

Os mercados internacionais, a especulação cambial e os limites dos bancos centrais

*Marcos Antonio Macedo Cintra**

Este artigo está composto por quatro seções. Na primeira, procuraremos explicitar a dinâmica dos mercados internacionais de capitais contemporâneos, ou seja, das finanças diretas globalizadas. Na segunda, destacaremos o papel dos instrumentos derivativos, que contraditoriamente aumentam a previsibilidade dos agentes econômicos, pois possibilitam um processo de transferência de risco de preço (plano micro) e ampliam a volatilidade dos preços dos ativos financeiros (plano macro). Na terceira seção, caracterizaremos os mercados de moeda e a dinâmica dos movimentos cambiais especulativos. Nas considerações finais, tentaremos argumentar que os movimentos internacionais de capitais geram, simultaneamente, oportunidades e riscos. De um lado, a mobilidade dos fluxos financeiros pode ser uma forma de alocação global de recursos (inclusive para os países emergentes), de outro, a volatilidade dos capitais de curto prazo e a possibilidade dos ataques especulativos

** Economista, doutorando em Economia no Instituto de Economia (IE) da Universidade de Campinas e técnico do Instituto de Economia do Setor Público da Fundação do Desenvolvimento Administrativo (FUNDAP).*

contra as moedas “fracas” constituem ameaças permanentes à estabilidade econômica dos países. Assim, um dos efeitos da dimensão financeira da globalização é que as variáveis externas passaram a ter uma importância decisiva nas agendas domésticas: os mercados integrados estabeleceram um padrão de conduta econômica que praticamente não admite desvios, a despeito da imensa diversidade das realidades nacionais. Defendemos que o espectro das escolhas nacionais – nas esferas fiscal, monetária e cambial – foi profundamente reduzido.

A revista *The Economist*, edição de outubro de 1995, trouxe um *survey* intitulado *Who's in the driving seat?*, que procura demonstrar que os bancos centrais ainda permanecem no controle sobre os mercados financeiros e, mais ainda, que os mercados globalizados aumentaram a disciplina imposta sobre as políticas públicas. “Esse *survey* avaliará as relações entre os mercados financeiros e os *policy-makers* a fim de determinar quem controla a economia mundial atualmente, e se faz sentido os governos tentarem restringir esses mercados financeiros.” (THE ECONOMIST, 1995, p.3). Sendo que a hipótese adotada é:

O *survey* argumentará que, em geral, existem poucas razões para preocupações com os constrangimentos que os mercados financeiros impõem às políticas governamentais. Num exame mais aprofundado, torna-se evidente que os governos não apenas devem reorganizar-se para manter muito de seus poderes, como também o efeito da perda de alguns deles pode ser extremamente benéfico: os mercados fornecem uma saudável disciplina, que no longo prazo incentivará melhores políticas econômicas e, conseqüentemente, melhores desempenhos econômicos. Se o mercado global de capitais pune governos pródigos, demandando elevações nas taxas de juros, eles podem se tornar mais propícios a perseguir políticas mais sensatas. (THE ECONOMIST, 1995, p.4).

Desde os anos 70, verificamos a existência de um processo de liberalização dos fluxos de capitais, que implicou maior grau de integração entre os mercados financeiros domésticos. Ao mesmo tempo, observamos após 1982 um crescimento da emissão de instrumentos financeiros negociáveis, a securitização, e uma concentração da poupança junto aos fundos de pensão, fundos mútuos, companhias de seguro, etc. Neste cenário, aumentou significativamente o investimento de portfólio internacional, com papel predominante dos investidores institucionais. O aprofundamento da diversificação internacional dos investimentos de portfólio foi acompanhado pela ampliação dos instrumentos financeiros para precaução (*hedge*) dos riscos de taxas de juros, de taxas de câmbio, etc.

Ao contrário do que supõe a revista *The Economist*, essas características dos mercados financeiros internacionais, aliadas à velocidade de circulação da informação e à flexibilidade de mudanças de posições, implicando profunda redução dos **custos de transação**, podem produzir situações de convergência de opiniões (percepções homogêneas sobre a evolução das variáveis financeiras), com potencial ocorrência de massivas vendas ou compras, com grande volatilidade dos preços, a partir de uma nova expectativa que passe a vigorar no mercado. Diante de uma mudança esperada nos rendimentos, os investidores mudam suas posições ativas de um tipo de título para outro, muitas vezes por meio de sistemas programados de aquisições ou estratégias de *hedge*. Os administradores de recursos de terceiros tendem a alterar suas posições diante de uma mudança nas expectativas, e o enorme crescimento do volume de transações é testemunha disso. Vejamos algumas questões sobre o funcionamento dos mercados internacionais de capitais (com ênfase nos derivativos), a dinâmica dos movimentos cambiais especulativos e o papel dos bancos centrais, tendo como contraponto a avaliação da revista *The Economist*.

A DINÂMICA DOS MERCADOS INTERNACIONAIS DE CAPITAIS

Os bancos centrais e os grandes bancos que operam nos mercados monetários institucionalizaram, a partir do Segundo pós-Guerra, a oferta de linhas de créditos para os setores que cresceram nos movimentos especulativos durante esse período. Ou seja, os bancos centrais passaram a sancionar as inovações financeiras, abortando as crises, mas ao fazê-lo, aumentaram o endividamento geral e/ou a especulação. Gestaram, portanto, estruturas financeiras cada vez mais complexas, sem que houvesse manifestações “clássicas” das crises, vale dizer, uma grande depressão e/ou um colapso financeiro geral. BELLUZZO (1995) sugere que a evolução da crise do sistema de crédito internacionalizado (após 1982) e as respostas dos Estados Unidos ao enfraquecimento do papel do dólar criaram as condições para o aparecimento de novas formas de intermediação financeira e para o desenvolvimento de uma segunda etapa da internacionalização – a globalização. Esse processo de transformações das finanças pode ser estilizado como a generalização e a supremacia dos mercados de capitais em substituição à dominância anterior do sistema de crédito comandado pelos bancos. No sistema

OS MERCADOS INTERNACIONAIS, A ESPECULAÇÃO CAMBIAL E OS LIMITES DOS BANCOS CENTRAIS

de crédito, o relevante era a manutenção dos fluxos pelos bancos comerciais e bancos centrais; nos mercados de capitais, o relevante é a permanente avaliação dos estoques, e o ajuste ocorre na variação dos preços dos ativos¹. De modo geral, esses mercados das finanças “securitizadas” possuem: mercados secundários de grande porte, que garantem elevado grau de negociabilidade aos títulos de distintas características, denominações monetárias e prazos de maturação; relativa facilidade de entrada e de saída das posições assumidas; e elevada volatilidade, decorrente de modificações freqüentes nas expectativas sobre a evolução dos preços dos diferentes ativos, denominados em distintas moedas (tabelas 1 e 2).

TABELA 1 - ATIVOS DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS - 1980/1993

ESPECIFICAÇÃO	(US\$ Bilhões)					
	1980	1988	1990	1991	1992	1993
Fundos de Pensão						
Canadá	43,3	131,3	171,8	188,4	191,7	...
Alemanha	17,2	41,6	55,2	58,6	62,6	53,5
Japão	24,3	134,1	158,8	182,3	191,9	...
Reino Unido	151,3	483,9	583,6	642,9	670,5	695,7
Estados Unidos	667,7	1 919,2	2 257,3	3 070,9	3 334,3	3 571,4
Cia. Seguro de Vida						
Canadá	36,8	85,5	106,1	118,1	131,8	132,7
Alemanha	88,4	213,5	299,5	325,7	341,4	354,3
Japão	124,6	734,6	946,9	1 113,7	1 214,8	1 476,5
Reino Unido	145,7	358,9	447,9	516,7	574,7	619,3
Estados Unidos	464,2	1 132,7	1 367,4	1 505,3	1 624,5	1 784,9
Outras Cia. Seguro						
Canadá	9,2	22,7	26,8	23,3	...	...
Alemanha	36,7	87,6	126,3	127,4	187,9	198,8
Japão	34,6	156,1	190,3	215,5	218,5	167,9
Reino Unido	31,3	72,2	85,2	89,6	95,6	97,1
Estados Unidos	182,1	453,9	529,2	591,6	628,7	640,8
Fundos Mútuos ⁽¹⁾						
Canadá	3,9	17,5	21,5	43,2	52,9	86,7
Alemanha ⁽²⁾	22,4	99,9	145,5	166,2	171,6	205,2
Japão ⁽³⁾	60,8	433,9	353,5	323,9	346,9	448,7
Reino Unido	16,8	76,7	91,5	104,4	91,2	141,3
Estados Unidos	292,9	810,3	1 066,9	1 348,2	1 595,4	2 011,3
TOTAL						
Canadá	93,2	257,0	326,2	373,0	376,4	...
Alemanha	164,7	442,6	626,5	677,9	763,5	811,8
Japão	244,3	1 458,7	1 649,5	1 835,4	1 972,1	...
Reino Unido	345,1	991,7	1 208,2	1 353,6	1 432,0	1 553,4
Estados Unidos	1 606,9	4 316,1	5 220,8	6 516,0	7 182,9	8 008,4
Total (% do PIB)						
Canadá	35,2	52,2	56,8	63,3	66,1	...
Alemanha	20,3	37,1	41,7	42,7	42,7	47,4
Japão	23,1	50,3	56,3	54,8	53,8	...
Reino Unido	64,1	118,3	123,5	133,8	137,1	165,3
Estados Unidos	59,3	88,1	94,5	113,9	119,0	125,6

FONTES: FOLKERTS-LANDAU et al. (1995, p.166)

(1) Os valores na primeira coluna referem-se ao ano de 1983, exceto para o Canadá.

(2) Fundos públicos e especiais.

(3) *Investment trusts*.

¹ Sobre os processos de ajuste por variações de preços dos ativos, ver GOLDSTEIN et al. (1994, p.2-6), que descreve a crise e os ajustes no mercado de bônus no início de 1994.

TABELA 2 - ESTOQUE E FLUXO DE FINANCIAMENTO NO MERCADO FINANCEIRO INTERNACIONAL - 1983/1995
(US\$ Bilhões)

ESPECIFICAÇÃO	ESTOQUE 1983	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995	ESTOQUE 1995
Créditos Internac. Líquidos (A)	1 240	105	430,0	185,0	165,0	205,0	190,0	315,0	4 645,0
Colocação Líquida de Títulos (B)	320	133	164,1	204,7	151,5	197,5	285,7	313,2	2 803,4
- no Euromercado	...	10	33,0	34,9	40,4	72,1	140,2	192,4	593,8
- Internacional	320	123	131,1	169,8	111,1	125,4	145,5	120,8	2 209,6
TOTAL (A + B)	1 560	238	594,1	389,7	316,5	402,6	475,7	628,2	7 448,3

Fonte: Annual Report - BIS

Assim, a predominância dos mercados de capitais implica novos problemas de regulação (tabela 3):

os mercados de capitais, de maneira geral, tendem a *individualizar* as perdas, isto é, descarregar sobre os agentes privados o risco do inadimplemento ou da iliquidez. Isso significa que estas formas são intrinsecamente deflacionárias. Dito de outra forma: as tensões de iliquidez ou de inadimplemento que surgem em algum ponto do sistema são 'resolvidas' pela queda de preços dos instrumentos financeiros. Estas características contrastam com as tendências 'inflacionárias' implícitas no sistema de crédito, em que as situações de iliquidez e possibilidade de 'quebra' são enfrentadas pelo banco central por meio do redesconto ou de ações de *last resort*. Por isso mesmo, nos novos mercados financeiros a *informação* elaborada pelas agências de avaliação de crédito tornou-se um elemento fundamental na decisão dos investidores. (BELLUZZO, 1995, p.15-16).

TABELA 3 - OPERAÇÕES TRANSFRONTEIRAS COM BÔNUS E AÇÕES - 1980/1995

ESPECIFICAÇÃO	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Estados Unidos	9,0	35,1	89,0	95,6	106,6	128,8	131,1	135,5
Japão	7,7	63,0	120,0	91,9	71,8	77,8	60,0	65,7
Alemanha	7,5	33,4	57,3	55,6	85,2	170,8	159,3	168,3
França	...	21,4	53,6	78,7	121,8	186,8	201,4	178,2
Itália	1,1	4,0	26,6	60,3	92,1	191,9	206,8	250,9
Canadá	9,6	26,7	64,4	81,3	113,2	152,9	209,7	192,0

Fonte: Annual Report 1996 - BIS

Devemos ressaltar que os bancos centrais estão estendendo suas funções de *lender of last resort* para as instituições que operam nos mercados de capitais, o que possibilitou absorver: o *crash* da Bolsa de Valores de Nova Iorque em 1987; o colapso do mercado de *junk bonds* em 1989, e o do mercado de bônus em 1994; os surtos imobiliários e bursáteis no Japão; a desvalorização do Tesobonus mexicano, no final de 1994. Porém, os bancos centrais não têm poder ativo de reorganizar esses mercados, só podem atuar de forma passiva,

como *lender of last resort*, para abortar as crises e empurrar para frente a solução dos problemas. Segundo NORTHCOTE (1996), Alan GREENSPAN, diretor do Federal Reserve Board (FED), durante palestra no Frankfurt International Banking Evening, a ocorrência de alavancagem – habilidade de assumir um risco relativamente grande sobre uma base de investimentos pequena – no mercado significa que sempre existe a possibilidade de risco sistêmico, provocando

uma reação em cadeia, uma inadimplência em cascata, que culminará numa explosão financeira se não for controlada. Somente um banco central, com sua capacidade ilimitada de criar dinheiro, pode ter alguma chance de deter um processo como esse antes que ele se torne destrutivo. Assim, os bancos centrais necessariamente terão de se tornar o último recurso dos emprestadores (GREENSPAN, citado por NORTHCOTE, 1996).

Porém, GREENSPAN adverte que os bancos centrais deverão fazer com que o setor privado assuma pelo menos uma parte das perdas. Ou seja, as autoridades monetárias não devem simplesmente oferecer uma porta de saída para as crises, o que incentivaria os bancos a assumir riscos cada vez maiores (tabela 4).

Parece ser claro, entretanto, que em vista do atual sistema de finanças internacionais, se os bancos centrais não escolherem absorver os maiores riscos, as instituições financeiras privadas certamente serão ameaçadas pelo espectro de improváveis mas enormes e indefensáveis prejuízos (GREENSPAN, citado por NORTHCOTE, 1996).

TABELA 4 - SECURITIES ESTRANGEIRAS MANTIDAS PELOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS - 1980/1993
(Porcentagem do Total de Ativos)

ESPECIFICAÇÃO	1980	1988	1990	1991	1992	1993
Fundos de Pensão						
Canadá	4,1	5,3	5,8	8,5	10,2	10,3
Alemanha	...	3,8	4,5	4,5	4,3	4,5
Japão	0,5	6,3	7,2	8,4	8,4	9,0
Reino Unido	10,1	16,5	18,0	20,8	22,0	19,7
Estados Unidos	0,7	2,7	4,2	4,1	4,6	5,7
Cias. de Seguro de Vida						
Canadá	3,3	1,9	1,6	1,9	2,3	1,8
Alemanha	0,6	0,6	1,0	1,0	...	...
Japão	2,7	14,2	13,5	12,5	11,4	9,0
Reino Unido	5,5	9,5	10,8	12,4	12,7	11,6
Estados Unidos	4,1	3,6	3,6	3,6	3,7	...
Fundos Mútuos						
Canadá	19,9	19,5	17,5	16,2	16,7	17,1
Alemanha	...	...	56,3	53,5	47,6	45,2
Japão ⁽¹⁾	...	9,1	7,9	13,0	9,9	...
Reino Unido	...	...	37,1	39,2	37,9	36,0
Estados Unidos	...	...	...	6,6	...	10,1

FONTE: FOLKERTS-LANDAU et al. (1995, p.168)

(1) *Investment trusts*.

Conseqüentemente, observamos um processo oscilatório de inflação e deflação dos preços dos ativos. Diante da impotência dos bancos centrais, a discussão se circunscribe na abertura aos supervisores dos sistemas de controle de risco das instituições financeiras e na transparência nas transações. No que se refere aos sistemas de controle de risco das instituições financeiras, GOODHART (1994, p.50) estabelece que:

a complexidade e as alternativas diferenciadas das estratégias bancárias possíveis, a partir do advento das tecnologias de informação, de novos instrumentos e mercados (derivativos, por exemplo) e de pressões competitivas, impossibilitam a construção de um modelo único de controle de risco aplicável a todos os bancos. Ao contrário, as autoridades deveriam procurar construir e fortalecer sistemas de monitoramento de riscos individualizados.

Por sua vez, a revista THE ECONOMIST (1995, p.32) realiza a defesa do aumento na transparência das informações:

a lição do colapso do Barings Bank e de outros desastres financeiros envolvendo instrumentos derivativos não é que as inovações financeiras deveriam ser restringidas, mas que as instituições precisariam ser mais incentivadas a ampliar seus sistemas internos de controle de riscos. Práticas contábeis mais precisas e aumento das exigências de divulgação (*disclosure*) ajudariam a amplificar a transparência do mercado. Deveria ocorrer, também, uma ampliação das trocas de informação entre os bancos centrais e instituições supervisoras de diferentes países, sem criar novos problemas de 'risco moral', estimulando tomadas de riscos excessivos.

Em um período recente, a iniciativa mais importante na área de supervisão bancária foi o Acordo de Basiléia de 1988, que elevou e nivelou o coeficiente de capital ponderado pelo risco para os bancos internacionais dos países do Grupo dos 10 (G-10).² Contudo, após a plena implementação desse Acordo, tornou-se evidente que a expansão dos mercados globais de derivativos representava um novo desafio à supervisão bancária. A capacidade dos grandes bancos internacionais de alterarem as características de risco dos instrumentos financeiros e, também, as posições de risco de seus balanços, aliada à maior possibilidade de transferir a atividade financeira de uma jurisdição para outra, deu a essas instituições os instrumentos para quebrar o impacto das restrições prudenciais.

A estratégia de supervisão baseada na prescrição de metas obrigatórias para os balancetes já não se prestava mais à administração

² O Acordo de Basiléia – acordo de capital mínimo – determina a quantia mínima de capital que um banco deve manter para realizar um empréstimo, de modo a protegê-lo de inadimplências, e estabelece pesos para os vários tipos de risco de crédito. Por exemplo, empréstimos para governos exigem muito menos capital de risco que aqueles para corporações. As regras não distinguem entre as corporações, os tomadores seguros e os com problemas.

OS MERCADOS INTERNACIONAIS, A ESPECULAÇÃO CAMBIAL E OS LIMITES DOS BANCOS CENTRAIS

do risco dos intermediários financeiros internacionais, por mais sofisticados que fossem os cálculos e as definições. Assim, o Comitê de Basileia sobre Supervisão Bancária optou por mudar o enfoque da fiscalização, de modo a garantir que os bancos dos países do G-10 tivessem condições de controlar e administrar adequadamente o risco financeiro (a partir do final de 1997). Ou seja, os bancos internacionais poderão usar seus modelos internos de administração de riscos para estimar e controlar o prejuízo líquido total que seriam capazes de sustentar durante determinado número de dias úteis (a chamada metodologia do valor em risco – *value-at-risk*), sendo então o capital mínimo exigido para risco de mercado calculado como um múltiplo (de 3) do valor em risco do banco.³ Assim, o monitoramento sugerido pelo Bank of International Settlements (BIS) corrobora as posições defendidas pelos mercados financeiros.

Essa metodologia criou fortes incentivos para que os bancos melhorassem suas administrações de risco, pois os esforços bem-sucedidos para controlar o risco de mercado serão recompensados com um coeficiente de capital mais baixo. Pelo método anterior – ainda utilizado para o risco creditício –, que obrigava os bancos a manterem coeficientes prudenciais, o capital exigido dos bancos era determinado principalmente por suas posições de ativos e passivos, e não por sua exposição a riscos. Havia apenas uma possibilidade limitada de reduzir o capital regulamentar: diminuindo o risco mediante diversificação e *hedge* (tabela 5).

TABELA 5 - VALORES NACIONAIS DOS INSTRUMENTOS DERIVATIVOS - 1988/1995

INSTRUMENTOS	(US\$ Bilhões)						
	1988	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Derivativos de Bolsas	1 306,0	2 290,4	3 519,3	4 634,4	7 771,1	8 862,5	9 185,3
Futuro de Taxas de Juros	895,4	1 454,5	2 156,7	2 913,0	4 958,7	5 777,6	5 863,4
Opções de Taxas de Juros ⁽¹⁾	279,2	599,5	1 072,6	1 385,4	2 362,4	2 623,6	2 741,7
Futuros de Câmbio	11,6	17,0	18,3	26,5	34,7	40,1	37,9
Opções de Câmbio ⁽¹⁾	48,0	56,5	62,9	71,1	75,6	55,6	43,2
Futuro de Índices de Bolsa	27,8	69,1	76,0	79,8	110,0	127,3	172,2
Opções de Índice de Bolsa ⁽¹⁾	44,0	93,1	132,8	158,6	229,7	238,3	326,9
Derivativos de Balcão - OTC ⁽²⁾	...	3 450,3	4 449,4	5 345,7	8 474,6	11 303,2	17 990,0
Swaps de Taxas de Juros	1 010,2	2 311,5	3 065,1	3 850,8	6 177,3	8 815,6	...
Swaps de Câmbio ⁽²⁾	319,6	577,5	807,2	860,4	899,6	914,8	...
Outros ⁽³⁾	...	561,3	577,2	634,5	1 397,6	1 572,8	...

FONTE: Annual Report - BIS

(1) Compra e venda.

(2) Dados da International Swaps Derivatives Association (ISDA).

(3) Ajustados para evitar dupla contagem, pois envolvem duas moedas. Inclui swaps combinadas de juros e câmbio.

(4) Inclui tetos (*caps*), pisos (*floors*), teto e piso (*collar*) e opções de swaps (*swaptions*).

³ São dois os modelos de gestão de risco mais conhecidos. O primeiro, elaborado pelo Bankers Trust, Risk Adjusted Return on Capital – 2020, é conhecido como RAROC – 2020 (TM). A sigla TM (Trade Mark) indica que se trata de uma marca registrada para comercialização. O sistema RAROC se aplica aos ativos que se comportam de forma linear, ou seja, aqueles que variam da mesma forma que os elementos de risco que os compõem. Com esse sistema, o Bankers Trust afirma medir e controlar mais de 300 riscos todos os dias. Contudo, alguns derivativos (opções) não se comportam dessa maneira. Para esses riscos, o Bankers Trust aplica uma técnica de simulação conhecida como Monte Carlo, que integra correlações históricas do mercado para fornecer informações de seu comportamento futuro. Esse último sistema de cálculo não é comercializado pelo Bankers Trust, que pretende mantê-lo para uso exclusivo. O segundo criado pelo J.P. Morgan – RiskMetrics – é composto por uma série de 660 índices de volatilidade e de 110 fatores de correlação entre estes indicadores, que o banco fornece gratuitamente, inclusive com as atualizações diárias de parâmetros pela Internet e por um sistema de cotações em tempo real – o Compuserve (FARHI, 1997).

Na verdade, o circuito financeiro que começa a se delinear é expressivamente mais complexo que os anteriores, mesmo quando nestes se considerava a atuação dos agentes especuladores. Desse circuito participa um maior número de agentes. O agente superavitário deposita os recursos nas empresas de administração de fundos (fundos mútuos, fundos de pensão, fundos de investimentos, *hedge funds*, companhias de seguro, etc.). Esses carregam em suas carteiras de ativos *securities* diversas, emitidas pelos tomadores de recursos. A emissão de *securities* pelos tomadores (empresas produtivas, estados soberanos ou bancos) é realizada por meio das instituições financeiras, que operam como *broker* (atuam como corretores de títulos e valores mobiliários, geralmente cobrando uma comissão). Os riscos de prazos e de crédito são bancados pelos fundos que compõem suas carteiras de ativos, de forma a conseguir carregar instrumentos de prazos mais longos via depósitos de curtíssimo prazo. Além disso, os fundos figuram-se como emprestadores finais de recursos, enquanto os poupadores são os detentores de quotas destes; sendo assim, os riscos de perda do principal acabam sendo pulverizados na malha de cotistas. A institucionalização dos especuladores termina por bancar o risco dos juros, uma vez que as *securities* emitidas apresentam como características prazos longos e taxas de juros fixas. Essa atuação é pautada pela utilização dos instrumentos derivativos, através dos quais os especuladores fazem trocas de taxas de juros fixas por flutuantes, ou de moedas diferentes, entre os fundos e os tomadores de recursos. Outro grupo de agentes que passa a participar ativamente deste circuito são as Credit Rating Agencies (Agências de Classificação de Risco). A função dessas agências é montar parâmetros para a classificação de riscos dos diferentes agentes emissores de *securities*. A remuneração oferecida para cada instrumento lançado nesse mercado é estabelecida a partir desta classificação (MENDONÇA, 1994, p.59-60).

Em um sistema baseado no mercado de capitais, a principal função dos bancos é a oferta de crédito para as instituições financeiras e os agentes que atuam neste mercado, de tal forma a garantir o funcionamento do mercado à vista, isto é, garantir a liquidez das carteiras. Nesse sentido, o papel dos bancos não é tanto o carregamento dos títulos, mas o suprimento das necessidades de circulação, sendo o carregamento feito pelos poupadores, com destaque para os investidores institucionais. Porém, isso não significa que os bancos se tornaram irrelevantes no processo de intermediação financeira por cinco razões principais. Em primeiro lugar, o crédito bancário ainda possui um peso residual considerável. Em segundo, o

sistema de pagamento precisa ser operado pelos sistemas bancários. Vale dizer, a liquidação das operações financeiras dos intermediários não-bancários precisa ser realizada pelo sistema bancário. Em terceiro lugar, o sistema bancário continua sendo o principal criador de liquidez, dada a faculdade emissora de crédito, associada à atuação dos bancos centrais. Em quarto, os bancos entraram no jogo da intermediação dos ativos, seja como *market makers*, seja realizando parcerias com fundos de pensão, companhias de seguro e fundos de investimento para operarem nos mercados de capitais. Geralmente, essas operações (derivativos, *commercial papers*, etc.) são *off-balance sheet*. Em quinto lugar, os bancos continuam sendo os maiores depositários de informações sobre as corporações não-financeiras, portanto, mantêm um papel relevante na avaliação da qualidade dos projetos de investimento (AGLIETTA, 1995).

Forma-se, então, um mercado de capitais aberto e integrado, que busca a manutenção de um rendimento real positivo. A gestão dos estoques de ativos fica submetida a uma grande vulnerabilidade das taxas de juros e às expectativas de inflação, a fim de manter um retorno real positivo. A taxa de inflação constitui ameaça permanente de desvalorização da massa de riqueza financeira. O sistema torna-se intrinsecamente “desinflacionista”: a inflação é um câncer que precisa ser eliminado, estabelecendo um viés deflacionário nas políticas macro-econômicas para evitar ataques especulativos contra as moedas. As taxas de juros devem permanecer relativamente baixas para possibilitar a digestão dos processos especulativos e de sobreendividamento nos ciclos de negócios cada vez mais curtos.⁴ Assim, no sistema de gestão dos estoques de ativos, reduz-se enormemente a possibilidade de políticas de crédito seletivas.

Finalmente, nesse mercado de capitais, o financiamento da acumulação produtiva torna-se mais seletivo, amplificando a heterogeneidade: as empresas que não dispõem de uma boa classificação de risco são excluídas ou devem pagar taxas de risco muito elevadas.⁵ “Os mercados de capitais são mais sensíveis à avaliação do risco, o que determina uma maior seletividade na escolha dos papéis oferecidos à consideração dos gestores de carteira” (BELLUZZO, 1995, p.18), a despeito da natureza globalizada dos mercados, que permite às grandes empresas amplo acesso aos mecanismos de *hedge* e de precaução contra oscilações nas taxas de câmbio e nas condições de crédito nos diversos países onde atuam. Por sua vez, o financiamento da inovação tecnológica torna-se mais problematizado dado o maior risco e menor ciclo de produto. Exacerba-se, portanto, a busca de um rendimento financeiro mínimo de curto prazo. Vale dizer, sobressai a busca de um lucro patrimonial (ganhos de capital na gestão dos estoques).

⁴ O Federal Reserve acredita que uma taxa de expansão de 4,1% é perigosamente elevada. A meta do Fed é uma taxa real de crescimento ao redor de 2,5%. Isso porque a inflação proveniente de um crescimento acelerado ameaçaria desvalorizar o estoque de ativos (cambiais, acionários, de títulos, imobiliários, etc.).

⁵ São as grandes corporações que têm acesso aos mercados organizados de novos títulos financeiros: “colocação de títulos e financiamento internacional ainda são alternativas acessíveis somente a poucas empresas muito grandes, competitivas e em expansão. Tamanho, reputação e credenciais são condições essenciais para levantar fundos nos mercados financeiros internacionais. Estimativas recentes sugerem que aproximadamente cem empresas européias e algumas centenas de americanas e japonesas cumprem esses requisitos.” (OECD, 1987, p.167).

OS INSTRUMENTOS DERIVATIVOS E AS IMPLICAÇÕES A GESTÕES MICRO E MACROECONÔMICA

O circuito financeiro característico do final dos anos 60 e meados da década de 70 mostrava-se inerentemente instável. A carteira de passivos das instituições continuava formada por instrumentos de prazos curtos e taxas fixas. Entretanto, diante da crescente instabilidade, os intermediários passaram a carregar em suas carteiras de ativos instrumentos contratados a taxas de juros flutuantes, mesmo que os prazos se mantivessem mais longos. Dessa maneira, continuavam arcando com os riscos de crédito e de descasamento de prazos, e não mais com os de juros, ou seja, de variação entre as rentabilidades do ativo e passivo. Todavia, a contratação de financiamentos com taxas de juros flutuantes era extremamente deletéria para os agentes tomadores de recursos, isso porque a repactuação periódica das taxas de juros dos financiamentos problematizava os cálculos de retorno de seus investimentos. Nesse contexto, abriu-se espaço para a participação do agente especulador (além dos agentes superavitários, deficitários e das instituições financeiras) na intermediação de recursos. Mediante o recebimento de prêmios e a possibilidade de obterem ganhos a partir de arbitragens nos diferentes mercados, esses agentes passaram a assumir os riscos de variação dos preços, seja na taxa de câmbio, na taxa de juros, nos preços das *commodities*, etc. Assim, mediante o pagamento de prêmios ao especulador, o tomador de recursos voltou a ter acesso a financiamentos de longo prazo e contratados a taxas fixas. As instituições fornecedoras dos recursos mantiveram em sua carteira de ativos empréstimos contratados a taxas flutuantes, não incorrendo nos riscos de variações das mesmas (MENDONÇA, 1994, p.41).

Nesse sentido, após a ruptura do padrão monetário internacional em 1973, as flutuações nas taxas de inflação, de juros, de câmbio e, portanto, as variações nos preços dos ativos determinaram o surgimento dos instrumentos conhecidos como derivativos⁶, assim denominados porque derivam de outros ativos, tais como, ações, moedas, *commodities*, etc. Esses contratos envolvem a negociação das variações dos contratos financeiros e não do principal.⁷ Para que essas operações ocorram, parte-se do pressuposto de que existem diversidades de opiniões entre os agentes, de modo que a troca da variação dos contratos possa ser realizada. A participação do especulador é fundamental nesse processo. Na verdade, pode-se afirmar que esses mecanismos foram desenvolvidos para garantir a participação dos agentes especuladores na interme-

⁶ Os derivativos são instrumentos financeiros utilizados para gerenciar riscos ou alavancar posições tomadas no mercado à vista (são operações derivadas de negócios feitos nos mercados à vista). O valor dos instrumentos derivativos depende (ou deriva) do valor dos ativos aos quais se refere. A maior parte desses contratos é feita nos seguintes segmentos: câmbio, juros, commodities, ações, bônus, etc., sendo transacionados nos mercados a termo, futuros, de opções e swaps. Essas operações têm em comum o fato de serem contratadas no presente e se referenciam à evolução futura do valor do ativo financeiro no qual são denominadas ou do qual derivam.

⁷ Os instrumentos derivativos podem ser negociados em Bolsas ou no mercado de balcão. O mercado de balcão é um mercado de títulos sem lugar físico determinado para as transações, que são realizadas por telefone junto a instituições financeiras. Nele são negociados, além de ações ou bônus de empresas não-registradas em Bolsas de Valores, swaps, contratos a termo e de opções. Ao contrário dos contratos negociados em Bolsa, os contratos do mercado de balcão não são padronizados, o que lhes confere menor grau de liquidez. No balcão, as operações são realizadas entre dois agentes, enquanto nas Bolsas ocorrem entre o agente e a Bolsa, que funciona como uma clearing house, ou seja, o agente que efetua as compensações das posições credoras e devedoras dos participantes. Em geral, qualquer empresa atua no mercado de balcão, operando diretamente com um banco, e o banco opera nos mercados futuro ou spot, diretamente nas Bolsas. No mercado de balcão, podem-se montar operações sob medida (em termos de volume, prazo, preço futuro e outras variáveis). Assim, o funcionamento do mercado de balcão possibilita a emergência e a proliferação das chamadas "opções exóticas", ou seja, a viabilização de qualquer tipo de contrato, dificultando em muito os processos de regulamentação e supervisão por parte das autoridades.

dição financeira, uma vez que essa atuação se fazia necessária diante do quadro de instabilidade. Senão vejamos.

As oscilações de alguns pontos percentuais nas taxas de juros, nas taxas de câmbio, nas taxas de inflações, ao longo de um mês ou mesmo de uma semana, constituem a matéria-prima utilizada pelos especuladores para obterem ganhos de capital. Qualquer variação percentual, por menor que seja, representa oportunidades de ganhos com a aposta de tendência. A volatilidade das variáveis macroeconômicas possibilita que os especuladores lucrem com posições em diversos mercados (mercado internacional de moedas, mercado de taxas de juros nos EUA, mercado futuro de taxas de juros, índice de ações Standard & Poor's 500, etc.). Dessa forma, a volatilidade está na origem da criação desses mercados, retroalimentando-os e permitindo seu crescimento. Os exemplos de mercados que perderam a liquidez quando a volatilidade se reduziu são inúmeros. Não há necessidade de mecanismos de *hedge* em mercados estáveis e tampouco existe possibilidade de ganhos especulativos.

Assim, os especuladores utilizam-se dos instrumentos derivativos, assumindo riscos em função de expectativas quanto ao que vai ocorrer, isto é, tentam realizar ganhos através de antecipações de mudanças nos valores dos preços (cotações) e das taxas de mercado. Na verdade, os derivativos alargam consideravelmente as possibilidades de realização de arbitragens entre mercados.

Em um primeiro momento, a função do especulador era realizada por pessoas físicas ou fundos mútuos de investimento. Com o processo de securitização e a redução relativa das operações tradicionais de intermediação de recursos, as instituições bancárias (Bankers Trust, bancos de investimentos) passaram também a atuar como agentes especuladores, tornando-se os principais *dealers* dos mercados derivativos. Nos Estados Unidos, as cinco maiores instituições que operam com derivativos de balcão concentram 75,3% dos negócios realizados, sendo a metade realizada entre elas mesmas (tabela 6).

TABELA 6 - PARTICIPAÇÃO DOS MAIORES BANCOS NO MERCADO
DE BALCÃO DOS EUA - 1995

BANCOS	US\$ TRILHOES	%
5 Maiores	11,9	75,3
10 Maiores Seguintes	3,1	19,6
Todos os Outros	0,8	5,1
TOTAL	15,8	100,0

FONTE: Federal Deposit Insurance (FDIC) e Relatórios Anuais para 1993,
citado por CARVALHO, 1995

Em suma, os derivativos proporcionam mecanismos de precaução contra as flutuações de preços, mas também possibilitam o desenvolvimento de atividades meramente especulativas, altamente alavancadas, com o objetivo de realizar ganhos de capital de curto prazo. Na maioria desses mercados, os investidores não entram com dinheiro à vista. Os mercados funcionam geralmente por meio de margens e prêmios, de ajuste periódico, que exigem uma parcela relativamente pequena da aposta final, que só será liquidada no prazo estipulado. Isso permite elevadas taxas de alavancagem: com um empréstimo de US\$ 10, por exemplo, pode-se entrar em um jogo de US\$ 100 ou mais. Se a aposta for equivocada, o risco de bancarrota é grande (quadro 1). Ademais, a existência de um mercado financeiro global líquido e que viabilize a diluição de riscos, através de operações com prazos, taxas de juros e moedas alternativas, potencializa a especulação.

QUADRO 1 - MAIORES PERDAS COM INSTRUMENTOS DERIVATIVOS

DATA	DEALER/USUÁRIO FINAL	TIPO DE OPERAÇÃO	PREJUÍZO EM DÓLAR ⁽¹⁾
1986-1988	Hammersmith & Fulham - governo municipal da Inglaterra	Swaps de taxas de juros em libra esterlina	900 milhões
Mar. 1991	Allied Lyons (Inglaterra)	Opções de câmbio	265 milhões
Fev. 1993	Showa Shell Sekiyu (Japão)	Contratos a termo de câmbio	1,4 bilhão
Dez. 1993	Metallgesellschaft (Alemanha)	Mercado futuro de petróleo	1,34 bilhão
Jan. 1994	Codelco (Chile)	Cobre e metais preciosos, futuro e entrega futura	200 milhões
Abr. 1994	Kashima Oil (Japão)	Derivativos cambiais (dólar)	1,45 bilhão
Abr. 1994	Procter & Gamble ⁽²⁾ - EUA	Swaps alavancados de juros entre marcos e dólares	157 milhões
Mai 1994	Air Products and Chemicals	Derivativos de taxas de juros	60 milhões
Mai 1994	Sandoz (EUA)	Derivativos com Bankers Trust	78,5 milhões
1ª metade de 1994	Gibson Greetings (EUA)	Derivativos de taxas de juros	19,7 milhões
Jul. 1994	Glaxo Holding Plc (Inglaterra)	Derivativos e títulos lastreados em ativos	205 milhões
Dez. 1994	Orange County (EUA-Califórnia)	Derivativos de taxas de juros alavancados	1,7 bilhão
Fev. 1995	Barings (Inglaterra)	Contratos de índices Nikkei na bolsa de Cingapura e derivativos cambiais em Osaka	1,4 bilhão
s/d	Askin Securities	Modelos MBS	600 milhões
s/d	Cargill (Minnetonka Fund) - EUA	Derivativos de hipotecas	100 milhões
s/d	Tesouro Estadual e Liga das Cidades da Flórida (EUA)	Derivativos de hipotecas	99,6 milhões
s/d	Investors Equity Life Insurance Co.	Futuros de bônus	90 milhões
s/d	Arco Employeers Saving (fundo de pensão americano)		22 milhões
s/d	Louisiana State Retirees (fundo de pensão americano)		25 milhões

FONTE: Capital Market Risk Advisor, Inc., citado por DANTAS (1995) e THE ECONOMIST (1996, p.4)

(1) Todas as perdas declaradas em valor antes dos impostos pressupõem taxa de imposto de 35% (EUA).

(2) Essa empresa entrou com processo judicial contra o Bankers Trust, gestor das operações com derivativos, alegando desconhecer os riscos envolvidos nas transações, o que contraria o princípio de transparência na gestão dos negócios financeiros nos EUA.

Previsibilidade e Risco Sistêmico

Os contratos de derivativos representam instrumentos que possibilitam às empresas financeiras e não-financeiras protegerem-se contra variações das taxas de juros, das taxas de câmbio e do preço das matérias-primas, bem como fixarem o preço futuro de seus produtos. Para contratos que prometem pagar juros flutuantes, com os derivativos, o custo financeiro pode ser fixado. Troca-se a taxa de juros variável, de acordo com a flutuação do mercado internacional, por uma taxa fixa. Ou seja, uma empresa que emitiu um eurobonus a taxa de juros flutuante pode abrir um contrato que fixa a taxa de juros no mercado de derivativos. Portanto, os contratos de derivativos possibilitam um melhor gerenciamento microeconômico das posições credora e devedora dos agentes, permitindo um aumento da **previsibilidade** do custo (e/ou rendimento) financeiro, das variações cambiais, das flutuações de preços das matérias-primas e dos produtos finais, à medida que se opera o futuro no presente.

Assim, os derivativos permitem transformar incertezas financeiras em riscos, na medida em que o *hedge* constitui uma forma de seguro. Porém, essa transformação é possível somente para os prazos disponíveis nos mercados, que são relativamente curtos (12 a 16 meses em média) nas operações realizadas em Bolsas. A repactuação periódica das operações de *hedge* poderia ser suficiente para assegurar a transformação por prazos mais longos. Entretanto, as oscilações da base – diferença entre o preço à vista e o preço do futuro – podem inviabilizar a repactuação do *hedge*, pois incluem a taxa de juros vigente associada a expectativas sobre o futuro. De qualquer forma, a evolução dos instrumentos derivativos no período recente permite antever que a transformação do curto em longo prazo poderá ser estendida, num horizonte não muito remoto, a transações que possibilitam o *hedge* de posições associadas a processos de investimento produtivo (FARHL, 1997, p.5).

Em nível macroeconômico, o crescente aperfeiçoamento dos derivativos resultou na institucionalização da atividade especulativa dentro dos sistemas monetários e dos mercados financeiros e de capitais. A existência desses instrumentos aumenta a volatilidade dos preços dos ativos financeiros, na medida em que tende a fazer com que os movimentos futuros esperados pelos agentes nos preços dos ativos sejam incorporados no presente com grande agilidade. Nesse contexto, o risco sistêmico se potencializa.⁸ Além disso, a volatilidade dos preços dos ativos financeiros instabiliza as decisões de investir.

⁸ Paradoxalmente, essas características dos derivativos são mecanismos geradores de estabilidade, para a revista THE ECONOMIST (1995, p.25): “em geral, os derivativos deveriam ampliar a eficiência dos mercados financeiros. Através do aumento da liquidez e da capacidade de explorar oportunidades de arbitragens, os derivativos deveriam auxiliar a manter os preços alinhados com os fundamentos, bem como estabilizar os mercados financeiros. Contudo, em tempos turbulentos, adverte o BIS, estratégias de hedge podem amplificar as flutuações de preços. [...] Se os derivativos amplificam os movimentos de preços em tempos tumultuados, então, a lição aos policy-makers é óbvia: eles devem assegurar que suas políticas não causem turbulências e incertezas”.

A utilização dos derivativos, em especial as operações de balcão, possibilitou um processo de intensa integração intra e entre mercados financeiros nacionais e *off-shore*. Os agentes passaram a poder realizar operações em mercados específicos, que se mostrassem mais atraentes, de forma bastante segura, uma vez que poderiam realizar operações de *hedge* de juros e, sobretudo, de câmbio. Sendo assim, ao viabilizar maior integração dos mercados, o desenvolvimento desses instrumentos contribuiu para a elevação da capacidade de alastramento de disfunções ocorridas nesse mercado para outros. Nas palavras de BOURGUINART (1992, p.23):

o investidor arbitra sistematicamente entre os diferentes compartimentos; aquele que quer cobertura (*hedge*) ou, ao contrário, que quer especular, faz o mesmo. [...] a ótica dos operadores é a busca da combinação que propicie a melhor relação custo/rendimento. De imediato, aquele que investe (ou toma emprestado) procura, por exemplo, o melhor rendimento (ou custo), não apenas navegando sistematicamente, se necessário, entre as diversas moedas, mas também passando de um mecanismo de *hedge* a outro (de operações de *swap* a opções de câmbio ou de opções de futuro, etc.) e, portanto, de um mercado para outro. Na verdade, esses mercados específicos (cambial, de futuros, de opções, etc.) tornaram-se meros compartimentos de um mercado financeiro global, ele mesmo tomado mundial.

Em resumo, os instrumentos derivativos apresentam aspectos contraditórios. Por um lado, aumentam a previsibilidade dos agentes econômicos, pois possibilitam um processo de transferência de risco de preço, reduzindo a incerteza, do ponto de vista microeconômico. Por outro lado, ampliam a volatilidade dos preços dos ativos financeiros e, uma vez que operam alavancados (*hedge funds*), elevam a liquidez do sistema. Como estão relacionados com amplas redes de transmissão, eles repõem a instabilidade, do ponto de vista macroeconômico, amplificando a fragilidade dos mercados de capitais globalmente unificados. A interligação dos mercados torna possível uma crise mundial, através de diferentes formas de contaminação. Porém, contraditoriamente, os instrumentos derivativos cumprem um papel de estabilização das expectativas, a despeito da instabilidade predominante nos mercados.

A existência de diversidade de opiniões entre os agentes é fundamental para o funcionamento dos mercados derivativos. Esses instrumentos caracterizam-se pela transferência

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

Em outras palavras, os mecanismos de prevenção contra riscos de preço (derivativos) e de crédito (taxas de juros flutuantes) são simples instrumentos de *transferência* de risco de um agente para o outro. Assim, não existe de fato eliminação do risco, pois o funcionamento do sistema supõe que haja avaliações distintas por parte dos agentes e que elas se compensem entre si (*bull e bear* na linguagem keynesiana). Não existe nenhum mecanismo de segurança que seja capaz de cobrir o risco do conjunto do sistema, em face de uma tendência de avaliação de risco que vá numa única direção (baixista). Ou seja, o risco sistêmico continua presente. Mas a cobertura do risco individual também fica limitada. A demanda de precaução contra riscos aumenta com a elevação das turbulências nos mercados financeiros, isto é, quando sua efetiva cobertura está menos assegurada (BAER, 1990, p.73).

A INSTABILIDADE CAMBIAL E A DINÂMICA DOS PROCESSOS ESPECULATIVOS

Vejamos, resumidamente, algumas características básicas dos mercados cambiais. Em primeiro lugar, o mercado cambial é o maior e o mais extenso mercado financeiro mundial. De acordo com o BIS, em abril de 1995, o movimento médio diário do mercado de moedas global era estimado em US\$ 1,19 trilhão. Comparativamente, nesse mesmo período, o movimento médio diário do segundo maior mercado financeiro – os títulos do governo americano – foi de US\$ 175 bilhões (excluindo os acordo de recompra); no conjunto dos dez maiores mercados acionários do mundo, o movimento foi de apenas US\$ 42 bilhões.

Em segundo, os participantes do mercado de divisas estão cada vez mais espalhados por todo o mundo, mas a maioria das transações ainda é efetuada em Londres, Nova Iorque e Tóquio. Londres domina os mercados de moedas com 30% de todas as transações. A parcela de Nova Iorque é de 16%, e a proporção de Tóquio (10%) vem sendo gradativamente reduzida pelo avanço dos mercados de Cingapura e Hong Kong, que estão ganhando proeminência. Cingapura tornou-se o quarto maior mercado cambial do mundo e Hong Kong superou a Suíça, tornando-se o quinto (tabela 8). O mercado de moedas está construindo, associado aos avanços tecnológicos, uma malha que avança e se interliga aceleradamente.

TABELA 8 - AS TRANSAÇÕES CAMBIAIS NOS PRINCIPAIS CENTROS FINANCEIROS⁽¹⁾ - 1989/1995
(Médias Diárias em US\$ Bilhões)

ESPECIFICAÇÃO	ABR 1989	ABR 1992	ABR 1995
Reino Unido	184	290	464
Estados Unidos	115	167	244
Japão	111	120	161
Cingapura	55	74	105
Hong Kong	49	60	90
Suíça	56	66	87
Outros ⁽²⁾	148	299	420
TOTAL	718	1076	1571

FONTE: BIS (1996c)

(1) Os dados são ajustados em função da dupla contabilização, exceto para 1992.

(2) Inclui África do Sul, Alemanha, Austrália, Áustria, Barein, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Espanha, Finlândia, França, Grécia, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Nova Zelândia, Noruega, Países Baixos, Portugal e Suécia.

Em terceiro lugar, aproximadamente 64% das transações diárias com divisas ocorrem entre instituições bancárias. Cerca de 16% das transações envolvem clientes não-financeiros, um grupo cada vez mais diversificado. Originalmente, esse grupo constituía-se sobretudo de clientes que efetuavam transações relacionadas com o comércio exterior; atualmente, inclui investidores internacionais, especuladores e outros. Os 20% restantes das transações envolvem outras instituições financeiras que não os bancos, sobretudo corretoras de valores que atuam nos mercados internacionais de moedas e ações e entram nos mercados cambiais como intermediários. A concentração do mercado cambial aumentou a partir de 1992, pois continuou a crescer a participação dos grandes bancos. Entre 1992 e 1995, a fatia do mercado correspondente aos dez maiores *dealers* aumentou de 44% para 51% em Tóquio, de 41% para 47% em Nova Iorque e de 43% para 44% em Londres. Em 1995, os 20 maiores bancos responderam por 70% das transações diárias com moedas em Nova Iorque, contra 60% em 1992, e por 68% em Londres, contra 63% em 1992 (FOLKERTS-LANDAU et al., 1996).

Em quarto lugar, o mercado cambial é altamente líquido – as transações costumam ser vultosas e freqüentes. São comuns transações da ordem de US\$ 200-500 milhões e, na maioria das vezes, não afetam as cotações.

Uma instituição chega a efetuar entre 3-4 mil operações cambiais num dia normal de 24 horas e cerca de 50% mais do que isso num dia turbulento. As cotações podem mudar 20 vezes no espaço de um minuto, no caso das principais moedas, com a taxa dólar-marco alemão mudando até 18 mil vezes num único dia. Nos períodos mais agitados, um único *dealer* chega a efetuar uma operação a cada 2-4 minutos (FOLKERTS-LANDAU et al., 1996).

Essas operações constituem a representação máxima da “cultura dos milésimos de segundo dos anos 90”.

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

Em sexto lugar, apresenta-se uma dificuldade crescente das políticas de regulação cambial dos bancos centrais, visto que seus ativos são inferiores e menos diversificados que os dos bancos internacionais. Por isso, os seus instrumentos de intervenção perdem efetividade. A capacidade de intervenção no mercado à vista de câmbio é função dos níveis de reservas líquidas dos bancos centrais, relativamente muito menores que as transações diárias.⁹ As intervenções no mercado a termo dependem das reservas líquidas dos sistemas bancários nacionais e das conexões destes com o interbancário internacional e, assim, da capacidade de os bancos realizarem as operações determinadas pelos bancos centrais. A própria flutuação cambial, ao exacerbar as expectativas de mercado, aumenta a volatilidade da taxa de câmbio num sistema de alto potencial de liquidez e requer intervenções mais frequentes e, às vezes, em direções opostas no mercado monetário, diminuindo a eficácia da política cambial (MIRANDA, 1992, p.236-237).

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

⁹ Segundo a revista THE ECONOMIST (1995, p.10): “os dados do survey do BIS de abril de 1995 sugerem que as transações diárias no mercado de câmbio se aproximam de US\$1,3 trilhão. [...] O total das reservas em moedas estrangeiras dos países industrializados somam apenas US\$ 640 bilhões”.

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

Como vimos, o funcionamento dos mercados financeiros e cambiais não corrobora essas hipóteses. Na forma de operação das finanças liberalizadas, evidenciamos movimentos cumulativos de preços na mesma direção, configurando tendências de mercado (AGLIETTA, 1995). Verificamos que os desvios em relação aos preços de equilíbrios estariam correlacionados. Ao lado dos operadores de mercado “fundamentalistas”, encontramos os grafistas ou *noise traders*, que apresentam um comportamento específico: reagem a rumores e procuram realizar lucros especulativos, aproveitando-se da volatilidade dos mercados.¹⁰ Seu horizonte de tempo é, em geral, muito estreito (algumas horas ou algumas semanas). Esses profissionais representam o que “todo mundo pensa o mesmo no mesmo tempo”. Com mínimos rumores ou novos boatos, revestem-se de uma importância considerável em decorrência da “miopia dos operadores”. Nesse contexto, as expectativas vão se formando de acordo com um “processo mimético”. Cada operador baseia suas expectativas naquilo que deverá ser a opinião média do mercado, e não em informações econômicas exógenas como, por exemplo, o lucro das empresas ou o crescimento econômico esperado. KEYNES (1936) formulou a especulação exatamente como “a atividade que consiste em prever a psicologia do mercado”. Diante da incerteza radical sobre o futuro, o mimetismo torna-se um comportamento racional, pois permite apropriar-se da informação supostamente veiculada pelo mercado. Nesse processo de imitação generalizada, em que cada um copia o outro pensando que está possuindo a informação privilegiada, enquanto nenhum agente está devidamente informado, o preço que se forma não reflete senão a psicologia do mercado (convenção). Na verdade, não contém nenhuma informação. É um processo de expectativas auto-realizadas em que um preço vai se autoconfirmar mesmo sendo muito diferente de seu nível de equilíbrio fundamental. A cada opinião média do mercado corresponde um equilíbrio distinto, conformando o que a teoria contemporânea chama de equilíbrios conjecturais ou equilíbrios múltiplos (PLIHON, 1995, p.73).

¹⁰ Na verdade, essa distinção entre agentes fundamentalistas e grafistas representa mais uma estilização para se contrapor à teoria dos mercados eficientes. De fato, o que ocorre é um agente que assume ora posições grafistas, ora posições fundamentalistas, ora as duas simultaneamente, ora nenhuma, de acordo com o momento ou o horizonte de cálculo pertinente ao ativo em questão ou ainda de acordo com a convenção reinante.

BELLUZZO e COUTINHO (1996, p.2) radicalizam ainda mais esse argumento:

Em condições de incerteza radical, os protagonistas relevantes (grandes bancos, fundos mútuos, fundos de pensão, tesouraria de grandes empresas) são obrigados a formular estratégias com base numa avaliação 'convencionada' sobre o comportamento dos preços. Dotados de grande poder financeiro e de influência sobre a 'opinião dos mercados', eles são na verdade formadores de convenções, no sentido de que podem manter, exacerbar e inverter tendências. Suas estratégias são mimetizadas pelos investidores com menor poder e informação, ensejando a formação de bolhas altistas e de colapsos de preços. [...] Nesses mercados dominados pela 'lógica dos estoques' a especulação não é estabilizadora nem autocorretiva, ao contrário do que procuram afirmar os monetaristas clássicos e os partidários das expectativas racionais, porquanto a coexistência entre incerteza, assimetria (de poder e de informação) e mimetismo freqüentemente origina processos auto-referenciais, instáveis e desgarrados dos *economic fundamentals*.¹¹

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

Vejamos, então, o ataque especulativo de uma moeda fraca, durante a crise do sistema monetário europeu, em 1992, a partir de um relatório do Fundo Monetário Internacional – FMI (GOLDSTEIN et al., 1993a). Em um regime de câmbio fixo, o banco central compromete-se a vender e comprar divisas à taxa estipulada, ou seja, a defender a paridade cambial. Nesse sistema, a oferta primária de moeda fica endogenamente determinada de acordo com o saldo de transações com o exterior. A capacidade do banco central de defender o câmbio está diretamente relacionada ao volume de reservas que possui e à magnitude dos fluxos internacionais. As recentes transformações no sistema financeiro levaram a uma internacionalização crescente dos sistemas financeiros e ampliaram o fluxo internacional de capitais e as operações cambiais. Assim, a rentabilidade dos ativos denominados em diferentes moedas depende tanto da taxa de juros como do comportamento da taxa de câmbio. Na hipótese de livre mobilidade de capitais, para qual as taxas de juros de distintos sistemas passariam a convergir, o diferencial

¹¹ No mesmo sentido MIRANDA (1992, p.286) esclarece: "embora os resultados da balança comercial e da conta de capital sejam parâmetros fundamentais, do ponto de vista macroeconômico, para a determinação da taxa de câmbio, a internacionalização dos mercados financeiros, o nível crescente de liquidez mundial e o papel da especulação na reprodução da riqueza, a partir dos anos 70, fizeram com que os valores correntes do câmbio não guardassem relação imediata com seus determinantes econômicos básicos". Ver também EICHENGREEN; ROSE; WYPLOSZ, 1995.

de juros entre os países representaria o risco-câmbio. De acordo com MIRANDA (1992, p.329):

internacionalização do circuito de crédito, perda de hegemonia dos bancos no processo de circulação creditícia e liquidez acentuada de ativos plurimonetários tornaram o exercício da política monetária extremamente complexo. Conseqüentemente, podem ocorrer dois tipos de problemas, por um lado, as reservas de fundos bancários em moeda de curso legal podem variar via operações interbancárias no euromercado, limitando o poder, de fato, das autoridades monetárias controlarem, no curto prazo, o volume de crédito. Por outro, a fixação do preço do crédito, isto é, a determinação da taxa de juros de curto prazo, passa a ser condicionada pelo mercado de câmbio fora do controle direto das autoridades monetárias nacionais.

Três agentes financeiros privados são participantes importantes das dinâmicas especulativas. Como primeiros participantes, existem os Global Hedge Funds, investidores que reúnem montantes de capital privado para se engajarem em posições altamente alavancadas, possuem menores massas de capital que os demais participantes e trabalham com pequeno capital próprio.¹² Estes são os especuladores por excelência, que funcionam como sinalizadores do mercado. Nos processos especulativos, assumem dois tipos de posição: vendem câmbio futuro das moedas vulneráveis, usando o seu capital apenas para cobrir variações na margem, e estabelecem posições em juros nessas mesmas moedas, antecipando-se ao declínio dos juros pós-desvalorização, uma vez que está implícita na estratégia das autoridades monetárias a elevação dos juros para defender a moeda.

Os investidores institucionais – fundos de pensão, fundos mútuos, seguradoras – e as próprias empresas transnacionais representam o segundo participante importante na dinâmica especulativa.¹³ Enquanto os *hedge funds* são os sinalizadores do mercado, estes são os determinantes do movimento, isto é, os agentes que concentram a grande massa de recursos e determinam o resultado. A administração dos fundos de investimentos concentra-se nas mãos de profissionais que têm acesso cada vez mais rápido às informações. Assim, quando recebem sinais negativos, os administradores desses fundos tendem a fazer vendas maciças da moeda ameaçada, tomando a defesa da paridade cambial praticamente inviável e muito custosa para os bancos centrais.

Mais claramente, em caso de ataques especulativos contra uma ou mais moedas nacionais, os *hedge funds* iniciam um movimento

¹² Os hedge funds operam com elevada alavancagem e rápido posicionamento – com ampla utilização de instrumentos derivativos – em moedas e mercados internacionais. Em 1990-94, os hedge funds registraram ganhos expressivos e seu capital administrado aumentou de menos de US\$ 10 bilhões para mais de US\$ 100 bilhões. O número desses fundos já ultrapassa 3.200. Em 1995-96, porém, tais ganhos foram contrabalançados por grandes prejuízos, forçando-os a reexaminarem suas estratégias. Além disso, o setor bancário internacional, que fornece o crédito para alavancar seus capitais, aumentou as margens e garantias requeridas.

¹³ Cf. GOLDSTEIN et al. (1993a, p.22): “as principais fontes de recursos dos mercados eram constituídas pelos investidores institucionais”.

de fuga. Na verdade, os *hedge funds* são apenas, conforme a imagem de BOURGUINAT (1995, p.37), os “batedores” dos grandes batalhões formados pelos investidores institucionais. Sem o imenso volume de liquidez dos fundos de pensão e dos fundos de investimentos, o papel dos *hedge funds* seria insignificante nos mercados cambiais. É desse papel, assim como do apoio dos investidores institucionais, que se valem os *hedge funds* para poderem se endividar, com a finalidade de alavancar junto ao sistema bancário na proporção de 50 a 100 vezes seus fundos próprios.

O terceiro participante do processo especulativo é o sistema bancário. Seu papel consiste em prover crédito àquelas instituições que procuram liquidar posições longas em moedas vulneráveis; em fornecer *hedgde* para estas posições; e em estabelecer posições abertas de curto prazo nessas divisas. Ou seja, a dinâmica especulativa acaba sancionada pela liquidez fornecida pelos bancos aos principais agentes ativos.

O crédito concedido pelo sistema bancário e, em seguida, pelos bancos centrais pode ser visto de duas formas. Primeiramente, o sistema bancário fornece crédito (expansão monetária) para permitir que os agentes liquidem suas posições de longo prazo em moeda fraca. Os bancos lucram muito nessa operação porque, pela sua base de captação, conseguem captar grandes volumes de recursos em moedas fracas no período que precede a crise e depois os repassam a juros muito elevados (já que o banco central está tentando defender a moeda). Ou seja, o sistema bancário provê crédito para que as vendas *spot* possam se configurar. No limite, se há uma pressão de liquidação de posições muito forte, o crédito bate no banco central (ou seja, os bancos captam recursos junto ao banco central, redescontando títulos de sua carteira, porque podem repassar os recursos a juros muito mais elevados).

Em segundo lugar, o crédito também é fornecido aos agentes especuladores que operam nos mercados a termo. Isso porque, se um agente faz um contrato de entrega a termo de uma moeda fraca, na prática, contraiu um passivo a descoberto nessa moeda. Assim, quem aceitou estar na outra ponta do contrato, geralmente os bancos, forneceu um crédito futuro em moeda fraca.

Para os bancos centrais, a questão-chave torna-se a oferta potencial de reservas internacionais diante do volume de recursos disponíveis aos especuladores. As fontes de reserva destes são o estoque existente (limitado) e os empréstimos internacionais, sejam privados, sejam oficiais. Nesse sentido, as oportunidades de sucesso das intervenções oficiais serão tanto maiores, quanto maiores forem as reservas próprias e as colaborações dos bancos centrais dos demais países (BAER et al., 1995).

A partir dessa dinâmica podemos fazer duas observações. A primeira é que os especuladores acreditam que a desvalorização provavelmente se auto-realizará, desde que o ataque, motivado por esta crença, possa exaurir as reservas dos bancos centrais e não deixe outra alternativa a não ser desvalorizar a moeda. Assim, a especulação pode ser vista como um assalto às reservas internacionais dos bancos centrais e às linhas internacionais (fontes de crédito privadas e oficiais) de acesso a essas. Nesse movimento de arbitragem, os agentes chegam a tomar empréstimos em moeda local para adquirir moeda estrangeira, o que tende a aumentar a taxa de juros doméstica até o ponto em que o diferencial de juros entre as moedas reflita a expectativa de desvalorização. Segundo o relatório do FMI, teríamos uma evidente indicação dos processos de previsões “auto-realizáveis”:

a distinção entre *hedging* e especulação perdeu-se, claramente, quando a maioria dos participantes se convenceram – com razão ou não – de que iriam acontecer grandes mudanças nas paridades das taxas de câmbio, e que eles podiam prever em qual sentido ocorreriam essas mudanças (GOLDSTEIN et al., 1993a, p.22).

A segunda observação é que um ataque especulativo, para ter sucesso, requer a concessão de crédito na moeda sob ataque aos agentes que especulam contra ela. Numa crise, os detentores de ativos na moeda fraca vão procurar sair da posição. A prescrição clássica para a defesa de uma moeda é o aumento do custo dos fundos obtidos pelo sistema bancário junto ao banco central, de forma a fazer com que os vendedores da moeda sob ataque incorram num custo elevado. No caso de um agente que tem posições ativas de longo prazo denominadas na moeda sob ataque, esse custo é o custo de liquidação dessas posições (o agente tem que vender as *securities* no mercado e seu preço tende a cair). Se esse custo se espalha para os demais ativos denominados nessa moeda, melhor, porque isso atrai capital. Mas se há muitos agentes querendo sair das posições em moeda fraca, do ponto de vista do conjunto do sistema, é o banco central que faz a troca. É ele que tem de fornecer a liquidez às posições ativas, proporcionando a compra da moeda forte. Do contrário, haveria somente uma troca de posições (um agente liquida posições em libras vendendo-as para outro agente, não havendo fuga de capital).

Podemos ainda estabelecer alguns desdobramentos desses processos. Em primeiro lugar, o aumento do custo de obtenção de reservas bancárias pode pressionar não só os especuladores mas também os mercados de *securities* e bancário, em que as posições são financiadas através da rolagem de créditos de curto prazo. O risco

é a imposição de um custo punitivo muito elevado ao mercado financeiro como um todo, o que é especialmente preocupante caso grandes bancos já estejam trabalhando com perdas em seus empréstimos ou estejam acessando linhas de assistência financeira junto ao banco central. O orçamento fiscal pode se deteriorar se um sistema implícito ou explícito de seguro dos passivos bancários esteja em vigência. Em segundo, caso o nível de endividamento do setor privado não-financeiro seja muito alto, o aumento do custo da dívida poderá resultar em redução do ritmo da atividade econômica muito pronunciada. Em terceiro, caso a dívida pública seja muito elevada e com taxas de juros flutuantes, o aumento dos juros pode resultar em menor atratividade da moeda, dada a percepção de aumento no serviço da dívida pública. Finalmente, em algumas estratégias dinâmicas de *hedge*, no sentido de que há uma estratégia de verificação diária de algumas variáveis como taxa de juros, taxa de câmbio *spot* e probabilidade de variação cambial, certo nível do diferencial entre as taxas de juros interna e externa pode desencadear ordens automáticas de venda (*program trading*).

Diante das enormes dificuldades assinaladas para sustentar uma taxa de câmbio, perante movimentos especulativos, algumas possibilidades de enfrentar o problema são aventadas. A primeira seria diminuir o espaço para a especulação contra o câmbio, fazendo com que este absorva uma parcela do ônus. Isto conseguir-se-ia por meio da substituição de taxas fixas por bandas de flutuação (*target zones*), o que diminuiria o esforço de sustentação da moeda via taxas de juros.

Outra alternativa seria antecipar a elevação dos juros ao invés de esperar que o processo especulativo seja detonado. Nesse caso, pode-se combinar pequenas variações de juros e câmbio. KREGEL (1994, p.169), a partir da desvalorização da lira e da libra esterlina em 1992, mostrou que, se os especuladores de grande porte atacam uma moeda, se torna difícil para os bancos centrais defendê-la simplesmente aumentando as taxas de juros. Essa medida pode até agravar o problema quando as posições cambiais estiverem protegidas por derivativos, cujo preço se move na mesma direção das taxas de juros.

Na presença de grandes volumes de investimentos de portfólios com mecanismos de *hedge* contra riscos de câmbio, um aumento na taxa de juros de uma moeda fraca pode levar a uma ampliação das pressões de venda mais do que uma redução (uma elevação da taxa de juros de uma moeda sob ataque especulativo provoca um aumento nos preços das opções de compra da moeda, ampliando a quantidade de contratos que

devem ser realizados pelos intermediários para proteger suas posições). Assim, quando os bancos centrais procuram fortalecer suas moedas aumentando as taxas de juros podem simplesmente estar apressando a desvalorização da moeda (KREGEL, 1994).

Por último, a opção mais difícil de implementar, mas que é considerada a de maior eficácia, seria uma coordenação das políticas econômicas entre as principais nações industrializadas, com intervenções conjuntas nos mercados quando necessário e, em especial, maior regulamentação e controle sobre os fluxos de capitais.¹⁴

A revista THE ECONOMIST (1995, p.29-32) desqualifica todas essas alternativas. As crises cambiais decorrem apenas de desequilíbrios nos *economic fundamentals*: ataques às moedas freqüentemente refletem *economic imbalances*. Se a política macroeconômica for correta, os mercados de capitais melhoram a alocação de recursos, estimulam o crescimento, o investimento produtivo, o emprego, enfim, instauram o "círculo virtuoso" do desenvolvimento econômico.¹⁵

Porém, considerando apenas o funcionamento rotineiro do mercado cambial, sem a eminência de uma crise cambial, segundo relatório desenvolvido pelos bancos centrais do G-10 e coordenado pelo BIS, a partir da atuação de 80 bancos privados, a estabilidade do sistema financeiro mundial pode estar ameaçada pelos riscos envolvidos nas gigantescas operações de troca de moedas entre os bancos. As instituições que atuam no mercado internacional, realizando operações cambiais no interbancário, estão sujeitas a ficar a descoberto por vários dias, com risco de incorrerem em "enormes exposições em potencial". Diante da escala das operações cambiais, em algum ponto no tempo, o montante sob risco, a partir da falha até mesmo de uma única parte em honrar a obrigação, pode exceder o valor total do capital do banco. Com a estreita relação existente entre o mercado de câmbio e o sistema de pagamentos nos bancos, a falha da contraparte pode comprometer a liquidez e a estabilidade financeira do sistema como um todo (ITO et al., 1996).

De modo geral, as transações no mercado cambial são efetuadas a qualquer hora do dia ou da noite e podem envolver instituições de diferentes jurisdições nacionais. Essas características do mercado cambial impõem um desafio à liquidação eficiente dos pagamentos de dois sentidos (trocas de moedas) no montante de US\$ 2,4 trilhões ou das 250-300 mil trocas de moedas

¹⁴ Cf. MIRANDA (1992, p.266-267) a globalização financeira, que deslocou grande parte do poder de controle da liquidez sistêmica dos bancos centrais para o mercado financeiro privado, tornou difícil a coordenação das políticas monetárias e fiscais dos principais países. A coexistência de bancos centrais nacionais e de um mercado financeiro privado internacionalizado é conflituosa e, por vezes, torna as autoridades monetárias cativas do mercado.

¹⁵ Segundo o megainvestidor George SOROS (1996): "a prosperidade do mundo hoje se assenta sobre premissas falsas e é, portanto, muito precária. A falsidade a meu ver é a idéia, que impera no mundo, de que os mercados são perfeitos e, portanto, tendem ao equilíbrio. Estou convencido de que os mercados são imperfeitos e de que no futuro podem nos conduzir a um formidável colapso na economia do planeta. Nós vivemos constantemente no que chamo de desequilíbrio dinâmico. Ninguém quer reconhecer isso agora porque estamos nadando em prosperidade. Mas faço um alerta. Ou reconhecemos o estado de permanente desequilíbrio e reagimos de acordo com ele, ou nos preparamos para o pior". E mais: "reconhecer a imperfeição dos mercados é o primeiro passo. É equivocada a noção de que pessoas buscando livremente seus interesses acabam gerando prosperidade global. O segundo passo é a criação de instituições mundiais capazes de ordenar as finanças de uma economia globalizada. Instituições como o FMI e o Banco Mundial, que tiveram efetivo poder sobre a economia mundial a partir da Segunda Guerra, não significam muita coisa mais. Foram superadas pela força do capital privado".

efetuadas diariamente.¹⁶ Assim, estão presentes no mercado cambial pelo menos dois riscos. O primeiro é o risco de pagamento, conhecido como risco Herstatt.¹⁷ Os bancos estão expostos a elevados riscos nos pagamentos extraterritoriais, porque as pontas separadas de uma transação cambial podem ser concluídas em momentos diferentes. Por exemplo, a entrega de ienes em Tóquio a um banco japonês correspondente de um banco de Nova Iorque é efetuada no horário comercial de Tóquio, enquanto a entrega de dólares em Nova Iorque por um banco americano correspondente de um banco japonês é feita no horário comercial de Nova Iorque. Como os dois sistemas nacionais de pagamentos nunca funcionam ao mesmo tempo, existe o risco de que, após uma das partes ter concluído um lado da transação, a outra parte possa falir e deixar de entregar a moeda compensatória.

Em março de 1996, o Comitê para Sistemas de Pagamentos e Liquidações do Grupo dos 10 lançou o Relatório Allsopp, segundo o qual a liquidação cambial não é apenas um fenômeno que ocorre num único dia, podendo as defasagens dos pagamentos durarem inicialmente pelo menos um ou dois dias úteis; mais um ou dois dias úteis podem então transcorrer antes que um banco tenha certeza de que recebeu o pagamento requerido. O montante em risco num banco pode exceder o equivalente a três dias de negócios, de modo que o risco relativo a uma única parte pode exceder ao capital de um banco.

O segundo é o risco de liquidez. Esse tem a ver com a possibilidade de uma das partes deixar de pagar por causa de uma falha operacional ou sistêmica que a deixe sem liquidez suficiente. Geralmente, as falhas operacionais são sanadas em 24-48 horas, podendo-se obter financiamento *overnight* para cobrir o não-fornecimento da moeda, não é incomum ficarem US\$ 2 bilhões pendentes entre bancos durante a noite. Porém, uma grave dificuldade operacional pode superar a capacidade até mesmo das instituições mais capitalizadas para ter acesso aos mercados monetários, sobretudo quando o problema é percebido fora do horário comercial do mercado doméstico, ou quando a moeda que deixou de ser fornecida não é aquela em que a instituição costuma contrair empréstimos. A inadimplência de uma das partes, seja por insolvência seja por problemas de liquidez, pode desencadear o chamado “efeito dominó”, ressaltando os riscos sistêmicos.

Em resumo, qualquer perturbação em um desses sistemas de pagamentos bancários – um contratempo operacional, a falha de uma instituição em pagar a outra, problemas de liquidez em um dos mercados monetários – pode acarretar sérias conseqüências para as finanças globais (FOLKERTS-LANDAU; GARBER; SCHOENMAKER, 1997). As propostas para administrar os riscos de pagamentos estão fundadas em

¹⁶ O Clearing House Interbank Payment System (CHIPS) – Sistema de Compensação de Pagamentos Interbancários – de 11 bancos de Nova Iorque constitui o principal sistema de pagamento líquido internacional para liquidação em dólar americano de transações cambiais.

¹⁷ Em 1974, o Bankhaus Herstatt deixou de entregar dólares americanos à outra parte, que já havia remetido os marcos, devido à liquidação imposta pelas autoridades alemãs.

duas estratégias: a) eliminar a defasagem entre as duas pontas de uma transação; b) reduzir o número e o valor dos pagamentos a serem efetuados. A primeira estratégia baseia-se na idéia de que o risco pode ser reduzido se os pagamentos nas moedas correspondentes forem efetuados e garantidos simultaneamente, evitando possibilidade de inadimplência entre o momento em que um pagamento é feito e o outro é recebido. Isso requer importantes alterações nos mecanismos de pagamentos internacionais. Em primeiro lugar, dever-se-iam eliminar as defasagens nos horários de funcionamento dos principais sistemas domésticos de pagamentos. Em segundo, tornar-se-ia necessário algum tipo de sistema de pagamento interligado ou de verificação de pagamentos para garantir a irrevogabilidade diária dos pagamentos e a capacidade das partes de disporem de seus pagamentos tão logo fossem recebidos.

No que se refere à eliminação das defasagens nos horários de funcionamento, os bancos centrais começaram a introduzir os Sistemas de Liquidação Bruta a Tempo Real (*Real-Time Gross Settlement – RTGS*), com sobregiros caucionados, nos quais o processamento e a liquidação ocorrem continuamente. Além disso, a partir de 1997, o sistema RTGS americano – *Fedwire* – ampliará seu período de funcionamento, possibilitando a coincidência dos sistemas de pagamentos dos EUA e do Japão e aumentando a coincidência do sistema americano com o alemão. Em 1999, o sistema Target (*Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer*) conectará os atuais sistemas RTGS dos países-membro da União Européia.

Já a questão da irrevogabilidade dos pagamentos é mais problemática. De modo geral, apenas um banco central pode garantir a irrevogabilidade dos pagamentos em sua própria moeda. Assim, a irrevogabilidade simultânea exigiria a coordenação dos pagamentos relacionados a divisas entre os bancos centrais. Tecnicamente é viável criar vínculos extraterritoriais dentro dos sistemas RTGS geridos pelos bancos centrais, de forma que, por exemplo, a verificação de que um pagamento em ienes foi recebido em Tóquio seja feita antes de o pagamento correspondente em dólares ter sido liberado em Nova Iorque. Porém, a ligação dos sistemas RTGS nacionais amplificaria enormemente o risco de espraiamento de pequenas perturbações. Diante disso, os bancos centrais do Grupo dos 10 têm relutado em interligar seus sistemas de pagamentos, preferindo, em vez disso, pressionar o setor privado para resolver os problemas de pagamentos.

A introdução de “redes de proteção” de iniciativa do setor privado é apontada pelo BIS como melhor que os arranjos

patrocinados pelos governos. O relatório recomenda que o próprio setor financeiro crie, através da atuação de suas associações e outras organizações representativas, mecanismos de compensação multimoedas, em que se garantiria a troca de diferentes moedas.

Um grupo de grandes bancos (Citibank e Chase Manhattan, dos Estados Unidos; Barclays e National Westminster, do Reino Unido; Deutsche Bank, da Alemanha; e Fuji, do Japão), que opera internacionalmente, conhecido como Grupo dos 20, pois concentra 20% das transações com moedas estrangeiras, está examinando a possibilidade de criar um “*clearing* de compensação global”. O objetivo é criar um sistema instantâneo de liquidação, no qual o pagamento feito por um banco seja imediatamente compensado por um pagamento casado em outro banco. Isso poderia reduzir o risco de um curto-circuito no mercado de moedas estrangeiras. Essa central de compensações seria aberta a qualquer banco que atendesse aos padrões exigidos. Os membros teriam que liquidar com dinheiro de suas contas o saldo das transações diárias, que seriam debitadas e creditadas durante o dia. Se um dos bancos-membro ficasse inadimplente durante o dia, os prejuízos seriam divididos entre os outros participantes (GRAHAM, 1996).

Trata-se, portanto, de uma instituição do setor privado que serviria de ligação entre os sistemas de compensações nacionais, verificando os pagamentos a fim de propiciar simultaneidade. Contudo, é incerta a capacidade do “banco de compensação global” para garantir a irrevogabilidade dos pagamentos de cada país. A irrevogabilidade exigiria que a situação legal dos pagamentos fosse semelhante em todos os participantes, o que por sua vez exigiria que estes resolvessem questões como localização do “banco de compensação global”, forma de sociedade e relação com os mecanismos de liquidações nacionais (conexão com os sistemas nacionais de transferência de moedas, horários de funcionamento dos sistemas nacionais, de forma que os dois lados de um negócio com divisas estrangeiras, abrangendo faixas de diferentes fusos horários, pudessem ser completados ao mesmo tempo).

Além disso, o funcionamento de um “banco de compensação global” impactaria os mercados monetários de curto prazo e, portanto, a gestão da liquidez e das metas da política monetária dos bancos centrais. Se o “banco de compensação global” exigisse que seus membros depositassem grandes somas em suas contas para cobrir liquidações vultosas, isso poderia tirar a liquidez dos mercados monetários domésticos. A perda de liquidez poderia anular a capacidade de um banco central controlar as taxas de juros a curto prazo e a provisão de liquidez diária para os mercados monetários domésticos. Ademais, diante das vultosas quantias envolvidas nas transações cambiais, se o “banco

de compensação global” exigisse a liquidação nos curtos períodos em que houvesse coincidência de horário entre os vários sistemas RTGS nacionais, poderia não haver liquidez suficiente.

Outras importantes iniciativas estão avançando no sentido de criar “redes de proteção” internacionais que possam ajudar as autoridades regulatórias, supervisores e o próprio mercado a perceber, mais rapidamente, qualquer tipo de desajuste e ter condições de agir preventivamente a fim de evitar maiores turbulências. Cerca de 49 Bolsas e câmaras de compensação, além de 14 órgãos regulamentadores, assinaram um acordo para aumentar a transparência dos mercados internacionais de derivativos e reduzir o risco sistêmico. O acordo prevê a troca de informações sobre a exposição de seus membros comuns a riscos excessivos em diferentes mercados. Como os membros das bolsas de futuro pagam garantias conhecidas como margens – numa base cotidiana contra suas exposições –, as Bolsas normalmente têm uma idéia clara a respeito dos riscos que cada um de seus membros enfrenta. O organismo supervisor do mercado de futuros dos Estados Unidos, a Commodities Futures Trading Commission (Comissão Reguladora de Operações a Futuro com *Commodities*), co-patrocinou essa iniciativa (LAPPER, 1996).¹⁸

Na mesma direção, a Emerging Market of Trade Association (EMTA) estuda a viabilidade da criação de um sistema de *clearing* (em que se apura a posição líquida, depois de confrontados créditos e débitos, entre os participantes do mercado, com o objetivo de reduzir os riscos) para os papéis da dívida externa dos chamados países emergentes.¹⁹ Isso envolve não apenas os *bradies*, mas também outros papéis negociados no mercado secundário, com os bônus emitidos no período recente. Estima-se que esse mercado de instrumentos da dívida externa dos países emergentes movimentou cerca de US\$ 2,8 trilhões em 1994 (PRADO, 1996b).²⁰

A segunda estratégia de administração do risco de pagamento circunscreve-se na tentativa de reduzir o valor e o número de pagamentos, através dos “sistemas de compensação bilateral e multilaterais” do setor privado. Os “sistemas formais de compensação bilateral”, periodicamente, agregam os montantes devidos entre as partes e calculam um pagamento por moeda para cada par de contratantes – não existem mecanismos de pagamento automático e os sistemas não assumem riscos cambiais. Os “sistemas de compensação multilateral” fazem o encontro dos montantes devidos entre um grupo de contratantes mediante um acordo para compensação, pelo qual se estabelece um pagamento diário pelas partes, numa dada moeda, a favor ou contra a câmara de compensação (existem a Multinet e a Exchange Clearing House – Echo).

¹⁸ Trata-se, portanto, de tentativa de reduzir os riscos para os sistemas financeiros, depois que a fragilização da fiscalização foi exposta pela crise do banco Barings, que faluiu após registrar perdas superiores a 800 milhões de libras esterlinas nas Bolsas de Osaka e Cingapura.

¹⁹ O crescimento recente da dívida externa nos países em desenvolvimento, sob a forma de bônus emitidos em grande parte por tomadores do setor privado, torna-se preocupante. Independentemente do perfil do devedor, se tem ou não aval do governo, já se aventa a possibilidade de renegociação dos contratos que envolvem as relações entre emissores de bônus, instituições financeiras e investidores, de modo a incluir-se uma cláusula de provisão para pagamento imediato em caso justificável, além da criação de um conselho internacional de detentores de bônus e até mesmo de um tribunal de arbitragem para julgar pendências e decidir sobre casos de não-pagamento dos compromissos (PRADO, 1996a).

²⁰ Nesse sentido, os bancos centrais dos principais países industrializados (EUA, Reino Unido, Alemanha, Itália, Canadá, França, Japão, Bélgica, Suíça, Suécia, Holanda e Arábia Saudita) estão negociando a ampliação do General Agreement to Borrow (GAB), um fundo gerido pelo FMI, que visa garantir liquidez a seus signatários, em caso de dificuldades de ordem cambial. Por um lado, um maior número de países (Finlândia, Dinamarca, Noruega, Tailândia, Portugal, Malásia, Cingapura, Coreia do Sul, Áustria, Austrália, Espanha e Chile) concordaria em expandir linhas de crédito ao FMI no evento de crises financeiras, segundo os mecanismos do GAB. Por outro lado, procurar-se-ia dobrar os recursos do GAB, que estão em torno de 17 bilhões de Direitos Especiais de Saque, equivalente a cerca de US\$ 24 bilhões. Devemos salientar que alguns países em desenvolvimento (inclusive o Brasil) se posicionaram frontalmente contra essa tentativa de reforçar o GAB, como solução para crises similares à mexicana em 1994/1995. O argumento principal é que esse acordo institucionaliza dentro do FMI duas categorias de países, os mais ricos e os mais pobres (PRADO, 1996c).

A dificuldade para esses sistemas de compensação cambial funcionarem eficientemente consiste na necessidade de solucionar a situação legal dos contratos em muitas jurisdições diferentes. A câmara de compensação precisa garantir que os contratos realizados sejam legalmente executados, e as instituições de diferentes jurisdições legais têm de garantir sua capacidade de compensar e realizar contratos com a câmara de compensação. Além disso, em caso de insolvência, as partes contratantes e a câmara de compensação têm de assegurar-se do acesso a garantias que possam ser mantidas fora de suas jurisdições legais. Enfim, para atrair membros e satisfazer às autoridades reguladoras, os sistemas de compensação têm de garantir que a câmara de compensação não assumirá riscos de pagamentos.

Os sistemas de compensação multilateral recorreram a uma combinação de limites de risco em tempo real, cobrança de garantia ou margem e normas operacionais para limitar a duração dos riscos de pagamentos e para lidar com um membro inadimplente. A fim de impedir que a falência de um membro seja transferida a outros, o sistema de compensação multilateral deve ser capaz de adquirir financiamento se os pagamentos forem retidos e de continuar pagando aos outros membros, através de linhas de crédito e mecanismos de intercâmbio de divisas, sobretudo junto aos bancos-membro. Porém, as linhas de crédito dos bancos-membro podem não estar disponíveis num momento de tensão. Assim, em última instância problemas de liquidez precisam contar com a atuação dos bancos centrais.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Como vimos, vários problemas surgem nessa nova dinâmica financeira internacional. O principal deles é o fortalecimento dos processos especulativos e o aumento da instabilidade financeira através da maior volatilidade no preço dos ativos. Se o desenvolvimento dos instrumentos derivativos viabiliza maior flexibilidade e proteção ao risco individual, também introduz novos riscos, sobretudo em nível agregado, uma vez que aumenta a fragilidade das instituições financeiras, com profundos riscos de ruptura do sistema (US - GAO, 1994). Dada a crescente internacionalização, o risco sistêmico de ruptura se dá em nível mundial (AGLIETTA, 1992, 1993, 1995). Porém, BRAGA (1995, p.37) defende que o risco sistêmico é “menos o de uma catástrofe análoga à da década de 30 e mais esta instabilidade mesma, que não abre plenamente um novo horizonte de desenvolvimento com estabilidade monetária, distribuição de renda e dos frutos do progresso técnico”.

Esses maiores riscos estão relacionados, em primeiro lugar, às dificuldades de se estabelecer um controle efetivo sobre as instituições e as novas operações. Em segundo lugar, a desregulamentação, com liberação de taxas de captação e aplicação, juntamente com o aumento da concorrência entre as instituições têm diminuído os *spreads* cobrados. Ou seja, as instituições priorizaram o crescimento das operações financeiras, sem atentar muito para a lucratividade e as margens de segurança. Em terceiro, enfrenta-se o problema do comportamento do mercado de títulos. Como as instituições financeiras vêm concentrando suas operações em títulos, uma queda generalizada em seus preços pode colocar em risco toda a solvabilidade do sistema. Contemporaneamente, o risco de quebra do sistema financeiro está mais relacionado ao comportamento do preço de seus ativos que a corridas bancárias. Estas estão praticamente afastadas pela introdução dos seguros de depósitos. É no comportamento e na dinâmica dos mercados de títulos em si que residem os problemas (BAER et al., 1995).

A estabilidade dos mercados de títulos depende em grande parte da diversidade de opiniões dos agentes. A crescente concentração dos recursos em fundos coletivos de investimento e o desenvolvimento do sistema informacional tendem a diminuir a diversidade de expectativas, levando ao que se poderia chamar de “risco de convergência” de opiniões, eliminando o pressuposto de que daria uma certa estabilidade ao mercado.

As decisões de investimento estão crescentemente concentradas nas mãos de administradores profissionais de fundos. Simultaneamente, conforme se expandem tecnologias de informações sofisticadas, as ‘notícias’ relevantes para a tomada de decisões financeiras estão chegando cada vez mais no mesmo instante. Conseqüentemente, durante aqueles períodos onde os administradores dos fundos compartilham percepções homogêneas sobre a evolução das variáveis financeiras e sobre os impactos das notícias, existe o potencial para que novas informações produzam compras/vendas massivas e grandes movimentos nos preços (GOLDSTEIN et al., 1993a, p.2).

Nesse sentido, a queda de 508 pontos no Índice Dow Jones em 19.10.1987 foi um colapso cuja responsabilidade recaiu sobre um fenômeno da era da informática conhecido como “operações administradas por programas de computação”. Em 1988, foi introduzido o sistema chamado *circuit breaker*, para interromper temporariamente as operações com ações, índices futuros de ações, preços de *securities*, opções, etc., quando o mercado recuar até um determinado ponto, em um período específico. Esse mecanismo foi aperfeiçoado após outra queda brusca do mercado, ocorrida em outubro de 1989. O

objetivo desses sistemas é evitar a queda livre do mercado e permitir uma reavaliação das ordens de compra e venda programadas de forma automática nos sistemas de computação (*program trading*).²¹

Conseqüentemente, existe um grande potencial de volatilidade no comportamento dos preços dos ativos. Com a convergência de opiniões, os preços podem sofrer bruscas modificações, o que aumenta a probabilidade de crises financeiras quando ocorrem desvalorizações acentuadas no valor dos ativos das instituições. Ademais, com a internacionalização dos mercados essas crises tendem a propagar-se entre os diferentes sistemas financeiros e cambiais. Da mesma forma, as instabilidades cambiais também tendem a se difundir para os mercados de ativos. A convergência de opiniões dos agentes privados, quanto à necessidade de desvalorização de alguma moeda, implica em taxas de juros diferenciadas para tentar manter os recursos no país ou em fuga da moeda e a conseqüente desvalorização, afetando assim os mercados financeiros.

Podemos, então, apreender que os movimentos internacionais de capitais geram, simultaneamente, oportunidades e riscos. Por um lado, a mobilidade dos fluxos financeiros pode ser uma forma de alocação global de recursos (inclusive para os países emergentes). Por outro, a volatilidade dos capitais de curto prazo e a possibilidade dos ataques especulativos contra moedas “fracas” constituem ameaças permanentes à estabilidade econômica dos países.

Porém, os defensores da globalização e, em particular os analistas da revista THE ECONOMIST (1995), sustentam que uma economia mais globalizada é, de muitas maneiras, uma economia mais eficiente, e a disciplina veloz dos mercados financeiros internacionais torna os governos nacionais mais cautelosos na condução de suas políticas econômicas. Para esses analistas, a capacidade de os mercados financeiros transferirem riquezas a toda a parte do planeta, com apenas um apertado de botão, mudou as regras para a formulação das políticas governamentais, introduzindo uma espécie de “democracia direta em nível internacional”: quando um governo dá um passo em falso, os mercados votam contra ele numa velocidade implacável.

Assim, um dos efeitos da dimensão financeira da globalização é que as variáveis externas passaram a ter uma importância decisiva nas agendas domésticas. Porém, ao contrário dos defensores da globalização, acreditamos que o espectro das escolhas nacionais foi profundamente reduzido. O comportamento dos mercados financeiros passou a desempenhar um papel restritivo nas ações do Estado, nas esferas fiscal, monetária e cambial. Se, por exemplo, veicula-se a informação de que um determinado país está enfrentando dificuldades para controlar seu

²¹ Em 1990, a Bolsa de Valores de New York (NYSE) adotou as travas (tick rule). Esses mecanismos são acionados quando o Índice Dow Jones de 30 ações industriais varia mais de 50 pontos acima ou abaixo de seus níveis de abertura. Além disso, estabeleceu a Regra da Venda a Descoberto (short-sale rule) também conhecida por uptick rule. Trata-se de uma regra da Securities and Exchange Commission que determina que as vendas a descoberto só podem ser executadas quando o valor da negociação é superior ao da transação anterior do mesmo título. Ou seja, só podem ser realizadas em um mercado em alta.

déficit público, os mercados financeiros internacionais tomam decisões que poderão resultar numa fuga de capitais, com conseqüente elevação da taxa de juros doméstica, seguida de uma desvalorização da moeda. O banco central perde autonomia na fixação das taxas de juros e de câmbio, dada a circulação financeira internacional fora do controle das autoridades monetárias. Conforme MIRANDA (1992, p.341):

o surgimento de um circuito privado de reservas financeiras em eurodólares, o regime de câmbio flutuante e as inovações financeiras dos anos 80 colocaram, progressivamente, sérias restrições à capacidade reguladora dos bancos centrais que, não raramente, anularam a eficácia pretendida para as políticas monetárias nacionais, as quais se tornaram cada vez mais acomodáticas aos movimentos do mercado financeiro internacionalizado e interdependentes do ponto de vista dos principais bancos centrais. As políticas monetárias nacionais tiveram que 'correr atrás' e, muitas vezes, 'remar contra o vento' da liquidez privada, na tentativa de minimizar as contradições entre os seus objetivos principais nas duas últimas décadas: busca de estabilidade simultânea para a moeda e para o câmbio.

Nessa perspectiva, tudo o que estiver a favor das forças de mercado é considerado positivo (fator de desenvolvimento); e negativo, qualquer decisão política destinada a moldar as forças da competição. Assim, a política econômica dos diferentes países é constantemente monitorada, e qualquer medida julgada como incorreta desencadeia sanções imediatas – fugas de capitais, ataques especulativos, etc. – reduzindo o raio de manobra das políticas nacionais. Os mercados interligados estabelecem um padrão de conduta econômica – liberalização financeira e cambial, com *yield curves* dos títulos de renda fixa e variáveis subordinadas às *benchmarks* internacionais; limites ao déficit fiscal; baixas taxas de inflação; sistemas de previdência privada, ampliando a atuação dos fundos de pensão nos mercados de capitais; e liberalização comercial – que praticamente não admite desvios, a despeito da imensa diversidade de realidades nacionais.

Nas palavras de BELLUZZO (1995, p.19):

A dinâmica das finanças globais tornaram-se decisivas por sua capacidade de 'vetar' as políticas macroeconômicas nacionais. Esse poder de veto dos mercados financeiros se impõe a todas as economias, ainda que de forma diferenciada. Os Estados Unidos, por exemplo, emissores e gestores da moeda-reserva internacional, dispõem de maior raio de manobra para executar políticas fiscais e monetárias expansionistas, desde que aceitem o risco permanente de ataques especulativos contra o dólar e administrem adequadamente as tensões que se manifestam através da elevação imediata das taxas de juros de longo prazo, quando o crescimento é julgado 'excessivo' pelos mercados.²²

²² Os países de "moeda fraca" só conseguem escapar das situações de instabilidade quando ancoram as respectivas moedas ao curso de uma divisa estrangeira, renunciando a qualquer pretensão de determinar o rumo das políticas fiscal e monetária.

Enfim, a disciplina imposta pelos mercados globalizados e livres, cujos movimentos de antecipação podem destruir a estabilidade doméstica, acaba inibindo toda e qualquer tentativa de se executarem políticas ativas, destinadas à promoção do crescimento econômico e da renda, sobretudo quando implicam em elevação do endividamento do setor público, pois afetaria a credibilidade interna diante dos mercados financeiros internacionais.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGLIETTA, Michel (1992). **Comportement bancaire et risque de systeme**. s.l. : CEPIL (Document de travail, 2).
- AGLIETTA, Michel (1993). **Le risque de systeme et sa prevention**. Paris : s.n.
- AGLIETTA, Michel (1995). **Macroeconomie financière**. Paris : La Decouverte.
- ANNUAL REPORT. Basle : BIS (vários anos).
- BAER, Mônica (1990). Mudanças e tendências dos mercados financeiros internacionais na década de 80. **Pensamiento Iberoamericano**, Madrid : ICI, n.18, p.65-81, jul./dic.
- BAER, Mônica et al. (1995). Os desafios à reorganização de um padrão monetário internacional. **Economia e Sociedade**, Campinas : UNICAMP/IE, n.4, p.79-126, jun.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello (1995). O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados globalizados. **Economia e Sociedade**, Campinas : UNICAMP/IE, n.4, p.11-20, jun.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello; COUTINHO, Luciano G. (1996). **Estabilização e finanças "globalizadas"**. Campinas : UNICAMP/IE. Trabalho apresentado no Seminário Internacional Macroeconomia ante a Globalização, 2-3 set. 1996.
- BIS (1996a). **Survey of disclosures about trading and derivatives activities of banks and securities firms**. Basle : BIS. Joint report by the Basle Committee on Banking Supervision and the Technical Committee of the International Organisation of Securities Commissions (IOSCO).
- BIS (1996b). **Implications for Central Banks of the development of eletronic money**. Basle : BIS.
- BIS (1996c). **Central Bank survey of foreign exchange and derivatives markets activity**. Basle : BIS.
- BOISSIEU, Christian; AGLIETTA, Michel (1994). Les marchés dérivés de gré à gré et le risque systémique. **Bulletin COB**, Paris, n.283, sept.
- BOURGUINAT, H. (1992). **Finance internationale**. Paris : Presses Universitaires de France. (Collection Thémis).

- BOURGUINAT, H. (1995). **La tyrannie des marchés : essai sur l'économie virtuelle**. Paris : Economica.
- BRAGA, José Carlos Souza (1995). **Economia política da dinâmica capitalista : observações para uma proposta de organização teórica**. Campinas : UNICAMP/IE. (Textos para discussão, 51).
- BUSINESS WEEK (1996). Temores infundados da volta da inflação. Wall Street reage rapidamente a sinais que poderiam indicar o começo de uma espiral dos preços e salários. Republicado na Gazeta Mercantil, São Paulo, 26 abr. p.5.
- CARVALHO, Maria Cristina (1995). Bancos discutem os derivativos. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 20 jun. p.B-1.
- CHESNAI, François (1994). **A mundialização do capital**. São Paulo : Xamã Ed.
- CINTRA, Marcos Antonio Macedo (1996). **A montagem de um novo regime monetário-financeiro nos Estados Unidos (1982-1994)**. São Paulo : FUNDAP/IESP. (Relatório de pesquisa).
- COUTINHO, Luciano G.; BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello (1996). Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. *Economia e Sociedade*, Campinas : UNICAMP/IE, n.7, p.129-154, dez.
- DALE, Richard (1996). The regulatory implications of financial globalization. In: _____. **Globalization : what it is and its implications**. s.n.t. Documento apresentado à Conferência Internacional dos 50 Anos da FEA-USP, São Paulo.
- DANTAS, Fernando (1995). A revolução das opções : derivativos e gestão de risco partem dos mesmos avanços técnicos. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 6 nov. p.A-13.
- THE ECONOMIST (1995). Who's in the driving seat? A survey of the world economy. London, v.337, n.7935, Oct.7-13th.
- THE ECONOMIST (1996). A survey of International Banking. London, v.338, n.7952, Feb.10-16th.
- EICHENGREEN, B.; ROSE, A.K.; WYPLOSZ, C. (1995). Exchange market mayhem : the antecedents and aftermath of speculative attack. *Economic Policy*, Oct.
- FARHI, Maryse (1997). **Os mercados de derivativos financeiros**. Campinas. Tese (Doutorado), UNICAMP/IE.
- FOLKERTS-LANDAU, David et al. (1995). **International capital markets : developments, prospects, and key policy issues**. Washington : IMF. (World economic and financial surveys).
- FOLKERTS-LANDAU, David; GARBER, Peter; SCHOENMAKER, Dirk (1997). A reforma dos sistemas de pagamentos bancários. **Finanças & Desenvolvimento**, Washington : FMI : Banco Mundial, v.17, n.2, p.23-26, jun. Publicada no Brasil pela FGV, Rio de Janeiro.

- FRIEDMAN, Benjamin M. (1993). The role of judgment and discretion in the conduct of monetary policy: consequences of changing financial markets. In: **Changing capital markets : implications for monetary policy**. A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City. Jackson Hole, Wyoming.
- GOLDSTEIN, Morris et al. (1993a). **International capital markets - part I : exchange rate management and international capital flows**. Washington : IMF. (World economic and financial surveys).
- GOLDSTEIN, Morris et al. (1993b). **International capital markets - part II : systematic issues in international finance**. Washington, IMF. (World economic and financial surveys).
- GOLDSTEIN, Morris et al. (1994). **International capital markets : developments, prospects, and policy issues**. Washington : IMF.
- GOLDSTEIN, Morris; TURNER, Philip (1996). **Banking crises in emerging economies : origins and policy options**. **BIS Economic Papers**, Basle, n.4, oct.
- GOODHART, C. A. (1993). Can we improve the structure of financial systems? **European Economic Review**, North-Holland, n.37, p.269-291.
- GOODHART, C. A. (1994). **Private financial dynamics and the challenge for the policies of the Central Banks**. s.n.t. Apresentado no seminário Os Desafios à Reorganização do Sistema Monetário Internacional, São Paulo, 1994. Tradução brasileira na revista *Economia e Sociedade*, Campinas : UNICAMP/IE, n.4, p.27-52, jun.
- GRAHAM, George (1996). Bancos estudam *clearing* global. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 22 abr. p.B-1. Publicado originalmente no *Financial Times*.
- GUTTMANN, Robert (1994). **How credit-money shapes the economy : the United States in a global system**. Armonk : M. E. Sharpe.
- ITO, Takatoshi et al. (1996). **International capital markets : developments, prospects, and key policy issues**. Washington : IMF. (World economic and financial surveys).
- KEYNES, John Maynard (1936). **The general theory of employment, interest and money**. London : MacMillan Press.
- KINDLEBERGER, Charles P. (1978). **Manias, pânico e crashes : um histórico das crises financeiras**. Porto Alegre : Ortiz; São Paulo : Gazeta Mercantil, 1992.
- KREGEL, J. A. (1994). Global portfolio allocation, hedging, and September 1992 in the European Monetary System. In: DAVIDSON, Paul; KREGEL, J. A. (Ed.). **Employment, growth and finance : economic reality and economic growth**. Hampshire : Edward Elgar Pub.
- KURTZMAN, J. A. (1993). **A morte do dinheiro : como a economia eletrônica desestabilizou os mercados e criou o caos financeiro**. São Paulo : Atlas, 1995.

- MAUSKOPF, Eileen (1990). The transmission channels of monetary policy : how have they changed? **Federal Reserve Bulletin**, Washington, Dec.
- MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro de (1994). **Inovações financeiras e o papel da autoridade monetária** : um estudo a partir da economia americana. Campinas. Dissertação (Mestrado), UNICAMP/IE.
- MINSKY, H. P. (1982). **Can "it" happen again?** Armonk : M. E. Sharpe.
- MINSKY, H. P. (1986). **Stabilizing an unstable economy**. New Haven : Yale University Press.
- MIRANDA, José Carlos Rocha (1992). **Câmbio, juros e fisco** : a experiência internacional. Campinas. Tese (Doutorado), UNICAMP/IE.
- NORTHCOTE, Janet (1996). Greenspan quer limitar ajuda a bancos. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 8 maio. p.B-6.
- OECD (1987). **Structural adjustment and economic performance**. Paris : OECD.
- PLIHON, Dominique (1995). A ascensão das finanças especulativas. **Economia e Sociedade**, Campinas : UNICAMP/IE, n.5, p.61-78, dez.
- PRADO, Maria Clara R. M. do (1996a). Dívida externa dos pobres já preocupa ricos : alternativa contra *defaults*. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 8 maio. p.A-1.
- PRADO, Maria Clara R. M. do (1996b). Globalização muda supervisão de banco. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 28 mar. p.B-1.
- PRADO, Maria Clara R. M. do (1996c). G-10 debaterá o papel do FMI nas crises. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 19 abr. p.B-8.
- SOROS, George (1996). A riqueza não dura para sempre. **Veja**, São Paulo, v.29, n.18, p.6-10, 1 maio. Entrevista.
- TURNER, Philip (1991). Capital flows in the 1980s : a survey of major trends. **BIS Economic Papers**, Basle, n.30.
- US-GAO (1994). **Financial derivatives** : actions needs to protect the financial system. Washington : US-GAO. Report to Congressional Requesters.