesmente oferecer uma porta de saída para as crises, o que incentivaria os bancos a assumirem riscos cada vez maiores. "Parece claro, entretanto, que em vista do atual sistema de finanças internacionais, se os bancos centrais não escolherem absorver os maiores riscos, as instituições financeiras privadas certamente serão ameaçadas pelo espectro de improváveis, mas enormes e indefensáveis prejuízos" (Agência *Reuters*, republicado na *Gazeta Mercantil*, 8.5.96).

[238] Cf. a revista *The Economist* (7.10.1995, p. 32): "a lição do colapso do Barings Bank e de outros desastres envolvendo instrumentos derivativos não é que as inovações financeiras deveriam ser restringidas, mas que as instituições precisariam ser mais incentivadas a ampliar seus sistemas internos de controles de riscos. Práticas contábeis mais precisas e aumento das exigências de divulgação (*disclosure*) ajudariam a amplificar a transparência do mercado. Deveria ocorrer, também, uma ampliação das trocas de informações entre os bancos centrais e as agências supervisoras dos diferentes países, sem criar novos problemas de 'risco moral', estimulando tomadas de riscos excessivos".

que governos e instituições financeiras deveriam priorizar a supervisão bancária: "nosso objetivo como supervisores não deveria ser o de prevenir todas as falências bancárias, mas manter padrões de prudência suficientes de modo que os problemas bancários, que vierem a ocorrer, não se espalhem generalizadamente". Assim, elege o princípio das transparências das informações como uma forma de evitar maiores catástrofes. Essa transparência deveria abranger a abertura de informações ao público em geral sobre a natureza dos riscos a que os bancos estão expostos e seus procedimentos para administrar esses riscos. O fluxo de informação entre os supervisores de vários países deve também ser estreitado para que o acompanhamento das autoridades possa ser mais veloz e abrangente.

Em resumo, gestaram-se estruturas financeiras cada vez mais amplas e complexas, sem que houvesse manifestações "clássicas" das crises, vale dizer, uma grande depressão e/ou um colapso financeiro geral. Segundo Minsky (1986: 95): "no lugar de uma crise financeira e de uma grande depressão, separadas por décadas, têm-se ameaças de crises e de depressões profundas, ocorrendo a cada poucos anos; (...)". Enfim, até prova contrária, parece que as crises financeiras mudaram de natureza. A dinâmica econômica contemporânea caracteriza-se mais por uma instabilidade estrutural - marcada por flutuações de perfis mutáveis e por uma tensão permanente entre expansão e estagnação -, do que por grandes depressões e *crashes* financeiros generalizados nos moldes do capitalismo dos séculos anteriores a 1929 (Braga, 1995).

Isso não significa que não haverá mais crises financeiras, mas que desapareceu "o velho ciclo do comércio". Nas palavras de Hicks (1992: 131): "houve assim outra onda de falências de bancos americanos, prolongando-se por 1932 - o pior ano da Depressão nos EUA - e culminando no fechamento geral dos bancos, quando Franklin Roosevelt assumiu o poder, em março de 1933. Isso foi o fim do velho 'Fed'. O governo americano teve de apoiar o sistema bancário, cujos pormenores não tenho que discutir. Outros países, duma maneira ou doutra, seguiram esse exemplo. O velho estilo do ciclo financeiro chegou, então, ao fim".

Devemos considerar que embora a possibilidade de uma crise financeira privada seja remota, devido à ação de *lender of last resort* do Federal Reserve associada às redes de proteção privadas (linhas de crédito garantidas entre os grandes bancos privados, sistemas de controle de risco, etc.), o crescimento dos mercados monetários e de capitais privados impõe novos riscos.

Esses riscos estão relacionados, em primeiro lugar, às dificuldades de se estabelecer um controle efetivo sobre as instituições e as novas operações, sobretudo os derivativos

financeiros e as transações com moedas, no interbancário internacional. Em segundo lugar, a desregulamentação, com liberação de taxas de captação e aplicação, juntamente com o acirramento do processo de concorrência entre as instituições financeiras diminuíram os *spreads* cobrados e as margens de segurança. Em terceiro lugar, grandes posições assumidas nos mercados de capitais foram alavancadas pela expansão do crédito bancário, que forneceu o *call money* na linguagem dos *brokers* de Wall Street. Em quarto lugar, aparece o problema do comportamento do mercado de títulos. Como as instituições financeiras concentraram suas operações em títulos, uma queda generalizada nos seus preços pode colocar em risco toda a solvabilidade do sistema. Atualmente, o risco de quebra do sistema financeiro está mais relacionado ao comportamento do preço de seus ativos do que a corridas bancárias. Estas foram praticamente eliminadas pela introdução dos seguros de depósitos. É no comportamento e na dinâmica dos mercados de títulos em si que residem os problemas (Baer *et alii*, 1994)[239].

A estabilidade dos mercados de títulos depende em grande parte da diversidade de opiniões dos agentes. A crescente concentração dos recursos em fundos de investimento e o desenvolvimento de sistemas informacionais tendem a diminuir a diversidade de expectativas, levando ao que se poderia chamar de "risco de convergência" de opiniões, eliminando o pressuposto que daria uma certa estabilidade ao mercado. "As decisões de investimento estão crescentemente concentradas nos administradores profissionais de fundos. Simultaneamente, conforme se expandem tecnologias de informações sofisticadas, as 'notícias' relevantes para a tomada de decisões financeiras estão chegando cada vez mais no mesmo instante. Assim, durante aqueles períodos em que os administradores dos fundos compartilham percepções homogêneas sobre a evolução das variáveis financeiras e sobre os impactos das notícias, existe o potencial para que novas informações produzam compras/vendas maciças e grandes movimentos nos preços" (Goldstein *et alii*, 1993a: 2).

Nesse sentido, a queda de 508 pontos no Índice Dow Jones em 19.10.1987 foi um colapso, cuja responsabilidade recaiu sobre um fenômeno da era da informática conhecido como "operações administradas por programas de computação" (*program trading*)[240]. Em 1988, foi

---

[239] Cf. Carneiro (1996: 196): "os bancos são os agentes de maior concentração do risco sistêmico por força do seu poder de disseminação da crise, seja pela inter-relação existente entre eles, seja pela função de criação de liquidez. Além disso, nos anos 80, com a liberalização acentuou-se a fragilidade dos bancos devido ao aumento da participação dos títulos financeiros em seus ativos. Dessa maneira ficaram mais expostos às variações das taxas de juros de curto prazo e ao ciclo de preço dos ativos".

[240] *Program trading* - trata-se de programas de negociação por computador, isto é, compra ou venda de ativos (ações, bônus, moedas, etc.) realizadas através de computador por especialista em arbitragem de índices ou investidores institucionais. A palavra "programa" refere-se aos programas de computador que monitoram constantemente os mercados de ações, futuros e opções, emitindo sinais de compra e venda quando há

introduzido o sistema chamado *circuit breaker*, para interromper temporariamente as operações com ações, índices futuros de ações, preços de *securities*, opções, etc. quando o mercado recuasse até um determinado ponto, em um período específico[241]. Esse mecanismo foi aperfeiçoado após outra queda brusca do mercado, ocorrida em outubro de 1989. O objetivo desses sistemas é evitar a queda livre do mercado e permitir uma reavaliação das ordens de compra e venda programadas de forma automática nos sistemas de computação.

Conseqüentemente, há um grande potencial de volatilidade no comportamento dos preços dos ativos. Com a convergência de opiniões, os preços podem sofrer bruscas modificações, o que aumenta a possibilidade de crises financeiras quando ocorrem desvalorizações acentuadas no valor dos ativos das instituições. Com a internacionalização dos mercados, essas crises tendem a se propagar entre os diferentes sistemas financeiros e cambiais.

Enfim, o espetáculo dos mercados financeiros contemporâneos, com o aprofundamento da dinâmica comandada pelos mercados de capitais globalizados, parece indicar que a era keynesiana - os chamados "anos dourados" do crescimento capitalista liderado pelos Estados Unidos - foi sucedida por turbulências e instabilidades, a despeito de imperar no mundo a idéia de que os mercados são perfeitos e, portanto, tendem ao equilíbrio. Esperamos ter mostrado que os mercados operam num "desequilíbrio dinâmico" globalizado, em que os agentes econômicos, buscando livremente seus interesses, não geram uma prosperidade global, como propaga a ideologia dominante. Impõe-se a necessidade de se construírem instâncias públicas de decisão capazes de coordenar e ordenar as finanças globalizadas, bem como disciplinar os megapoderes privados[242]. Isso porque o mercado sozinho não pode construir uma nova

---

oportunidade de lucros com arbitragem e quando as condições de mercado garantem acúmulo em carteira ou operações de liquidação.

[241] Em 1990, a Bolsa de Valores de New York (NYSE) adotou também as travas (*tick rule*). Esses mecanismos são acionados quando o Índice Dow Jones de 30 ações industriais varia mais de 50 pontos acima ou abaixo dos níveis de abertura. Além disso, estabeleceu-se a Regra da Venda a Descoberto (*short-sale rule*), também conhecida por *uptick rule*. Trata-se de uma regra da Securities and Exchange Commission que determina que as vendas a descoberto só podem ser executadas quando o valor da negociação é superior ao da transação anterior do mesmo título. Ou seja, só podem ser realizadas em um mercado em alta.

[242] Para uma visão sobre o impacto de uma economia globalizada na sociedade, ver Lasch (1995). Seu foco central não é a economia, mas os valores e a cultura. Segundo o autor, está ocorrendo o crescimento de uma elite integrada globalmente, por computadores, moden e cabos de fibra óptica, que controla o fluxo internacional de dinheiro e informação. São pessoas que prosperam num "mundo de conceitos e símbolos abstratos, que abrangem das cotações nas bolsas de valores às imagens visuais produzidas por Hollywood e Madison Avenue, e que se especializam na interpretação e no desdobramento de informações simbólicas". Os membros da nova aristocracia, ligados nas redes de comunicação global, fazem uma ruptura com as elites do passado: não se importam com a chamada *Middle America* e com os trabalhadores pobres. A lealdade de seus membros não é nacional, regional ou local, mas global, entre seus pares, seja em Bruxelas, seja em Hong Kong. Assim, "a desnacionalização do empreendimento comercial tende a produzir uma classe de cosmopolitas que se enxergam como cidadãos do mundo, mas sem aceitar (...) qualquer uma das obrigações que a cidadania em um Estado normalmente implica".

organização monetária internacional, pois instituir novas regras e novas estruturas não é um processo meramente econômico, mas um ato de soberania.

7. Bibliografia

AGLIETTA, Michel (1976) *Régulation et crise du capitalism*: l'expérience des Etats-Unis. Paris: Calmann-Lévi. (Tradução em espanhol Regulación y crisis del capitalismo: la experiencia de los Estados Unidos. 2a. edición. México: Siglo XXI, 1979).

AGLIETTA, Michel & ORLÉAN, André (1982) *La Violence de la Monnaie*. Paris: Presses Universitaires de France. (Tradução brasileira *A Violência da Moeda*. São Paulo: Ed. Brasiliense, 1990).

AGLIETTA, Michel (1986) *La fin des divises clés*. Paris: Éditions la Découverte (Tradução em espanhol *El fin de las divisas clave. Ensayo sobre la moneda internacional*. México: Siglo XXI Editores, 1987).

AGLIETTA, Michel (1992) "Comportement bancaire et risque de systeme". CEPII, *Document de Travail*, No. 92-02, Paris.

AGLIETTA, Michel (1993) "Le risque de système et sa prévention". Paris, (mimeo).

AGLIETTA, Michel (1995) *Macroéconomie Financière*. Paris: Éditions la Découverte.

ALLEN, C. S. (1990) "Democratic politics and private investment: financial regulation in the Federal Republic of Germany and the United States". American Institute for Contemporary Germany Studies, *Research Report*, No. 2.

ALLEN, Roy E. (1994) *Financial crises and recession in the global economy*". Brookfield/Vermont: Edward Elgar.

ALWORTH, J.S. & BORIO, C.E.V. (1993) "Commercial paper markets: a survey". *BIS Economic Paper*, No. 37, Basle: Bank for International Settlement.

ANTILLA, Susan (1997) "Pavor à burocracia reduz transparência nos EUA". *Bloomberg News*, republicado na *Gazeta Mercantil*, 31.10.97, p. p. B-20.

ARSLANIAN, Regis P. (1994) "Os países-alvo do unilateralismo comercial norte-americano". *Revista Política Externa*, Vol. 3, No. 3. São Paulo: Ed. Paz e Terra.

BAER, Monica (1990) "Mudanças e tendências dos mercados financeiros internacionais na década de 80". *Revista Pensamiento Iberoamericano*, No. 18, Madrid.

BAER, Mônica; Marcos Antonio Macedo Cintra; Eduardo Strachman & Rudinei Toneto Jr. (1994) "Os desafios à reorganização de um padrão monetário internacional". CEBRAP/FUNAG/SGPL/PNUD. Revista *Economia e Sociedade*, No. 4, Campinas.

BARBER, Randy & GHILARDUCCI, Teresa (1993) "Pension funds, capital markets, and the economic future". In: DYMSKI, Gary A.; EPSTEIN, Gerald & POLLIN, Robert (Ed.) *Transforming the U.S. Financial System*. Economic Policy Institute. Armonk, NY: M.E. Sharpe.

BARTH, James R.; BRUMBAUGH Jr., R. Dan & LITAN, Robert E. (1992) *The Future of American Banking*. Armonk, NY: M.E. Sharpe.

BASTOS, Pedro Paulo Zahluth (1996) "Readaptando a hipótese da instabilidade financeira (Minsky está morto?)". *Leituras de Economia Política*, No. 3. Campinas: IE/UNICAMP.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga Mello & Júlio Sérgio Gomes de Almeida (1990) "Crise e reforma monetária no Brasil". *Revista São Paulo em Perspectiva*, Vo. 4, No. 1. São Paulo: Fundação SEADE.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga Mello (1995) "O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados 'organizados' ". *Revista Economia e Sociedade*, No. 4. Campinas: Instituto de Economia.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello (1997a) "Quem tem medo de George Soros?". *Folha de São Paulo*, 7.9.1997, p. 8 (Caderno 2 - Dinheiro).

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello (1997c) "O estado de espírito da globalização", Revista *Carta Capital*, Ano III, No. 55, São Paulo, 20.8.1997.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello (1997b) "Prefácio" ao livro de PÁDUA LIMA, Maria Lúcia L. M. (1997) *Instabilidade e criatividade nos mercados financeiros internacionais*: condições de inserção dos países do grupo da América Latina. São Paulo: Ed. Bienal/SERASA.

BELLUZZO, Luiz Gonzada de Mello (1997e) "Voando baixo do México a Bancoc". *Folha de São Paulo*, 13.07.1997, p. 8 (Caderno 2 - Dinheiro).

BERGSTEN, C. Fred (Ed.) (1991) *International Adjustment and Financing: The Lessons of 1985-1991*. Washington, DC: Institute for International Economics.

BERGER, Allen N.; KASHYAP, Anil K. & SCALISE, Joseph (1995) "The transformation of the U.S. banking industry: what a long, strange trip it's been". *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2. Washington, D.C.: Brookings Institution.

BERNANKE, Ben S. & CAMPBELL, John Y. (1988) "Is there a corporate debt crisis?". *Brooking Papers on Economic Activity*, No. 1. Washington DC: The Brookings Institutions, pp. 83-139.

BERNANKE, Ben S.; CAMPBELL, John Y. & WHITED, Toni M. (1990) "U.S. corporate leverage: developments in 1987 and 1988". *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1. Washington DC: Brookings Institution, pp. 255-286.

BIS *Annual Report*, vários números, Basle: Bank for International Settlement.

BIS (1986) *Recent innovations in international banking*, Basle: Bank for International Settlement.

BIS (1994) *Macroeconomic and monetary policy issues raised by the growth of derivatives markets*. Anexo do Federal Reserve of New York ("Portfólio insurance"). Basle: Bank for International Settlement.

BIS (1995) *Issues of measurement related to market size and macroprudential risk in derivative markets*. Basle: Bank for International Settlement.

BIS (1996) *Central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity*. Basle: Bank for International Settlement.

BISIGNANO, Joseph (1996) "Varieties of monetary policy operating procedures: balancing monetary objectives with market efficiency". *BIS Working Papers*, No. 35. Basle: Bank for International Settlements.

BOARD of the Governors of the Federal Reserve System (1995) "Adoption of procedure for disclosing policy decisions of the Federal Open Market Committee". *Federal Reserve Bulletin*, Vol. 18, No. 3, March. Washington, DC.

BOISSIEU, Christian & AGLIETTA, Michel (1994) "Les marchés dérivés de gré à gré et le risque systémique". *Bulletin COB*, No. 283, Paris.

BORIO, C. E. V. (1990a) "Banks' involvement in highly leveraged transactions". *BIS Economic Papers*, No. 28. Basle: Basle: Bank for International Settlements.

BORIO, C. E. V. (1990b) "Leverage and financing of non-financial companies: an international perspective". *BIS Economic Papers*, No. 27. Basle: Bank for International Settlements.

BORIO, Claudio E. V. (1997) "Monetary policy operating procedures in industrial countries". *BIS Working Papers*, No. 40. Basle: Bank for International Settlements.

BORIO, Claudio E.V. & FILOSA, Renato (1994) "The changing borders of banking: trends and implications". *BIS Economic Papers*, No. 43. Basle: Bank for International Settlements.

BORRUS, M. & ZYSMAN, J. (1992) "Competitività industriale e sicurezza nazionale americana". *Rivista di Politica Economica*, Anno LXXXII, Serie III, Fascicolo X, Roma, Ottobre.

BOURGUINAT, Henri (1995) *La tyrannie des marchés.* Essai sur l'économie virtuelle. Paris: Economica.

BOURGUINAT, Henri (1992) *Finance internationale*. Paris: P.U.F.

BRAGA, José Carlos Souza (1992) "A financeirização da riqueza (a macroestrutura financeira e a nova dinâmica dos capitalismos centrais)". *Texto para Discussão*, No. 5, IESP, novembro (esse trabalho foi publicado também na Revista *Economia e Sociedade*, No. 2. Campinas: Instituto de Economia/UNICAMP, 1993)

BRAGA, José Carlos Souza (1995) "Economia política da dinâmica capitalista. Observações para uma proposta de organização teórica". *Textos para Discussão*, No. 51. Campinas: IE/UNICAMP.

BRAGA, José Carlos de Souza Braga (1996) "O espectro que ronda o capitalismo". *Folha de São Paulo*, 1.9.1996.

BRAGA, José Carlos de Souza (1997a) "Financeirização global. O padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo". São Paulo, (mimeo).

BRAGA, José Carlos de Souza (1997b) "Produtivismo e especulação na gestão da riqueza - um estudo sobre os Estados Unidos, Japão e Alemanha". São Paulo, (mimeo).

BRANCATO, C. & GAUGHAN, P. (1991) "Institutional investors and capital markets". Center for Law and Economics, Columbia University, *1991 Update*.

BRÖKER, Günther (1993) *Government Securities and Debt Management in the 1990s*. Paris: OECD.

BRUMBAUGH Jr., R. D. & LITAN, R.E. (1990) "The banks are worse off than you think". *Challenge*, Jan/Fev.

BRZEZINSKI, Zbigniew (1997) "Uma geoestratégia para a Eurásia". *Foreign Affairs*, edição brasileira, No. 12, setembro/1977, publicação da *Gazeta Mercantil*, 12.09.1997, p. 19-24.

BUDZEIKA, G. (1991) "Determinants of the growth of foreign banking assets in the United States". Federal Reserve Bank of New York, *Research Paper*, No. 9112, New York.

BURNS, Arthur F. (1988) *The ongoing revolution in America banking*. Washington, DC: American Enterprise Institute for Public Policy Research (AEI Studies, No. 472).

BUSINESS WEEK (1994) *Managing risk*, 31.10.1994.

CANUTO, Otaviano (1993) "Investimento direto externo e reestruturação industrial". *Textos para Discussão*, No. 27. Campinas: IE/UNICAMP.

CANUTO, Otaviano & LAPLANE, Mariano (1995) "Especulação e Instabilidade na Globalização Financeira". *Revista Economia e Sociedade*, No. 5. Campinas: IE/UNICAMP.

CAREY, Mark; PROWSE, Stephen; REA, John, and UDELL, Gregory (1993) "The economics of the private placement market". *Staff Study* of Board of Governors of the Federal Reserve System. (Existe um resumo in: *Federal Reserve Bulletin*, Vol. 79, No. 2, February 1993. "Recent developments in the market for privately placed debt").

CARNEIRO, Ricardo M. (1996) "Liberalização financeira e crescimento econômico". Revista *Economia e Sociedade*, No. 6. Campinas: IE/UNICAMP.

CHARPENTIER, François (1997) *Retraites et fonds de pension*: l'état de la question en France et à l'étranger. Paris: Economica, 2 edição revista e ampliada

CHANCE, Don M. (1997) "Sobre a divulgação do risco de derivativos: injusta, imprópria e inconsistente", *Resenha BM&F*, No. 116. São Paulo.

CHANDLER Jr, A. (1990) *Scale and scope*. Cambrigde, Mass.: Harvard University Press.

CHESNAIS, François (1992) *Globalisation, world oligopoly and some of their implications*. Paris, (mimeo).

CHESNAIS, François (1994) *La mondialisation du capital*. Paris: Syros, Collection Alternatives Economiques (Tradução brasileira *A mundialização do capital*. São Paulo: Ed. Xamã, 1996).

CHESNAIS, François (1995) "A globalização e o curso do capitalismo de fim-de-século". Revista *Economia e Sociedade*, No. 5. Campinas: IE/UNICAMP.

CHESNAIS, François (1996a) "Introduction générale". In: IDEM: *La mondialisation financière. Genèse, coût et enjeus*. Paris: Syros.

CHESNAIS, François (1996b) "Mondialisation financière et vulnérabilité systémique". In: IDEM: *La mondialisation financière. Genèse, coût et enjeux*. Paris: Syros.

CHICK, Victoria (1986) "The evolution of the banking system and the theory of saving, investment and interest". *Economie et Societés* (Cahiers de l'IMSEA, Serie Monnaie et Production, 3). (Tradução brasileira "Evolução do sistema bancário e a teoria da poupança, do investimento e dos juros". *Ensaios FEE*, Ano 15, No. 1. Porto Alegre: Fundação de Economia e Estatística, 1994).

CINTRA, Marcos Antonio Macedo (1993) "O processo de tomada de controle acionário entre as corporações americanas (1980-1992): a mania de fusões". *Relatório de Pesquisa*, IESP/FUNDAP, São Paulo, (mimeo).

CINTRA, Marcos Antonio Macedo (1996) "A montagem de um novo regime monetário-financeiro nos Estados Unidos (1982-1994)". *Relatório de Pesquisa*, IESP/FUNDAP, São Paulo, (mimeo).

CINTRA, Marcos Antonio Macedo (1997) "Os mercados internacionais, a especulação cambial e os limites dos bancos centrais". *Revista Paranaense de Desenvolvimento*, No. 90. Curitiba: Instituto Paranaense de Desenvolvimento Econômico e Social.

CLOUSE, James A. (1994) "Recent developments in discount window policy". *Federal Reserve Bulletin*, Vol. 80, No. 11, November. Washington, DC: Board of the Governors of the Federal Reserve System.

COHEN, Stephen S. (1993) "As opções da Europa no novo cenário econômico ou como aprender com os erros norte-americanos". Revista *Novos Estudos*, No. 35. São Paulo: CEBRAP, pp. 31-67.

COHEN, Stephen S. & ZYSMAN, John (1987) *Manufacturing matters: the myth of the post-industrial economy*. New York: Basic Books.

COMMENT, Robert & SCHERT, G. William (1995) "Poison or placebo? Evidence on the deterance and wealth of modern antitakeover measures". *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, No. 1, September.

CORNFORD, A. (1993) "The role of the Basle Committee on Banking Supervision in the Regulation of International Banking". *UNCTAD Discussion Papers*, No. 68, Geneve.

CORRIGAN, E. G. (1987) "Keep banking apart". *Challenge*, Nov/Dec.

COUTINHO, Luciano (1995) "Notas sobre a natureza da globalização". Revista *Economia e Sociedade*, No. 4. Campinas: IE/UNICAMP.

COUTINHO, Luciano G. & BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello (1996) "Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas". Revista *Economia e Sociedade*, No. 7. Campinas: IE/UNICAMP.

CRABBE, Leland E.; PICKERING, Margaret H. & PROWSE, Stephen D. (1990) "Recent developments in corporate finance". *Federal Reserve Bulletin*, Vol. 76, No. 8 (Agosto). Washington, DC: Federal Reserve Bank.

CRAIG, Sean; LINDLEY, Robert & Van den BERGH, Paul (1996) *Implications for central banks of the development of electronic money*. Basle: Bank for International Settlements, (mimeo).

CRANE, Dwight B. & BODIE, Zvi (1996) "The transformation of banking: form follows function". *Harvard Business Review*, March-April.

CROTTY, James R. & GOLDSTEIN, Don (1993) "Do U.S. financial markets allocate credit efficiently? The case of corporate restructuring in the 1980s". In: DYMSKI, Gary A.; EPSTEIN, Gerald & POLLIN, Robert (Ed.) *Transforming the U.S. Financial System*. Economic Policy Institute. Armonk: M.E. Sharpe.

DALE, Richard (1996) "Regulating the new financial markets". In: ZINI Jr., Álvaro Antônio (Org.) *Globalization. What it is and its implications*. São Paulo: Conferência internacional - 50 anos de FEA-USP, 23 e 24 de maio de 1996.

D'ARISTA, Jane (1991) "No more bank bailouts: a proposal for deposity insurance reform". *Briefing Paper*. Washington, DC: Economic Policy Institute.

D'ARISTA, Jane & SCHLESINGER, Tom (1993) "The parallel banking system". In: DYMSKI, Gary A.; EPSTEIN, Gerald & POLLIN, Robert (Ed.) *Transforming the U.S. Financial System*. Economic Policy Institute. Armonk: M.E. Sharpe.

D'ARISTA, Jane (1994) *The Evolution of U.S. Finance. Vol. II - Restructuring Institutions and Markets*. Armonk, NY: M.E. Sharpe.

DAVIS, E. P. (1988) "Financial market activity of life insurance companies and pension funds". *BIS Economic Papers*, No. 21, Basle: Bank for International Settlements.

DAVIS, E. P. (1996) "The role of institutional investors in the evolution of financial structure and behavior" in: *The future of the financial system*, proceedings of a conference held at the Reserve Bank of Australia, RBA, Sydney (mimeo).

DEALTRY, Michael & Van't DACK, Jozef (1989) "The US external deficit and associated shifts in international portfolios". *BIS Economic Papers*, No. 25. Basle: Bank for International Settlements.

ECONOMIC Report of the President, The Annual Report of the Council of Economic Advisers, vários números.

(The) ECONOMIST (1995) *Who's in the driving seat?*. A survey of the world economy. London.

(The) ECONOMIST (1996a) *A survey of corporate risk management*, 10.02.1996, London.

(The) ECONOMIST (1996b) *A survey of international banking*, 27.04.1996, London.

EDWARDS, Franklin R. (1993) "Financial markets in transition or the decline of commercial banking". In: *Changing Capital Markets: Implications for Monetary Policy*. A Simposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City. Jackson Hole, Wyoming.

EDWARDS, Franklin R. & MISHKIN, Frederic (1995) "The decline of traditional banking: implications for financial stability and regulatory policy". *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, Vol. 1, No. 2, July. New York: Federal Reserve Bank of New York.

EDWARDS Jr., Gerald A. & Gregory E. Eller (1995) "Overview of derivatives disclosures by major U.S. banks". *Federal Reserve Bulletin*, Vol. 81, No. 9. Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System.

ENGLISH, William B. & REID, Brian K. (1995) "Profits and balance sheet developments at U.S. Commercial Banks in 1994". *Federal Reserve Bulletin*, Vol. 81, No. 6, June. Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System.

EISENBEIS, R. A. (1980) "Restructuring banking". *Challenge*, Jan/Fev.

EISENBERG, M. (1987) "The current status of the regulation of financial services and products in the United States: developments and trends". In: DE CECCO, M. (Org.) *Changing Money: Financial Innovation in Developed Countries*. European University Institute, 1987.

FARHI, Maryse (1997) *Os mercados de derivativos financeiros*. Campinas: IE/UNICAMP, (Tese de Doutoramento - versão preliminar).

FARNETTI, Richard (1996) "Le rôle des fonds de pension et d'investissement collectifs anglo-saxons dans l'essor de la finance globalisée". In: CHESNAIS, François. *La mondialisation financière. Genèse, coût er enjeux*. Paris: Syros.

FAZZARI, Steven M. (1993) "Monetary policy, financial structure, and investment". In: DYMSKI, Gary A.; EPSTEIN, Gerald & POLLIN, Robert (Ed.) *Transforming the U.S. Financial System*. Economic Policy Institute. Armonk: M.E. Sharpe.

(The) FEDERAL RESERVE SYSTEM (1994) *Purposes & functions*. Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System.

FEINMAN, Joshua N. (1993) "Reserve requirements: history, current practice, and potential reform". *Federal Reserve Bulletin*, Vol. 79, No. 6, June. Washington, DC: Board of the Governors of the Federal Reserve System.

FERREIRA, Carlos Kawall Leal & FREITAS, M. Cristina Penido de (1990a) "Mercado internacional de crédito e inovações financeiras". *Estudos de Economia do Setor Público*, No. 1. São Paulo: FUNDAP/IESP, (mimeo).

FERREIRA, Carlos Kawall Leal & FREITAS, M. Cristina Penido de (1990b) "Mecanismos de regulamentação e supervisão dos sistemas financeiros domésticos". *Relatório Parcial de Pesquisa*, No. 3. São Paulo: IESP/FUNDAP, (mimeo).

FERREIRA, Carlos Kawall Leal & FREITAS, M. Cristina Penido de (1990c) "Internacionalização dos mercados financeiros domésticos e critérios de reciprocidade". *Relatório Parcial de Pesquisa*, No. 4. São Paulo: IESP/FUNDAP, (mimeo).

FERREIRA, Carlos Kawall Leal; FREITAS, M. Cristina Penido de & SCHWARTZ, Gilson (1990) "O sistema monetário-financeiro dos países desenvolvidos". *Relatório Parcial de Pesquisa*, No. 6. São Paulo: IESP/FUNDAP, (mimeo).

FERREIRA, Carlos Kawall Leal (1995) *O financiamento da indústria e infra-estrutura no Brasil: crédito de longo prazo e mercado de capitais*. Campinas: IE/UNICAMP, (Tese de Doutoramento).

FERREIRA, Carlos Kawall Leal & FREITAS, M. Cristina Penido de (1995) *Os bancos de desenvolvimento frente ao mercado de capitais e aos novos intermediários financeiros*. Trabalho premiado no XVI Concurso Latino-americano sobre Bancos de Fomento 1994/1995, realizado pela ALIDE - Asociación Latinoamericana de Instituciones Financieras de Desarrollo. São Paulo, (mimeo).

FIORI, José Luís (1995) "A globalização e a novíssima dependência". In: IDEM: *Em busca do dissenso perdido: ensaios críticos sobre a festejada crise do estado*. Rio de Janeiro: Insight Editorial.

FISHER, Peter *et alli* (1995) "Monetary policy and open market operations during 1994". *Federal Reserve Bulletin*, Vol. 81, No. 6, June. Washington, DC: Board of the Governors of the Federal Reserve System.

FISHER, Peter *et alli* (1996) "Open market operations during 1995". *Annual Report, 1995*. New York: Federal Reserve Bank of New York.

FISHER, Peter *et alli* (1997) "Open market operations during 1996". *Federal Reserve Bulletin*, Vol. 83, No. 7, July. Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System.

FLEMING, Michael J. (1997) "The round-the-clock market for U.S. Treasury securities". *Economic Policy Review*, Vol. 3, No. 2. New York: Federal Reserve Bank of New York.

FOLKERTS-LANDAU, David & ITO, Takatoshi *et alii* (1995) *International capital markets. Developments, prospects, and policy issues*. Washington: IMF (World Economic and Financial Surveys).

FOLKERTS-LANDAU, David; GARBER, Peter & SCHOENMAKER, Dirk (1997) "A reforma dos sistemas de pagamentos bancários". *Finanças & Desenvolvimento*, Vol. 17, No. 2. Washington: Fundo Monetário Internacional/Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento. Publicada no Brasil pela Fundação Getúlio Vargas Editora, Rio de Janeiro.

FREITAS, M. Cristina Penido de & FERREIRA, Carlos Kawall Leal (1990) "Análise comparada dos bancos centrais e formas de gestão da política monetária". *Relatório Parcial de Pesquisa*, No. 2. São Paulo: IESP/FUNDAP, (mimeo).

FREITAS, M. Cristina Penido de (1990) "Financiamento de longo prazo nos mercados de crédito e de capitais". *Relatório Parcial de Pesquisa*, No. 5. São Paulo: IESP/FUNDAP, (mimeo).

FREITAS, M. Cristina Penido de (1996) "Os fundos de pensão e o financiamento da infra-estrutura". *Relatório de Pesquisa*. Brasília: IPEA-SEPLAN, (mimeo).

FREITAS, M. Cristina Penido de (1997a) *Concurrence bancaire, spéculation et instabilité financière: une lecture hétérodoxe de l'évolution récente du système financier international*. Université de Paris XIII, (Tese de Doutoramento).

FREITAS, M. Cristina Penido de (1997b) "A natureza particular da concorrência bancária e seus efeitos sobre a estabilidade financeira". Revista *Economia e Sociedade*, No. 8. Campinas: IE/UNICAMP.

FRIEDER, Larry (1995) *Bottomline Banking*. Chicago: Probus Publishing Company.

FRIEDMAN, Benjamin M. (1988) "Comments and discussion" ao artigo de BERNANKE & CAMPBELL (1988), op. cit.

FRIEDMAN, Benjamin M. (1990a) "Financial fragility and the policy dilemma". *Challenge*, Jul/Aug.

FRIEDMAN, Benjamin M. (1990b) "Implications of increasing corporate indebtedness for monetary policy". Group of Thirty, *Occasional Papers*, No. 29, New York.

FRIEDMAN, Benjamin M. (1993) "The role of judgment and discretion in the conduct of monetary policy: consequences of changing financial markets". In: *Changing Capital Markets: Implications for Monetary Policy*. A Simposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City. Jackson Hole, Wyoming.

FRYDL, Edward J. (1991) "Overhangs and hangovers: coping with the imbalances of the 1980s". *Seventy-seventh Annual Report*, Federal Reserve Bank of New York, New York, pp. 5-30.

FUKAO, Mitsuhiro (1994) *Financial integration, corporate governance, and the performance of multinational firms*. Washington, DC: Brookings Institutions, (mimeo).

FUNABASHI, Y. (1988) *Managing the Dollar: from the Plaza to the Louvre*. Washington, DC: Institute for International Economics.

GILBERT, R. A. (1993) "A comparison of proposals to restructure the US financial system". The Jerome Levy Economics Institute, *Working Paper*, No. 91, New York.

GOLDSTEIN, Morris; FOLKERTS-LANDAU, David *et alii* (1993a) *International Capital Markets: Part I. Exchange Rate Management and International Capital Flows*. World Economic and Financial Surveys, Washington, DC:International Monetary Fund.

GOLDSTEIN, Morris; FOLKERTS-LANDAU, David *et alii* (1993b) *International Capital Markets: Part II. Systemaic Issues in International Finance*. World Economic and Financial Surveys, Washington, DC: International Monetary Fund.

GOLDSTEIN, Morris; FOLKERTS-LANDAU, David *et alii* (1994) *International Capital Markets. Developments, Prospects, and Policy Issues*. Washington, DC: International Monetary Fund.

GOODHART, C. A. E. (1992) "The objectives for, and conduct of, monetary policy in the 1990s", in: BLUNDELL-WIGNALL, A. (Ed.) *Inflation, disinflation and monetary policy*. Sydney: Reserve Bank of Australia. Republicado in: *The central bank and the financial system*. Cambridge, Mass.: MIT Press.

GOODHART, C.A.E. (1993) "Can we improve the structure of financial systems?". *European Economic Review*, No. 37, North-Holland, pp. 269-291.

GOODHART, C. A. (1994a) "Private financial dynamics and the challenge for the policies of the Central Banks". *Paper* apresentado no seminário "Os Desafios à Reorganização do Sistema Monetário Internacional", CEBRAP/FUNAG, São Paulo. (Tradução brasileira na Revista *Economia e Sociedade*, No. 4. Campinas: IE/UNICAMP, 1995)

GOODHART, C. A. (1994b) *Regime of Fiduciary Money with an Independent Central Bank*. London, (mimeo).

GRAHAM, Edward M. (1992) "Foreign direct investment in the United States and U.S. interests". *Science*, Vol. 254, Dec.

GRAHAM, George (1996) "Bancos estudam *clearing* global". *Financial Times*, republicado na *Gazeta Mercantil*, 22.4.1996, p. B-1, São Paulo.

GREENSPAN, Alan (1994) "Statements to the Congress". *Federal Reserve Bulletin*, July 1994, Washington, DC.

GREENSPAN, Alan (1989) "Statement to the Committee on Finance, US Senate". *Federal Reserve Bulletin*. Washington, DC.

GUTTMANN, Robert (1987) "Changing of the guard at the Fed". *Challenge*, Nov/Dec. 1987.

GUTTMANN, Robert (1994) *How credit-money shapes the economy. The United States in a global system*. Armonk, NY: M. E. Sharpe.

GUTTMANN, Robert (1996) "A transformação do capital financeiro". Revista *Economia e Sociedade*, No. 7. Campinas: IE/UNICAMP. (Existe uma edição francesa "Le mutations du capital financier". In: CHESNAIS, F. (Coord.) *La Mondialisation financière. Genèse, coût et enjeux*. Paris: Syros.

HALE, David (1994) "The economic consequences of America's mutual fund boom". *International Economy*, March-April, p. 24-64.

HICKS, J. (1992) "O velho ciclo do comércio". In: IDEM: *Uma teoria monetária do mercado*. Lisboa: Publicações Dom Quixote.

HILFERDING, R. (1910) *O capital financeiro*. São Paulo: Nova Cultural, 1983 (Os Economistas).

HOBSON, John Atkinson (1894) *The evolution of modern capitalism:* a study of machine production. (Tradução brasileira *A evolução do capitalismo moderno:* um estudo da produção mecanizada. São Paulo: Nova Cultural, 1985, coleção "Os Economistas").

HOLLAND, Kelly & CORTESE, Amy (1995) "The future of money". *Business Week*, 12 de junho, pp. 36-46.

ITO, Takatoshi & FOLKERTS-LANDAU, David *et alli* (1996) *International capital markets*: developments, prospects, and key policy issues. Washington, DC: IMF (World Economic and Financial Surveys).

JACOBS, Michael T. (1991) *Short-term America: the causes and cures of our business myopia*. Cambrigde: Harvard Business Scholl Press.

JAVETSKI, Bill (1996) "Americanos impõem suas regras à Europa. Nova onda de investimento no velho continente introduz o *american way of business*". *Business Week*, republicada na *Gazeta Mercantil*, 18.10.1996.

JENSEN, Michael C. (1988) "Takeovers: their causes and consequences". *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, No. 1. Nashville, American Economic Association, Winter, pp. 21-48.

JENSEN, Michael (1993) "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems". *Journal of Finance*, July.

JONHSON, Ronald (1991) "The bank credit 'crumble' ". *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Summer. New York.

KAUFMAN, G.G. (1990) "Make FDIC insurance redundant". *Challenge*, Jan/Feb.

KAUFMAN, G.G. (1993) "The current state of banking reform". The Jerome Levy Economics Institute, *Working Paper*, No. 92, New York.

KAUFMAN, G.G. & MOTE, L. (1994) "Is banking a declining industry? A historical perspective". *Economic Perspective*, May/June.

KAVANAGH, Barbara (1992) "Asset-backed commercial paper programs". *Federal Reserve Bulletin*, Vol. 78, No. 2, February. Washington, DC: Board of the Governors of the Federal Reserve System.

KNEESHAW, J.T. & Van den BERGH, P. (1989) "Changes in central bank money market operating procedures in the 1980s". *BIS Economic Papers*, No. 23. Basle: Bank for International Settlements.

KNEESHAW, J.T. (1995) "A survey of non-financial sector balance sheets in industrialised countries: implications for the monetary policy transmission mechanism". *BIS Working Papers*, No. 25. Basle: Bank for International Settlements.

KENNICKELL, Arthur B. & Kwast, Myron L. (1997) *Who uses electronic banking? Results from the 1995 Survey of Consumer Finances*. Washington, DC: Division of Research and Statistics, Board of Governors of the Federal Reserve System (prepared for presentation at the Annual Meeting of the Western Economic Association, Seattle, July), (mimeo).

KEYNES, John Maynard (1936) *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan Press Ltd. (Tradução brasileira *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Nova Cultural, coleção "Os Economistas", 1985).

KINDLEBERGER, Charles P. (1978) *Manias, Pânico e Crashes: Um Histórico das Crises Financeiras*. Porto Alegre: Editora Ortiz/Gazeta Mercantil, 1992.

KINDLEBERGER, Charles P. (1996) "The United States". In: IDEM: *World Economic Primacy 1500-1990*. New York: Oxford University Press, Inc.

KREGEL, J.A. (1994) "Global portfolio allocation, hedging, and September 1992 in the European Monetary System". In: DAVIDSON, Paul & KREGEL, J.A. *Employment, growth and finance. Economic reality and economic growth*. Hampshire: Edward Elgar Publishing Limited.

KRUGMAN, Paul (1990) "The age of diminished expectation". Cambridge, Mass.: MIT Press.

KURTZMAN, Joel A. (1993) *The death of money:* how the eletronic economy has destabilized the world's markets and created financial caos. New York: Simon & Schuster. (Tradução brasileira *A morte do dinheiro:* como a economia eletrônica desestabilizou os mercados e criou o caos financeiro. São Paulo: Ed. Atlas, 1995).

KURZ, Robert (1996) "A filosofia míope do capitalismo-cassino", *Folha de São Paulo*, Caderno - Mais, 27.10.96.

LAPPER, Richard (1996) "Bolsas internacionais de derivativos vão trocar informações. Objetivo é avaliar risco dos membros". *Financial Times*, republicado na *Gazeta Mercantil*, 15,3,1996, p. B-5.

LASCH, Christopher (1995) *The revolt of the elites and the betrayal of democracy*. Norton Ed. (Tradução brasileira *A rebelião das elites e a traição da democracia*. Rio de Janeiro: Ediouro, 1995).

LEFÈVRE, Edwin (1923) *Reminiscences of a stock operator*. George H. Doran and Company. (Tradução brasileira *Reminiscências de um especulador financeiro*. São Paulo: Makron Books, 1994).

LITAN, Robert E. (1987a) "Which way for Congress?". *Challenge*, Nov/Dec.

LITAN, Robert E. (1987b) *What should banks do?* Washington, DC: The Brookings Institution.

LITAN, Robert E. (1991) *The revolution in U.S. Finance*. The Brookings Institution, Washington, DC.

LYNCH, Daniel C. & LUNDQUIST, Leslie (1996) *Digital money*. John Wiley & Sons, Inc. (Tradução brasileira *Dinheiro digital. O comércio na Internet*. Rio de Janeiro: Ed. Campus).

MARRIS, R. (1985) *Deficit and the dollar*. The world economy at risk. Washington, DC: Institute for International Economics.

MAUSKOPF, Eileen (1990) "The transmission channels of monetary policy: how have they changed?". *Federal Reserve Bulletin*, December, Washington, DC.

McCAULEY, Robert N. & SIMMER, Steven N. (1989) "Explaining international differences in the cost of capital". *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review* (Summer), pp. 7-28.

McCAULEY, Robert N. & SETH, R. (1992) "Foreign bank credit to US corporations: the implications of *offshore* loans". *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review* (Spring), pp. 52-65.

MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro de (1994) *Inovações financeiras e o papel da autoridade monetária*. Um estudo a partir da economia americana. Campinas: IE/UNICAMP, (Dissertação de Mestrado).

MEYER, Arno (1995) "Lucro do banco central, remuneração da conta do Tesouro e financiamento do déficit do Tesouro Nacional". *Relatório de Pesquisa*. São Paulo: FUNDAP/IESP, (mimeo).

MINSKY, Hyman P. (1957) "Central banking and money market changes". *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. LXXI, No. 2. Republicado in: IDEM (1982) *Can 'It' Happen Again?*. Armonk, NY: M.E. Sharpe.

MINSKY, Hyman P. (1982) "Finance and profits: the changing nature of american business cycles". In: IDEM: *Can "it" happen again?* Essays on instability and finance. Armonk, NY: M.E. Sharpe, p. 14-58.

MINSKY, Hyman P. (1986) *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press.

MINSKY, Hyman P. (1992) "Reconstituting the United States' financial structure: some fundamental issues". *Working Paper*, No. 69. New York: The Jerome Levy Economics Institute.

MINSKY, Hyman P. (1993) "Finance and stability: the limits of capitalism". *Working Paper*, No. 93. New York: The Jerome Levy Economics Institute.

MINSKY, Hyman P. (1994a) "Integração financeira e política monetária". *Revista Economia e Sociedade*, No. 3. Campinas: IE/UNICAMP.

MINSKY, Hyman P. (1994b) "Financial instability and the decline (?) of banking: public policy implications". The Jerome Levy Economics Institute, *Working Paper*, No. 127. Annandale-on-Hudson, NY.

MINSKY, Hyman P. & WHALEN, Charles J. (1996a) "Economic insecurity and the institutional prerequisites for successful capitalism". *Working Papers*, No. 165. Annandale-on-Hudson, NY: The Jerome Levy Economics Institute of Bard College (Republicado no *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 19, No. 2, Winter 1996-97, Knokville).

MINSKY, Hyman P. (1996b) "Uncertainty and the institutional structure of capitalist economies". *Working Paper*, No. 155. Annadale-on-Hudson, NY: The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.

MIRANDA, José Carlos Rocha (1992) *Câmbio, juros e fisco:* a experiência internacional. Campinas: IE/UNICAMP, (Tese de Doutoramento).

MIRANDA, José Carlos da Rocha (1996) *Macroeconomia da integração financeira*. Campinas: IE/UNICAMP, (mimeo).

MOTEIRO, Verdi Rosa & AMARAL, João Lauro Pires Vieira do (1996) "Derivativos de crédito: como as inovações financeiras redimensionam as tradicionais funções bancárias". *Resenha BM&F*, No. 114. São Paulo: Bolsa de Mercadorias & Futuros.

MANYPENNY, Gerald D. & BERMUDEZ, Michael L. (1992) "The Federal Reserve Banks as fiscal agents and depositories of the United States". *Federal Reserve Bulletin*, Vol. 78, No. 10, October. Washington, D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System.

OECD (1987) *Structural adjustment and economic performance*. Paris.

OECD (1992) *Banks under stress*. Paris.

OECD (1992a) *Non-financial enterprises financial statements*. Paris.

OECD (1992b) "Balance-sheet restructuring: economic impact and policy responses". *OECD Economic Outlook*, No. 52. Paris, Dec., pp. 41-49.

OECD (1995) "Financial markets and corporate governance". *Financial Market Trends*, No. 62, December. Paris.

OECD (1996a) "U.S. corporate governance: the market as monitor", in: *OECD Economic Survey* 1995-1996 - United States. Paris.

OECD (1996b) "Venture capital in OECD countries". *Financial Market Trends*, No. 63, February. Paris.

ORMEROD, Paul (1994) *The death of economics*. (Tradução brasileira *A morte da economia*. São Paulo: Companhia das Letras, 1996).

PÁDUA LIMA, Maria Lúcia L. M. (1985) *O euromercado e a expansão do capital financeiro internacional*. Campinas: IE/UNICAMP, (Dissertação de Mestrado).

PARBONI, R. (1986) "The dollar weapon: from Nixon to Reagan". *New Left Review*, No. 158, New York.

PASTRÉ, Olivier (1979) *La stratégie internationale des groupes financiers américains*. Paris: Economica.

PAULS, Dianne (1990) "U.S. exchange rate policy: Bretton Woods to present". *Federal Reserve Bulletin*, Vol. 76, No. 11, November. Washington, DC: Board of the Governors of the Federal Reserve System.

PETERSON, Wallace C. (1994) *Silent depression: the fate of the America dream*. New York: W. W. Norton & Company Ltd.

PICKERING, Margaret Hastings (1991) "A review of corporate restructuring activity, 1980-90". *Staff Study*, No. 161. Washington: Board of Governors of the Federal Reverve System.

PIERCE, J. (1991) *The future of banking*. The Twentieth Century Fund, New Haven: Yale University Press.

PLIHON, Dominique (1996) "Déséquilibres mondiaux et instabilité financière: la responsabilité des politiques libérales" In: CHESNAIS, François. *La mondialisation financière. Genèse, coût et enjeux*. Paris: Syros.

POLANYI, Karl (1944) *The great transformation*. (Tradução brasileira *A grande transformação*. As origens da nossa época. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 1980).

PORTER, Michael E. (1992) "Capital disadvantage: America's failing capital investment system". *Harvard Business Review*, Setembro/Outubro.

PORTER, Michael E. (1992) *Capital choices. Changing the way America invests in industry*. A research report presented to the Council on Competitiveness and co-sponsored by the Harvard Business School.

POZEN, Robert C. (1993) "United States institutional investors and Asian debt markets". In: *Emerging bond markets in the dynamic Asian economies*. OECD: Paris.

PRADO, Maria Clara R. M. do (1996a) "Dívida externa dos pobres já preocupa ricos. Alternativa contra *defaults*". *Gazeta Mercantil*, 8.5.96, p. A-1, São Paulo.

PRADO, Maria Clara R. M. do (1996b) "Globalização muda supervisão de bancos". *Gazeta Mercantil*, 28.3.1996, p. B-1, São Paulo.

PRADO, Maria Clara R. M. do (1996c) "G-10 debaterá o papel do FMI nas crises". *Gazeta Mercantil*, 19.4.1996, p. B-8, São Paulo.

PRADO, Maria Clara R. M. do (1997) "Dólar entre em onda imprevista de valorização". *Gazeta Mercantil*, 1.9.1997, p. B-1.

PRATI, Alessandro & SCHINASI, Garry J. (1997) "Que impacto terá a UEM sobre os mercados mobiliários europeus?". *Finanças & Desenvolvimento*, Vol. 17, No. 3. Rio de Janeiro/Fundação Getúlio Vargas-Fundo Monetário Internacional-Banco Mundial.

PROWSE, Stephen D. (1990) "Institutional investment patterns and corporate financial behavior in the United States and Japan". *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, North-Holland, p. 43-66.

PROWSE, Stephen D. (1994) "Corporate governnace in an international perspective: a survey of corporate control mechanisms among large firms in the United States, the United Kingdom, Japan and Germany". *BIS Economic Papers*, No. 41, Basle.

RABELO, Flávio Marcílio (1996) "Fundos de pensão, mercados de capitais e corporate governance. Lições para os mercados emergentes". In: COUTINHO, Luciano G. (Org.) *Fundos de pensão: novo fator de desenvolvimento na América Latina*. São Paulo: IE/UNICAMP e ABRAPP (Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Privada)

REICH, Robert R. (1991) *The world of work*. New York: Alfred A. Knopf.

REMOLONA, Eli M. (1990) "Understanding international differences in leverage trends". *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, New York, Spring.

REMOLONA, Eli M.; McCAULEY, Robert N.; RUUD, Judith S. & IACONO, Frank. (1992-93) "Corporate refinancing in the 1990s". *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Vol. 17, No. 4. New York, Winter.

REMOLONA, Eli M. & WULFEKUHLER, Kurt C. (1992) "Finance companies, bank competition, and niche markets". *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Vol. 17, No. 2. New York, Summer, pp. 25-38.

REMOLONA, Eli M.; KLEINAN, Paul & GRUENSTEIN, Debbie (1997) "Market returns and mutual fund flows". *Economic Policy Review*, Vol. 3, No. 2, July. New York: Federal Reserve Bank of New York.

RICUPERO, Rubens & GALL, Norman (1997) "Globalismo e localismo". *Braudel Papers*, No. 17. São Paulo: Instituto Fernando Braudel de Economia Mundial/Fundação Armando Álvares Penteado.

SAMPSON, Anthony (1995) *Company man: the rise and fall of corporate life*. (Tradução brasileira *O homem da companhia*: uma história dos executivos. São Paulo: Companhia das Letras, 1996).

SCHWARTZ, Gilson (1997) "Tesouro dos Estados Unidos já está globalizado". *Folha de São Paulo*, 6.4.1997, 2o. Caderno - Dinheiro, p. 2 (Tendências Internacionais).

SEIDMAN, L.W. (1987) "Safe and sound banking behind the wall". *Challenge*, Nov/Dec.

SENDROVIC, Israel *et alli* (1996) *Security of electronic money*. Report by the Committee on Payment and Settlement Systems and the Group of Computer Experts of the Central Banks of the Group of Ten Countries. Basle: Bank for International Settlements.

SHACKLE, G. L. S. (1967) *The years of high theory*. Cambridge: Cambridge University Press. (Tradução brasileira *Origens da economia contemporânea*. Invenção e tradição no pensamento econômico (1926-1939). São Paulo: Editora Hucitec, 1991).

SKIDELSKY (1992) *John Maynard Keynes. The economist as savior 1920-1937*. Volume II. London: Macmillan.

SOROS, George (1987) *The alchemy of finance*. (Tradução brasileira *A alquimia das finanças*. Lendo a mente do mercado. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1996).

STEINDL, J. (1990) "Capital gains, pension funds and the low saving ratio in the United States". *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, No. 173, Roma.

STIGUM, Marcia L. (1990) *The money market*. Richard D. Irwin, Inc., 3rd ed.

STRANGE, Susan (1986) *Casino capitalism*. New York: Basil Blackwell Ltd.

TACHINARDI, Maria Helena (1997) "Em Denver, EUA darão receita para o êxito. Para subsecretário Summers, o país, com a economia mais dinâmica e flexível do planeta, espera apoio para sua agenda global". *Gazeta Mercantil*, 13.5.1997, p. A-12.

TAVARES, Maria da Conceição (1985) "A retomada da hegemonia norte-americana". *Revista de Economia Política*, Vol. 5, No. 2, abril/junho. São Paulo: Ed. Brasiliense.

TAVARES, Maria da Conceição (1985) "Apresentação". HOBSON, John A. (1894) *A evolução do capitalismo moderno:* um estudo da produção mecanizada. São Paulo: Nova Cultural (Os Economistas).

TAVARES, Maria da Conceição & BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello (1986) "Uma reflexão sobre a natureza da inflação contemporânea". In: REGO, José Márcio (Org.) *Inflação inercial, teorias sobre inflação e o Plano Cruzado*. Rio de Janeiro: Ed. Paz e Terra.

TAVARES, Maria da Conceição (1992) "Ajuste e reestruturação nos países centrais: a modernização conservadora". Revista *Economia & Sociedade*, No. 1. Campinas: IE/UNICAMP.

TAVARES, Maria da Conceição & MELIN, L. E. (1997) "A retomada da hegemonia americana revisitada". Rio de Janeiro, (mimeo).

TAYLOR, John (1993) *O circo da ambição - cultura, riqueza e poder nos anos "yuppies"*. São Paulo: Scritta Editorial.

TYSON, Laura D'Andrea (1992) *Who's bashing whom? Trade conflict in high-technology industries*. Washington, DC: Institute for International Economics.

TEITELMAN, Robert & DAVIS, Stephen (1996) "Global banking: inside the world's payments network". *Institutional Investor*, August. p. 22-36.

TEIXEIRA, Aloísio (1993) *O ajuste impossível. Um estudo sobre a desestruturação da ordem econômica mundial e seu impacto sobre o Brasil*. Campinas: IE/UNICAMP, (Tese de Doutoramento).

THUROW, Lester C. (1993) *Cabeça a cabeça*: a batalha econômica entre o Japão, Europa e Estados Unidos. Rio de Janeiro: Ed. Rocco.

THUROW, Lester C. (1996) *The future of capitalism*. Morrow.

TOBIN, James (1987) "A case for preserving regulatory distinctions". *Challenge*, Nov/Dec.

TRIFFIN, Robert (1961) *Gold and the dollar crisis: the future of conversibility*. New York: Yale University Press.

TRIFFIN, Robert (1968) *Our international monetary system: yesterday, today, and tomorrow*. Random House, Inc. (Tradução em espanhol *El sistema monetario internacional*. Buenos Aires: Amorrortu editores, 1968).

TRIFFIN, R. (1972) "O colapso monetário internacional e a reconstrução em abril de 1972". In: SAVASINI, J.A.A.; MALAN, P.S. & BAER, W. (Orgs.) (1979) *Economia internacional*. Ed. Saraiva, Série Anpec.

TURNER, Philip (1991) "Capital flows in the 1980s: a survey of major trends". *BIS Economic Papers*, No. 30, Basle: Bank for International Settlement.

UNCTC (1988) *Transnational corporations in world development*. Trends and prospects. New York, United Nations.

UNCTC (1992) *World investment report, 1991: the triad in FDI*, New York.

United States General Accounting Office (1994) *Financial derivatives*. Actions needs to protect the financial system. Report to Congressional Requesters, Washington, DC.

USEEM, Michael (1996) *Investor capitalism*: how money managers are changing the face of corporate America. New York: Basic Books.

VERCELLI, A. (1991) *Methodological foundations of macroeconomics*: Keynes and Lucas. Cambridge: Cambridge University Press.

VERCELLI, A. (1994) "Para uma macroeconomia não-reducionista: uma perspectiva de longo prazo". Revista *Economia e Sociedade*, No. 3. Campinas: IE/UNICAMP.

WARSHAWSKY, Mark J. (1987) "Determinants of corporate merger activity: a review of the literature". *Staff Study*, No. 152. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.

WARSHASWY, Mark (1988) "Pension plans: funding assets, and regulatory environment." *Federal Reserve Bulletin*, Vol. 74, No. 11, November. Washington, DC: Federal Reserve Bank.

WELCH, Ivo & NEUBERGER, Anthony (1997) "Como levantar capital acionário", in: "O domínio da administração", No. 4, *Financial Times* (republicado pela *Gazeta Mercantil*, 18.09.1997).

WOJNILOWER, A. M. (1987) "Financial change in the United States". In: De CECCO, M. (Org.) *Changing money:* financial innovation in developed countries. European University Institute. Oxford: Basil Blackwell.

WOLFSON, Martin H. (1987) *Financial crises*. Armonk, N. Y.: M.E. Sharpe

WOLFSON, Martin H. (1990) "The causes of financial instability". *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 12, No. 3.

WOLFSON, Martin H. (1993) "The evolution of the financial system and the possibilities for reform". In: DYMSKI, Gary A.; EPSTEIN, Gerald & POLLIN, Robert (Ed.) *Transforming the U.S. financial system*. Economic Policy Institute. Armonk: M.E. Sharpe.

WOOLLEY, Suzanne (1997) "Uma guerra entre gigantes norte-americanos". *Business Week*, republicado na *Gazeta Mercantil*, 19.08.1997, p . B-20.

YOUNG, Edward M. (1993) "The rating agency's role". In: *Emerging bond markets in the dynamic Asian economies*. Paris: OECD.

ZWEIG, Phillip L. *et alii* (1994) "Managing risk". *Business Week*, Special Report, out.

ZYSMAN, John (1983) *Governments, markets, and growth. Financial systems and the politics of industrial change*. Ithaca: Cornell University Press.

Anexo 1: Cronologia da Desregulamentação Financeira

Cronologia dos principais eventos do processo de desregulamentação do mercado financeiro americano, nos anos 70, 80 e início dos 90[243].

1972 - Foram autorizadas as *Negotiable Order of Withdrawal* - NOW-ACCOUNTS - contas correntes que rendem juros, para as instituições de poupança em Massachusetts. Nos anos seguintes, todas as outras instituições da New England receberam a mesma permissão.

1975 - Instituições estaduais de poupança na Califórnia foram autorizadas a lançar hipotecas com taxas de juros variáveis. Alguns bancos nacionais da Califórnia fizeram o mesmo.

1978 - Instituições federais de poupança na Califórnia foram autorizadas a lançar hipotecas com taxas de juros variáveis.

Maio/1978 - Regulamentação federal autorizou bancos comerciais e instituições de poupança a emitir certificados de curto prazo, a partir de 1o. de junho. Esses certificados tinham prazo de 26 semanas e valor mínimo de US$ 10 mil. O rendimento máximo era indexado pelas taxas dos Treasury Bills para os mesmos prazos, com diferencial entre os bancos comerciais e as instituições de poupança.

Setembro/1978 - Entrou em vigor o International Banking Act de 1978, que procurou igualar o campo de ação dos bancos americanos e dos estrangeiros, dentro dos EUA.

Março/1980 - Entrou em vigor o Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act. Essa lei autorizou a criação de *NOW-Accounts* em todo o país, aumentou os valores de reserva para bancos não-membros e outras instituições de depósitos. Criou-se o Depository Institutions Deregulation Committee, que atuaria na progressiva eliminação da Regulation Q.

Junho/1981 - O Depository Institutions Deregulation Committee adotou prazos para a retirada gradual dos tetos sobre as taxas de juros, começando com as aplicações de longo prazo.

Março/1982 - O Depository Institutions Deregulation Committee adotou um novo prazo para a retirada dos tetos sobre as taxas de juros de aplicações com prazos de 3 anos e meio ou mais. Na mesma data autorizou a emissão de certificados de depósitos de 91 dias com valor de face de US$ 7,500 e juros atrelados aos Treasury Bills de 13 semanas. As instituições de poupança receberam um diferencial de 1/4 nos rendimentos.

---

[243] De acordo com OCDE (1993) *Financial Market Trends*. Paris, fevereiro e OECD (1992) *Banks Under Stress*. Paris.

1983 - Introdução das *Super-Now Accounts* nas instituições de depósitos. Estas pagavam juros superiores aos das tradicionais *Now-Accounts*, mas ligeiramente inferiores aos das contas de depósitos no mercado monetário (*Money Market Deposit Accounts*). Foi também diminuído o valor mínimo de depósitos para as aplicações de curto prazo para US$ 2,500 e eliminados os tetos de rendimento para os depósitos a prazo.

1 - Atenuação das linhas divisórias entre os intermediários financeiros bancários e não-bancários.

a) atividades associadas aos bancos de investimentos autorizadas aos bancos comerciais e suas filiais:

1979 - A *Regulation K* do Federal Reserve autorizou as subsidiárias e filiais dos bancos comerciais a subscreverem (*underwrite*) e negociarem dívidas diretas e ações securitizadas, fora dos EUA (sob certas condições).

1982 - O *Securities Pacific Nacional Bank* foi autorizado a estabelecer uma corretora de desconto como subsidiária (*discount-broker subsidiary*). Trata-se de uma sociedade corretora que executa ordens de compra e venda de valores mobiliários cobrando comissões bastante inferiores àquelas cobradas por um corretor de serviços completos (*full service broker*). Os serviços de consultoria em investimento não foram permitidos.

1983 - O *Bank American Corporation* foi autorizado a entrar na corretagem de desconto (*discount brokeage*) através da aquisição da *Charles Schawab Corporation* (serviços de consultoria de investimento não foram permitidos).

1985 - O *Bankers Trust* foi autorizado a entrar na colocação de *commercial papers*.

1986 - O *National Westminster Bank* foi autorizado a fornecer corretagem de *securities* combinadas a serviços de consultoria de investimentos.

1987 - O *Citycorp.*, *J. P. Morgan* e *Bankers Trust* foram autorizados a subscreverem e negociarem certos títulos securitizados, inclusive bônus de impostos municipais, bônus-hipotecas e *securities* relacionadas ao crédito ao consumo, através de uma subsidiária não-bancária da *holding* do banco, em determinadas condições, até um grau limitado (até 5% da renda da subsidiária de *securities*, aumentado em 1989 para 10%).

1989 - O *Citycorp*, *Chase*, *Bankers Trust*, *J. P. Morgan* e *Security Pacific* receberam permissão para subscrever e negociar títulos de dívida privada (*corporate bonds*), até um certo limite, através de uma subsidiária não-bancária da *holding* do banco, em certas condições.

O *Bankers Trust* foi autorizado a entrar na colocação privada, como agente para os emissores, de todos os tipos de *securities* através de uma subsidiária da *holding* do banco. As receitas são ilegíveis sob a lei *Glass-Steagall* (1933) e, conseqüentemente, não são abrangidas por esta.

1990 - O *J. P. Morgan* foi autorizado a subscrever e negociar ações, até certo limite, através de uma subsidiária não-bancária de uma *holding* do banco, sob determinadas condições.

1991 - O *Bankers Trust* e quatro bancos estrangeiros foram autorizados a subscrever e negociar ações, até certo limite, através de uma subsidiária de uma *holding* do banco, sob determinadas condições.

b) novas atividades semelhantes às dos bancos comerciais nos bancos de investimento:

Geralmente, as corretoras de títulos e valores mobiliários e os bancos de investimentos são menos regulamentados do que os bancos comerciais no que se refere às suas atividades. Após a desregulamentação (*commission deregulation*) de 1975, entraram em outras atividades financeiras, tais como, imóveis, seguros, fundos mútuos do mercado monetário (*Money Market Mutual Funds*), *cash management accounts*, etc. As corretoras e os bancos de investimento puderam também estabelecer subsidiárias de bancos comercias no exterior.

2. Regulamentação do mercado de *securities* públicas.

1986 - O *Government Securities Act* de 1986 determinou: o mercado de títulos públicos, que era supervisionado em certo grau pelo *Federal Reserve Bank* de *New York*, tornava-se sujeito a uma regulamentação explícita. O Secretário do Tesouro fixaria regras e regulamentações com relação ao capital líquido, e auditoria dos corretores e negociadores de *securities* públicas. O Tesouro também adotou regras com relação à transferência ou controle de *securities* de crédito ao consumo em acordo de recompra e com a custódia de tais *securities* pelas instituições depositárias.

1991 - A autoridade do Tesouro de baixar regras expira e o Congresso não conseguiu renová-la, na esteira do reconhecimento por parte da *Solomon Brothers*, em agosto de 1991, de violar as regras de leilão do Tesouro.

1991-1992 - Nas duas casas do Congresso foram introduzidas novas notas associadas ao mercado de *securities* do governo, inclusive a reautorização do poder de determinar regras por parte do Tesouro; práticas de venda do mercado governamental de *securities*; autorização da Securities and Exchange Commission (SEC) para ampliar a transparência (isto é, a disseminação de informação de preço e quantidade); o estabelecimento de auditorias automatizadas; e o relatório de grandes posições em títulos públicos.

1992 - O Tesouro, a SEC e o *Federal Reserve* emitiram relatório conjunto sobre o mercado de *securities* públicas (*Joint Report on the Government Securities Market*). O relatório continha várias mudanças administrativas e regulatórias, visando aumentar a participação nos leilões, fortalecer sanções nas regras dos leilões, abrir o sistema de negociadores primários (*dealers*) para uma participação mais ampla e combater pequenos arrochos via reabertura. Além disso, o relatório anunciou planos para acelerar o programa de automação dos leilões e checar diferentes técnicas de leilões.

O Tesouro começou uma experiência de um ano, com leilões e lances lacrados ao preço único dos seus títulos, emitidos mensalmente (de 2 e 5 anos).

3. Reformas após a crise da Bolsa de Valores de New York em 1987.

1988 - Introdução de um sistema chamado *circuit breaker*, para interromper temporariamente as operações com ações, índices futuros de ações, preços de *securities*, opções, etc., quando o mercado recuar até um determinado ponto, em um período específico. Essas medidas foram aperfeiçoadas após outra queda brusca do mercado, ocorrida em outubro de 1989. O objetivo dessas medidas é evitar a queda livre do mercado e permitir uma reavaliação das ordens de compra e venda programadas de forma automática nos sistemas de computação (*program trading*).

Fortalecimento das exigências de capital por especialistas de mercado.

Elevação da capacidade de manutenção da New York Stock Exchange - NYSE - (Bolsa de Valores de Nova York) e melhorias no sistema de execução de ordem computadorizada da National Association of Securities Dealers Automated Quotations System - NASDAQ - (Sistema Automatizado de Cotações da Associação Nacional de Corretoras de Valores). Trata-se de um sistema computadorizado da National Association of Securities Dealers - NASD -, que oferece às sociedades corretoras/distribuidoras as cotações de preços para

valores mobiliários negociados no mercado de balcão (*over the counter*), bem como de várias ações registradas na Bolsa de Valores de New York.

Várias medidas para facilitar a liquidez e fortalecer a compensação (*clearing*) de *securities* e produtos derivativos de *securities*, através da National Securities Clearing Corporation - NSCC - (Companhia Nacional de Compensação de Valores Mobiliários).

1989-1991 - Estabelecimento de acordos cruzados entre instituições de compensação para índices de estoque nos mercados de opções e futuros.

1990 - Mudanças nas regras e fortalecimento do sistema de ordens de compra e conserto de erros em negociações diárias, após a data de comercialização (operação).

1992 - O Congresso adotou legislação que confere ao *Federal Reserve* autoridade para supervisionar e coordenar exigências de cobertura dos instrumentos ligados aos *one market* (ações, opções e futuros). Isso completa a implementação das propostas feitas em janeiro de 1988 pelo Grupo de Trabalho do Presidente sobre mecanismos de mercado (Comissão *Brady*) - *Presidential Task Force on Market - Brady Commission*.

4. Fortalecimento do poder de regulamentação e procedimentos para operar com informações confidenciais dentro de uma empresa e outras violações das leis sobre *securities*, e para melhorar o potencial de risco das corretoras e bancos de investimento.

A *Trading and Securities Fraud Enhancement Act* de 1988 garantia, entre outras coisas, a permissão à SEC para conduzir investigações em nome dos órgãos reguladores de *securities* estrangeiros (não-americanos).

Vários acordos com reguladores de *securities* estrangeiras para cooperação nas investigações de fraude em valores mobiliários e nas inspeções de entidades regulamentadas.

O *Market Reform Act* de 1990 autorizou a SEC a suspender as comercializações em caso de emergência; coletar dados sobre grandes negócios e sobre avaliação de risco de empresas *holding*; facilitar a coordenação de atividades de compensação; e empreender regras para prevenir práticas de comercialização programada que são manipuladoras e contribuem para a volatilidade.

5. Medidas regulatórias com o objetivo de facilitar o processo de internacionalização nos mercados de *securities*

Dezembro/1981 - Início das operações através do International Banking Facilities. Essa legislação significou a criação de um mercado *off-shore* dentro dos EUA. Essas operações não estariam sujeitas aos regulamentos aplicáveis para todas as operações financeiras realizadas nos EUA. Isto é, estariam isentas da obrigatoriedade dos depósitos compulsórios e dispunham de outros benefícios fiscais e regulatórios.

1990 - A SEC promulgou a nova Regulation S, simplificando os critérios para o lançamento de ações nos EUA, por intermediários financeiros estrangeiros. Foi estabelecido também a Rule 144A, através da qual foi permitido o lançamento de ações, por meio de American Depository Receipts - ADRs - e bônus no mercado americano, junto a investidores institucionais qualificados, prescindindo das regras de proteção firmadas pela legislação dos EUA. Dessa forma, a Regra 144A estabeleceu as condições em que o detentor de valores mobiliários não-registrados pode efetuar uma venda pública, sem necessidade de uma declaração de registro na SEC.

1991 - Implantação de um sistema multijurisdicional com o Canadá: permitiu que um emissor use documentos comuns em ambos os países.

1992 - A SEC aprovou a comercialização internacional no sistema automatizado de cotações da NASDAQ de quaisquer *securities* nos mercados de capitais dos EUA entre as 3:30 e 9:00 da manhã.

6. Medidas regulatórias com o objetivos de facilitar o financiamento por *corporate bonds*

1982-1983 - Introdução do procedimento "registro de prateleira" (*shelf registration*) através da Rule 415, que habilita os emissores empresariais a explorarem o mercado de *corporate bonds* de uma maneira mais flexível. Essa regra permite que novos valores mobiliários sejam emitidos via um "registro de prateleira", por meio do qual uma nova ação pode "ficar na prateleira" à espera de registro até 2 anos antes da oferta pública. Com o "registro de prateleira", a empresa pode simplesmente atualizar anual e trimestralmente os relatórios da SEC e lançar paulatinamente as ações à medida que as condições de mercado se tornem favoráveis. A flexibilidade oferecida às emitentes por esse tipo de registro se reflete em economia substancial de tempo e dinheiro.

1984 - Revogação do imposto de 30% sobre o rendimento de títulos emitidos por estrangeiros nos mercados de bônus americanos.

1990 - Implementação de *book-entry*[244] para transações de *commercial papers*.

7. Desenvolvimento de mercados de futuro e de opções

1972 - O mercado monetário internacional começou a negociar as operações de futuro em moeda estrangeira.

1975-1977 - Início da comercialização de Notas do Tesouro e contratos de bônus futuro.

1982-1983 - Início da elaboração dos Índices de estoques dos mercados de opções e futuros.

1987 - A Chicago Board of Trade - CBOT - começou a fazer a operação noturna nos EUA coincidir com as primeiras horas de abertura do mercado japonês.

1989 - Aprovação do sistema de comercialização computadorizado GLOBEX da Chicago Mercantile Exchange para contratos futuros pela Commodities Futures Trading Commission - CFTC - (Comissão Reguladora de Operações a Futuro com Commodities).

1990 - Surgimento das listagens do mercado de opções com vencimentos longos (até 39 meses).

[244] Operações de compra e venda de alguns títulos e valores imobiliários que são apenas registradas nas contas dos clientes; não há troca de certificados. Esse procedimento torna-se cada vez mais popular porque reduz o trabalho burocrático dos corretores e deixa os investidores despreocupados com relação aos certificados.

Anexo 2: A Estrutura do Processo de Administração das Corporações Americanas

A) Estrutura Geral da Organização das Corporações (*General Governance Structures of Companies*)[245]

A estrutura das corporações americanas é regulada por leis estaduais sobre as sociedades por ações em vez de uma única lei federal[246] . Conseqüentemente, é difícil abrangê-las. Contudo, a maioria das grandes corporações está estabelecida no estado de Delaware, que tende a determinar a tendência de tais leis nos Estados Unidos. Ademais, as regras da Securities and Exchange Commission (SEC) regulam o mercado de capitais em âmbito federal.

Geralmente, as leis estaduais sobre as sociedades por ações dão relativa liberdade na escolha dos métodos de organização. Em muitos casos, os diretores são eleitos em uma assembléia de acionistas por maioria simples para um mandato de 1 a 3 anos. Na maioria das empresas americanas, a assembléia de acionistas poder tirar um diretor durante o mandato por maioria simples (com ou sem motivo), dependendo dos artigos estabelecidos em seus estatutos. No passado, a maioria dos diretores se envolviam na gestão das corporações. Contudo, como a participação dos diretores externos (*outside directors*) aumentou no conselho administrativo (*board*) de muitas corporações, o papel deste vem sido gradualmente se alterando para uma tarefa de supervisão do gerenciamento das empresas exercido por uma equipe liderada pelo presidente (*Chief Executive Officer* - CEO) e escolhido pelo conselho administrativo.

O critério determinado pelo conselho administrativo na gestão dos negócios é bastante abrangente. Os membros do conselho podem tomar decisões sobre suas próprias remunerações, o total de dividendos e outros assuntos sem a participação dos acionistas. Em geral, a assembléia de acionistas não pode tomar resoluções sobre a operacionalidade normal dos negócios, inclusive os temas supracitados. Devido a problemas de interpretação das leis, geralmente, os tribunais reconhecem a "regra do tino empresarial" e não responsabilizam a administração da empresa por má gerenciamento, exceto em casos de flagrante negligência.

---

[245] Este anexo se apoia nos trabalhos da OECD (1995) e (1996), Porter (1992), Prowse (1994) e Fukao (1994). Em 1990, havia 6.342 empresas listadas nas bolsas americanas - na New York Stock Exchange (NYSE) predomina as ações das grandes corporações, na American Stock Exchange (AMEX) sobressaem as ações das pequenas e médias empresas e de corporações estrangeiras, na National Association of Securities Dealers Automated Quotations System (NASDAQ) as transações no mercado de balcão.

[246] O estado de New Hampshire foi o primeiro a permitir a formação de empresas com passivo limitado dos acionistas. Já o estado da California somente autorizou a organização de sociedades anônimas em 1931.

No que se refere aos conflitos de interesses, o código de conduta dos membros do conselho é relativamente rigoroso. Especialmente, se um diretor de uma corporação tiver alguma relação com outra empresa (isto é, também for membro do conselho), as transações com essa empresa são passíveis de invalidação, a menos que lhe proporcione benefícios.

As vezes, a responsabilidade limitada dos acionistas é negada para os principais acionistas de uma corporação com capitalização insuficiente, diante do não pagamento da remunerações dos funcionários, de créditos comerciais e de outros passivos que podem ser cobrados em um tribunal civil.

B) Transferibilidade de Participações Acionárias(*Transferability of Shares*)

Uma corporação pode estabelecer no estatuto restrições sobre a transferência das suas ações. Algumas vezes, o conselho de administração restringe a transferência de ações diante de ofertas de aquisição hostil. São decisões defensivas.

C) Direitos de Voto dos Acionistas (*Voting Rights of Shareholders*)

Uma corporação pode emitir ações com diferentes direitos de voto. Contudo, há relativamente poucas corporações de capital aberto com diversos tipos de ações ordinárias, com diferentes direitos de voto. Ademais, é bastante comum a emissão de ações preferenciais, que possuem direito limitado de voto. Algumas corporações adotam emendas nos estatutos que requerem a aprovação majoritária dos acionistas (em torno de 90%) para transações envolvendo mudança de controle.

D) Processo Voto por Procuração pelos Acionistas (*Shareholder Proposal Process*)

Qualquer acionista que detenham pelo menos US$ 1.000 ou 1% das ações de uma empresa, por mais de um ano, pode propor uma procuração para voto, às custas da empresa. Os acionistas não podem oferecer seus próprios candidatos a posições no conselho administrativo através desse processo. Se os acionistas quiserem desafiar as indicações dos executivos para os cargos no conselho, precisam financiar suas próprias campanhas para votações independentes, cujos custos podem ser muito elevados.

Até novembro de 1992, legislações da SEC estipulavam que toda comunicação entre acionistas (acima de 10) sobre a emissão de uma procuração para voto deveria ser primeiro revisada e aprovada pela SEC. Essa exigência foi flexibilizada em 1992 e, um acionista pode comunicar-se com um número ilimitado de outros, desde que detenham menos de 5% das ações e não

tenham interesses especiais na questão que está sendo discutida e não busque uma autorização para uma procuração para voto.

E) Regulamentos sobre a Participação Acionária dos Bancos nas Corporações (*Regulations on Bank Shareholdings in Non-financial Companies*)

Os bancos não podem deter ações de outras grandes corporações. Todavia, as *bank holding companies* podem deter até 5% das ações com direito de voto e até 25% das ações totais.

F) Regras e Práticas de Aquisição (*Rules and Practice of Acquisitions*)

É necessário submeter uma declaração à SEC para se iniciar uma oferta de compra superior a 5% das ações. Essa declaração deve identificar o histórico do proponente, os termos da oferta, a fonte dos recursos e os planos para a empresa que se pretende adquirir. Da mesma forma, qualquer acionista - pessoa física ou jurídica - que adquirir mais de 5% de uma corporação deve submeter uma declaração semelhante à SEC, no prazo de 10 dias. A lei determina um período de oferta mínimo de 20 dias e concede aos acionistas que tenham aceitado a oferta um prazo de 15 dias para mudar de idéia.

O executivo da empresa-alvo de uma oferta de aquisição deve dar sua opinião sobre essa transação para os acionistas, dentro de 10 dias, após o início da oferta. Em caso de opinião é negativa, a oferta é chamada de tomada de controle acionário hostil (*hostile takeover*) de uma corporação. Quando for preciso eliminar pequenos acionistas comprando suas ações em dinheiro ou outros ativos, a operação é chamada *cash out mergers*.

G) Contramedidas às Ameaças de Tomada de Controle Acionário (*Countermeasures Against Takeover Threats*)

Muitos estados introduziram alterações em suas leis, restringindo operações de aquisição hostil na segunda metade dos anos 80. As mudanças são, em alguns aspectos, semelhantes aos adendos contra processos de aquisição descritos acima. De modo geral, as medidas estaduais contra as tentativas de aquisição podem ser classificadas como se segue:

Alguns estados exigem que o proponente solicite aprovação, antes de iniciar um processo de aquisição. E, as vezes, permitem que os estados determinem a pertinência da oferta e detenham-na se for inadequada. Leis mais rigorosas negam o direito de voto em tentativas de controle, se o proponente atingir uma percentagem específica das ações-alvo (20%, 33% e 50%). Alguns estatutos exigem que outros acionistas votem para aprovar o direito de voto dos

acionistas controladores. Leis mais recentes validam as *poison pills*, e ampliam as leis das corporações para permitir aos diretores avaliar ou delegar que avaliem o efeito de uma aquisição sobre os empregados, a comunidade, os fornecedores e os clientes. Outras leis restringem as fusões entre um acionista-alvo e um interessado geralmente definidos como quaisquer acionistas que possuam mais de 10% ou 15% das ações-alvo.

H) Regulamento sobre as Participações Interligadas (*Regulations on Interlocking Shareholding*)

As leis antitruste (*Clayton Anti-Trust Act* de 1914 e outras) proíbem a aquisição das ações de uma empresa se resultar em efeitos adversos à concorrência. O relativamente rigoroso padrão de comportamento dos diretores, com relação aos conflitos de interesses, pode impedir o desenvolvimento de participações acionárias interligadas entre as empresas.

I) Regulamentações sobre Informações Privilegiadas (*Regulations on Insider Trading*)

O regulamento (*Rule*)10b-5 da SEC proíbe fraude, demonstrações financeiras falsas ou omissões de fatos importantes relacionados com a compra e venda de qualquer *security*. Diante de problemas com a interpretação da lei, os tribunais, geralmente, com base nesse regulamento, decidem que diretores, funcionários e outros indivíduos, tais como advogados ligados a uma empresa, são proibidos de negociar *securities* baseados em informações relevantes relativas à empresa e não disponível ao público. Nos últimos anos, vem sendo considerado ilegal um operador negociar com informações obtidas de forma escusa (por exemplo, o empregado de uma instituição compra *securities* com base em informações dos clientes). Em caso de transgressão dessa regra a penalidade é muito severa em comparação à de outros países. Os infratores têm de devolver seus lucros ilegais. Ademais, podem ter de pagar até 3 vezes o valor de seu ganhos ao Tesouro americano ou pegar até 10 anos de prisão e pagar uma multa de US$ 1 milhão.

O Parágrafo (*Section*) 16(a) da SEC exige daqueles que dispõem de informações privilegiadas (diretores, funcionários e grandes acionistas) um relatório de todas as transações com ações. O Parágrafo 16(b) permite à corporação ou seus acionistas processar os autores das transações com informações privilegiadas, concluídas num prazo de seis meses, com o propósito de reaver os lucros.

J) Restrições dos Pagamentos a Acionistas e Regulamentos Contábeis (*Restrictions on Payments to Shareholders and Accounting Rules*)

As restrições jurídicas sobre a distribuição de dividendos, exceto dos lucros correntes ou acumulados, são muito débeis. Na maioria dos estados, as empresas podem distribuir dividendos quando os ativos líquidos ultrapassarem o capital declarado. Ademais, mesmo quanto os ativos líquidos estiverem abaixo do capital declarado, em muitos estados as empresas podem ainda distribuir dividendos, a partir dos lucros dos dois últimos anos. Em geral, as empresas não precisam alocar todo o capital integralizado ao capital declarado e podem manter o restante como reserva de capital.

Essa reserva fica disponível para futuras distribuições de dividendos. Conseqüentemente, o conselho administrativo pode distribuir dividendos ou comprar suas próprias ações, através da redução do capital integralizado a menos que a empresa esteja enfrentando uma insolvência iminente.

As regras contábeis são orientadas para proporcionar informações econômicas aos investidores (especialmente os acionistas) e menos para proteger outros interesses, inclusive de credores e trabalhadores. A maioria das *securities* são avaliadas aos preços de mercados em vez de preços históricos. As regras da tributação exercem relativamente pouca influência sobre as regras contábeis.

K) Processos de Falências de Corporações (*Bankruptcy Procedures for Corporate Failures*)

A lei de falências prevê tanto o processo de liquidação como o de reorganização das empresas, com uma preferência pelo segundo. Em comparação a outros países, a lei estabelece maior proteção ao devedor do que ao credor. Um devedor pode facilmente obter um pedido de assistência para se proteger dos credores sem provar que está insolvente.

Em um processo de reorganização (*Chapter 11, Bankruptcy Code,*), ao contrário do que ocorre na maioria dos outros países, o executivo de uma corporação insolvente não perde a autoridade e mantém o controle do negócio. Isto é, a empresa continua em funcionamento sob a mesma direção enquanto negocia com seus credores a reorganização da sua atividade. Apenas o devedor tem o direito de submeter um programa de reorganização durante os primeiros 120 dias após o início do processo. O Capítulo 11 não obriga o executivo nem o tribunal a liquidar a empresa mesmo se o valor da liquidação for maior do que o seu valor em funcionamento.

Ao abrigo do Capítulo 11 da Lei de Falência, a administração da empresa pode pedir a proteção do tribunal face aos credores. Isso permite à empresa suspender o pagamento da maioria das suas dívidas enquanto a administração submete um plano de reorganização à

provação dos credores. Em quase metade dos casos a administração já existente mantém-se no controle da empresa durante o período de reorganização. Contudo, o tribunal supervisiona de perto o processo de reorganização e a administração da empresa tem de obter continuamente a aprovação do tribunal para todas as decisões que envolvem gastos significativos. O processo de administração judicial permite à empresa obter novos financiamentos prioritários para fazer face às dívidas anteriores à reorganização, trata-se do chamado "financiamento das dívidas em suspenso". A possibilidade de captar novos financiamentos é especialmente importante no Capítulo 11, devido ao longo período em que a empresa pode permanecer em processo de reorganização sob administração judicial.

As empresas que recorrem ao Capítulo 11 geralmente permanecem nessa situação durante mais de dois anos, e os custos da reorganização podem ser elevados.

As falências propriamente ditas são reguladas pelo Capítulo 7 da Lei das Falências. Nesse caso, é nomeado um gestor da massa falida para vender os ativos da empresa. Em 1993, no Tribunal de Falências da Califórnia, houve 57.752 casos de falência sob o Capítulo 7 contra 6.739 "concordatas" sob o Capítulo 11.

Os elevados custos decorrentes da aplicação do Capítulo 11 tem levado muitas empresas a resolver os problemas com seus credores de forma privada, ou seja, à margem do processo judicial de falências. Existe um processo relativamente novo chamado "Medidas Prévias ao Capítulo 11" (*Prepackaged Chapter 11*), que pressupõe a negociação privada de um plano de reorganização entre a empresa e os seus maiores credores e o posterior pedido de aprovação ao tribunal. Este último procedimento reveste-se de particular importância porque a aprovação do tribunal impede de maneira eficaz que os credores questionem a legalidade do plano de reorganização. Além disso, os planos podem ser aprovados sob o Capítulo 11 sem o acordo de todos os credores, basta uma maioria simples, em termos de número de credores e de 2/3 em termos de valor. Em 1993, as Medidas Prévias representaram 43% de todas as solicitações de "concordata" sob o Capítulo 11.

Há ainda outras formas de reorganização chamadas "convênios de credores" (*workouts*), que não requerem a aprovação do tribunal, mas pressupõe o acordo de todas as partes. Geralmente, envolvem a conversão da dívida em ações da empresa. As reorganizações informais recebem ajuda dos especialistas em convênios e dos chamados "fundos especulativos", especialmente criados com o fim de adquirir a dívida das empresas em dificuldades financeiras e participar de sua reorganização financeira.

Ademais, como os elevados custos dos processos encorajam as empresas a se reorganizarem à margem do Capítulo 11, pode estimular os principais credores a oferecerem aos acionistas e aos outros credores um valor superior ao montante a que teriam direito, de acordo com o contrato de dívida. Esse fenômeno é conhecido como "desvio à prioridade absoluta da dívida". Avaliações dos planos de reorganização mostram que os desvios à prioridade absoluta da dívida são mais de três vezes superior no caso dos convênios de credores do que no caso do Capítulo 11, sendo a maioria paga pelos principais credores. Isso demonstra que os principais credores estão dispostos a pagar grandes quantias aos demais credores para evitar o processo de falência formal.

Finalmente, devemos enfatizar que o conceito de dívida subordinada na legislação americana dissuade os bancos de desempenharem um papel ativo no financiamento das empresas com problemas financeiros. Se o banco exercer controle efetivo sobre a empresa devedora, a penalidade estabelecida pelos tribunais pode ser uma significativa redução na prioridade da dívida bancária com relação a outros credores.

Anexo 3: Os princípios de supervisão bancária do BIS

O Comitê de Basiléia para Supervisão da Atividade Bancária do BIS lançou 25 princípios para serem discutidos e possivelmente adotados em âmbito mundial, a partir de janeiro de 1998. Entre esses princípios destaca-se: os órgãos supervisores devem exigir dos bancos sistemas de gestão de informações, políticas e procedimentos adequados para identificar, monitorar e controlar o risco nacional e de transferência em suas atividades internacionais de crédito e investimento.

Quadro 1
Os 25 Princípios Básicos do Comitê de Basiléia para Supervisão da Atividade Bancário do BIS.

Condições Prévias para uma Eficiente Supervisão Bancária
1. Um eficiente sistema de supervisão bancária terá claras responsabilidades e objetivos para cada agência envolvida na supervisão dos bancos. Cada uma dessas agências deveria possuir independência operacional e recursos adequados. Uma adequada estrutura legal para supervisão bancária é também necessária, incluindo provisões relativas à autorização de estabelecimentos bancários e a supervisão em andamento; poderes para tratar do cumprimento das leis, bem como em relação às preocupações de correção e segurança.
Licenciamento e Estrutura
2. As atividades permissíveis de instituições que são licenciadas e sujeitas a supervisão, como os bancos, devem ser claramente definidas, e o uso da palavra "banco" nos nomes deveria ser controlada até onde possível.
3. A autoridade de licenciamento deverá ter o direito de estabelecer critérios e rejeitar aplicações para estabelecimentos que não cumpram ou alcancem os padrões estabelecidos. O processo de licenciamento deveria consistir, no mínimo, de uma avaliação da estrutura de propriedade do banco, diretores e administração superior, do seu plano operacional e controles internos e sua projetada condição financeira, inclusive sua base de capital; em que o proprietário proposto ou organização controladora seja um banco estrangeiro, o anterior consentimento do supervisor do país de origem deveria ser obtido.
4. Os supervisores bancários devem ter autoridade para revisar e rejeitar quaisquer propostas para transferir propriedade significativa ou interesses de controle em bancos existentes e outras parcerias.
5. Os supervisores bancários devem ter a autoridade para estabelecer critérios para revisar grandes aquisições ou investimentos por um banco e garantir que as afiliações corporativas ou estruturas não exponham o banco a riscos indevidos ou atravanquem uma supervisão efetiva.
Exigências e Regulamentações para Adequação de Capital
6. Os supervisores bancários devem estabelecer exigências mínimas de capital que reflitam os riscos que os bancos assumem e devem definir os componentes de capital, tendo-se em mente a habilidade para absorver prejuízos. Para os bancos internacionalmente ativos, estes requerimentos não devem ser menos do que aqueles estabelecidos no Acordo de Capital de Basiléia.
7. Uma parte essencial de qualquer sistema de supervisão é a independente avaliação da política de um banco determinado, práticas e procedimentos relativos à concessão de empréstimos e a realização de investimentos e a administração em andamento dos portfólios de investimentos e empréstimos.
8. Os supervisores bancários devem ficar satisfeitos que os bancos estabeleçam e façam adesão a políticas adequadas, práticas e procedimentos para avaliar a qualidade de ativos e a adequação de provisões de perdas de empréstimos e reservas.
9. Os supervisões bancários devem ficar satisfeitos com o fato de bancos terem sistemas de informação gerencial que capacitem a administração a identificar concentrações dentro do portfólio e os supervisores devem estabelecer limites de adequação de capital para restringir a exposição do banco a tomadores únicos ou a grupos de tomadores de empréstimos relacionados.
10. Para evitar abusos provenientes de empréstimos vinculados, os supervisores bancários precisam ter requisitos segundo os quais os bancos emprestam a empresas coligadas e a indivíduos com base em operações puramente comerciais; a extensão dos créditos é de fato monitorada e se tomam outras medidas adequadas ao controle e à diminuição de riscos.

Continua

Quadro 1

Os 25 Princípios Básicos do Comitê de Basiléia para Supervisão da Atividade Bancário do BIS.

11. Os supervisores bancários precisam estar convencidos de que os bancos têm políticas e procedimentos adequados à identificação, monitoração e controle dos riscos do país e da transferência de riscos em seus empréstimos internos e atividades de investimento; também devem estar certos de que os bancos mantêm reservas adequadas contra esses riscos.
12. Os supervisores bancários precisam estar convencidos de que os bancos têm sistemas que medem e monitoram cuidadosa e adequadamente os riscos controlados do mercado: os supervisores deveriam ter poderes para impor limites específicos e/ou cobrança específica sobre o capital em relação à exposição aos riscos do mercado, se houver garantias.
13. Os supervisores bancários precisam estar convencidos de que os bancos possuem um processo inteligível de gerenciamento dos riscos (inclusive supervisão apropriada do conselho e da administração graduada) para identificar, medir e controlar todos os outros riscos materiais e, quando necessário, defender o capital contra esses riscos.
14. Os supervisores bancários devem se assegurar que os bancos tenham controles internos que sejam adequados à natureza e ao tamanho de seus negócios. Estes incluiriam acordos transparentes para a delegação de autoridade e de responsabilidade; a separação de funções que envolvam o compromisso do banco, a disponibilidade de seus fundos e a contabilidade de seus ativos e passivos; o ajuste desses processos; a salvaguarda dos ativos; e a auditoria independente interna e externa, apropriada, além da concordância de funções para testar a adequação a esses controles bem como às leis e regulamentos aplicáveis.
15. Os supervisores bancários precisam dar ordens para que os bancos tenham políticas, práticas e procedimentos adequados, inclusive regras rígidas tipo "conheça o seu cliente", que promovem padrões éticos e profissionais no setor financeiro e evitam que os bancos sejam utilizados, intencional ou não-intencionalmente, por pessoas criminosas.
16. Um sistema bancário eficiente de supervisão teria tanto uma supervisão na sede como um fora da sede.
17. Os supervisores bancários precisam ter contatos regulares com a gerência bancária; também por intermédio da compreensão das operações da instituição.
18. Os supervisores bancários precisam ter meios de coletar, rever e analisar relatos de adequação de capital e relatórios estatísticos vindos de bancos numa base única e consolidada.
19. Os supervisores bancários precisam ter meios de obter a confirmação das informações dos supervisores, seja por meio de inspeção no próprio lugar, seja utilizando o trabalho de auditores externos.
20. Um elemento fundamental da supervisão bancária é a capacidade de os supervisores inspecionarem a organização bancária numa base consolidada.
Requisições de Informação
21. Os supervisores bancários devem estar satisfeitos que cada banco mantenha registros adequados escritos em harmonia com políticas de avaliação consistentes e práticas que habilitem o supervisor a obter uma visão real e clara da condição financeira do banco e a lucratividade de seus negócios e que o banco publique uma declaração financeira em bases regulares que reflitam razoavelmente sua condição.
Poderes formais dos supervisores
22. Supervisores bancários devem ter a sua disposição medidas supervisoras adequadas para levar a efeito ações neutralizantes quando os bancos falhem em preencher requisitos consultivos necessários (tais como índices de adequação de capital mínimo), quando há violações reguladoras, ou onde depositantes são ameaçados de qualquer outra forma.
Atividade Bancária Transfronteiras
23. Os supervisores bancários devem praticar supervisão consolidada mundial, adequadamente monitorada e ajustar normas prudentes apropriadas para todos os aspectos de empreendimentos conduzidos por organizações bancárias mundiais, essencialmente em suas sucursais estrangeiras e subsidiárias.
24. Um componente-chave de supervisão consolidada está estabelecendo contato e troca de informação com vários outros supervisores envolvidos, primeiramente autoridades supervisoras do país hospedeiro.
25. Os supervisores bancários devem requerer a operação local de bancos estrangeiros para ser conduzida para alguns padrões altos como são requeridos de instituições domésticas e devem ter poderes para compartilhar informação necessária pelos supervisores do país de origem daqueles bancos para o propósito de cumprir supervisão consolidada.

Fonte: Maria Cristina Carvalho (1997) "Controle de risco mais rigoroso nos bancos". *Gazeta Mercantil*, 27.5.1997, p. B-18.

Anexo Estatístico

Tabela A.3.1 - Taxas de Juros nos Estados Unidos (1955-1994, anos selecionados)

	Federal Funds (a)	Taxa de Desconto	Títulos Públicos			Prime	Bônus Privados de Longo Prazo (b)		Commercial Paper (6 meses)
			T-Bills (3 meses)	Notas (10 anos)	Bônus (30 anos)		Aaa	Baa	
1955	1,78	1,89	1,75	2,82	-	3,16	3,06	3,53	2,18
1956	2,73	2,77	2,65	3,18	-	3,77	3,36	3,88	3,31
1957	3,11	3,12	3,27	3,65	-	4,20	3,89	4,71	3,81
1958	1,57	2,15	1,84	3,32	-	3,83	3,79	4,73	2,46
1959	3,30	3,36	3,40	4,33	-	4,48	4,38	5,05	3,97
1960	3,22	3,53	2,93	4,12	-	4,82	4,41	5,19	3,85
1961	1,96	3,00	2,38	3,88	-	4,50	4,35	5,08	2,97
1962	2,68	3,00	2,78	3,95	-	4,50	4,33	5,02	3,26
1963	3,18	3,23	3,16	4,00	-	4,50	4,26	4,86	3,55
1964	3,50	3,55	3,55	4,19	-	4,50	4,40	4,83	3,97
1965	4,07	4,04	3,95	4,28	-	4,54	4,49	4,87	4,38
1966	5,11	4,50	4,88	4,92	-	4,63	5,13	5,67	5,55
1967	4,22	4,19	4,32	5,07	-	5,61	5,51	6,23	5,10
1968	5,66	5,16	5,34	5,65	-	6,30	6,18	6,94	5,90
1969	8,20	5,87	6,70	6,67	-	7,96	7,03	7,81	7,83
1970	7,18	5,95	6,45	7,35	-	7,91	8,04	9,11	7,71
1971	4,66	4,88	4,35	6,16	-	5,72	7,39	8,56	5,11
1972	4,43	4,50	4,07	6,21	-	5,25	7,21	8,16	4,73
1973	8,73	6,44	7,04	6,84	-	8,03	7,44	8,24	8,15
1974	10,50	7,83	7,88	7,56	-	10,81	8,57	9,50	9,84
1975	5,82	6,25	5,84	7,99	-	7,86	8,83	10,6	6,32
1976	5,04	5,50	4,98	7,61	-	6,84	8,43	9,75	5,34
1977	5,54	5,46	5,26	7,42	7,75	6,83	8,02	8,97	5,61
1978	7,93	7,46	7,22	8,41	8,49	9,06	8,73	9,49	7,99
1979	11,19	10,28	10,04	9,44	9,28	12,67	9,63	10,69	10,91
1980	13,36	11,77	11,50	11,46	11,27	15,27	11,94	13,67	12,29
1981	16,38	13,42	14,03	13,91	13,45	18,87	14,17	16,04	14,76
1982	12,26	11,02	10,68	13,00	12,76	14,86	13,79	16,11	11,89
1983	9,09	8,50	8,63	11,10	11,18	10,79	12,04	13,55	8,89
1984	10,23	8,80	9,58	12,44	12,41	12,04	12,71	14,19	10,16
1985	8,10	7,69	7,48	10,62	10,79	9,93	11,37	12,72	8,01
1986	6,81	6,33	5,98	7,68	7,78	8,83	9,02	10,39	6,39
1987	6,66	5,66	5,82	8,39	8,59	8,21	9,38	10,58	6,85
1988	7,57	6,20	6,69	8,85	8,96	9,32	9,71	10,83	7,68
1989	9,21	6,93	8,12	8,49	8,45	10,87	9,26	10,18	8,80
1990	8,10	6,98	7,51	8,55	8,61	10,01	9,32	10,36	7,95
1991	5,69	5,45	5,42	7,86	8,14	8,46	8,77	9,80	5,85
1992	3,52	3,25	3,45	7,01	7,67	6,25	8,14	8,98	3,80
1993	3,02	3,00	3,02	5,87	6,59	6,00	7,22	7,93	3,30
1994	4,21	3,60	4,29	7,09	7,37	7,15	7,97	8,63	4,93

Notas: (a) Moody's Investors Service.
(b) Taxa do Federal Reserve Bank of New York.

Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System, *Federal Reserve Bulletin*, vários números.

Tabela A.3.2 - Taxas de Câmbio

Dólar em Relação ao Marco Alemão e ao Iene Japonês

	DM$/US$	Y$/US$
1969	3,9251	358,36
1970	3,6465	358,16
1971	3,4830	347,79
1972	3,1886	303,13
1973	2,6715	271,31
1974	2,5868	291,84
1975	2,4614	296,78
1976	2,5185	296,45
1977	2,3236	268,62
1978	2,0097	210,39
1979	1,8343	219,02
1980	1,8175	226,63
1981	2,2632	220,63
1982	2,4281	249,06
1983	2,5539	237,55
1984	2,8455	237,46
1985	2,9420	238,47
1986	2,1705	168,35
1987	1,7981	144,60
1988	1,7570	128,17
1989	1,8808	138,07
1990	1,6166	145,00
1991	1,6610	134,59
1992	1,5618	126,78
1993	1,6545	111,08
1994	1,6216	102,18

Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System, *Federal Reserve Bulletin*, vários números.

Tabela A.3.3 - Composição da Dívida Pública Federal Americana Bruta (por categoria de títulos)

US$ bilhões/Dados de fim de período

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Total	370,1	397,3	426,4	457,3	474,2	533,2	634,7	698,8	771,5	826,5
Títulos Negociáveis	232,5	245,4	257,2	262,9	266,5	315,6	407,6	443,5	485,1	506,7
Bills	76,1	86,6	94,6	100,1	105,0	128,5	161,5	156,1	160,9	161,4
Notes	93,4	104,8	113,4	117,8	128,4	150,2	206,3	241,6	267,8	274,2
Bonds	62,9	53,9	49,1	45,0	33,1	36,1	39,8	45,7	56,3	71,0
Títulos Não-negociáveis (a)	136,4	150,8	168,1	193,3	206,6	216,5	225,8	254,1	281,8	312,3
Série "Est. e Municípios"	4,0	5,7	3,6	3,7	4,2	3,6	5,7	16,8	27,0	27,4
Série "Exterior" (b)	4,8	9,2	18,9	28,5	24,0	23,2	20,8	21,8	21,6	28,1
Bônus e Notas de Poupança	51,2	53,0	55,9	59,4	61,9	65,4	70,7	75,4	79,8	80,4
Série "Agências Gover."(c)	76,3	82,7	81,6	101,7	115,4	124,1	128,6	140,1	153,3	176,4
Dívida s/ Juros	1,1	1,0	1,1	0,9	0,9	1,0	1,1	1,2	4,5	7,5

Continua

Tabela A.3.3 - Composição da Dívida Pública Federal Americana Bruta (por categoria de títulos)

US$ bilhões/Dados de fim de período

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Total	930,2	1.028,7	1.197,1	1.410,7	1.663,0	1.945,9	2.214,8	2.431,7
Títulos Negociáveis	623,2	720,3	881,5	1.050,9	1.247,4	1.437,7	1.619,0	1.724,7
Bills	216,1	245,0	311,8	343,8	374,4	399,9	426,7	389,5
Notes	321,6	375,3	465,0	573,4	705,1	812,5	927,5	1.037,5
Bonds	85,4	99,9	104,6	133,7	167,9	211,1	249,8	282,5
Títulos Não-negociáveis (a)	305,7	307,0	314,0	350,0	413,2	505,7	593,1	704,2
Série "Est. e Municípios"	23,8	23,0	25,7	36,7	44,4	87,5	110,5	139,3
Série "Exterior" (b)	24,0	19,0	14,7	10,4	9,1	7,5	4,7	4,0
Bônus e Notas de Poupança	72,5	68,1	68,0	70,7	73,1	78,1	90,6	99,6
Série "Agências Gover."(c)	85,1	196,7	205,4	231,9	286,2	332,2	386,9	461,3
Dívida s/ Juros	1,3	1,4	1,6	9,8	2,3	2,5	2,8	2,8

Continua

Tabela A.3.3 - Composição da Dívida Pública Federal Americana Bruta (por categoria de títulos)

US$ bilhões/Dados de fim de período

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Total	2.684,4	2.953,0	3.364,8	3.801,7	4.177,0	4.535,7	4.800,2	4.988,7	5.323,2
Títulos Negociáveis	1.821,3	1.945,4	2.195,8	2.471,6	2.754,1	2.989,5	3.126,0	3.307,2	3.459,7
Bills	414,0	430,6	527,4	590,4	657,7	714,6	733,8	706,0	777,4
Notes	1.083,6	1.151,5	1.265,2	1.430,8	1.608,9	1.764,0	1.867,0	2.010,3	2.112,3
Bonds	308,9	348,2	388,2	435,5	472,5	495,9	510,3	521,2	555,0
Títulos Não-negociáveis (a)	841,8	986,4	1.166,2	1.327,2	1.419,8	1.542,9	1.643,1	1.657,2	1.857,5
Série "Est. e Municípios"	151,5	163,3	160,8	159,7	153,5	149,5	132,6	104,5	101,3
Série "Exterior" (b)	6,6	6,8	43,5	41,9	37,4	43,5	42,5	40,8	37,4
Bônus e Notas de Poupança	107,6	115,7	124,1	135,9	155,0	169,4	177,8	181,9	182,4
Série "Agências Gover."(c)	575,6	695,6	813,8	959,2	1.043,5	1.150,0	1.259,0	1.299,6	1.505,9
Dívida s/ Juros	21,3	21,2	2,8	2,8	3,1	3,4	31,0	24,3	6,0

Conclusão

Notas: (a) Inclui *securities* emitidas pela Rural Eletrification Administration, bônus de planos de aposentadoria e bônus das contas individuais de aposentadoria (IRA - Individual Retirement Account).

(b) Séries não-negociáveis denominadas em dólar e em moeda estrangeira (emitidas durante o governo Carter) mantidas por estrangeiros.

(c) Mantidas por agências governamentais: U.S. Treasury, Trust Funds e outras.

Fonte: Federal Reserve, *Federal Reserve Bulletin*, Tabela 1.41, vários números.

Tabela A.3.4 - Principais Detentores da Dívida Pública Americana

US$ bilhões/Dados de fim de período

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Total	409,5	461,3	508,6	540,5	616,4	694,5	848,4	1.022,6	1.212,5
Doméstico									
Bancos Comerciais	103,8	98,8	95,0	88,1	112,1	111,4	131,4	188,8	183,4
Setor Não-bancário									
Famílias	101,6	107,8	114,0	118,0	117,1	110,8	116,5	133,4	143,8
Seguradoras	12,7	19,9	20,0	21,4	24,0	29,0	39,1	56,7	76,4
F. Mer. Monetário	1,1	0,9	1,5	5,6	3,5	21,5	42,6	22,8	25,9
Corporações (a)	23,5	18,2	17,3	17,0	19,3	17,9	24,5	39,7	50,1
Estados e Munic.	-	-	-	-	87,9	104,3	127,8	155,1	173,0
Outros (b)	78,0	106,0	127,7	171,4	122,8	163,0	217,0	259,8	354,6
Estrangeiros	78,1	109,6	133,1	119,0	129,7	136,6	149,5	66,3	192,9

Continua

Tabela A.3.4 - Principais Detentores da Dívida Pública Americana

US$ bilhões/Dados de fim de período

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Total	1.417,2	1.602,0	1.731,4	1.858,5	2.015,8	2.288,3	2.563,2	2.839,9
Doméstico								
Bancos Comerciais	192,2	232,5	201,2	193,8	174,8	188,2	233,4	294,0
Setor Não-bancário								
Famílias	154,8	162,8	172,4	188,8	216,4	233,8	263,9	289,2
Seguradoras	115,4	135,4	104,9	107,3	130,1	149,0	168,7	197,5
F. Mer. Monetário	25,1	28,0	14,3	11,8	14,9	45,4	80,0	79,4
Corporações (a)	59,0	68,8	84,6	87,1	93,4	108,9	150,8	192,5
Estados e Munic.	224,0	260,0	284,6	313,6	338,5	329,4	520,3	534,8
Outros (b)	434,4	467,1	569,1	593,4	654,6	807,6	651,3	702,4
Estrangeiros	212,5	251,6	299,7	362,2	392,9	425,1	491,8	549,7

Continua

Tabela A.3.4 - Principais Detentores da Dívida Pública Americana

US$ bilhões/Dados de fim de período

	1993	1994	1995	1996
Total	3.047,7	3.168,0	3.294,9	3.411,2
Doméstico				
Bancos Comerciais	322,2	290,4	278,7	272,0
Setor Não-bancário				
Famílias	309,8	331,2	347,7	356,6
Seguradoras	234,5	240,1	241,5	234,0
F. Mer. Monetário	80,8	67,6	71,3	92,1
Corporações (a)	213,0	226,5	228,8	258,5
Estados e Munic.	590,8	468,3	344,1	290,0
Outros (b)	673,3	855,3	920,6	776,5
Estrangeiros	623,3	688,1	862,2	1.131,5

Conclusão

Notas: (a) Exclui bancos e companhias de seguro;
(b) Entre 1976 e 1979 inclui os dados relativos a Estados e Municípios. Inclui as associações de poupança e empréstimo, as instituições sem fins lucrativos, as cooperativas de crédito, os bancos de poupança mútua, os fundos de pensão sob forma de sociedades, os agentes bursáteis (*dealers & brokers*) e certas contas de depósitos do Tesouro.

Fonte: Federal Reserve, *Federal Reserve Bulletin*, Tabela 1.41, vários números.

Tabela A.3.5 - Estimativa do Perfil de Vencimento da Dívida Pública Americana em Poder do Setor Privado (a)

	Vencimento/US$ bilhões					
	Total	Até 1 ano	1-5 anos	5-10 anos	10-20 anos	mais de 20 anos
1970	157,9	76,4	57,0	8,3	7,9	8,3
1971	161,9	74,8	58,6	14,5	6,4	7,6
1972	166,0	79,5	57,1	16,0	6,4	6,9
1973	167,9	84,0	54,1	16,4	8,7	4,6
1974	164,9	87,1	50,1	14,2	9,9	3,5
1975	210,4	115,7	65,8	15,4	8,9	4,6
1976	279,8	150,3	90,6	24,2	8,0	6,7
1977	326,7	161,3	113,3	33,0	8,4	10,5
1978	356,5	163,8	132,9	33,5	11,4	14,8
1979	380,5	181,9	127,6	32,3	18,5	20,3
1980	463,7	220,0	156,2	38,8	25,9	22,7
1981	549,9	256,2	182,2	48,7	32,6	30,1
1982	682,0	314,4	221,8	75,7	33,0	37,0
1983	862,6	379,6	295,0	99,2	40,8	48,0
1984	1.017,5	437,9	332,8	130,4	49,7	66,7
1985	1.185,7	472,7	402,8	159,4	62,9	88,0
1986	1.354,3	506,9	467,3	190,0	70,7	119,4
1987	1.445,4	483,6	526,7	209,2	72,9	153,0
1988	1.555,2	524,2	553,0	232,5	74,2	171,3
1989	1.654,7	546,7	578,3	247,4	80,6	201,5
1990	1.841,9	626,3	630,1	267,6	82,7	235,1
1991	2.113,8	713,8	761,2	280,6	84,9	273,3
1992	2.363,8	808,7	866,3	295,9	84,7	308,1
1993	2.562,4	858,1	978,7	306,7	94,3	324,5
1994	2.719,9	877,9	1.128,3	290,0	88,2	335,4

Nota: (a) Os EUA não emitem títulos da dívida pública em moeda estrangeira (exceto num curto período do governo Carter).

Fonte: The Annual Report of the Council of Economic Advisers (1995) *Economic Report of the President*, p. 377.

Tabela A.3.6 - Fontes de Financiamento do Déficit Público dos EUA (US$ bilhões)

	Déficit	Doméstico				Internacional	
		Total	Bancos	Outras (a)	Fed	Total	Governos
1975	53.93	45.48	24.80	9.20	-0.80	8.45	7.29
1976	74.86	70.04	22.00	15.90	1.70	4.82	2.71
1977	52.23	31.01	7.90	11.60	4.50	21.22	20.44
1978	58.94	35.55	-7.80	16.30	9.70	23.39	22.98
1979	35.95	33.06	-17.50	7.40	12.63	2.89	1.60
1980	76.18	75.96	8.10	10.50	7.20	0.22	-0.21
1981	78.74	68.91	11.60	24.50	-0.10	9.83	6.01
1982	125.69	116.91	3.20	78.80	-0.40	9.45	3.79
1983	202.52	187.04	55.80	21.50	12.40	15.48	6.83
1984	178.26	162.70	5.40	48.50	6.70	15.56	3.10
1985	212.11	179.48	21.40	46.70	21.10	32.63	8.51
1986	212.63	170.99	1.60	5.70	11.90	41.64	27.95
1987	147.54	118.53	-7.50	28.40	19.70	29.01	34.82
1988	155.51	88.90	-7.70	21.70	16.40	66.61	50.97
1989	143.79	96.30	-21.90	7.00	-2.70	47.49	17.94
1990	218.11	207.60	1.00	58.40	16.80	10.51	0.45
1991	272.51	203.60	24.60	55.66	24.30	68.84	21.83
1992	289.25	231.67	69.80	66.93	36.60	57.58	38.86
1993	254.03	162.67	25.19	20.62	34.95	91.36	52.65

Nota: (a) Outras instituições financeiras.

Fonte: IMF, *Government Financial Statistics*, Yearbook, 1985, 1990, 1991, 1994.

Tabela A.3.7 - Fontes de Financiamento do Déficit Público dos EUA (US$ bilhões)

	Déficit	Doméstico				Internacional			
		Total	Títulos Negociáveis		Títulos Não-negociáveis (3)	Total	Títulos Negociáveis		Títulos Não-negociáveis (3)
			Longo Prazo (1)	Curto Prazo(2)			Longo Prazo	Curto Prazo	
1975	53.93	45.48	25.20	14.09	5.22	8.45	1.31	8.94	-1.80
1976	74.86	70.04	40.83	28.26	6.46	4.82	3.76	2.78	-1.72
1977	52.23	31.01	24.29	-6.31	19.07	21.22	17.60	3.43	0.19
1978	58.94	35.55	25.49	-7.32	17.56	23.39	11.15	12.35	-0.11
1979	35.95	33.06	19.27	8.25	4.95	2.89	3.89	-7.43	6.43
1980	76.18	75.96	45.56	38.67	-4.71	0.22	3.38	-0.20	2.96
1981	78.74	68.91	54.74	23.14	-1.95	9.83	12.50	1.99	-4.66
1982	125.69	116.24	66.84	48.49	3.00	9.45	15.38	-0.57	-5.36
1983	202.52	187.04	128.71	54.25	15.39	15.48	6.79	11.88	-3.19
1984	178.26	162.70	137.23	8.39	10.36	15.56	8.31	9.59	-2.34
1985	212.11	179.48	120.71	27.27	26.47	32.63	34.64	0.16	-2.17
1986	212.63	170.99	146.20	9.18	15.54	41.64	26.82	17.33	-2.51
1987	147.54	118.53	119.09	-30.52	38.41	29.01	30.73	-1.94	0.22
1988	155.51	88.90	65.63	0.87	27.43	66.61	45.33	19.31	1.97
1989	143.79	96.30	41.05	7.47	18.85	47.49	58.67	-10.06	-1.12
1990	218.11	207.60	118.25	82.35	13.09	10.51	15.67	-6.85	1.69
1991	272.51	230.67	145.11	55.06	8.56	68.84	53.69	17.32	-2.17
1992	289.25	231.67	175.04	45.72	14.43	57.58	29.95	27.39	0.24
1993	254.03	162.67	192.48	-21.51	-20.86	91.36	25.84	30.60	34.92

Notas: (1) Bônus.

(2) Bônus e *Bills*

(3) Predomina empréstimos de longo prazo.

Fonte: IMF, *Government Financial Statistics*, Yearbook, 1985, 1990, 1991, 1994.

Quadro A.3.1 - Operações de *Swap* do Federal Reserve com outros Bancos Centrais

Posição em 30.junho.1994/US$ milhões

Instituição	Recursos
Banco Nacional da Áustria	250
Banco Nacional da Bélgica	1.000
Banco do Canadá	2.000
Banco Nacional da Dinamarca	250
Banco da Inglaterra	3.000
Banco da França	2.000
Bundesbank da Alemanha	6.000
Banco da Itália	3.000
Banco do Japão	5.000
Banco do México	3.000
Banco da Holanda	500
Banco da Noruega	250
Banco da Suécia	300
Banco Nacional de Suíça	4.000
Banco para Compensação Internacional	
Dólar contra franco suíço	600
Dólar contra outras moedas européias	1.250
Total	32.400

Fonte: Board of the Governors of the Federal Reserve System, 1994

Tabela A.4.1 - Fontes e Usos de Recursos das Empresas Não-financeiras (a)

US$ milhões

	Total	Fontes					Usos		
		Internas				Externas (d)	Total	Capital Fixo	Ativos Financeiros
		Total (b)	Lucros Retidos	Depreciação	Lucros Exterior (c)				
1947	27,3	13,3	12,7	9,0	0,3	14,0	26,4	18,1	8,3
1950	42,7	18,5	14,1	12,0	0,3	24,2	40,3	24,0	16,3
1955	53,9	30,3	13,7	17,8	0,8	23,6	49,0	32,6	16,4
1960	48,1	36,4	10,5	25,1	1,2	11,7	41,5	37,7	3,8
1965	95,4	60,1	23,4	31,3	1,4	35,4	82,4	60,8	21,6
1970	109,9	64,0	12,6	49,4	3,2	46,0	99,9	81,7	18,3
1975	159,6	125,0	43,4	92,2	8,1	34,6	155,9	116,2	39,7
1980	336,1	199,7	69,2	173,2	18,7	136,4	334,5	252,4	82,1
1981	394,4	238,9	64,2	205,3	14,2	155,6	418,3	309,9	108,4
1982	331,7	247,5	30,6	227,5	11,8	84,1	343,3	278,8	64,6
1983	444,6	292,3	30,5	240,1	18,8	152,3	410,4	294,0	116,4
1984	511,4	336,3	46,6	246,1	19,7	175,0	495,4	391,6	103,8
1985	493,8	351,9	21,7	256,0	19,8	142,0	467,2	370,2	97,0
1986	538,8	336,7	-2,1	269,2	16,2	202,1	501,7	344,2	157,5
1987	564,7	375,9	41,3	279,2	24,8	188,8	492,3	361,5	130,9
1988	634,2	404,3	73,6	295,1	19,9	229,9	575,8	391,0	184,8
1989	567,9	399,6	32,2	314,8	32,8	168,2	509,4	401,1	108,3
1990	535,5	411,6	20,5	326,6	42,8	123,9	488,7	402,8	85,9
1991	471,7	426,0	4,7	338,6	47,6	45,7	435,3	379,8	55,6
1992	560,5	438,4	29,8	349,3	37,3	122,2	527,8	386,0	141,8
1993	557,4	462,3	17,5	357,6	50,8	95,1	523,4	440,4	83,0

Notas: (a) Trata-se da rubrica *nonfarm nonfinancial corporate business*;
(b) Fontes - Usos = Discrepância Estatística;
(c) Inclui lucro e dividendos de filiais de empresas americanas no exterior;
(d) Inclui *securities*, empréstimos bancários, créditos comerciais, impostos a pagar, contribuições a fundos de pensão e investimento estrangeiro direto nos Estados Unidos;
(e) Inclui investimentos em equipamentos, estruturas residenciais, etc.

Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System. In: The Annual Report of the Council of Economic Advisers (1995) *Economic Report of the President*.