

1290000964



IE

TCC/UNICAMP M767m

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

INSTITUTO DE ECONOMIA

O MODERNO MERCADO DE DERIVATIVOS FINANCEIROS.
REFLEXÕES SOBRE SUAS ORIGENS, DESENVOLVIMENTOS E
RISCOS E ESTUDO DO MERCADO BRASILEIRO

CLAYTON DE LIMA MONTIPÓ

ORIENTADORA: MARIA ALEJANDRA CAPORALE MADI ✓

BANCA: FERNANDO NOGUEIRA DA COSTA

111

*A meus pais, pois seus
esforços tornaram isto possível.*

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	4
CAPÍTULO 1 INSTABILIDADE ECONÔMICA, GLOBALIZAÇÃO E DESENVOLVIMENTO DOS MERCADOS DE DERIVATIVOS FINANCEIROS	6
<i>1.1 Instabilidade e Globalização</i>	<i>7</i>
<i>1.2 Desenvolvimento dos Mercados de Derivativos</i>	<i>11</i>
1. Origens do Moderno Mercado de Derivativos	11
2. Participantes do Mercado de Derivativos	13
3. Tipos de contratos	15
4. Mercados	17
1. Diferenças entre o Mercado de Balcão e as Bolsas	17
2. Aspectos Qualitativos e Quantitativos do Crescimento dos Contratos de Derivativos	22
1. Crescimento Por Tipo de Contrato	22
2. Crescimento Geográfico	24
3. Atuação da Oferta e da Demanda	24
CAPÍTULO 2 OS DERIVATIVOS E OS RISCOS DO SISTEMA FINANCEIRO	31
<i>2.1 Inovações Financeiras e Derivativos</i>	<i>31</i>
<i>2.2 Os Mercados de Derivativos Financeiros e a Hipótese da Fragilidade Financeira</i>	<i>34</i>
<i>2.3 Os Derivativos Financeiros e a Questão do Risco</i>	<i>38</i>
<i>3.4 Problemas de Regulamentação</i>	<i>42</i>

CAPÍTULO 3 O MERCADO BRASILEIRO DE DERIVATIVOS

3.1 Introdução 45

3.2 Razões da Demanda por Hedge no Brasil 45

3.3 A Bolsa Mercantil & Futuros 48

1. A BM&F e seus Mercados 51

2. Principais Inovações da BM&F 53

3. Benefícios dos mercados de Derivativos da
BM&F para a Economia Brasileira 56

3.4 O Mercado Brasileiro de Derivativos de Balcão 59

*3.5 Principais Participantes do Mercado Brasileiro
de Derivativos* 63

1. Bancos 63

2. Instituições não-Financeiras 66

3. Investidores Estrangeiros 68

3.6 A Regulamentação do Mercado pelo Banco Central 68

3.7 Conclusão 70

CONCLUSÃO 72

ANEXO 77

BIBLIOGRAFIA 83

INTRODUÇÃO

O desenvolvimento e crescimento dos mercados de derivativos financeiros nas últimas duas décadas, principalmente a partir da segunda metade dos anos 80, foi um dos aspectos mais importantes do mercado financeiro¹. Foi justamente isso que nos chamou a atenção. Ou seja, a rapidez desse crescimento e a complexidade dos instrumentos de derivativos, bem como a apreensão das autoridades monetárias do mundo todo em função desses dois aspectos. Outra motivação foi a grande falta de informações sobre o mercado brasileiro.

Iniciamos o capítulo 1 mostrando como a relação entre o aumento da instabilidade da economia mundial a partir da década de 70 e a globalização nela ocorrida forneceram os determinantes para o *boom* dos mercados de derivativos. Analisamos, depois, os tipos de participantes e de contratos deste mercado, que se desdobra em dois setores: os mercados bursáteis e os de balcão, discutindo as características específicas que os diferenciam. A seguir, observamos os aspectos quantitativos e qualitativos do crescimento dos mercados de derivativos, apresentando dados a respeito deste

1 Os derivativos financeiros são contratos que derivam (daí o termo) seus preços da performance de determinados instrumentos financeiros ou *commodities*, que são os seus mercados básicos. Os contratos de derivativos financeiros são usados tanto para fazer *hedge* como para especular. *Hedge* é um expediente adotado pelos agentes para se resguardarem de flutuações de preços não desejados, ou seja, é uma posição defensiva-especulativa contra situações de risco. O *hedge* também é especulativo porque ele é feito a partir das expectativas de um agente econômico frente à incerteza da economia, a diferença quanto à posição especulativa típica é de grau e não de natureza.

crescimento e estudando como os fatores de oferta e demanda de derivativos influenciaram diferentemente o crescimento dos vários tipos de contratos.

No capítulo dois, analisamos aspectos teóricos a respeito dos derivativos, mostrando, primeiramente, como eles fazem parte do movimento mais geral de inovações financeiras que ocorre na economia mundial, e depois, as implicações dos derivativos para a economia, a partir da Hipótese da Fragilidade Financeira de Minsky. Feito isso, estudamos os instrumentos derivativos e a questão do risco a eles associada, principalmente quanto ao risco sistêmico.

No capítulo três, analisamos o mercado brasileiro de derivativos e como a economia brasileira amplia a necessidade de instrumentos de *hedge* para os agentes econômicos. A primeira instituição a fornecer esses instrumentos foi a BM&F. Mostramos, inicialmente, a sua importância no campo institucional, a evolução dos seus mercados, os seus produtos mais inovativos e os benefícios que trouxe para a economia brasileira. Depois, estudamos o mercado brasileiro de derivativos de balcão, que se caracteriza pela falta de informação. Nessa análise, voltamos nossa atenção para os principais participantes do mercado e a forma como usam os derivativos e administram seus riscos. Por fim, discutimos a atuação do Banco Central no Brasil.

CAPÍTULO 1 INSTABILIDADE ECONÔMICA, GLOBALIZAÇÃO E DESENVOLVIMENTO DOS MERCADOS DE DERIVATIVOS

INTRODUÇÃO

Na primeira parte deste capítulo, pretendemos mostrar como o aumento da instabilidade da economia mundial a partir da década de 70 e a sua globalização financeira em especial estabeleceram um quadro internacional propício para o desenvolvimento dos mercados de derivativos.

Na segunda parte, trataremos inicialmente dos agentes do mercado de derivativos. A seguir, expomos os principais tipos de contratos de derivativos e o seu funcionamento. Depois trataremos dos mercados propriamente ditos. Iremos inicialmente expor as diferenças entre o mercado constituído pelas bolsas (mercados bursáteis) e os mercados de balcão, procurando mostrar como essas diferentes características de cada mercado influíram -- e influem -- no crescimento e desenvolvimento de ambos os mercados. Na sequência mostramos então aspectos quantitativos do crescimento geográfico e por tipo de contrato. Com base nos dados apresentados, pretendemos mostrar que a direção e o crescimento dos contratos de derivativos tem sido governado fundamentalmente pela demanda. De um lado pela demanda por liquidez, satisfeita pelos derivativos negociados nas bolsas, e de outro, pela demanda por instrumentos de transferência de risco, suprida pelos derivativos do mercado de balcão.

1.1 INSTABILIDADE E GLOBALIZAÇÃO NA DÉCADA DE 70 E INÍCIO DOS ANOS 80

Em 1971, o acordo de Bretton Woods "começou" a desintegrar-se, o que ocorreria por completo em março de 1973, quando os Estados Unidos suspenderam completamente a conversibilidade do dólar em ouro. Desde então o dólar tem flutuado, bem como todas as outras principais moedas. Seguiu-se a essa volatilidade das taxas de câmbio a volatilidade das taxas de juros, já que é esse o instrumento de administração das taxas de câmbio utilizados pelos governos. Além do impacto natural disso sobre os preços, ainda ocorreram choques de *commodities* nesse período, tais como os choques de petróleo em 1973 e 1979. Todos estes fatos acabaram por aumentar muito a incerteza na economia mundial.

No início da década de 80, há uma importante mudança nos fluxos internacionais de capital, em função de menores superávits da OPEP, dos déficits americanos, da recuperação dos países industrializados e da crise da dívida dos países do terceiro mundo em 1982.

O desenvolvimento dos mercados de derivativos está intimamente ligado a essas mudanças ocorridas na economia. Nestas últimas duas décadas, um rápido processo de internacionalização da economia mundial ganhou ímpeto, com uma crescente interpenetração dos mercados, resumido no conceito de globalização, aqui entendida como "uma etapa de

aprofundamento da internacionalização"⁽²⁾. As principais características desse processo são um crescimento mais rápido das variáveis econômicas internacionais do que das nacionais e das finanças sobre o comércio (a nível internacional), além da elevação do nível de intercâmbio tecnológico.

É parte integrante desse processo a globalização (ou internacionalização) financeira, que é a integração geográfica e/ou funcional dos segmentos de mercados (nacionais), ou seja, é a forte interconexão dos mercados cambiais, financeiros e de aplicações de portfólio. Isto, cada vez mais, dificulta a distinção entre mercados nacionais e internacionais, a nível financeiro. Essa globalização financeira foi possibilitada e impulsionada por três fatores que interagem mutuamente: o desenvolvimento tecnológico na área de telecomunicações e informática, a desregulamentação financeira e a concorrência.

A revolução nas telecomunicações e na informática facilitou e ampliou exponencialmente a integração dos mercados internacionais, possibilitando aos serviços financeiros tornarem-se mais comercializáveis, além de dificultar aos governos o controle da informação financeira e dos fluxos de capital além-fronteiras. Com o acesso fácil e rápido à informação, tornou-se quase instantânea a percepção de movimentos nos preços. Este movimento somado ao baixo custo de transação até certo ponto agravou ainda mais

a instabilidade dos mercados financeiros internacionais, dado que os agentes passaram a reagir rapidamente a notícias de qualquer parte do mundo. Esses desenvolvimentos tecnológicos diminuíram não só o preço dos produtos financeiros (em função da maior facilidade de estruturação e manipulação de complexas estruturas) como, e muito mais importante, os custos de transação com estes produtos.

A desregulamentação (ou liberalização) financeira consistiu na eliminação de barreiras entre as "instituições financeiras especializadas, bem como os controles sobre o crédito e taxas de juros, os quais tendiam a favorecer as instituições operando no mercado de capitais e a captação direta de recursos entre empresas não-financeiras"⁽³⁾. Ela foi impulsionada e condicionada por dois fatores principais. Um foi a emergência e dominância do neo-liberalismo, que era sustentado pelas teses monetaristas de suficiência da política monetária e de necessidade de desregulamentação. Outro foi a pressão competitiva entre as instituições financeiras (tanto a nível nacional como internacional) e entre estas e as não-financeiras (mais a nível nacional), ou seja, por forças econômicas, que possuem uma lógica interna e um dinamismo próprios a esses mercados financeiros. Outro fato importante foi a diferença de regulamentação entre os países.

É necessária, agora, uma explicação mais detalhada da interação entre a globalização e a concorrência. A

globalização aumentou a concorrência ao mudar conceitos e mentalidades quanto ao mercado de uma empresa. Com a globalização, a concorrência ocorre a nível mundial e o mercado de atuação da empresa é o mercado global. Assim, ao operar globalmente, as empresas operam em mercados nacionais distintos e, a partir disso, têm fluxos em diferentes moedas, convivem e têm acesso a diferentes taxas de juros e são portanto muito mais afetadas por variações nas taxas de câmbio. Além disso, os mercados financeiros funcionam 24 horas por dia e são afetados instantaneamente por acontecimentos em qualquer parte do globo. Assim, as empresas estão mais expostas à volatilidade da economia mundial, que passa a interferir mais na vida da empresa e aumenta a sua necessidade de proteção contra os riscos. Neste contexto, ganham importância os instrumentos derivativos.

A concorrência entre empresas financeiras e não-financeiras foi decisiva no *boom* dos mercados derivativos tanto no lado da oferta quanto no da demanda. Fazer *hedge* é caro e, no início, era difícil e arriscado, tanto para os bancos quanto para as empresas não-financeiras, em função da falta de conhecimento sobre os instrumentos e estruturas e sobre o próprio funcionamento do mercado de derivativos. Os bancos tiveram que montar equipes especializadas em derivativos para oferecer um serviço de administração do risco eficiente e compreensível para seus clientes, o que traduzia uma estratégia de concorrência defensiva e

ofensiva das instituições financeiras. Se os bancos não oferecessem esses serviços, os clientes iriam buscá-los na concorrência, e provavelmente levariam outras operações financeiras suas para estes bancos. Do mesmo modo, se tornou uma vantagem comparativa possuir um bom setor especializado em *hedge*, para atrair os clientes de outros bancos que não o tivessem. Já no caso das empresas, elas fazem *hedge* não só para se proteger de riscos fora de seu controle e para poder se concentrar no seu *core business* mas também por "medo" da concorrência. Mas num ambiente de volatilidade de juros e câmbio e extrema concorrência num mercado internacional globalizado, fazer *hedge* aparece como uma necessidade ou como uma vantagem comparativa. Se, por exemplo, houver uma explosão no preço de determinada matéria-prima e nenhuma empresa que usa essa matéria-prima tiver feito *hedge*, todas serão afetadas igualmente. Agora, se uma empresa tiver feito, ela terá uma grande vantagem sobre as demais empresas do mesmo setor pois ela terá uma matéria-prima mais barata, o que lhe permitirá desenvolver várias estratégias de crescimento.

1.2 DESENVOLVIMENTO DOS MERCADOS DE DERIVATIVOS

1.2.1 ORIGENS DO MODERNO MERCADO DE DERIVATIVOS

Embora *forwards* e contratos de futuros fossem negociados desde a segunda metade do século passado, o moderno mercado de derivativos nasceu apenas em 1972.

Em maio de 1972, a Bolsa Mercantil de Chicago (Chicago Mercantile Exchange - CME) lançou o primeiro contrato futuro de moeda de sucesso. Em 1975, seguiram-se os contratos futuros de taxas de juros, na CME e no Conselho de Comércio de Chicago (Chicago Board of Trade - CBOT).

Um desenvolvimento importante nos mercados de derivativos ocorreu no início da década de 80. Em 1983, a Bolsa da Philadelphia lançou o primeiro contrato de opção de moedas. A partir daí, os contratos de futuros e de opções de moedas estimularam o desenvolvimento completo de uma nova geração de técnicas e estratégias de administração do risco.

Outro fato importante foi o primeiro *swap* de moedas em 1981, feito entre a IBM e o Banco Mundial, rapidamente seguido menos de um ano depois pelo primeiro *swap* de taxa de juros. Estes produtos pavimentaram o caminho para o desenvolvimento de um mercado paralelo e complementar aos mercados das bolsas, o chamado mercado de balcão (*over-the-counter* - OTC).

Os contratos de taxas de juros, notadamente os contratos futuros nas bolsas e os *swaps* no mercado de balcão, dominaram o crescimento dos derivativos de 1986 até o momento. Durante o mesmo período, o crescimento dos contratos de futuros de moedas e de opções diminuiu, enquanto nos últimos quatro anos o crescimento das opções de índices foi grande nos dois mercados de instrumentos derivativos.

O desenvolvimento destes mercados tem permitido aos investidores institucionais, bancos e empresas administrarem os riscos com maior eficiência, adquirindo também, a partir do aumento do conhecimento sobre o mercado, uma postura tipicamente especulativa, se o desejarem. As empresas agora têm como se proteger da alta do preço das matérias-primas, dos juros e das variações cambiais. As empresas podem ainda executar investimentos sem precisar ir aos mercados secundários, que nem sempre são líquidos.

1.2.2 PARTICIPANTES DO MERCADO DE DERIVATIVOS

Nos mercados de derivativos financeiros existem dois tipos de agente: os *hedgers* e os especuladores.

Os *hedgers* são firmas ou indivíduos cujos negócios envolvem uma mercadoria ou um ativo financeiro, o qual lhes impõe o risco associado a uma eventual variação desfavorável em seu preço, ou seja, na visão tradicional, são os agentes que entram no mercado para se protegerem do risco de preço. Essa visão do *hedger* mudou, já que atualmente o *hedging* é visto como uma decisão de investimento que, ao mesmo tempo que procura reduzir o risco, objetiva também melhorar os ganhos esperados no *portfolio* do *hedger*/investidor. O *hedging* é então visto como uma forma de especulação, diferindo da posição especulativa típica apenas no grau, e não mais na natureza. Atualmente, o *hedge* é entendido como administração do risco: "fazer hedge é gerenciar, administrar o risco, conseguir quase um seguro de preço para

o bem ou o ativo transacionado". O *hedge* feito com derivativos possibilita mais flexibilidade ao agente econômico, já que é mais fácil mudar de posição ou sair do mercado em função das características que este possui.

Já o especulador é visto como sendo "o participante do mercado que se preocupa unicamente com as alterações de preços. Sua motivação básica é a oportunidade de realização de lucro potencial"⁴. Ele pode ser um indivíduo ou uma empresa, sem interesses comerciais, que aceita assumir altos riscos na expectativa de realizar grandes lucros. O especulador, ao contrário do que pensa o senso comum (manipulação de preços, etc), é fundamental por dois motivos. Em primeiro lugar, ele fornece liquidez ao mercado, não só por atuar com frequência, permitindo que os hedgers possam negociar com baixo custo, como também por assumir os riscos que os hedgers tentam evitar, viabilizando os negócios. Em segundo, a especulação ativa tende a restringir os movimentos extremos de preços⁵, dando mais representatividade ao mercado.

O arbitrador é simplesmente aquele agente que atua no mercado buscando tirar proveito das distorções entre dois ou mais preços. "A arbitragem, que envolve a compra e a venda em dois mercados diferentes, é uma estratégia voltada para a obtenção de ganhos sobre mudanças na relação entre preços físicos e futuros, sem considerar a tendência geral

4 Montezano, B.H. Introdução aos Mercado Futuros de Índices de ações, p 25.

5 Ver Montezano, R. H. *op. cit.*, p 27.

do mercado. O arbitrador procura lucrar com discrepâncias atuais de preços entre mercados, sendo por isso uma estratégia de baixo risco"⁶.

1.2.3 TIPOS DE CONTRATOS

1.2.3.1 CONTRATOS DE FUTUROS

Um contrato de futuro é um acordo feito entre duas partes para a compra ou venda de uma determinada quantidade de um ativo a um preço fixado (*striking price*), a ser executado em uma data futura previamente fixada. O aspecto essencial de um contrato futuro é que ele é padronizado quanto ao volume (a quantidade do ativo a ser entregue por contrato) e à data de entrega. Como são contratos realizados em bolsa, existe a intermediação de uma Câmara de Compensação (*clearinghouse*)⁷.

Existem quatro segmentos do mercado de contratos futuros: o de commodities e o de futuros financeiros, que compreendem: taxas de juros, moedas e índices.

1.2.2.2 CONTRATOS DE OPÇÕES

Uma opção dá o direito ao comprador (*buyer*), mas não a obrigação, de comprar (*call*) ou vender (*put*) uma quantidade específica de um ativo a um preço especificado em uma determinada data, ou antes desta, dependendo do tipo de

⁶ Montezano, R. H. *op. cit.*, p. 91.

⁷ O que é uma Câmara de Compensação será explicado mais a frente

opção⁶. Para adquirir esse direito, o comprador da opção paga ao vendedor(emissor) um prêmio. É fácil perceber que o comprador de uma opção tem um risco limitado, que é o prêmio pago, já que depende dele a decisão de exercer ou não a opção, sendo que os lucros são ilimitados, dependendo da variação ocorrida com o preço do ativo. Já com o vendedor ocorre o contrário.

Existem contratos de opções em moedas, títulos e índices. São realizados contratos tanto nas bolsas como no mercado de balcão.

1.2.2.3 *SWAPS*

Um swap é uma troca de dívidas. É um contrato entre duas partes, que trocam entre si fluxos de pagamentos. Estes fluxos são determinados sobre um determinado valor referencial, sem o envolvimento do principal. Com o swap, as instituições podem se proteger sem precisar de todo o capital que seria necessário caso isso fosse feito no mercado à vista.

1.2.2.4 *CAPS, FLOORS E COLLARS*

Fazer um cap significa estabelecer um teto para a variação do preço de determinado ativo, protegendo o comprador contra uma alta no preço deste ativo. Neste contrato, o comprador, mediante o pagamento de um prêmio,

⁶ Existem dois tipos de opção: a americana e a européia;

adquire o direito de receber do vendedor (*writer*) a diferença entre um nível máximo pré-determinado (*striking price*) e o preço de mercado do ativo.

Um *floor*, pelo mesmo mecanismo, protege o comprador do risco de queda no preço do ativo. Um *collar* é a combinação de um *cap* e de um *floor*.

1.2.4 MERCADOS

1.2.4.1 DIFERENÇAS ENTRE O MERCADO DE BALCÃO E AS BOLSAS

Tanto o mercado de balcão como as bolsas possuem características específicas, que direcionam a sua demanda em função do tipo de proteção que se deseja. Abaixo discutimos as principais diferenças.

Os contratos de derivativos nas bolsas, como é característica deste tipo de mercado, são padronizados quanto ao período de maturidade, ao tamanho e aos termos de entrega. Já os contratos de derivativos feitos no mercado de balcão são mais flexíveis, feitos de acordo com as necessidades específicas de cada cliente (*taylor-made*). Em função desta característica, os derivativos de balcão ampliaram a gama de instrumentos para hedging e especulação disponíveis, principalmente no mercado de *commodities*, sendo, em muitos casos, o único instrumento disponível para a proteção de determinada operação. Em função disto, os derivativos de balcão têm uma "demanda cativa", já que os termos podem atender necessidades e opiniões específicas de

cada cliente ou negócio. Além disso, para serem introduzidos em bolsa é necessário que o contrato tenha liquidez. Com respeito a essa diferença, a vantagem dos derivativos de bolsa é que o seu custo é menor, tanto o de transação quanto o de estruturação da operação. Essa diferença entre os contratos padronizados e os *taylor-made* é fundamental, principalmente para os respectivos mercados secundários, como se verá mais adiante.

Outra diferença marcante é a existência, nas bolsas, de uma câmara de compensação (*clearinghouse*) que se interpõe entre o comprador e o vendedor, garantindo os contratos, pois ela é, ao mesmo tempo, compradora para o vendedor e vendedora para o comprador⁹. Assim as bolsas conseguem reduzir o risco de crédito, já que é a câmara de compensação que garante os contratos. Como é a câmara de compensação que assume o risco de crédito, ela é que credencia os participantes deste mercado, impondo-lhes condições e normas, como por exemplo o pagamento de uma porcentagem sobre o valor dos contratos que lhe deve ser entregue como uma garantia. A câmara de compensação dá segurança e confiabilidade ao mercado, possibilitando um mercado secundário líquido já que o comprador de um contrato que desejar liquidar sua posição não necessita encontrar o

⁹ A câmara de compensação tem como função básica garantir o cumprimento do contrato. Existem dois instrumentos principais que asseguram a liquidação financeira dos contratos (além do capital próprio da bolsa). O primeiro é a margem inicial, que são depósitos mínimos de garantia, calculados como fração do valor dos contratos. O outro é o ajuste diário das posições, que é o pagamento da diferença entre o preço previamente acordado e o preço de mercado. Além disso, a câmara de compensação ainda institui limites de preços e posições, evitando a transferência ilegal de recursos e posições excessivamente especulativas por parte de algum agente.

vendedor original mas apenas comprar um contrato oposto, anulando assim a sua posição com a câmara de compensação. Assim, com contratos padronizados e a câmara de compensação, há um mercado secundário de derivativos de bolsa com grande liquidez.

Já no mercado de balcão, não existe câmara de compensação. Neste, um contrato de derivativo é feito entre duas partes cujos nomes aparecem no contrato e que estabelecem acordos entre si para garantir a integridade financeira deste. Conhecer o outro participante do contrato é fundamental, já que cada parte é que assume o risco de crédito (risco de *default*) da outra (parte). Os contratos no mercado de balcão normalmente são intermediados por corretores ou instituições financeiras, as quais procuram os interessados para fazer os negócios. Um mercado secundário de contratos derivativos feitos no mercado de balcão é ineficiente, pois para se liquidar um contrato, é mais fácil fazer um contrato oposto do que conseguir tanto vender o original (em função de suas especificidades) como formar o preço deste. Além disso, como os contratos são feitos sob medida, eles são normalmente únicos. Isso faz com que seja quase impossível um mercado secundário líquido com os contratos do mercado de balcão¹⁰.

O mercado de balcão, com seus contratos feitos sob medida, é um mercado que atende principalmente grandes

10 Nos mercados de balcão cujos produtos competem mais diretamente com os derivativos das bolsas, está-se buscando uma certa padronização de contratos e procedimentos.

instituições, enquanto as bolsas atendem não só as grandes instituições como também as instituições menores que possuem necessidades menos específicas. Existe ainda uma interação entre esses dois mercados, com os agentes do mercado de balcão usando as bolsas para fazer *hedge* de suas posições assumidas neste último mercado.

Os mercados diferem também quanto ao procedimento de operação. As bolsas operam por leilões abertos, com ação pública, onde o preço é conhecido e acessível. O mercado de balcão, por sua vez, é feito via intermediários privados (ou mais raramente entre as próprias instituições interessadas), sendo que os detalhes dos contratos dificilmente são conhecidos.

Por último, as bolsas, dada a sua transparência, são objeto de extensa regulamentação, enquanto os mercados de balcão operam mais livremente, haja visto a dificuldade de regulamentação, tendo grande flexibilidade na introdução de novos produtos e estruturas, além de poucas restrições nas operações realizadas.

Na década de 80, o rápido crescimento dos contratos futuros e de opções negociados em bolsa e dos contratos no mercado de balcão foi benéfico para ambos os mercados, criando sinergias que os beneficiaram amplamente. Mas já a partir do fim da década de 80, com a relativa maturidade do mercado de derivativos e a conseqüente queda na taxa de crescimento do mercado, a competição entre os dois mercados se explicitou, já que na década de 80 ela era obscurecida

pela grande taxa de expansão do mercado. Essa concorrência levantou a dúvida quanto à possibilidade do desenvolvimento de um mercado poder prejudicar ou até eliminar o desenvolvimento do outro.

As bolsas têm encarado os produtos de balcão como concorrentes, o que não deixa de ser verdade. Além disso, os derivativos de balcão são menos regulamentados e os intermediários que nele atuam têm laços mais próximos com seus clientes. Mas a importância que está se dando à "ameaça competitiva que os derivativos de balcão representam para as bolsas é exagerada"⁽¹¹⁾.

É importante notar que o desenvolvimento dos dois mercados está intimamente ligado e é mutuamente estimulante. É a partir dos produtos existentes no mercado de balcão que as bolsas desenvolvem seus contratos, ou seja, os produtos de balcão normalmente precedem o lançamento de contratos semelhantes nas bolsas. Além disso, "os intermediários dos mercados de balcão usam as bolsas para precificar seus produtos e hedgear riscos indesejados dos componentes derivativos de seus *portfolios*"⁽¹²⁾, contribuindo para um aumento no volume de negócios nas bolsas. O que ocorre é que os produtos do mercado de balcão e os das bolsas têm características e funções diferentes (conforme visto acima), e por isso mesmo se integram. "O mercado de balcão pode existir [sem as bolsas] e vice-versa, mas nenhum deles teria

11 Melamed, L. In Resenha BMEF nº 95, p 5.

12 Melamed, L. In Resenha BMEF nº 95, p 7.

prosperado tanto sem operar lado a lado"¹³). Assim, como os dois mercados se estimulam mutuamente, é provável que o desenvolvimento de um não elimine o outro.

Há uma diferença quanto à função econômica básica entre os derivativos de bolsa e os de balcão. Os derivativos de bolsa parecem ter a função básica de servir como fonte de liquidez para os mercados primários, enquanto os de balcão parecem ser desenhados para oferecer novas configurações para o risco, ou seja, para a transferência do risco¹⁴.

O movimento nas bolsas aumentou a uma taxa média de 36% ao ano, de 1986 até 1991, atingindo cerca de \$3,5 trilhões no final de 1991. Já no mercado de balcão, o valor referencial cresceu a uma taxa média de 40% ao ano, atingindo mais de US\$6 trilhões (gráfico 1).

A comparação do tamanho entre os dois mercados é difícil pois a abertura de posições aumenta o valor referencial (*notional principal*) no mercado de balcão enquanto nas bolsas aumenta o movimento propriamente dito (*turnover*).

13 Sheridan, E. in *Resenha BMEF* n° 90, p. 34.

14 Ver Remolona, Eli "The recent growth of financial derivative markets", in *FEDNY Quarterly Review*, 1992-93.

1.2.4.2 ASPECTOS QUANTITATIVOS E QUALITATIVOS DO CRESCIMENTO DOS CONTRATOS DE DERIVATIVOS

1.2.4.2.1 CRESCIMENTO POR TIPO DE CONTRATO

CONTRATOS DE TAXA DE JUROS

É o contrato que mais cresce em ambos os mercados. Os contratos de curto prazo são baseados nos mercados de moedas, principalmente o mercado de euromoedas e o da libra esterlina de curto prazo, enquanto os contratos de longo prazo são baseados nos mercados de títulos governamentais das principais nações do primeiro mundo⁽¹⁵⁾.

Nas bolsas, o giro dos contratos de juros cresceu 21% ao ano, de 1986 a 1992, enquanto o valor referencial cresceu 41% ao ano no mercado de balcão, de 1986 a 1991 (gráficos 2 e 3).

CONTRATOS DE MOEDAS

A negociação deste tipo de contrato nas bolsas cresceu cerca de 8% ao ano, de 1986 a 1992 (gráfico 2). No mercado de balcão o crescimento foi de 42% ao ano, de 1986 a 1991 (gráfico 3). Os contratos de *swap* de moedas cresceram muito mais que os outros contratos deste tipo porque eles são em parte contratos de taxas de juros, envolvendo a troca de taxa fixa em uma moeda por taxa flutuante em outra.

15 Comprar opções ou futuros de taxas de juros é uma noção um tanto ideal já que o que realmente se compra ao se fazer, por exemplo, um contrato de taxa de juros de longo prazo, são títulos governamentais de baixo risco.

CONTRATO DE ÍNDICES

Os contratos de índices tinham, no final de 1992, uma participação modesta no mercado de derivativos, mas seu crescimento tem sido grande nos últimos anos em ambos os mercados. A razão para que o crescimento nas bolsas de 1986 a 1992 não mostre evolução é o *crack* da Bolsa de Nova Iorque em outubro de 1987, sendo que de 1988 a 1992 a taxa de crescimento foi de 14% ao ano (gráfico 3).

1.2.4.2.2 CRESCIMENTO GEOGRÁFICO

O crescimento geográfico manifesta-se pela abertura de novas bolsas em todo o mundo que negociam os derivativos e pelo aumento da participação de outras moedas além do dólar nos contratos feitos no mercado de balcão, onde depois do dólar, a moeda mais importante é o yen, seguida pelo marco e pela libra esterlina. Embora o maior volume de contratos ainda seja realizado nos Estados Unidos, o crescimento tem ocorrido principalmente nas bolsas fora dos Estados Unidos. O crescimento também tem sido maior nas novas bolsas (aquelas abertas de 1986 em diante ou que começaram a negociar derivativos a partir de 1986)(gráfico 4). Isso ocorre porque as novas bolsas continuam em um estágio de rápido crescimento, alimentadas por novos e bem sucedidos lançamentos de produtos, ao contrário das bolsas mais antigas, onde o mercado já é mais maduro.

1.2.4.3 ATUAÇÃO DA OFERTA E DA DEMANDA NO DESENVOLVIMENTO DOS DIFERENTES CONTRATOS DE DERIVATIVOS

Aqui estudaremos como, e se, fatores de oferta e de demanda influenciaram diferentemente o crescimento dos vários tipos de contratos de derivativos. Retomaremos alguns aspectos da evolução e consolidação dos novos instrumentos de derivativos financeiros no contexto internacional.

Pretendemos mostrar que, apesar da importância dos fatores que condicionaram a oferta dos derivativos durante o seu processo de crescimento e difusão, a direção e velocidade do crescimento dos diferentes contratos, e, portanto, do mercado como um todo, têm sido governadas pela demanda. Mais especificamente, o crescimento tem sido induzido por demanda por liquidez e por instrumentos de transferência de risco. Nesse sentido, os derivativos são inovações *demand-driver*. Pode-se notar que "os derivativos negociados em bolsa de maior sucesso parecem ser aqueles que aumentam a liquidez para os mercados básicos, enquanto que os de maior sucesso no mercado de balcão são provavelmente aqueles que oferecem novas configurações para o risco e o retorno"¹⁶.

Os fatores de oferta atuaram de forma relativamente homogênea no crescimento dos vários tipos de contrato, não

16 Remolona, Eli "The recent growth of financial derivative markets", in FRBNY Quarterly Review, 1992-93.

sendo responsáveis pelo diferente rumo tomado por cada tipo de contrato. Em suma, a demanda afetou diretamente o crescimento de cada tipo de contrato de derivativo.

FATORES DO LADO DA OFERTA

Existem quatro fatores principais que mobilizaram os fornecedores de derivativos financeiros: o desenvolvimento tecnológico nas áreas de telecomunicações e informática, a regulamentação, a concorrência e a globalização.

O desenvolvimento tecnológico possibilitou e ampliou a integração dos mercados financeiros internacionais, permitindo que os agentes tivessem acesso à maioria dos mercados. Esse desenvolvimento permitiu-lhes estruturar e monitorar operações mais complexas a um preço mais baixo, mas principalmente diminuiu os custos de transação desses produtos financeiros, tornando-os mais acessíveis e interessantes às empresas não-financeiras.

O principal efeito da regulamentação foi aumentar o custo de capital para os bancos, dado que os reguladores estavam preocupados com a qualidade dos ativos dos bancos e tentaram via legislação, melhorar a estrutura de capital destes. Isso obrigou os bancos a buscarem lucros em operações 'fora de balanço', que não exigiam o aumento de capital, ou seja, a buscar lucros em "negócios que geram comissões". Além disso, diferenças de regulamentação entre instituições financeiras bancárias e não bancárias, dentro

de um mesmo sistema financeiro nacional, aumentaram ainda mais a concorrência no setor financeiro.

Intimamente ligada à regulamentação, está a concorrência no setor financeiro, que do lado de produtos financeiros em geral, tem se manifestado principalmente em duas esferas: a) concorrência entre diferentes sistemas financeiros nacionais; e b) concorrência entre instituições financeiras e não-financeiras dentro de um mesmo sistema financeiro nacional. A pressão competitiva tem levado as instituições financeiras a abrir novos mercados e a alcançar novos clientes.¹⁷

FATORES DO LADO DA DEMANDA

No lado da demanda por derivativos, ocorreram quatro desenvolvimentos que alteraram significativamente o crescimento dos vários tipos de contratos derivativos¹⁸.

"A volatilidade criada por mudanças na política macroeconômica levou primeiro ao crescimento dos contratos de moeda, enquanto recentes mudanças temporárias na volatilidade intensificaram a atividade nos contratos de taxas de juros e de índices nas bolsas, nos últimos dois anos"¹⁹.

17 A forma como ocorreu e a relação com a globalização foram examinadas às páginas 6, 7 e 10.

18 Os argumentos aqui apresentados foram retirados de

Remolona.

19 Remolona, Eli op. cit.

O surgimento de taxas de câmbio flutuantes em 1973 'instabilizou' o mercado mundial de câmbio, fazendo com que primeiro crescesse a procura e o uso dos contratos de derivativos de moedas. A mudança da política americana em outubro de 1979 foi um marco divisório que aumentou a volatilidade das taxas de juros para níveis sem precedentes. Adicionalmente, instabilizou o mercado de títulos do governo e o mercado do dólar nos Estados Unidos e elevou a procura por contratos futuros de juros. Essas mudanças de política econômica aumentaram a procura destes instrumentos.

Existem também acontecimentos isolados que induzem um aumento no movimento de determinado contrato e podem, no final, fazer com que ocorra um aumento permanente ao trazer novos usuários para o mercado. Por exemplo, os fatos ocorridos em 1991 (na URSS e a Guerra do Kuwait) aumentaram o movimento dos contratos de opção de índices nas bolsas européias ⁽²²⁾. A crise do Sistema Monetário Europeu em setembro de 1992 produziu um movimento recorde nos contratos de juros em algumas bolsas européias. Um fato pode também diminuir o movimento, como foi o caso do *crash* de outubro de 1987 na Bolsa de Nova York, que foi seguido por uma queda no número de contratos de índices nas bolsas americanas.

Um segundo fator foi, de acordo com Remolona, "a emergência de importantes mercados à vista para bônus governamentais e o crescimento dos derivativos no mercado de

22 Remolona, *Op. cit.*

balcão"⁽²¹⁾, que criou uma demanda por liquidez atendida pelos contratos futuros de taxas de juros negociados nas bolsas.

Em terceiro lugar, ocorreram acontecimentos⁽²²⁾ que levaram instituições financeiras e não financeiras a aumentarem a procura por instrumentos de transferência de risco da taxa de juro, notadamente os *swaps* do mercado de balcão.

O quarto fator foi a moderna teoria do portfólio, que tem por objetivo não somente minimizar os riscos, mas maximizar a relação retorno esperado/risco da carteira de títulos. A sua aplicação induz uma diversificação global do portfólio em uma sistema financeiro integrado e com grande mobilidade, aumentando a demanda por contratos de índices do mercado de balcão, que permitem ao investidor proteger-se do risco de preço em ações que tenham muito peso no seu portfólio. Isso aumentou a demanda pelos contratos (no mercado de balcão) de opções de índices das maiores bolsas.

CONCLUSÃO

O moderno mercado de derivativos financeiros deve seu desenvolvimento e crescimento à interação entre o aumento de incerteza a partir da década de 70 e à globalização ocorridas na economia mundial. O crescimento dos diferentes contratos teve a sua direção e velocidade governados pela demanda. Nos

21 Remolona, Eli *op. cit.*

22 Ver Remolona, pp 41-42.

derivativos de bolsa, a demanda é por instrumentos de aumento da liquidez; nos de balcão, a demanda é por instrumentos de transferência do risco. Essa diferença se deve às diferentes características que cada mercado possui, e que são também as fontes da sua interação.

CAPÍTULO 2 OS DERIVATIVOS E OS RISCOS DO SISTEMA FINANCEIRO

INTRODUÇÃO

Iniciaremos este capítulo introduzindo o conceito de inovação financeira e situando os derivativos como um setor desta. A seguir, tendo como arcabouço teórico a Hipótese da Fragilidade Financeira desenvolvida por Minsky, analisamos as questões levantadas pelos derivativos quanto a pontos como portfolio, aumento do nível de endividamento, etc, com especial atenção no aspecto mais problemático levantado pelos derivativos até agora, que é a questão dos riscos e da gestão destes riscos. Finalizamos o capítulo apresentando problemas específicos colocados para os reguladores pelos derivativos financeiros.

2.1 INOVAÇÕES FINANCEIRAS E DERIVATIVOS

Alie-se ao aumento da incerteza e às mudanças dos fluxos internacionais de liquidez, as mudanças na estrutura de regulamentação dos mercados domésticos e as diferenças na regulamentação entre estes mercados, o uso cada vez maior dos avanços tecnológicos em informática e telecomunicações e a crescente concorrência no mercado financeiro internacional (entre diferentes sistemas financeiros nacionais e também entre instituições bancárias e não-bancárias em sistemas

financeiros domésticos) e se têm as principais forças impulsionadoras das inovações financeiras.

Inovação financeira é um instrumento que "tem a capacidade de tornar mais aceitável o crescente nível de endividamento, potencializando a função financeira"⁽¹⁾. Ela aumenta a eficiência do sistema financeiro ao oferecer um maior número de instrumentos alternativos de endividamento, que permitem estratégias de hedging contra as variações das taxas de juros e de câmbio, além de aumentar a liquidez do sistema financeiro.

Para uma conceituação e interpretação das inovações financeiras, Ferreira&Freitas partem do reconhecimento de que a economia em que vivemos é uma "economia de endividamento": "Um atributo fundamental em nossa economia é a propriedade de ativos serem tipicamente financiados por dívidas, e dívidas implicam compromissos de pagamento"⁽²⁾. Então "(...) arranjos financeiros podem surgir, por meio dos quais os devedores pagam suas dívidas não com as receitas derivadas da produção da renda, mas com recursos obtidos pela emissão de dívida"⁽³⁾. Isso mostra a possibilidade de surgimento de estruturas patrimoniais instáveis ao longo do tempo, e esta instabilidade pode ser ampliada por fatores conjunturais, que determinam então novos cenários econômicos.

1 Ferreira, C.&Freitas, M. O Mercado Internacional de Crédito e as Inovações Financeiras nos anos 70 e 80 São Paulo, FUNDAP, 1990.

2 Ferreira&Freitas, *op. cit.*

3 Ferreira&Freitas, *op. cit.*

Já as causas que levam às inovações são interpretadas como "(....) uma resposta utilizada pelas organizações (bancos, empresas, etc) para ultrapassar as restrições - por exemplo, devido à regulamentação ou nascidas da concorrência - cujo custo se torna exorbitante"⁴, ou seja, para diminuir custos. Neste mesmo sentido, vai a observação de que "do ponto de vista microeconômico, elas têm a mesma motivação das inovações geradas no setor produtivo: lucros estão disponíveis, para inovadores, em estruturas e instituições financeiras assim como em produtos, técnicas produtivas e marketing"⁵.

Os principais setores das inovações financeiras são: "(1) o desenvolvimento de mercados futuros e de opções, (2) o acréscimo da confiança sobre finanças "fora-de-balanco", (3) a securitização de ativos e (4) o desenvolvimento de mercados de debêntures de alto rendimento. Os dois primeiros destes desenvolvimentos facilitam a dissimulação institucional do montante de risco embutido nos portfólios além de complicar a análise do risco de crédito pelos potenciais emprestadores ou autoridades reguladoras"⁶, e são esses aspectos que nos interessam, que dizem respeito aos derivativos.

4 Costa, F.N., Inovações financeiras e política monetária.

5 Ferreira&Freitas, *op. cit.*

6 Costa, F. N. *op. cit.*

2.2 OS MERCADOS DE DERIVATIVOS FINANCEIROS E A HIPÓTESE DA FRAGILIDADE FINANCEIRA

Para discutirmos os riscos concernentes aos derivativos financeiros, tomaremos como base teórica a visão de Minsky a respeito da dinâmica da economia capitalista e do sistema financeiro internacional atuais, expressa na sua Hipótese da Fragilidade Financeira.

A principal conclusão da nossa análise é que o risco é inerente ao sistema, ou seja, a fragilização financeira decorre da própria lógica interna do capitalismo atual. Os mercados de derivativos, então, apenas potencializam os efeitos dessa fragilidade financeira, em função de suas características. Vejamos os argumentos que nos conduzem à essa idéia.

A incerteza é um importante fator no crescimento dos derivativos. É a incerteza quanto à taxa de câmbio, à taxa de juros e ao preço de determinada *commodity* ou ativo que faz com que os agentes econômicoa precisem de instrumentos para protegerem seus portfólios. Por exemplo, o atual sistema monetário internacional é gerador de incerteza estrutural, o que impulsiona o mercado de derivativos. Essa incerteza significa ignorância quanto ao futuro da economia. Dentro deste ambiente incerto, os agentes econômicos criam expectativas a respeito das variáveis antes mencionadas, que norteiam suas escolhas quanto a como se proteger, de que

forma se proteger e do quê se proteger. As escolhas dos agentes no paradigma de Wall Street estão sempre sob essa incerteza. Em função desta incerteza, então, os agentes buscam se proteger, segundo suas expectativas. Se estas se confirmarem, os agentes tendem a buscar maiores lucros, assumindo mais riscos e então iniciando a especulação com os derivativos, fragilizando suas posições e o sistema como um todo.

Os derivativos seguem a visão de Minsky também no que se refere ao nível de endividamento, pois eles permitem às empresas aumentar o seu nível de endividamento ao tornar mais seguras suas posições, pelo menos na visão e no caso de determinada empresa. Com a proteção dada pelos derivativos aos fluxos de caixa e às suas obrigações, as empresas se sentem mais seguras quanto às suas posições, e então passam a formas de financiamento mais lucrativas e arriscadas, ou seja, especulativas. Segundo Minsky, "um período de funcionamento bem sucedido da economia conduz a um decréscimo no valor da liquidez e a uma aceitação de práticas financeiras mais agressivas. Instituições financeiras, bancárias ou não, e operadores do mercado monetário podem testar novos passivos e elevar suas relações ativo/patrimônio líquido sem que seus passivos percam credibilidade de forma significativa"⁷. Os derivativos facilitam, pois, a especulação e a experimentação com a estrutura do passivo por parte dos agentes econômicos.

7 Ferreira&Freitas *op. cit.*

Outra constatação é que a liquidez do sistema está aumentando por meio dos derivativos, principalmente pelos negociados em bolsa. Não é o fato apenas de que o mercado de derivativos seja líquido. Conforme já dito, os derivativos negociados em bolsa têm como função principal fornecer liquidez. Além disso, os contratos de derivativos possibilitam uma maior mobilidade de capital, em função de suas características, ou seja, de serem negociados instrumentos na maioria dos países e de seus mercados serem globalizados (ligando diferentes sistemas financeiros nacionais, por exemplo), de permitirem diminuir o capital necessário para a proteção financeira das empresas (ao diminuir os custos de transação, liberando assim recursos para investimentos em outros setores) e de diminuírem as barreiras entre mercados antes bem segmentados (como é o caso típico dos *swaps* e *swaptions*, que misturam em um mesmo contrato operações em diversos mercados).

Vejamos agora as suas implicações quanto à questão do *portfolio*. A decisão de investimento na economia atual é feita no contexto da escolha de portfólio. O investimento em determinado ativo só será feito se o fluxo de receitas esperado cobrir as despesas com o financiamento. Os derivativos influem decisivamente na forma de financiamento deste portfólio e, por extensão, na própria escolha deste. Influenciam na forma de financiamento ao tornar possível fazê-la de forma mais especulativa, ou seja, ao criar uma sensação de proteção contra determinado risco, eles induzem

os agentes a aumentar o nível de alavancagem para realizar determinado investimento. Tornam, pois, mais aceitável o crescente nível de endividamento. Influenciam na escolha já que, numa economia monetária, os ativos "produtivos" sofrem a concorrência dos ativos financeiros como opção de investimento, sendo a própria especulação com derivativos uma das muitas alternativas. Além disso, ao dar (a sensação de) maior proteção a determinado ativo financeiro, eles acabam influenciando a escolha no sentido deste. Acrescente-se a essas propriedades o fato de que os derivativos permitem que as empresas atuem em diversos mercados distintos, pois elas podem contar com uma proteção específica de um tipo de derivativo em cada um deles. É fácil notar a influência dos instrumentos derivativos sobre o gerenciamento e as estratégias de administração dos portfólios, sendo parte da lógica financeira de gestão deste, desta riqueza financeirizada.

Os derivativos estão presentes em todo o sistema financeiro internacional, interligando mercados e países, formando um complexo emaranhado de relações financeiras. O mercado de instrumentos derivativos não só interliga mercados fragilizados como ele próprio pode vir (se não é) a se tornar um desses mercados. Ao aumentar a ligação entre mercados antes razoavelmente separados, eles aumentam o perigo de uma crise internacional que os governos podem não conseguir abortar em função do seu volume e dispersão

geográfica, além da necessária e difícil coordenação entre governos de diversos países que seria exigida.

2.3 OS DERIVATIVOS FINANCEIROS E A QUESTÃO DO RISCO

Um aspecto muito importante com relação aos derivativos financeiros é a gestão do risco. Os derivativos permitem basicamente separar e redistribuir o risco, determinando o preço de cada componente deste (risco de liquidez, de crédito e de mercado) e redistribuindo-o entre os agentes que aceitem corrê-lo ou tenham mais capacidade de administrá-lo. Também parece ser plenamente aceito que os derivativos são instrumentos eficazes para diminuir o risco individual dos agentes econômicos, mas não eliminam o risco do sistema financeiro como um todo: os derivativos só permitem transformá-lo e redistribuí-lo entre os agentes.

O risco de liquidez é o de que uma transação não possa efetuar-se ao preço vigente no mercado. Este risco é bem maior nos mercados de balcão do que nas bolsas. O risco de crédito se origina na concessão de crédito entre as partes envolvidas na transação, as quais podem não conseguir cumprir suas obrigações contratuais, "seja por insolvência ou por dificuldades técnicas ou operacionais"⁸. A estrutura das bolsas facilita a gestão do risco de crédito, já que as bolsas são um mercado líquido e possuem uma câmara de compensação (que se interpõe entre os

⁸ Ferreira&Freitas *op. cit.*

participantes de um contrato). Já nos mercados de balcão o risco de crédito é maior, em função dos contratos serem feitos entre dois agentes sem a intermediação de uma câmara de compensação e da iliquidez característica destes mercados, o que faz mais difícil determinar os ganhos e perdas de forma contínua. A gestão do risco é feita impondo-se limites ao risco que assume cada participante no contrato e principalmente exigindo-se solidez comprovada entre as partes, já que o outro agente do contrato é conhecido.

O risco de mercado ou de preço "é relativo à possibilidade de o valor de mercado do instrumento financeiro se depreciar a longo prazo, como resultado de mudanças nas taxas de juros e de câmbio". Este risco é coberto por contratos de derivativos como opções e swaps, pois eles "garantem aos participantes do mercado financeiro proteção total contra o risco de preço ou permitem converter o risco de preço em risco de crédito, significativamente menor que o associado a uma transação financeira convencional, pois não envolve o principal"⁹.

Os derivativos permitem, então, "desvincular o risco de crédito do risco de mercado de novos empréstimos (*unbundling*). Do ponto de vista agregado, o risco de mercado (ou risco de preço) é nulo, pois o ganho de arbitragem de um é compensado pela perda de outrem. Se as expectativas altistas e baixistas fossem perfeitamente simétricas (e os

⁹ Ferreira&Freitas *op. cit.*

instrumentos de *hedge* perfeitos em termos de custos e prazos) seria teoricamente possível eliminar o risco de mercado ao eliminarem-se os ganhos especulativos. Com o risco de crédito isso é impossível, uma vez que, unilateral, ele corre por conta do credor; dessa forma, cresce cumulativamente com a expansão do crédito e torna-se proporcionalmente mais elevado à medida que se multiplicam e se interligam as relações de débito/crédito entre os agentes"¹⁰. Elimina-se assim o risco de preço transformando-o em risco de crédito. O problema é que, principalmente nos mercados de balcão, as transações com derivativos são realizadas por um número relativamente pequeno de grandes bancos, que dominam o mercado, o que acaba por concentrar o risco de crédito segundo os reguladores, sendo que isto, na visão destes, acaba por aumentar o risco geral para o sistema financeiro. É isso que tem inquietado muito as autoridades monetárias, já que o *default* de um destes grandes bancos poderia causar sérios problemas para todo o sistema financeiro.

O risco sistêmico é o fato de que problemas financeiros em um agente qualquer, num sistema de tal maneira entrelaçado como o atual, danifique a confiança no sistema como um todo, gerando um "efeito-dominó". Isso ocorre porque "com a disseminação dos instrumentos financeiros que permitem contornar ou passar adiante o risco de mercado, é bastante provável que as relações ativas/passivas globais

10 Ferreira&Freitas *op. cit.*

experimentem um notável crescimento e se tornem mais 'encadeadas', elevando o risco sistêmico"¹¹. Os mercados de derivativos realmente aumentam o risco sistêmico. Primeiramente, são uma espécie de "catalisador[es] da integração dos mercados"¹² e também ocasionam a perda de transparência do balanço das empresas, dificultando a correta mensuração do risco, não só por parte da autoridade monetária (com respeito aos bancos) como a própria empresa (financeira ou não) pode não conhecer corretamente os riscos a que está sujeita, seu nível de *exposure*. Conforme Ferreira&Freitas, "a complexidade e sofisticação dos novos instrumentos pode mascarar as incertezas e os entrelaçamentos de riscos, tanto para os bancos e demais participantes do mercado como para as autoridade reguladoras"¹³.

O medo é aumentado porque "deve-se ter em mente que ainda está por acontecer um teste efetivo para esses instrumentos, pois o contexto econômico e financeiro ao longo do qual se desenvolveram foi marcado por crescimento sustentado, baixa inflação, taxas de juros declinantes e uma política monetária bastante acomodativa"¹⁴.

A melhor proteção contra esses perigos é a informação. "Os novos instrumentos exigem dos participantes do mercado um profundo conhecimento dos riscos inerentes a eles e o

11 Ferreira&Freitas *op. cit.*

12 Resenha DN&F nº 95, p. 52.

13 Ferreira&Freitas, *op. cit.*

14 Thieke, S. G. in Ferreira&Freitas, *op. cit.*

desenvolvimento de sistemas contábeis especiais capazes de assegurar o controle adequado dos riscos"¹⁵). Ou seja, os bancos vão necessitar de informações mais precisas sobre as instituições com quem realiza operações de derivativos, e mais sobre seus próprios *portfolios*. Com uma maior transparência dos balanços, ou seja, através de informações claras e precisas os reguladores poderão conhecer melhor os riscos de cada instituição financeira, podendo tomar as medidas necessárias e dar ao mercado mais segurança.

2.4 PROBLEMAS DE REGULAMENTAÇÃO

Existem também problemas específicos no mercado de derivativos.

Um deles é o contábil. Os instrumentos de derivativos financeiros não se encaixam entre ativos sujeitos à necessidade de capital mínimo, além de não serem facilmente classificáveis. Assim sendo, é difícil para as autoridades monetárias supervisionarem e controlarem os mercados de derivativos, ou seja, os riscos a que estão expostas as instituições bancárias e a partir daí criar regras para dar segurança ao mercado.

Outra questão é quanto ao aspecto legal, pois enquanto os derivativos operam sem fronteiras, não há harmonização internacional em termos de taxação, lei de falência ou validade de contratos. Não existem padrões unificados de

¹⁵ Ferreira&Freitas, *op. cit.*, p 54.

regulação, embora haja esforços neste sentido feitos especialmente pelo BIS (Bank for International Settlement). Ou seja, enquanto os mercados de derivativos estão se integrando exponencialmente e operando globalmente, a infraestrutura em que opera a regulamentação continua nacional. Há o já referido esforço de harmonização e unificação da regulamentação/supervisão, mas ele avança lentamente se comparado ao crescimento do mercado de derivativos.

Existe ainda o fato de o crescimento da concorrência entre as instituições financeiras que negociam derivativos estar rebaixando demais o preço destas operações (*underpricing*), o que estaria diminuindo o lucro destas instituições e impedindo a capitalização adequada, impossibilitando a correta manutenção de reservas de capital, fragilizando essas instituições financeiras e o mercado como um todo. Concomitantemente, a crescente complexidade das operações também está dificultando o cálculo do preço adequado. Tudo isto faz com que não se saiba se o lucro que as instituições financeiras estão tendo cobre adequadamente o seu risco. Assim, o mercado de derivativos parece estar seguindo a estrutura das crises identificada em um estudo de 1989 feito pelo Banco da Inglaterra: competição intensa, inovação de produtos, declínio da relação de capital e preços baixos.

Por conta desses problemas, da penetração dos derivativos em muitos mercados e da complexidade das operações, o mercado de derivativos está perdendo

transparência, o que está preocupando muito as autoridades monetárias do mundo todo.

CONCLUSÃO

Após situar os derivativos financeiros dentro do processo mais geral das inovações financeiras, efetuamos uma análise de seus mercados sob a ótica da Hipótese da Fragilidade Financeira de Minsky. Percebemos, através desta análise, que o risco é inerente ao sistema e a fragilização financeira decorre da própria lógica interna do capitalismo atual. Além disso, toda inovação traz novos riscos ao sistema e os derivativos não fogem dessa regra.

Apesar de não diminuir os riscos a nível macroeconômico, microeconomicamente eles são eficientes para diminuir o risco de preço, a partir dos objetivos e situação particulares de cada empresa.

O maior problema com os derivativos é que eles ocasionam uma perda de transparência do balanço das instituições financeiras, criando dúvidas a respeito da solidez destas. Isso acaba por gerar temores quanto à solidez de uma instituição e até mesmo do sistema, gerando o medo de uma crise sistêmica no mercado de derivativos, ou até mesmo no sistema financeiro como um todo, a partir de uma crise nesse mercado.

CAPÍTULO 3 O MERCADO BRASILEIRO DE DERIVATIVOS

3.1 INTRODUÇÃO

Iniciamos o capítulo mostrando como a economia brasileira nos últimos anos forneceu inúmeras razões para o desenvolvimento de um mercado de derivativos. Trataremos, depois, da BM&F e de sua importância não só para a implantação mas principalmente para o desenvolvimento e consolidação de um mercado brasileiro de derivativos. Estudamos, também, o mercado brasileiro de derivativos de balcão. A seguir, analisamos os principais participantes do mercado e como eles usam os derivativos. Concluimos o capítulo discutindo as principais questões trazidas pelos derivativos para a economia brasileira e que não têm consenso quanto à resposta.

3.2 RAZÕES DA DEMANDA POR HEDGE NO BRASIL A PARTIR DE 1986

A economia brasileira, de 1986 até os dias atuais, se caracterizou por choques econômicos implementados pelo Governo, por altas taxas de inflação e de juros, por uma indexação crescente da economia e pela existência de inúmeros índices de preços (indexadores). Mais recentemente, houve uma liberalização financeira e comercial, sendo que este processo resultou na volta de empresas brasileiras ao mercado internacional de crédito (via emissão de bônus) e em mudanças nas estratégias dos bancos. Não é nosso objetivo

aqui fazer um exame exaustivo das causas e consequências destes fatores, mas apenas realizar uma breve colocação de como eles influenciaram o processo de nascimento e desenvolvimento do mercado brasileiro de derivativos.

A inflação é o "tipo mais perigoso de instabilidade econômica"¹, ainda mais no caso brasileiro, onde ela é crescente e aparenta ter força própria (inercial). "A inflação obscurece os sinais do sistema de preços, de maneira que é difícil dizer se uma mudança em um determinado preço está refletindo escassez relativa ou é parte de um aumento geral nos preços"². Isso prejudica uma alocação eficiente de recursos na economia, aumentando a incerteza e diminuindo o horizonte de cálculo.

Essa inflação crescente e de difícil previsão afeta as decisões tanto de financiadores quanto de tomadores de empréstimos, já que a taxa de juros é o preço do produto negociado, o dinheiro. No Brasil, a taxa de juros foi, a partir do final do governo Sarney até os dias atuais, usada pelo governo não apenas para conter a inflação, mas também para evitar uma possível hiperinflação e a fuga de divisas. Assim, a inflação alta e crescente aumentou a instabilidade dos mercados financeiros de juros e câmbio, dificultando o cálculo econômico para as empresas brasileiras.

Por conta dessa situação, aperfeiçoaram-se os mecanismos de indexação da economia como um todo, surgindo

1 Pennant-Rea, R. A receita para um sistema global eficiente, in *Gazeta Mercantil*, 03/12/1993.

2 Pennant-Rea, R. op. cit.

vários índices de inflação. Isso trouxe novos riscos para as empresas, por conta dos perigos de descasamento dos diferentes índices a que estavam atrelados ativos e passivos nos contratos.

A liberalização financeira e do mercado de câmbio estimulou tanto a procura como a oferta por instrumentos de *hedge*. Essa liberalização promoveu o retorno das empresas brasileiras ao mercado internacional de capitais. Com o retorno ocorrendo num momento de taxas de juros historicamente baixas, as empresas brasileiras passaram a necessitar de instrumentos para se proteger da alta das taxas internacionais, realizando principalmente operações no mercado de balcão, conseguindo assim mais segurança para suas operações de captação externa.

Como se pode perceber, a economia brasileira tinha uma clara demanda por instrumentos que diminuíssem o risco de preço para os agentes econômicos, o que é conseguido de dois modos pelos derivativos. Primeiro, redistribuindo este risco para os agentes que tenham maior capacidade para administrá-lo ou que aceitem corrê-lo. Segundo, transformando o risco de preço em risco de crédito, já que o risco se torna apenas o *default* da outra parte do contrato. No caso das bolsas, esse risco de crédito é praticamente nulo em função da câmara de compensação. No mercado de balcão, a forma de proteção dos agentes contra esse risco é que só se realizam contratos com participantes que tenham crédito de alta qualidade, de preferência com classificação de risco de

crédito dada por alguma agência internacional de *rating*. Outra necessidade da economia brasileira era o financiamento de longo prazo que, após o retorno do Brasil ao mercado internacional de capitais, com os derivativos ficou mais seguro, já é possível se proteger contra a alta das taxas de juros internacionais com os derivativos. Outra demanda existente na economia brasileira, que os derivativos vieram preencher, é o aumento da visibilidade dos preços de diversos ativos financeiros, permitindo, não só às empresas mas também ao governo, perceber com maior clareza as expectativas e tendências com respeito a inflação, taxas de juros e de câmbio. Esse último fato é possível em função dos derivativos de bolsa, já que a negociação em pregão eletrônico torna as transações e os preços de conhecimento público, com o preço sendo resultado de expectativas de múltiplos participantes.

3.3 A BM&F

Aqui pretendemos mostrar a importância da BM&F para o mercado brasileiro de derivativos, sendo ela o principal agente de difusão da cultura dos derivativos no país. Mostraremos também quais os principais contratos de derivativos nela negociados e os benefícios de seus mercados para a economia brasileira.

A Bolsa de Mercadorias & de Futuros (BM&F) surgiu em 31 de janeiro de 1986 (à época como Bolsa Mercantil e de

Futuros⁽³⁾) e em pouco tempo alcançou uma posição de destaque entre as principais bolsas de derivativos do mundo, sendo desde 1992 a sexta maior bolsa de derivativos do mundo⁽⁴⁾.

A BM&F fechou 1993 com 59.843.935 contratos negociados, equivalentes a US\$ 530 bilhões, com um crescimento de 60% em relação a 1992, sendo a bolsa de derivativos de maior crescimento no mundo. Em março de 1994, superou a marca de 200.000.000 contratos negociados, sendo que os dados do início de 1994 já a colocavam como quinta maior do mundo⁽⁵⁾.

A BM&F desenvolve um importante trabalho no campo institucional, procurando divulgar e esclarecer os mercados e as operações de derivativos no Brasil, pois a experiência mundial demonstra que o complexo processo de criação, consolidação e desenvolvimento de um mercado de derivativos depende fundamentalmente do nível de informação e conhecimento dos participantes. Como parte deste trabalho, efetua um grande esforço educacional por meio de cursos e palestras para profissionais ligados a esses mercados no Brasil, sendo que em 1993 esse processo culminou na associação com a Universidade de São Paulo (USP) e a Fundação Getúlio Vargas para oferecer um curso de Mercado de Capitais nestas instituições. Com o Banco Central e o

3 Em nove de maio de 1991, a Bolsa de mercadorias de São Paulo se fundiu à Bolsa Mercantil e de Futuros, dando origem à atual BM&F.

4 Gazeta Mercantil, 03/01/94.

5 Conforme Resenha da BM&F n° 97, pp 15, 58 e Gazeta Mercantil 03/01/94.

Conselho Monetário Nacional, desenvolve um diálogo contínuo para o esclarecimento e normatização dos mercados.

A BM&F desenvolve ainda um projeto de internacionalização dos mercados, empenhando-se em questões legais, tributárias e cambiais, com respeito ao Mercosul e ao acesso do mercado brasileiro para investidores estrangeiros. A BM&F desenvolve esforços para oferecer seus produtos a investidores estrangeiros mediante uma série de interligações com bolsas internacionais, tendo entregue ao Governo Federal um projeto que prevê, entre outros pontos, a possibilidade de investidores estrangeiros negociarem diretamente nos pregões da BM&F, a viabilização de operações diretas de arbitragem ouro/dólar e a manutenção, por parte da Bolsa, de uma custódia de ouro fungível⁶ numa bolsa do exterior. A BM&F também assinou convênios com a New York Mercantile Exchange (NYMEX) e com a Coffee, Sugar & Cocoa Exchange (CSCE) para, primeiramente, identificar possíveis produtos de interesse comum aos participantes dos mercados brasileiro e norte-americano que permitam, posteriormente, operações de arbitragem entre taxas nesses mercados⁷.

Contudo, a atuação mais visível e importante da BM&F está na pesquisa, criação, desenvolvimento e efetivo lançamento de contratos de derivativos no Brasil.

6 Será um serviço prestado pela Bolsa de forma a permitir que os agentes credenciados a nela operar possam negociar em bolsas internacionais com o seu aval, sendo as características de operação semelhantes a uma custódia fungível de ações.

7 Resenha da BM&F nº 95, pp 22-24.

possibilitando novas alternativas de administração de portfolio e de investimentos para as empresas em geral.

3.3.1 A BM&F e seus mercados

De 1986 até o primeiro semestre de 1989, a BM&F cresceu com base no contrato futuro de Ibovespa, em função da ainda pequena variedade de contratos e de ter sido criada a partir da Bovespa. Dois fatos fizeram com que houvesse uma mudança. Primeiramente, a partir de meados de 1989, diante da incerteza causada pela sucessão presidencial, e em segundo lugar, em 1990/91, em função da crise de liquidez causada pelo confisco do plano Collor, o complexo do ouro se tornou o contrato mais negociado até 1991. Em meados de 1991 é lançado o contrato futuro de DI, e os contratos de taxas de juros se tornam os mais negociados em 1992.

A partir do final de 1991, a entrada do capital estrangeiro levou a um fortalecimento do futuro de Ibovespa, com uma posterior queda durante o processo de *impeachment* do presidente Collor. Mas apesar desta queda, o futuro de Ibovespa mantém ainda hoje uma participação expressiva no volume negociado na BM&F.

Em 1992, por um lado, o Brasil retornou ao mercado internacional de capitais, o que ocasionou uma maior sofisticação nas operações financeiras, e por outro lado, aumentou a demanda por *hedge* em função da insegurança causada pelo processo de *impeachment* do presidente Collor. Esses dois fatos fortaleceram muito os negócios no pregão da

BM&F. Neste ano, crescem os contratos de câmbio e há ainda a consolidação do futuro de DI, com contrato respondendo por 31,51% do volume total negociado.

A BM&F foi idealizada para ser uma bolsa de futuros clássica mas, seguindo o processo de desenvolvimento ocorrido em bolsas internacionais de futuros como a Chicago Board of Trade (CBOT) e a Chicago Mercantile Exchange (CME), e com o surgimento e crescimento do mercado brasileiro de derivativos de balcão, redefiniu o seu papel para um conceito mais amplo de centro de negociação de derivativos⁽²⁾.

O ano de 1993 marca o momento da virada na BM&F, com o lançamento de operações de swap em bolsa, possíveis através dos contratos a termo. O contrato a termo é uma espécie de contrato de balcão, firmada entre duas partes -- logo intransferível -- que o levam para registro na BM&F por terminal eletrônico. Outra característica deste contrato é que o seu tamanho e o prazo de vencimento são livremente pactuados entre as partes, dentro de critérios estabelecidos pela Bolsa. O primeiro a ser lançado foi o contrato de termo de DI, em março de 1993. Em dezembro vieram mais dois contratos a termo: o termo de câmbio e o termo de diferencial entre DI e câmbio, ambos com negociação eletrônica. Em 1993, ainda há que se destacar o lançamento do contrato futuro de IGP-M, que permite às empresas protegerem passivos (empréstimos para capital de giro) pós-

fixados pelo IGP-M. Em 26 de janeiro de 1994, a BM&F cria outro importante contrato, o termo de Bônus do Banco Central (BBC)⁹.

Com essa mudança de perfil, a BM&F pretende acompanhar o crescimento dos derivativos no Brasil, lançando alternativas em bolsa para as operações feitas no mercado de balcão. Essa mudança foi possível principalmente em função do grande crescimento dos derivativos no mercado de balcão, embora o mercado brasileiro ainda seja modesto se comparado ao mercado internacional.

Como ocorreu anteriormente nos Estados Unidos e Europa, os novos contratos na BM&F devem a sua concepção à observação das operações feitas no mercado de balcão. É a partir dos contratos feitos no mercado de balcão que as bolsas percebem os contratos que possuem (ou podem vir a possuir) liquidez (característica indispensável aos contratos derivativos das bolsas).

3.3.2 Principais Inovações da BM&F¹⁰

1. Termo de DI

O termo de DI tem como objeto de negociação a taxa de juros efetiva (acumulação das taxas médias de DI de um dia, calculada pela Cetip) do DI. Este contrato permite o swap entre a taxa do DI e uma taxa pré-fixada, ou seja, permite

9 Os contratos a termo serão vistos à frente.

10 Para uma informação mais detalhada a respeito destes contratos, ver *Resenha BM&F* nºs 89 e 90, e *Gazeta Mercantil* 02/12/93 e 17/12/93.

que duas partes troquem entre si posições atreladas ao juro interbancário de curtíssimo prazo (DI) e as atreladas a juros pré-fixados, e vice-versa. Este contrato não é realizado via pregão, sendo que a bolsa apenas faz o seu registro. Ele existe em duas versões: com e sem garantia. Na versão sem garantia, a BM&F faz o registro do contrato, o acompanhamento das posições e auxilia sua liquidação. Na versão com garantia, os contratos incluem o depósito de margem, ajustado diariamente, e a liquidação é feita por intermédio da *clearinghouse* da BM&F, contando assim com todas as garantias dos mercados BM&F.

2. Termo de Taxa de Câmbio

O termo de taxa de câmbio tem como objeto de negociação a variação da taxa de câmbio da moeda nacional por dólar, permitindo o *swap* entre posições atreladas aos juros pré-fixados e as atreladas à variação cambial mais juro real⁽¹¹⁾. Neste contrato, duas partes travam uma previsão em torno de uma taxa pré-fixada contra a variação cambial. Os comprados ganham a diferença entre uma variação cambial maior e a taxa pré-fixada, e os vendidos o contrário. É importante principalmente para exportadores e importadores, já que permite a protecção de seus ativos/passivos em dólar.

3. Termo de Diferencial entre DI e Câmbio

Si o valor inicial a ser corrigido pelo câmbio embute uma taxa, o juro real, que é o spread que se fixa no início da operação; é o resultado final da operação no mercado à vista e que se pretende fixar com o uso do contrato a termo.

O termo de diferencial entre o juro interbancário e o câmbio permite o *swap* de posições atreladas ao DI por posições atreladas ao dólar mais juro real. Neste contrato, parte-se de dois valores iniciais que serão corrigidos pela variação do DI e pela variação cambial, respectivamente, ou seja, é uma operação de taxa pós-fixada contra outra taxa pós-fixada. Os comprados ganham quando o valor inicial corrigido pela variação cambial ultrapassar o valor inicial corrigido pelo DI, e os vendidos vice-versa.

4. Termo de BBC

O termo de BBC de 28 dias é uma aposta em torno de uma taxa de juro projetada para um BBC a ser emitido. Ele permite o *hedge* das posições assumidas pelas instituições financeiras nos leilões semanais primários de BBC realizados pelo Banco Central. Este é um contrato diferenciado, dado que não é exatamente um contrato de balcão como os contratos a termo citados acima. O termo de BBC funciona como um contrato futuro, já que o preço (preço unitário -- PU) é formado no pregão (a viva voz) da BM&F. Outra diferença é que ele terá ajuste semanal e não diário (em função do leilão de BBC ser semanal). Se o ajuste de preço fosse diário, haveria uma distorção na formação do preço¹², ou seja, o custo de carregamento do título entre os leilões de BBC, que é o custo de oportunidade dos recursos ganhos ou perdidos diariamente até o vencimento do contrato.

Investidores institucionais e empresas poderão dele fazer uso para garantir a rentabilidade de título pré-fixado a títulos a serem adquiridos no futuro ou proteger-se contra a elevação do custo básico do dinheiro.

3.3.3 BENEFÍCIOS DOS MERCADOS DE DERIVATIVOS DA BM&F PARA A ECONOMIA

As vantagens mais gerais dos mercados de derivativos da BM&F residem no fato de que eles são mais seguros e têm maior liquidez que os derivativos de balcão, além de ter grande transparência na formação de preços, servindo de referencial para toda a economia, inclusive para o governo (na condução da política econômica, já que os preços dos ativos financeiros aí formados representam as expectativas de um grande número de agentes financeiros importantes).

A segurança dos mercados de derivativos da BM&F advém basicamente do fato de que todo contrato tem a garantia BM&F. Essa segurança é garantida pelo sistema de negociação e principalmente pela *clearinghouse* da BM&F, já que esta se interpõe entre o comprador e o vendedor, garantindo os contratos. Assim, o risco de crédito nos contratos é o representado pelo *default* da BM&F, ou seja, praticamente nulo. Além disso, só operam na BM&F agentes e ela associados. A BM&F, nos contratos a termo, só aceita operações que estejam dentro da realidade do mercado, ou seja, dentro de certos limites por ela impostos, tentando

evitar assim a transferência ilegal de recursos entre empresas e a "lavagem" de dinheiro.

Com a segurança dos contratos a termo da BM&F, grandes bancos varejistas reticentes quanto aos *swaps* no mercado de balcão devem participar dos mercados de derivativos da BM&F, por serem mais regulamentados e transparentes. Bancos que só trabalhavam com outras instituições financeiras nos *swaps* no mercado de balcão devem agora trabalhar com instituições não financeiras nos *swaps* da BM&F¹², já que esses mercados são mais claramente regulamentados e têm menor risco de crédito.

Como são mais seguros, os mercados da BM&F atraem um maior número de participantes, o que garante maior liquidez para os contratos. Entretanto, a segurança não é o único fato que garante liquidez aos negócios na BM&F. Outro fator é a agilidade na compra e venda de contratos, já que nos *swaps* em bolsa é necessário achar (por telefone) uma instituição que queira fazer a operação oposta no mesmo montante que se deseja, enquanto na Bolsa basta comprar ou vender contratos a termo, o que é bem mais fácil e rápido. Afinal, achar a outra ponta para uma operação no mercado de balcão envolve muitas dificuldades, em função da avaliação que se tem de fazer do risco de crédito do parceiro, do tamanho e prazo de vencimento do contrato, etc.

Na BM&F a negociação é feita via pregão eletrônico público, viabilizando a ampla divulgação dos preços aí formados. Tais preços são informação importante para

decisões a serem tomadas pelos agentes quanto à alocação de recursos e a prováveis tendências de um amplo conjunto de variáveis econômicas, como taxas de juros e câmbio, inflação, etc.

As informações fornecidas pelos pregões de BM&F servem também para os *policy-makers* brasileiros, que, a partir das tendências e expectativas aí reveladas, podem usá-las para a formulação e condução da política econômica. Por exemplo, o futuro de IGP-M era um instrumento importante como indicador das expectativas de inflação.

Apesar de ser possível uma alavancagem maior no mercado de balcão, os derivativos de bolsa também permitem uma grande alavancagem financeira, dado que a margem inicial e o custo de oportunidade são pequenos (este último um fato essencial para o sucesso de qualquer contrato). Com isso, as empresas podem investir ou especular com menos recursos. Outro fato que aumenta as possibilidades de alavancagem é que são aceitos vários tipos de ativos como margem de garantia, como ouro, títulos públicos e privados, cartas de fiança, apólices de seguro, ações e cotas de fundos fechados de investimento em ações, o que reduz ainda mais os recursos necessários para operar na bolsa.

Além disso, a BM&F oferece instrumentos a investidores estrangeiros para a gestão do risco. Isto possibilita o aumento do investimento estrangeiro no país, pois como diz Leo Melamed, presidente da Sakura-Dellshor e um dos criadores dos mercados de futuros financeiros, "sendo eu em

capitalista, jamais investiria na economia brasileira se não pudesse contar com mecanismos de proteção contra meu risco"¹⁴.

3.4 O MERCADO BRASILEIRO DE DERIVATIVOS DE BALCÃO

Examinaremos, nesta seção, o mercado brasileiro de derivativos de balcão, mostrando a sua origem e desenvolvimento. Inicialmente falaremos dos swaps internacionais feitos por empresas brasileiras e depois das operações no mercado interno propriamente dito.

A característica marcante do mercado brasileiro de derivativos de balcão é a falta de informações precisas. Não existem quaisquer números confiáveis a seu respeito, conhecendo-se apenas algumas operações mais importantes. Essa situação tende a mudar à medida que o mercado vai sendo regulamentado. Em 1993, foram regulamentados vários tipos de swaps internacionais, e em 14 de janeiro de 1994, o Banco Central divulgou a Resolução 2042, que autorizou operações de swap no mercado interno de balcão e tornou obrigatório o registro dessas operações na Cetip (Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos). A partir dessa regulamentação, espera-se que o mercado se torne mais transparente.

No caso dos swaps internacionais, a falta de regulamentação deste setor do mercado sempre foi uma grande

¹⁴ Resenha da BNCF nº 97, p. 11.

problema, pois empresas brasileiras tinham que usar diversos subterfúgios para realizar essas operações⁽¹³⁾.

A primeira operação a ser regulamentada foi o *swap* internacional de taxa de juros, em fevereiro de 1992. Mesmo antes de regulamentado, a partir de 1991, coincidindo com a abertura financeira e a volta do Brasil ao mercado internacional de capitais, crescem as operações de *hedge* (*swap* internacional de juros) de empresas brasileiras no mercado internacional. Essa operações eram realizadas apenas por bancos estrangeiros, já que inicialmente eram os únicos autorizados a realizar tais operações.

Grandes empresas brasileiras tomaram empréstimos a taxas flutuantes no mercado internacional, aproveitando o nível historicamente baixo dos juros, conseguindo empréstimos em melhores condições das que vigoravam no mercado interno. O problema é que os empréstimos eram feitos a taxas de juros flutuantes e as empresas ficavam expostas à alta dos juros no mercado internacional. Assim, a operação básica que as empresas realizavam era fazer um *swap* de taxa de juro flutuante por taxa fixa, fixando, assim, o custo da dívida. Com isso, as empresas podiam planejar melhor o fluxo financeiro no período, podendo se concentrar no seu *core business*. E a grande vantagem destas operações de *swap* do mercado de balcão é que elas são feitas sob medida, permitindo às empresas adequar os fluxos de caixa de acordo com os objetivos específicos da empresa.

A primeira dessas operações que se tem notícia foi a da Alpargatas, em maio de 1991, quando foi feito um *swap* de US\$ 20 milhões. Operações semelhantes foram feitas por grandes empresas como Bayer, Aracruz, Petrobrás, Realco, etc⁽¹⁴⁾.

Nesmo sem regulamentação, outras operações internacionais de *swap* ocorreram no Brasil. Um exemplo é o *swap* de moedas feito pela Monsanto em meados de 1992, onde a companhia trocou um passivo em dólares por outro em cruzeiros. Com esse *swap*, a empresa alcançou o seu objetivo de reduzir seu nível de *exposure* às flutuações de mercado.

Outra operação pioneira foi o *collar* de US\$ 68 milhões fechado pela Shell do Brasil com o Chase Manhattan. Com essa operação, a Shell limitou os riscos impostos a seu passivo pela flutuação da Libor no mercado internacional. Como essa taxa remunera uma parcela da emissão de notas de securitização de exportação de alumínio de uma subsidiária sua (a Billiton Metais), a Shell fez a operação de *collar* para proteger-se do risco dos juros flutuantes escolhidos por praticamente um terço dos compradores das notas de securitização.

As operações internacionais com derivativos devem aumentar ainda mais, já que em julho de 1993, o Banco Central liberou o *swap* internacional de commodities e o de moedas. Existem dois pontos importantes nessa decisão do Banco Central. Primeiramente, as operações de *swap* não necessitarão mais de autorização prévia do Banco Central, a

não ser no caso de empresas públicas, exceção feita à Vale e à Petrobras. Isso possibilita às empresas realizar negócios com maior agilidade, característica esta imprescindível no mercado de balcão. O segundo ponto é que os *swaps* poderão ser feitos por exportadores e não-exportadores, aumentando o número de participantes do mercado. Outra vantagem é que os *swaps* podem agora ser feitos junto a qualquer banco autorizado a operar com câmbio. As novas modalidades de *hedge* permitirão às empresas nacionais que atuam no mercado internacional um efetivo gerenciamento dos preços de seus produtos e das matérias-primas e dos seus fluxos de pagamentos internacionais. Ou seja, essa nova regulamentação, "além de tornar mais competitivas no exterior as empresas brasileiras [...] beneficiará também os negócios domésticos, na medida em que o consumidor poderá agora fechar contratos [com seus fornecedores] de longo prazo a um preço fixo"¹⁷.

Nas mesmo sem regulamentação, o mercado de balcão interno já existe desde 1988, quando começaram a se desenvolver operações de *swap* de taxas de juros e de variação cambial entre bancos e clientes¹⁸. Em 1992, os *swaps* de taxas de juros cresceram fortemente quando um grupo de bancos elaborou um contrato-padrão de *swap* de taxa pré-fixada contra CDI diário¹⁹, conseguindo assim a remuneração deste último.

17 Gazeta Mercantil

18 Gazeta Mercantil 08/11/93.

19 ver Gazeta Mercantil, 08/11/93.

O mercado de balcão, até a Resolução 2042, estava voltado basicamente para as operações interbancárias. Contudo, a partir dessa Resolução, espera-se que aumente o número de participantes, já que a regulamentação "tira a nebulosidade legal que alguns participantes sentiam, e deve trazer novos participantes para o mercado". Mas, apesar dos problemas, o mercado de balcão já é grande e realiza operações as mais diversas, envolvendo DI, taxa pré-fixada, IOP-M, Taxa Referencial (TR) e variação cambial⁽²²⁾.

A maioria das operações é feita com a intermediação dos bancos, principalmente os estrangeiros e os de investimento, sendo grande as cifras e o nível de penetração dos *swaps* nas tesourarias dos bancos⁽²³⁾.

3.5 PRINCIPAIS PARTICIPANTES DO MERCADO BRASILEIRO DE DERIVATIVOS

Os principais participantes/usuários do mercado brasileiro de derivativos são bancos e grandes empresas, além de investidores estrangeiros. Pretendemos mostrar o porquê disto e como os derivativos influem nos negócios destes agentes.

3.5.1 Bancos

Os bancos atuam nos mercados de derivativos não só como intermediários nas operações, prestando serviços financeiros

22 Conforme Gazeta Mercantil, 08/11/95.

23 Ver Gazeta Mercantil, 17/01/94.

às empresas, mas também como usuários finais, para administrar os riscos das flutuações nas taxas de juros, câmbio e índice de preços. Os bancos mais atuantes são os estrangeiros e os de investimento, embora cresça a parcela dos grandes bancos nacionais, que usam principalmente os derivativos da BM&F⁽²²⁾.

Após 1990, houve uma "diferenciação de produtos e serviços por parte das instituições financeiras bancárias"⁽²³⁾, que buscavam com isso "ampliar as suas fontes de recursos com serviços de intermediação de negócios, administração de carteiras e serviços de engenharia financeira"⁽²⁴⁾.

Os bancos usam os derivativos da BM&F na administração de seus fundos, sendo que são responsáveis por cerca de 20% do volume total da BM&F⁽²⁵⁾. Os fundos onde os derivativos são mais usados são os de Renda Fixa DI (Pessoa Física e Pessoa Jurídica), nos quais 100% do patrimônio pode ser protegido no mercado futuro de taxa de juros. Com os derivativos, os administradores conseguem para este tipo de fundo quase o mesmo que o CDI. Os derivativos são também usados nos fundos de Carteira Livre, de forma a garantir um retorno de título de renda fixa. São ainda usados nos fundos

22 Conforme Gazeta Mercantil, 08/11/93, 20/02/94, 03/01/94 e 02/12/93.

23 Caporale Nadi, H. A. Política Monetária no Brasil: uma interpretação pós-Keynesiana.

24 Caporale Nadi, H. A. *op. cit.*, p. 120.

25 Conforme Gazeta Mercantil, 11/01/94.

de commodities, onde 10% no mínimo deve ser aplicado em futuros agrícolas. Os fundos, nas suas várias modalidades, através do uso de derivativos, oferecem proteção para variação cambial, acompanhamento do DI, etc, oferecendo, assim, mais opções para seus clientes.

Além disso, os bancos ainda usam os derivativos da BM&F para fazer *hedge* das posições em aberto assumidas no mercado de balcão. Isso acontece porque o banco atua inicialmente como contraparte na transação, até encontrar outra empresa disposta a fazer a operação inversa, quando se torna então, intermediário. No entanto, isso pode demorar ou se mostrar difícil, ficando o banco com um risco que ele não deseja em seu portfolio, protegendo-se, então, nos mercados da BM&F.

Os bancos atuam ativamente como intermediários nas operações de balcão, oferecendo produtos para seus clientes, dado que possuem relacionamento estreito com estes, conhecendo bem seus graus de exposição a riscos e situação financeira. Os bancos oferecem vários tipos de *swaps* internacionais a seus clientes, além das várias operações do mercado interno.

Como usuários finais, os bancos "usam os futuros e as opções para fixar o preço de seus produtos e hedgear o risco de seus portfolios de produtos de balcão, sendo que as opções também exercem papel fundamental na administração de risco de taxas de juros de depósitos e créditos"⁽²⁶⁾. Assim,

eles "estão, cada vez mais, administrando sua lucratividade com a ajuda de produtos derivativos" (1987).

Portanto, percebemos claramente que os derivativos se tornaram uma nova fonte de recursos para os bancos, como parte de um processo mais geral de reestruturação das instituições financeiras nacionais. Além disso, são um importante instrumento na administração de seus riscos, de sua lucratividade. Até agora, os derivativos não significam um risco muito grande para o sistema financeiro brasileiro, dado o seu tamanho e grau de desenvolvimento.

3.3.2 Instituições não-financeiras

As instituições não financeiras que utilizam os derivativos são basicamente as grandes empresas e as multinacionais, em função de dois motivos. Primeiramente, são estas que possuem uma estrutura técnica apta a trabalhar com os derivativos, ou seja, que possuem conhecimento para entender os mercados e instrumentos de derivativos e como podem ser usados segundo os objetivos específicos da empresa. Em segundo lugar, os negócios destas envolvem um grande número de contratos, com vários indexadores, taxas de juros e em diferentes moedas, tanto do lado do passivo como do ativo. Ficam, assim, bastante expostas às flutuações destas taxas e preços. O meio que usam para se proteger da volatilidade são os contratos de derivativos, já que através deles é possível 'casar' as diferentes taxas que incidem

sobre o ativo e o passivo, além de fixar o preço de diversos ativos, diminuindo o risco de preço a que estão expostas e os problemas de administração de caixa.

Essas instituições usam os derivativos principalmente para "diminuir os riscos da administração de caixa provocados entre outras causas pelas flutuações de moedas e pelas variações dos juros internos e externos" (22). E "as operações feitas com derivativos são muito mais eficientes e mais baratas para proteger os investidores do que as que são feitas no mercado à vista".

Uma grande vantagem que os derivativos proporcionam às empresas brasileiras é a grande alavancagem de recursos por eles permitida. Em função das características do mercado de derivativos já vistas, percebe-se que com eles é possível ampliar os limites de crédito, já que as transações não envolvem o risco do principal, mas apenas a diferença entre dois fluxos de pagamentos.

O principal problema dos derivativos para as empresas é a falta de conhecimento técnico quanto ao seu funcionamento. Quando as empresas não usam corretamente os instrumentos derivativos ou não controlam sua exposição ao risco, elas podem sofrer grandes prejuízos, já que o contínuo acompanhamento e gerenciamento dos riscos é não só difícil como também uma necessidade neste mercado.

3.3.3 Investidores estrangeiros

Os investidores estrangeiros operam com os mercados de derivativos brasileiros porque, com eles, conseguem mecanismos de proteção específicos e adequados aos problemas e riscos existentes na economia brasileira. Assim, o investimento no Brasil se torna mais seguro, já que ele conta com instrumentos criados no mercado nacional para a proteção de seus investimentos feitos aqui, permitindo-lhes, inclusive, especular nos diversos mercados brasileiros de derivativos.

6 A REGULAÇÃO DO MERCADO PELO BANCO CENTRAL

No Brasil, o Banco Central está atento ao mercado de derivativos, realizando, inclusive, *workshops* entre representantes da área técnica do Banco Central e do setor financeiro (entidades de classe e a BM&F). Após regulamentar vários *swaps* internacionais, o Banco Central regulamentou, através da Resolução 2042 e da Circular 2042, o mercado interno de derivativos de balcão. A resolução 2042, muito mais do que representar uma regulamentação definitiva ou perfeita, reflete o importante processo de negociação e diálogo entre a autoridade monetária e o mercado, na busca de regras que, por um lado, não 'engessem' o mercado, já que a liberdade de criar novas soluções para problemas da clientela é essencial nesse mercado. A Resolução 2042 é simples, genérica e flexível, tratando dos procedimentos

operacionais e contábeis, sendo "basicamente na linha com a qual o BC tinha se comprometido"⁽²⁹⁾ com o mercado.

A Resolução 2042 e a circular 2042 tratam, basicamente, de questões contábeis. O primeiro ponto é o registro obrigatório na Cetip, fato este que tornará o mercado mais transparente. Outro ponto importante estabelecido é que, nas operações de swap, o valor respectivo deve ser contabilizado em contas de compensação, que são contas de simples registro. Além disso, esse registro deverá ter "suficiente nível de abertura para que as operações de swap sejam tratadas isoladamente das demais contas de compensação"⁽³⁰⁾, fornecendo à autoridade monetária informações precisas que lhe permitam supervisionar o risco a que estão expostas as instituições financeiras, para evitar atitudes excessivamente especulativas.

Ficou também estabelecido que os resultados devem ser apurados mensalmente, ou seja, "o ajuste nocional dos contratos deve ser apropriado em base de competência, isto é, em base mensal, transitando pelas contas de resultado e refletindo-se nas contas patrimoniais da empresa"⁽³¹⁾. Esse último ponto garante que a situação momentânea de ganhos e perdas efetivas em operações de swap fique "exposta contabilmente ao final de cada mês, em vez de se fazer o ajuste de uma vez só na liquidação dos contratos".

29 Gazeta Mercantil, 17/01/94.

30 Gazeta Mercantil, 08/11/93.

31 Gazeta Mercantil, 08/11/93.

Essa regulamentação procurou resolver o problema básico identificado pelas autoridades monetárias a nível internacional: a perda de transparência do balanço dos bancos, ou seja, os balanços passam a não reproduzir com fidelidade o montante de risco a que está sujeita cada instituição financeira. Isso dificulta aos reguladores prever distúrbios que podem representar riscos sistêmicos para a economia. A regulamentação busca, então, proporcionar o correto conhecimento dos riscos assumidos pelas instituições financeiras nas suas operações com derivativos.

7 CONCLUSÃO

Como vimos, a volatilidade da economia brasileira fornece vários motivos para o uso de contratos derivativos pelas empresas brasileiras, ou seja, há uma demanda por instrumentos que diminuam o risco de preço para os agentes econômicos. Essa demanda está sendo satisfeita pelos derivativos. A BM&F é o principal agente de difusão da cultura de derivativos no país, com numerosos esforços para o maior entendimento e desenvolvimento de mercado brasileiro de derivativos. A BM&F já é a quinta maior bolsa de derivativos do mundo. As principais inovações foram o contrato futuro de IGP-M e DI, e os contratos a termo (de DI, de taxa de câmbio, de diferencial entre DI e câmbio e de BIC).

O mercado de balcão carece ainda de transparência e informações precisas, mas isto tende a mudar a partir da

Resolução 2042 e da Circular 2042, que representam um processo importante de diálogo entre o Banco Central e o mercado. Apesar de não negociar tantos tipos de contratos quanto os existentes no mercado internacional e de ser relativamente modesto se comparado a este, o mercado brasileiro de derivativos de balcão já alcançou um significativo nível de desenvolvimento e um tamanho respeitável.

A atuação do Banco Central tem sido correta, dialogando com os participantes do mercado e produzindo importantes regulamentações para o correto conhecimento do mercado e dos riscos assumidos pelas instituições financeiras brasileiras.

CONCLUSÃO

Conforme ficou demonstrado no início do capítulo um, o moderno mercado de derivativos deve o seu desenvolvimento e exponencial crescimento a dois fatores que se interagem. De um lado, o crescimento da incerteza na economia mundial, a partir de fatos como o fim de Bretton Woods, o aumento das taxas de inflação nos países desenvolvidos, etc, e de outro lado, a globalização, que fez necessária a atuação das empresas em diversos mercados nacionais distintos, operando com diversas moedas, taxas de juros, etc. Estes dois fatos ampliaram a necessidade de *hedge* dos agentes econômicos, demanda essa que foi suprida pelo crescimento e desenvolvimento dos mercados de derivativos.

Com respeito a este último ponto, concluímos que a direção e velocidade do crescimento dos diferentes contratos são governadas pela demanda, ou seja, os derivativos são inovações *demand-driver*.

Quanto à demanda, há uma diferença entre os dois tipos de mercados de derivativos. Os derivativos dos mercados bursáteis tiveram sua direção e velocidade governados, fundamentalmente, pela demanda por instrumentos de aumento da liquidez, enquanto que os derivativos de balcão supriram a demanda por instrumentos de transferência do risco.

Essa diferença básica de função se deve às diferentes características que cada um dos mercados possui. Nos mercados bursáteis, os contratos são padronizados, enquanto no mercado de balcão são feitas operações complexas sob

medida (*taylor-made*), de acordo com as necessidades específicas do cliente. Nos primeiros, há uma câmara de compensação (*clearinghouse*), o que confere maior segurança aos contratos, ao passo que no mercado de balcão não existe a câmara de compensação, fazendo com que os participantes desse mercado tenham que assumir o risco da contraparte do contrato. Em função dessas duas características, os contratos das bolsas possuem liquidez, com baixos custos de transação, enquanto no mercado de balcão o custo de transação é alto e os mercados secundários ilíquidos. Há diferença também com respeito ao procedimento de operação. Nas bolsas, há um mercado com ação pública, com o preço sendo conhecido, ao passo que o mercado de balcão é um mercado com negociação privada. As primeiras são ainda bastante regulamentadas, enquanto que o mercado de balcão opera mais livremente. Decorre destas características que as bolsas são um mercado transparente, ao contrário do mercado de balcão, que é bem mais obscuro. Em função destas diferentes características e funções, há uma grande interação entre os dois mercados, que se estimulam mutuamente e ajudaram a promover o crescimento dos dois mercados.

A partir da análise dos mercados de derivativos sob a ótica da Hipótese da Fragilidade Financeira de Minsky, percebemos que o risco é inerente ao sistema e a fragilização financeira decorre da própria lógica interna do capitalismo atual. Afinal, o crescimento econômico requisita

um sistema financeiro desenvolvido e ambos envolvem riscos para os agentes econômicos. O que os mercados de derivativos fazem é aumentar os efeitos dessa fragilidade financeira, em função de algumas de suas características.

Os derivativos tornam mais aceitável o crescente nível de endividamento, ao separar (os diversos componentes) e espalhar o risco, transformando-o e redistribuindo-o entre os agentes. Quanto ao risco de preço, os derivativos são eficientes (dependendo dos objetivos, conhecimento técnico e expectativas do hedger). O problema aparece quando se analisa o risco de crédito, que é maior no mercado de balcão, já que, unilateral, ele corre por conta de cada contraparte e cresce cumulativamente com o aumento do número e a interligação das operações entre os agentes. Há ainda dois problemas. Primeiro, os derivativos estão presentes em quase todo o sistema financeiro mundial, interligando diferentes mercados e países. Em segundo lugar, os derivativos ocasionam a perda de transparência do balanço das instituições financeiras, por não aparecerem no balanço (*off-balance-sheet*) e serem muito complexas as operações (principalmente no mercado de balcão).

A melhor proteção contra isso é a informação, tanto por parte dos agentes econômicos como das autoridades monetárias. Nos primeiros, um maior conhecimento dos riscos inerentes aos derivativos e o desenvolvimento de sistemas contábeis mais adequados aos negócios com os derivativos lhes permitirá administrar o risco corretamente e ter um

portfolio equilibrado (seguro) quanto ao risco. Para as autoridades monetárias, a maior transparência dos balanços das instituições financeiras lhes permitirá uma supervisão mais adequada dos riscos do sistema.

Contrapondo as características do desenvolvimento e expansão do mercado internacional de derivativos com o estudo do mercado brasileiro, feito no capítulo três, percebemos que o padrão de desenvolvimento e crescimento tem sido muito semelhante (com os mercados brasileiros seguindo o padrão ocorrido no mercado internacional). O aumento da incerteza na economia brasileira, a partir do início da década de 80, aliado à maior integração com a economia mundial (em função da globalização) ampliaram a demanda por instrumentos de *hedge*.

A BM&F tem um papel importante para o mercado de derivativos, sendo uma das maiores bolsas do mundo, e realizando numerosas inovações no mercado bursátil brasileiro. O mercado de balcão é limitado com relação à complexidade e diversidade dos contratos, mas já tem um tamanho considerável. O seu maior problema é a falta de transparência, que tende a ser resolvida com o aumento de regulamentação, iniciado com a Resolução 2042 e a Circular 2042. O Banco Central tem se mostrado atento ao mercado brasileiro e, na medida do possível, está tentando aumentar a segurança e transparência do mercado.

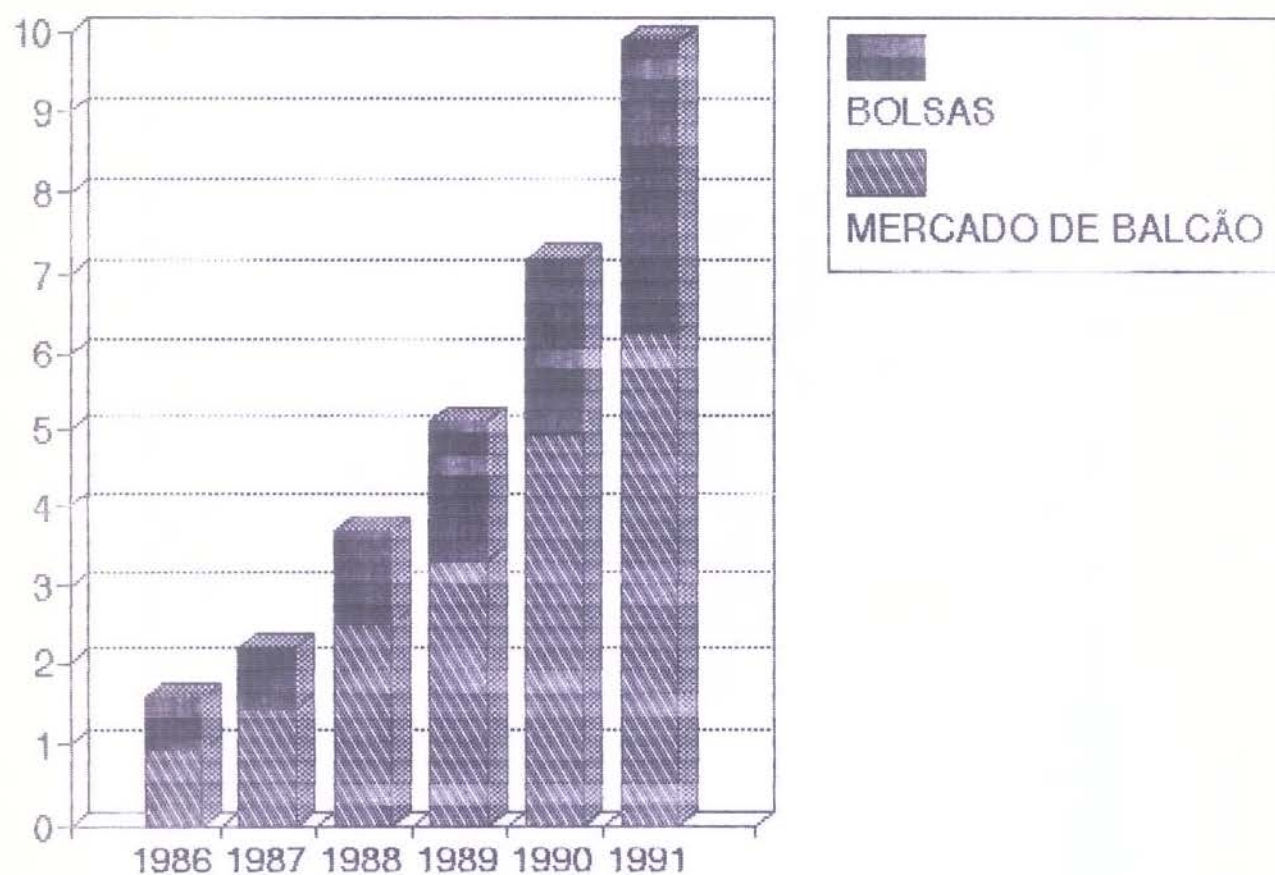
As empresas brasileiras, principalmente os bancos e as grandes empresas e multinacionais, já estão usando os

derivativos, algumas inclusive para especular. É provável que com o aumento de informações técnicas e conhecimento dos instrumentos de derivativos, as empresas os utilizem mais para especulação e um número maior de empresas entre no mercado. Por enquanto, os derivativos são utilizados pelas instituições não-financeiras principalmente para a administração dos fluxos de caixa e pelos bancos como fonte de negócios e para administrar os próprios riscos das flutuações nas taxas de juros, cambio e índices de preços.

ANEXO

GRÁFICO 1

DERIVATIVOS NEGOCIADOS EM BOLSAS E NO MERCADO DE BALCÃO



FONTE: Remolona, E. *op. cit.*

GRÁFICO 2

DERIVATIVOS NEGOCIADOS EM BOLSA

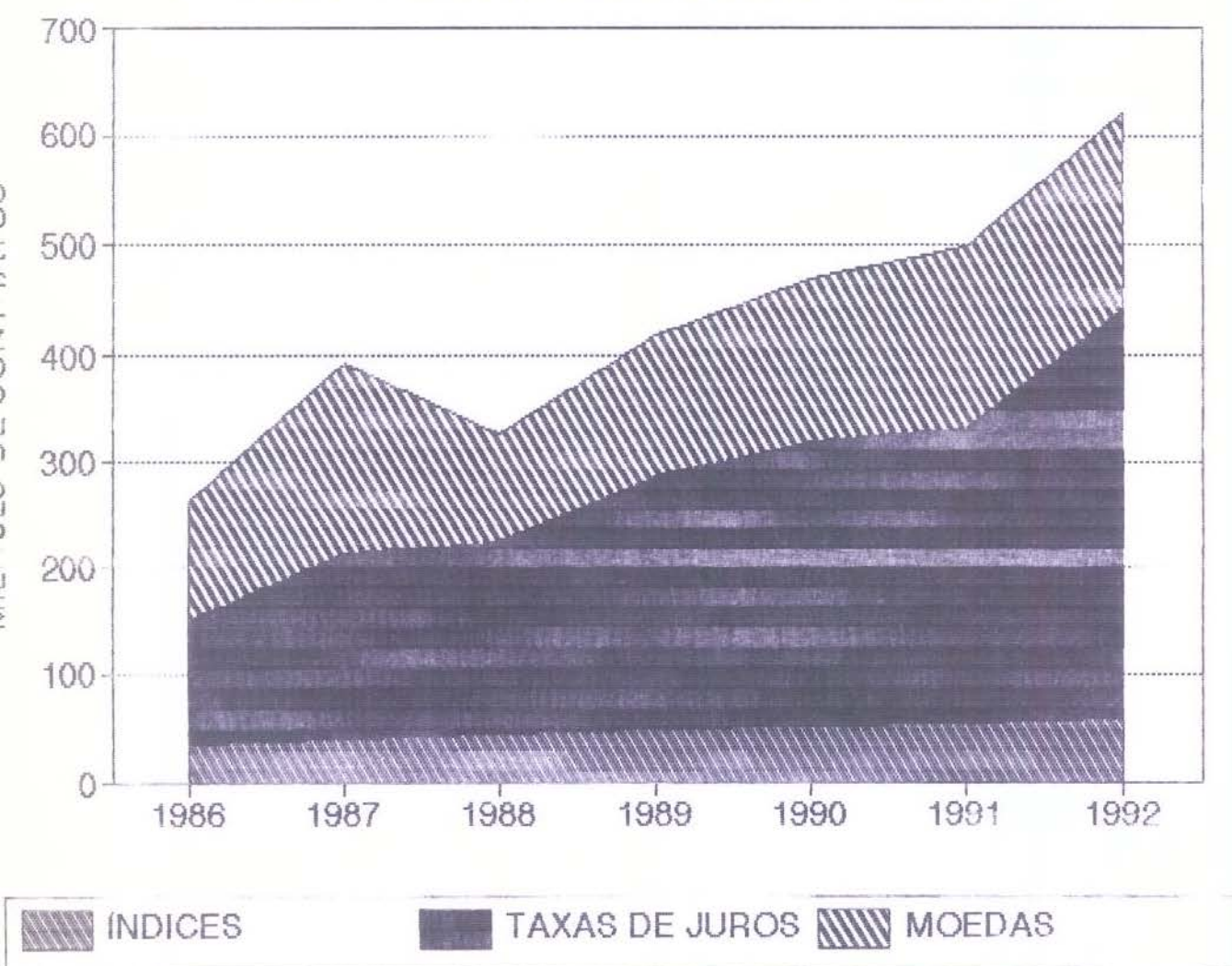


GRÁFICO 3

VOLUME NEGOCIADO NO MERCADO DE BALCÃO

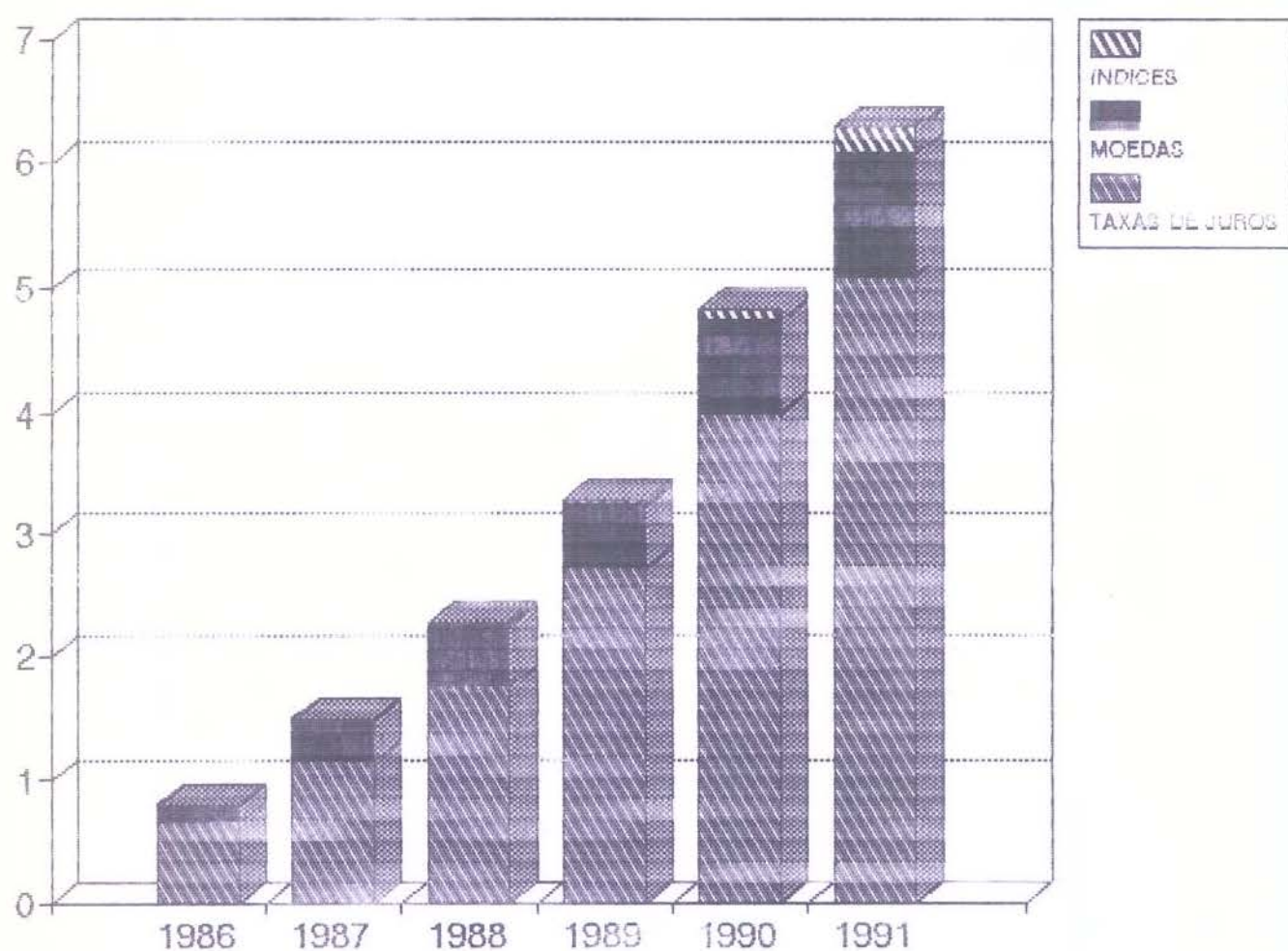


GRÁFICO 4

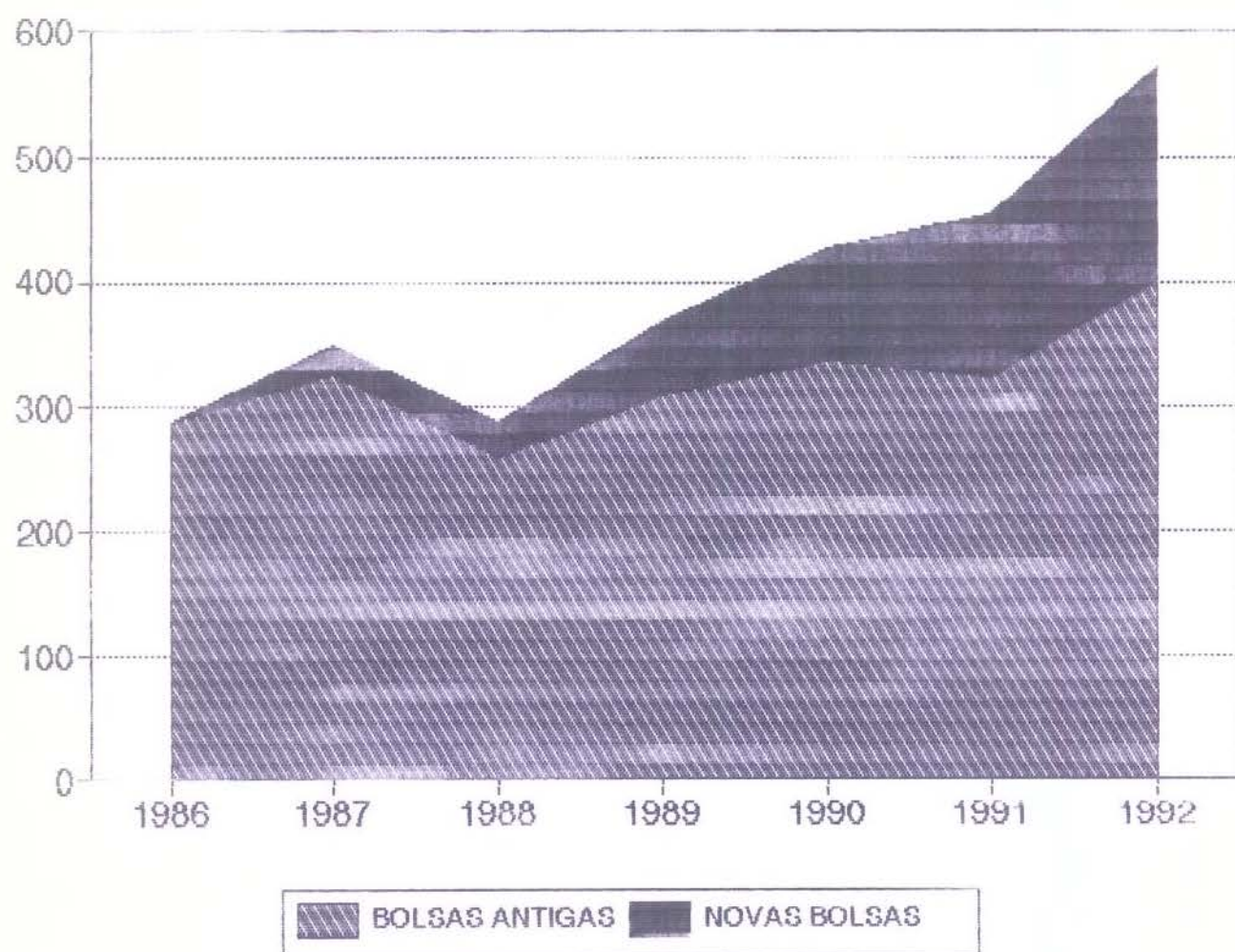
CONTRATOS DE TAXAS DE JUROS E INDICES
EM BOLSAS NOVAS E ANTIGAS

TABELA 1

MAIORES BOLSAS DE FUTUROS E OPCOES DE COMMODITIES DO MUNDO

BOLSAS	1994	1993	1993	1992	1991
Posicao al	Contratos Negociados	Contratos Negociados	Posicao	Posicao	Posicao
1 CBOT	35435637	146140375	1	1	1
2 CME	31813378	119559378	2	2	2
3 LIFFE	28495718	76333068	3	3	4
4 MATIF	17996600	60112456	4	4	5
5 BM&F	10154732	42885778	6	6	7
6 NYMEX	9862899	44953537	5	5	3
7 LME	7345676	28457385	7	7	8
8 TIFFE	7087652	18608415	8	9	10

NOTAS: (1) CBOT (Chicago Board of Trade); CME (Chicago Mercantile Exchange); LIFFE (London Industry Financial Futures & Options Exchange); MATIF (Marché à Terme International de France); NYMEX (New York Mercantile Exchange); LME (London Metal Exchange); TIFFE (Tokyo Industry Financial Futures Exchange).

(2) Os valores de 1994 são referentes ao período de janeiro e fevereiro.

BIBLIOGRAFIA

AGOSIN, M. R. & TUSSIE, D. (1993) Globalização, regionalização e novos dilemas de política comercial para o desenvolvimento. Revista Brasileira de Comércio Exterior, nº 35, abril, pp 47-62.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (1986) Recent Innovations in International Banking. Basle, pp 171-179.

THE BANKER (02/93) Dealing with derivatives, pp 48-51.

BITENCOURT, A. (1992) Shell fecha primeiro 'collar' no país. Gazeta Mercantil, 31/12, p 19.

BITENCOURT, A. (1993) Negócios na BM&F revelam o destino do dinheiro e a pressa em transferir risco. Gazeta Mercantil, 05/07, p 21.

BRAGA, J. C. S. (1991) A financeirização da riqueza: a macroestrutura financeira e a nova dinâmica dos capitalismos centrais. Economia e Sociedade, IE/UNICAMP, nº 2.

CASTRO, F. R. (1993) BM&F inaugura o futuro de IGP-M. Gazeta Mercantil, 29/07.

CORRIGAN, T. & HARVERSON, P. (1992) Uma década de crescimento acelerado de derivativos e engenharia

financeira. Financial Times in Gazeta Mercantil, 31/12, p 19.

CARTER, M. (1989) Financial innovation and financial fragility. Journal of Economic Issues, v. 23,nº 3, pp 779-793, setembro.

CARVALHO, F. C. (1987) Resenha de 'Stabilizing an Unstable Economy'. Pesquisa e Planejamento Econômico, v. 8, nº 1, pp 257-264.

COSTA, F. N. (1992) (Im)propriedades da moeda. Campinas, UNICAMP/IE, Texto para Discussão nº 11.

COSTA, F. N. (1993) Inovações financeiras e política monetária. Campinas, UNICAMP/IE, Texto para Discussão nº 19.

COUTINHO, L. (1992) A terceira Revolução industrial e Tecnológica. Economia e Sociedade, IE/UNICAMP, nº 1, pp 69-88.

DANTAS, F. (1993a) Derivativos administram e reduzem riscos. Gazeta Mercantil, 08/11, pp 13,15.

----- (1993b) Novos contratos para swap cambial. Gazeta Mercantil, 02/12, p 20.

----- (1993c) BM&F vai lançar contrato a termo de BBC. Gazeta Mercantil, 17/12, p 19.

----- (1994a) Crença nos derivativos. Gazeta Mercantil, Caderno Balanço e Perspectivas, 03/01.

----- (1994b) Cetip registra os swaps. Gazeta Mercantil, Caderno Mercados, 17/01.

DANTAS, F. (1994c) Derivativos dividem os bancos. Gazeta Mercantil, 28/02, pp 19,25.

EUROMONEY (04/91) Swaps: a blast from the Bank.

EUROMONEY (08/92) Derivatives get exotic.

EUROMONEY (09/92) Exorcise your derivative demons.

EXAME (05/08/92) A nova estrela do mercado, pp 38-39.

FERREIRA, C. K. L. & FREITAS, M. C. P. (1990) O mercado internacional de crédito e as inovações financeiras nos anos 70 e 80. IESP/FUNDAF, SP.

FORBES, L. F. (1991) Princípios básicos para aplicar nos mercados futuros. BM&F.

GAZETA MERCANTIL (06/03/93) Bancos recorrem a 'swaps' para preservar margens de retorno em novo cenário.

GAZETA MERCANTIL (23/03/93) Sinal de reguladores é OK cauteloso.

GAZETA MERCANTIL (07/01/94) Mercados têm expansão maior fora dos EUA, p 17.

----- (11/01/94) Relatório Fundos de Investimentos.

GAZETA MERCANTIL (07/02/94) Executivos financeiros temem risco de transações com futuros e opções, Caderno Mercados.

GAZETA MERCANTIL (16/02/94) Investigadores tentam detectar uso do mercado para lavagem de dinheiro, Caderno Mercados.

GAZETA MERCANTIL (28/03/94) A difícil harmonia dos reguladores.

GAZETA MERCANTIL (30/03/94) Discussão sobre aumento de regras domina atenções.

HANSELL, S. & MUEHRING, K. (1992) Just how risky are they? Institutional Investor, setembro, pp 49-62.

IESP/FUNDAP (1990) Mecanismos de regulamentação e supervisão dos sistemas financeiros domésticos. Relatório parcial de pesquisa nº 3, junho.

IESP/FUNDAP (1991) O sistema monetário-financeiro dos países desenvolvidos. Relatório parcial de pesquisa nº 6, março.

INSTITUCIONAL INVESTOR (04/92) Which derivatives do CFOs really use?

LOBO, C. (1993) Vendem-se riscos. Revista da ABAMEC, SP, fevereiro, pp 39-41.

McKINZU, J. L. & SCHAP, K. (1991) Hedging Financial Instruments. Institutional Investor, dezembro, pp 124-125.

MIRANDA, J. C. (1992) Câmbio, juros e fisco: a experiência internacional. UNICAMP/IE, Tese de doutoramento.

MOLLO, M. L. R. (1988) Instabilidade do capitalismo, incerteza e papel das autoridades monetárias: uma leitura de Minsky. Revista de Economia Política, SP, v. 8, nº 1, pp 100-123.

MONTEZANO, B. M. (1987) Introdução aos mercados futuros de índices de ações. BM&F/IBMEC.

PENNANT-REA, R. (1993) A receita para um sistema global eficiente. Gazeta Mercantil, 03/12, Caderno Os Próximos 150 Anos.

PELTZ, M. (1993) Wall Street's triple-A for effort. Institutional Investor, maio, pp 93-98.

PIÑERO, J.C. (1988) Una óptica sobre innovaciones financeiras en la banca internacional. Revista del Instituto Argentino de Capitales, Buenos Aires, setembro, pp 89-93.

PICKER, I. (1992) The daffier side of derivatives. Institutional Investor, fevereiro, pp 102-107.

PINTO, C. (1993) Os novos riscos dos mercados financeiros. Gazeta Mercantil, 24/04, p 1.

PRADO, M.C.R.M. (1993) BC liberaliza *hedge* nas bolsas internacionais. Gazeta Mercantil, 29/07.

REMOLONA, E. M. (1992-93) The recent growth of financial derivative markets, Federal Reserve Bank of New York Quartely Review, winter, pp 28-43.

RESENHA BM&F nº 87, nov/dez 1992, 50 p.

----- nº 89, fev/mar 1993, 66 p.

----- nº 90, abril 1993, 67 p.

----- nº 91, maio 1993, 71 p.

----- nº 92, junho 1993, 73 p.

----- nº 93, jul/ago 1993, 72 p.

----- nº 94, set/out 1993, 84 p.

----- nº 95, nov/dez 1993, 84 p.

----- nº 96, janeiro 1994, 87 p.

----- nº 97, fev/mar 1994, 79 p.

RODRÍGUES, J. S. (1990) Futuros e opciones. Mercado de Capitales, Colômbia, outubro, pp 17-34.

WATERS, R. (1993) Utilização de *swaps* contra-balança sensibilidade de ativos dos bancos. Gazeta Mercantil, 14/12.