

## CAPITAL FICTÍCIO, INOVAÇÕES FINANCEIRAS E DERIVATIVOS: ALGUMAS OBSERVAÇÕES SOBRE A NATUREZA DA FINANÇA GLOBALIZADA

Ricardo Caffé<sup>1</sup>

The circulation of money began at an infinite number of points and returned to an infinite number of points. The point of return was in no way posited as the point of departure. In the circulation of capital, the point of departure is posited as the terminal point and the terminal point as the point of departure. (Marx, *Grundrisse*)

### Resumo

Trata-se aqui da emergência de inovações financeiras denominadas por *derivativos*, cuja aparição nos mercados internacionais e domésticos de capitais, concorrem para a formação de circuitos de capital específicos sob a forma financeira, onde os níveis de especulação e risco alcançam implicações críticas. Numa primeira aproximação, procura-se se situar os derivativos no contexto da finança globalizada, relacionando a aparição desses instrumentos à liberalização e desregulamentação financeiras vinculadas à globalização. O segundo momento representa um esforço de resgate do conceito de *capital fictício* presente em Marx e Hilferding e de suas seminais conexões com o advento dos *derivativos*. A terceira parte trata do panorama atual do mercado de derivativos e de suas implicações mais gerais. A quarta parte se detém num aspecto crucial da expansão dos derivativos e as implicações sistêmicas de seu risco num ambiente de crescimento das finanças especulativas globais.

### 1. Inovações financeiras e finança globalizada

Uma intensa vaga de transformações penetra os mercados financeiros internacionais durante a década de 80, criando um ambiente favorável ao desenvolvimento de inovações financeiras. Ao longo desse período a vários fatores concorreram para a difusão das inovações na esfera financeira:

Do ponto de vista macroeconômico

- A grande elevação das taxas inflacionárias e a volatilidade das taxas juros e câmbio entre os anos 70 e o início dos 80, trouxeram grande instabilidade para a economia mundial. O comportamento defensivo em busca da proteção de suas estruturas de ativo-passivo contra essas condições adversas, conduziram os intermediários financeiros e instituições não-financeiras (bancos e empresas transnacionais) a adotarem instrumentos destinados a diminuir e transferir riscos de suas operações;
- O refluxo da liquidez internacional após 1982, com a queda dos superávits petrolíferos dos países da OPEP, acompanhado pela reestruturação produtiva dos países centrais e pela política econômica norte-americana que transforma os EUA em captador de recursos líquidos
- A crise de endividamento dos países do terceiro mundo, que agravou a exposição bancária das grandes instituições credoras e alterou os padrões típicos de financiamento (captação de depósitos e concessão de empréstimos) pela finança direta, criando um ambiente de desintermediação financeira e concentrando o crédito entre as corporações e países superavitários;
- A securitização de dívidas como uma expressão da finança direta contribui para a descompartimentalização dos mercados (*décloisonement de marchés*)<sup>2</sup> na medida em que funções típicas os mercados de capitais são também praticadas pelos bancos comerciais, tradicionais intermediadores que passam a subscrever ações e títulos de dívidas;

Do ponto de vista regulatório

- Os mercados financeiros domésticos passaram a implementar mudanças em seu arcabouço de regulamentação, promovendo a *desregulamentação financeira* nos aspectos relativos à concorrência

<sup>1</sup> Professor da Universidade Estadual de Feira de Santana e mestrando do CMEUFBA.

<sup>2</sup> PLIHON, D. *A ascensão das finanças especulativas*, in *Economia e Sociedade*, Campinas, (5):61-78, dez. 1995, p.61.

interfinanceira e um maior rigor de *supervisão preventiva* nos aspectos relativos à adequação de risco e capital das instituições bancárias, como ficou patenteado nas regras de prudência bancária do Acordo da Basileia em 1988;

Do ponto de vista tecnológico

- A difusão dos recursos da informática e da telemática junto aos mercados financeiros conduziu a uma queda expressiva do custo das transações financeiras e as redes de comunicação estreitaram a interligações do mercado financeiro global;
- a gestão de carteiras de aplicação e de portfólios passaram a contar com sistemas e *softwares* de contabilização/processamento de dados financeiros. O gerenciamento de risco e o monitoramento de operações de *hedge*, arbitragem e especulação vieram a constituir práticas permanentes do mundo financeiro das empresas e bancos;
- O reforço recíproco entre as inovações financeiras e as da teleinformática redefinem novos nichos de mercado e de rentabilidade dos capitais financeiros, em que a qualidade e a velocidade dos fluxos de informação são peças decisivas;

A globalização financeira apresenta-se como um fenômeno *pervasivo* que reforça a integração dos sistemas financeiros nacionais, intensifica a concorrência interbancária e interfinanceira e internacionaliza a produção de serviços financeiros com a entrada de importantes investidores institucionais (fundos de pensão, fundos mútuos, etc). Alguns autores, todavia, questionam a quase consensual irreversibilidade dos mercados financeiros, argumentando que a emergência do *novo padrão de financiamento global* não superou as contradições da desintermediação, nem dimensionou as formas de risco que as inovações lançaram para o controle das políticas monetárias nacionais. Mais importante ainda, a integração financeira submete os países menos desenvolvidos a uma grande vulnerabilidade, dada a incipiência de seus mercados financeiros domésticos.

Não obstante, a globalização financeira encontra instrumentos de propagação bastante poderosos, dentre os quais os derivativos se destacam como uma das "armas mais eficientes da especulação"<sup>3</sup>. A função primordial desses instrumentos - proteção, alavancagem, arbitragem e especulação<sup>4</sup> - serve para dar ( a ) cobertura (*hedge*) à variações em taxas de juros, câmbio e preços; ( b ) aumentar a rentabilidade de um ativo em uma posição previamente fixada; ( c ) apropriar um diferencial positivo pela divergência de preços em mercados distintos; ou ( d ) especular no mercado de opções ou de futuros. A ainda inadequada compreensão dos riscos associados aos derivativos - com perdas e ganhos vultosos - remete ao caráter fictício de seus fundamentos financeiros - a lógica puramente especulativa - e do seu espantoso crescimento na economia mundial durante a presente década.

## 2. Capital fictício e derivativos

A noção de capital fictício em Marx<sup>5</sup> possui uma fecunda relação com os derivativos, na medida em que nesses se expressam a multiplicação virulenta da riqueza capitalista através de processos financeiros. Note-se que o movimento do capital portador de juros, ao realizar-se num circuito que abrevia o percurso necessário de valorização<sup>6</sup>, diferente daquele que é tipicamente seguido pelo capital produtivo, implica na exteriorização mais acabada da forma capital. O capital fictício, desse modo, é uma forma paroxística do *dinheiro que produz dinheiro* -  $D - D'$  sob um regime de capitalização de rendas monetárias não originárias da valorização real do capital. A sua fictividade permeia as formas de rendimento com origem na circulação do dinheiro, logo que o empréstimo à juros e o crédito bancário atingem uma maturidade institucionalizada na economia capitalista, no qual o desenvolvimento desses

<sup>3</sup> PLIHON, D. *A ascensão das finanças especulativas*. op.cit, p.65

<sup>4</sup> Relatório Gazeta mercantil - Derivativos. 02/dez/1994. p. 1.

<sup>5</sup> MARX, Karl. *O Capital*, Livro III. (Capítulos XXV e XXIX).

<sup>6</sup> SANTOS FILHO, Milton. *Sistema Internacional de Crédito: Conceitos e Desenvolvimento*, in *Instabilidade Econômica: Moeda e Finança*. [org.] Milton Santos Filho. São Paulo. Hucitec, 1993.

formas financeiras possibilitam a multiplicação de depósitos e sua utilização como meios de pagamento. O capital fictício, portanto, tem seu ponto de partida nas relações permeadas pelo crédito e na expansão da moeda bancária como forma principal do sistema de crédito.

O capital fictício possui uma origem na criação de dinheiro bancário, correspondente a um direito sobre valores futuros ainda não existentes, ou seja, um crédito de capital cuja validação só acontece *a posteriori*, quando os valores criados na esfera real reconciliam as divergências entre a produção e a antecipação de valores. Essa divergência não é, contudo, resolvida de maneira pacífica e imediata, mas, submetida a uma *restrição monetária* - conversão necessária em moeda para que esse mesmo crédito criado numa relação privada de débito-crédito, encontre a sua validação social. A própria *restrição monetária* constitui uma relação social que se apresenta de formas distintas, para que o processo de legitimação creditícia seja realizado pelo sistema monetário que lhe serve de base

O crédito é sobretudo um *uso específico* dado a moeda, uma vez consolidadas as suas funções mercantis. Não sendo redutível à moeda, o crédito comporta papéis funcionais no auxílio à circulação e produção capitalistas. Tais implicações fazem com que "todo o sistema de crédito, e com ele o comércio excessivo a especulação desenfreada, etc., anexos, se funda na necessidade de ampliar e saltar por cima das barreiras para a circulação e para a esfera do intercâmbio"<sup>7</sup>. Precisamente neste sentido o crédito é "uma forma imanente do modo de produção capitalista sobre o qual "repousa todo o contexto do processo de reprodução". A evolução do sistema de crédito tem como consequência "a *aceleração* [...] *das diversas fases da circulação ou da metamorfose mercantil*; ademais, da metamorfose do capital e, por conseguinte, da *aceleração do processo de reprodução em geral*."<sup>10</sup> Porém, ao mesmo tempo, o crédito permite manter separados por mais tempo os atos de compra e venda, e a partir daí, a base da *especulativa das transações*.

Por isso Marx ironiza "os prestidigitadores da circulação, que imaginam que diante da velocidade da circulação podem fazer outra coisa, que senão reduzir os obstáculos que o próprio capital interpõe a si mesmo em sua reprodução[...]" Assim, "sendo mais insensatos, os ilusionistas da circulação, ao imaginar que, por intermédio de instituições e inovações creditícias venham a anular a duração do tempo de circulação, não só suprimindo a imobilização como a interrupção do processo produtivo requerida pela transformação do produto acabado em capital, sem o que viria a tornar supérfluo o próprio capital no qual se transforma o capital produtivo"<sup>11</sup>. Essa contradição faz parte da própria acumulação de capital, na qual o capital fictício é parte integrante. Na formação e circulação do capital fixo, os obstáculos que as formas imobilizadas de capital interpõem para a sua fluida circulação, somente são superadas pela criação de formas fictícias particulares - ações, títulos financeiros públicos e privados. A crescente transformação do capital circulante em capital fixo pela formação das infraestruturas e formas mais tecnologicamente evoluídas do capital industrial, sobrelevam a necessidade de capital fictício. O principal problema é que as inversões produtivas não são substituíveis por direitos cambiáveis sobre a produção futura - a totalidade do capital-dinheiro disponível não pode ser transmutada em consignação da produção real esperada.

<sup>7</sup> O conceito de restrição monetária foi originalmente apresentado por AGLIETTA, M. *Regulación y Crisis del Capitalismo*. Ed. Siglo XXI. 1979. México. LIPIETZ, A. *Moeda crédito: a condição que permite a crise inflacionária*, in *Ensaio FEE*. Porto Alegre, 7(2): 51-68, 1986, também faz referência ao conceito, relacionando com o de *moeda-crédito*, que representa a um deslocamento da *restrição monetária* para níveis de regulação mais avançados, mas não menos instabilizadores, das economias mercantis.

<sup>8</sup> MARX, Karl., livro III. apud Rodolsky, R. *Génesis y estructura de el capital de Marx - estudios sobre los grundrisse*, México, Siglo XXI Editores, 6ª edição, 1989, p. 437.

<sup>9</sup> MARX, Karl., livro III. apud Rodolsky, R. op.cit. p. 437.

<sup>11</sup> MARX, Karl., *Grundrisse*, apud Rodolsky, R. op.cit. p. 438.

O aprofundamento do sistema de crédito e a sua natureza *especulativa* permitem que a esfera da circulação adquira uma poderosa autonomia relativa à esfera da produção, considerando-se que o crédito contém as contradições iminentes ao processo de acumulação e engendra contradições particulares ao seu ciclo. A função *clássica* do crédito no ciclo do capital industrial decorre de um tipo de barreira, localizada na esfera do intercâmbio onde a produção está limitada pelas dimensões do *gasto social*, representante do *contravalor* necessário ao intercâmbio de valores criados pela produção. O tempo de circulação é uma categoria chave para a elucidação do papel desempenhado pelo crédito na economia capitalista. "A antítese entre o tempo de trabalho e o tempo de circulação contém totalmente a teoria do crédito(...)"<sup>12</sup>. O poder de recuperação do tempo de circulação frente ao tempo de trabalho, manifesta nas relações de propriedade, estabelece a rigidez de uma codificação financeira<sup>13</sup> onde são assentadas as normas que regulam uma ordem monetária. Assim, credores e devedores se confrontam de acordo com uma *arbitragem* que funciona restabelecendo o sistema creditício das deformações que a sua própria expansão determinou à estrutura monetária - ou de validação - de um sistema com vários circuitos privados de moedas. Todavia, uma provisória estabilidade das estruturas monetárias e financeiras não se sustenta de forma duradoura, uma vez que os mecanismos auto-reguladores - elevação das taxas de juros, por exemplo - são extremamente tênues face a uma dinâmica que cria conflitos e rivalidades especulativas. As regras de apropriação financeira podem e, geralmente atingem, um auge dentro do qual os agentes privados esforçam-se para rompê-las. A presunção de que automatismos macroeconômicos - intervenção das autoridades monetárias nos mercados - terão capacidade de conter os desvios dos comportamentos especulativos, revela-se inócua.

As inovações financeiras internacionais, consubstanciadas na "*economia de endividamento*"<sup>14</sup> e na fragilidade do sistema bancário mundial, ocorrem num ambiente de interdependência recíproca nas demandas por moeda e na transmissão acelerada de perturbações monetárias entre países, através do câmbio<sup>15</sup>. Os derivativos surgem dessa emergência de um mercado secundário de títulos de alto risco, sob diversas formas de representação de capitais públicos e privados - *capital fictício* que de maneira geral são títulos cujos preços e valorização financeira repousa contratualmente sobre outros títulos ou agrupamento de títulos, tal qual *fractais*<sup>16</sup> de uma estrutura financeira macroscópica. O crescimento desse mercado, desde os anos 80, vincula-se às suas propriedades de proteger seus detentores de variações bruscas no câmbio, no preço das *commodities*, índices financeiros, juros, ações, etc, ao tempo em que funcionam como referência dos próprios ativos que lhes dão origem nos mercados à vista, permitindo operações de captação e de estruturação financeira flexível da carteira de investidores.

Os *derivativos* constituem uma espécie de plaina às barreiras erigidas pelo tempo de circulação ao impulso de valorização do capital, na medida que em que funcionam como proteção (*hedge*) aos compromissos financeiros contraídos nos atos de compra e venda de ativos separados no tempo e/ou alavancagem de posições vantajosas na circulação de valores em condições puramente especulativas. A aproximação conceitual entre o *capital fictício* e os *derivativos* pode a primeira vista parecer uma associação *à outrance*, em virtude da controvérsia que se estabelece quanto ao significado do *capital*

<sup>12</sup> MARX, Karl.. *Girundrisse*, apud Rodolsky, R. op.cit. p.436.

<sup>13</sup> AGLIETTA, M. *A Violência da Moeda*. São Paulo, Brasiliense, 1990, p.

<sup>14</sup> Por economia de endividamento compreende-se a forma de centralização do capital internacional após a crise de Bretton Woods, que determina a evolução do sistema de crédito internacional a partir da criação de um enorme mercado de títulos bancários e financeiros. Durante os anos 70 o desenvolvimento do mercado de títulos bancários ultrapassa o mercado de títulos financeiro (ações e obrigações), condição que se inverte ao longo das duas últimas décadas. Ver a respeito. SANTOS FILHO, Milton. op.cit. p. 58.

<sup>15</sup> O Caso do México é ilustrativo dessa tendência que a finança liberalizada tem provocado na esteira da globalização financeira.

<sup>16</sup> As micro-estruturas fractais sugerem formas elementares que contêm em si mesmas as formas sistêmicas mais gerais de um cristal, da mesma forma que o capital a juros é a "matriz de formas absurdas de capital" que, pela sua fragmentação, são capazes de provocar abalos sistêmicos.

*fictício* no contexto marxiano e no emprego que Hilferding faz dele n'ó *Capital Financeiro*. No contexto dessa obra, Hilferding posiciona o *capital fictício* num compartimento do mercado de capitais<sup>17</sup> - o mercado acionário. É a conversão patrimonial do capital industrial em *sociedade anônima* que magnifica a transformação desse capital em capital fictício. Essa função será assumida pela bolsa de valores no transcurso do desenvolvimento capitalista.

Em seus primórdios, a bolsa de valores era um local para a transação de diferentes tipos de moeda, títulos e valores mobiliários. Para tanto, dependia da disposição de capitais monetários livres e reunidos para a inversão nesses títulos. "Mais tarde, ela se tornou um mercado de capital fictício"<sup>18</sup>. Essa posição é nitidamente influenciada pelo desenvolvimento do capitalismo alemão, onde o capital sob a forma financeira assumiu uma forma mais intensiva de *titularização* através do mercado de ações, permitindo a formação de estruturas industriais monopolistas trustificadas e cartelizadas<sup>19</sup> sob o domínio dos bancos. O caráter mais geral do capital fictício fica restringido a um compartimento específico, perdendo de vista as várias representações que o mesmo pode alcançar. Da mesma forma que a passagem mais citada do autor "Considero *capital financeiro* ao *capital bancário*, isto é, *capital na forma de dinheiro*, que *deste modo se transforma realmente em capital industrial*" ganha conteúdo aforístico ao confinar o seu destino na esfera industrial e não dar conta do papel capital financeiro em seu próprio circuito. Desse modo, o *capital fictício* reduz-se a uma espécie de *capital industrial que se torna bancário*, na medida em que a sua natureza patrimonial - as ações e valores mobiliários representativos do mesmo - circulam como capital monetário: direitos acumulados sobre a produção futura expressos em moeda.

Ao contrário do que propõe Hilferding, o *capital fictício* deve ser sua gênese procurada no *capital bancário que se torna financeiro*, combinando operações na esfera da circulação e da produção com formas que se apoiam na punção rentista do capital produtivo. Este assume um poder de transformar-se em *crédito de capital* - criação *ex-nihilo* de dinheiro bancário descolado de uma base monetária prévia, onde um signo de crédito deve mostrar seu caráter monetário. No contexto da *finança globalizada*, ocorre uma amplificação gigantesca de formas de *capital fictício*, cuja expressão é um mercado secundário de títulos, onde a representação dos valores, pelo alto risco envolvido, só se torna mensurável a partir de critérios conceituais com base em complexos modelos estatísticos e financeiros, os chamados *valores nocionais*. Estes são os *derivativos*.

Em Marx, a despeito das poucas formas embrionárias de *capital fictício* existentes no século XIX, já é identificável o alcance mais amplo do mesmo na esfera financeira, como *expressão máxima* do capital portador de juros. O seu reconhecimento é feito no interior *das partes constitutivas do capital bancário*, de modo que o desenvolvimento do capital produtor de juros e o sistema de crédito venha a conferir as propriedades da *capitalização* - repetição periódica de rendimentos onde o capital é um valor que valoriza a si próprio. Assim, "(...) todo capital parece duplicar e às vezes triplicar pelo modo diverso em que o mesmo capital ou simplesmente o mesmo título de dívida aparece, em diferentes mãos, sob diversas formas. A maior parte desse 'capital monetário' é puramente fictícia"<sup>20</sup>. O capital produtor de juros proporciona assim, uma dimensão na qual é invertido o resultado do tempo de circulação do capital, na qual a condição inexorável de "um tempo durante o qual é suspensa a capacidade do capital

<sup>17</sup> Hilferding, R. *O Capital Financeiro*. São Paulo, Nova Cultural, 1985 [série Os Economistas] repudia esta noção, pois tal designação não corresponde ao que ocorre na bolsa, onde os títulos representantes dos capitais, perdem seu nexo imediato com o capital produtivo, consistindo, sobretudo, em direitos sobre rendimentos sob a forma de dinheiro.

<sup>18</sup> Hilferding, R. *O Capital Financeiro*. São Paulo, Nova Cultural, 1985, p. 142. [série Os Economistas].

<sup>19</sup> No prefácio do *Capital Financeiro*, Hilferding apresenta a estrutura analítica de seu estudo numa sequência onde "A análise do dinheiro, segue-se a investigação do crédito. Vem em seguida a teoria da sociedade anônima e a análise do capital bancário em contraposição ao capital industrial (...). Com o avanço da concentração industrial, as relações entre capital bancário e o capital industrial passaram a interligar-se cada vez mais e tornam necessário o estudo dos fenômenos da concentração, das tendências de seu desenvolvimento e da maneira como culminam em cartéis e trusts."

<sup>20</sup> MARX, Karl. *O Capital*, livro III, Capítulo XXIX, p. 14 [série Os Economistas].

em reproduzir a si mesmo, e daí reproduzir mais-valia"<sup>21</sup> é substituída por *circulação sem tempo de circulação*. Segundo Marx, essa tendência do capital é o determinante fundamental do crédito e dos artificios do capital creditício. É a forma na qual o capital é posto numa forma distinta de suas representações e barreiras quantitativas, representando-se como *capital fictício* e novo elemento de *concentração e centralização*. As inovações financeiras, que hodiernamente facilitam ao máximo essa *circulação sem tempo de circulação* dos capitais, traduziram-se em mercados financeiros nacionais *descompartmentalizados* e na ruptura das demarcações intra-mercado de capitais - monetário, cambial, ações - convertidos em meros mini-circuitos do mercado financeiro global.

Parece ser curioso que a emergência dos chamados derivativos, que ocorrem sob o signo da desintermediação bancária, nas operações fora de balanço sem controle da autoridade monetária (*off balance sheets*), decorrentes de compromissos não classificados como os de financiamento ou *funding*, tem lugar no momento em que os serviços financeiros são, em grande medida, atendidos por fora das instituições e redes tradicionais<sup>22</sup>. Nesse âmbito, os derivativos não constituem, necessariamente, *dinheiro bancário* como ponto de partida, pois não são uma criação *ex-nihilo* de dinheiro que se desprende de uma base monetária, via multiplicador bancário, e, ao mesmo tempo, representam um signo de crédito pré-validado. Ao não comporem a estrutura ativa-passiva bancária tradicional, os derivativos levam ao paroxismo o alto grau de desenvolvimento do sistema de crédito que se autonomiza do sistema monetário.

### 3. Panorama Internacional e Nacional dos Derivativos

O crescimento do mercado de derivativos à nível mundial acusa uma performance vertiginosa, como permitem depreender os números constantes do Quadro 1. Os valores de contratos pendentes entre 1987 e 1993 revelam uma expansão de quase US\$ 1,6 trilhões para algo próximo de US\$ 10 trilhões, significando um incremento anual médio de 35,8%. Esse impulso no mercado de derivativos indica que seu crescimento ocorre num ritmo mais veloz do que é verificado em outros instrumentos financeiros. Digno de nota é o volume dos contratos em instrumentos de câmbio, em taxas de juros futuras e instrumentos de balcão (*over-the-counter market*). Tais comportamentos são sintomáticos de uma importante segmentação no mercado, quando, de um lado tem-se os mercados padronizados em bolsas e, de outro, os mercados de balcão, onde o perfil dos arranjos financeiros envolvidos, muitas vezes em *engenharias* complexas, atendem a conveniências de extrema especulação das partes interessadas nessas transações.

No contexto brasileiro, os derivativos têm uma aparição inicial no mercado de ações que passa ter operações regulamentadas em 1979 nas bolsas de valores com operações a termo e a futuro. Posteriormente, as Bolsas de Valores de São Paulo e Rio de Janeiro, mais a Bolsa de Mercadorias e Futuros - BM&F concentram as operações de derivativos no Brasil, fora do mercado de balcão. Os derivativos de Bolsa mais transacionados, são contratos de futuros de taxa de juros, de índices, de câmbio e opções de ouro. Na BM&F entre 1992 e 1993, o crescimento de transações com derivativos acusou um acréscimo de 20% e de 160% no número contratos negociados e em volume financeiro, respectivamente<sup>23</sup>.

<sup>21</sup> MARX, Karl. F. *Grundrisse - Foundations of the Critique of Political Economy (Rough Draft)*, Middlesex-England, Penguin Books, 1977, p. 658.

<sup>22</sup> É interessante notar que as inovações financeiras recentes, em primeira instância, e os derivativos, por desdobramento, surgem num momento conturbado das finanças internacionais, quando a crise da dívida dos países do terceiro mundo representam um componente gravoso das instituições bancárias credoras, sob a forma de *exposure* de suas estruturas passivas. Os problemas de liquidez internacional, então, descambam para problemas de solvência que induzem às rupturas no marco regulatório e institucional na esfera bancária. A desintermediação e o uso da fiança direta, a securitização do crédito em geral, representam "soluções" encontradas à nível sistêmico para assumir, reduzir e transferir riscos entre os agentes envolvidos em operações de financiamento.

<sup>23</sup> COSTA PINTO, H. A. *Derivativos: Panorama Geral e Possibilidades de uso pelo Sistema BNDES*, in Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 1, n. 2, P-227-238, De/1994, p. 232.

**Quadro 1 - Crescimento Mundial dos Mercados Financeiros de Derivativos (em US\$ Bilhões):**  
(montantes nacionais principais pendentes no fim de período)

Tipologias de Derivativos	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Instrumentos de Câmbio Comercial	725	1.306	1.768	2.292	3.523	4.641	7.839
Taxas de Juros Futuras	488	895	1.201	1.454	2.157	2.902	4.960
Opções de Juros	122	279	388	600	1.073	1.385	2.362
Moedas Futuras	14	12	15	16	18	25	30
Opções com Moeda	60	48	50	56	61	80	81
Futuros com índice de ações	18	28	42	70	77	81	119
Opções com índices de ações	23	44	72	96	137	168	286
Instrumentos de Balcão (OTC's)	866	1.330	2.402	3.451	4.449	5.346	...
Swaps de Juros	683	1.010	1.503	2.312	3.065	3.851	...
Swaps de Moedas	183	320	449	578	807	860	...
Outros instrumentos*	...	...	450	561	577	635	...
Total	1.591	2.636	4.170	5.743	7.972	9.987	...

Fonte: Bank for International Settlements [1992, 192; 1993, 124-125; 1994, 112], apud McClintock (1996)

\* Inclui caps (composições de opções conjugadas collars, floors, and swaptions)

... = não disponível

No caso do mercado de balcão, desde 1992, os derivativos experimentam um enorme crescimento, especialmente na modalidade dos *swaps*, que movimentam cerca de US\$ 1 bilhão diários. Esses instrumentos passaram a ser registrados pela Central de Custódia e Liquidação Financeira em 1994, quando a Resolução 2.402 do BACEN, obriga o seu lançamento em contas de compensação de na-

tureza transitória, onde a cada mês, as diferenças positivas ou negativas dos resultados obtidos, devem ser lançados no ativo ou passivo da instituição operadora. Da mesma forma, o mercado em Bolsa, revela uma expansão entre 1993 e 1994 dos derivativos agropecuários, de câmbio e de juros, com ênfase particular nos *swaps*, como informa o Quadro 2.

**Quadro 2 Brasil - Comparativo de Volumes Negociados de Futuros**  
(jan-out/1994 - jan-out/1993)

Variação Percentual do volume negociado		
	1:m N° de contratos	Em US\$ (mil)
Agropecuários	198,4	474,5
Índices de ações	-9,6	56,6
Ouro	-13,0	4,5
Swaps	759,8	776,8
Taxas de Câmbio	351,0	290,2
Taxas de Juro	43,7	117,4
Total	75,2	143,1

Fonte: BM&F



Também em 1992, as empresas brasileiras puderam ter acesso ao mercado internacional de derivativos, quando o BACEN autoriza mediante a Resolução 1.921, a contratação de *hedge* sobre as taxas de juros do mercado internacional, isentas de imposto de renda. Em outubro de 1993, a Resolução 2.021 amplia as modalidades de *hedge* para moedas e *commodities*. De uma forma geral, o mercado brasileiro de derivativos movimentou em 1994 US\$ 1,3 trilhões, sendo que apenas de 2 a 3% desses valores nocionais foram fluxo de dinheiro efetivo, pois as operações de *swap*, futuros e opções foram de ajustes pelas diferenças dos contratos, atuando no sentido de reduzir o risco de crédito.

#### 4. Derivativos e risco sistêmico

O risco sistêmico representa um fenômeno de natureza macroeconômica que reúne diferentes fontes de instabilidade financeira. Nesse sentido, deflagra resultados involuntários de externalidades entre as decisões e comportamentos de agentes que atuam sob condições de incerteza. Num ambiente financeiro desregulado, as discontinuidades sistêmicas entre a política bancária e a política monetária exigem uma perspectiva mais ampla do controle monetário, alinhando a eficiência dos mercados, a segurança financeira e a estabilidade dos preços.

No que refere aos derivativos, o Estudo realizado pelo Grupo dos 30 países mais desenvolvidos - o G-30 - apresentou um relatório no qual o risco sistêmico desses instrumentos poderiam ser arrolados em duas categorias<sup>24</sup>. A primeira delas, estaria associada às implicações disruptivas que se originam das atividades da firma individual, o *underpricing* dos créditos, a iliquidez no mercado, dentre os principais riscos que podem produzir grandes perdas em posições derivativas. A segunda categoria de risco sistêmico repousa sobre dimensões menos conhecidas dos derivativos, entre as quais a difusão desses instrumentos acompanhados das novas tecnologias de comunicações, que podem magnificar os distúrbios iniciais em direção a uma crise financeira. Assim, a falta de informação clara sobre as atividades fora-de-balanço e o nível de exposição das instituições, somadas aos vínculos de mercado com a dinâmica alterada dos preços, podem disseminar-se rapidamente em mecanismos de *feed-back* da crise sistêmica.

A vulnerabilidade a que o sistema financeiro está submetido sob o capitalismo pode iniciar-se a partir da importância relativa de uma instituição frente ao tamanho do mercado. O processo de acumulação de capital pode ser rompido pela incapacidade estrutural das firmas em gerar fluxos de rendimento com referência em seus ativos para satisfazer as suas obrigações contratuais. As principais dinâmicas que, independentemente de causarem risco sistêmico, conduzem a uma trajetória "anormal" de equilíbrio financeiro seriam a retirada de depósitos ou a interrupção do sistema de pagamentos interbancários, a flutuação violenta do preço de ativos e a interrupção da oferta de crédito bancário.

A alta proporção das movimentações transfronteiras com derivativos tem conferido um caráter mais internacional ao risco sistêmico. O Relatório Promisel, preparado sob os auspícios do Bank of International Settlements (BIS) demonstra que um número de fatores chave no desenvolvimento dos mercados de derivativos têm aumentado o risco sistêmico<sup>25</sup>. Em primeiro lugar, a crescente competição entre os intermediários financeiros tem ampliado as fontes potenciais de risco sistêmico bem como difundido o impacto de qualquer insucesso sobre uma larga escala de instituições e mercados. Ao lado disso, alguns mercados de derivativos têm se concentrado no domínio de relativamente poucos *market-makers*. O caso que envolveu o Barings representa um exemplo nesse sentido, onde a ausência de controles e a centralização de poderes conduziu a grandes perdas e a consequente bancarrota. Outro aspecto também de consideráveis implicações, refere-se ao vínculo entre mercados financeiros internacionais e domésticos através de transações com derivativos. Muito embora sejam concebidas para

<sup>24</sup> McDONOUGH, W. *The Global Derivatives Market*, Federal Reserv Bank of New York Quarterly Review, out, 1993. (Comentários do presidente do Banco da Reserva Federal de Nova Iorque sobre o Relatório do Grupo de Estudo sobre Derivativos Globais do G-30).

<sup>25</sup> Bank for International Settlements. *Recent Developments in International Interbank Relations*, Basle: BIS, March, 1993. apud McLINTOCK, A. *International Financial Instability and the Financial Derivatives Market*, Journal of Economics Issues. Vol. XXX, n° 1, March, 1996.



reduzir a volatilidade de preços, os derivativos podem amplificar flutuações erráticas e induzir a falhas de avaliação quando os mercados encontram-se sob restrição de liquidez. Posições em opções, por exemplo, não são geralmente cobertas por uma posição igualmente recíproca, sendo que uma série de transações no mercado subjacente, no qual o derivativo se baseia, são pactuadas ao mesmo tempo. Esse tipo de estratégia não somente cria um vínculo extremado entre o derivativo e os ativos de base, como também pode elevar a amplitude de mudanças iniciais nos preços, em função de ajustes iterativos para posições em opções.

A utilização de derivativos para financiar e formar posições numa faixa de segmentos de mercados, contribui para o crescimento da conexão simultânea entre estes mercados e os mercados financeiros, através de arbitragens menos custosas e arriscadas para os participantes individuais. Contudo, esses arranjos são realizados na presunção de que condições suficientes de liquidez irão prevalecer através de todos os mercados, onde todas as posições serão fechadas. Se alguma instituição ficar refém de um súbito declínio de liquidez, um efeito em cadeia alcança todos os mercados, ampliando a rede de dificuldades. Tais problemas podem ser ainda mais intensificados na direção do risco sistêmico, em proporção direta das operações fora-de-balanço implicadas nas operações, o que torna mais difícil ainda a avaliação dos riscos das contrapartes articuladas. Essa ausência de plena cobertura induz a uma maior relutância das instituições que são contrapartes nas operações a continuarem a negociar com a instituição financeiramente atingida.

Finalmente, cumpre assinalar que as próprias inovações financeiras e tecnológicas têm aumentado a velocidade com que os choques são transmitidos no mercado. As flutuações nos preços podem ser rapidamente acompanhadas de fontes de perturbação, quando uma dinâmica de proteção seguida de estratégias defensivas é prontamente aplicada em grandes variações dos preços iniciais dos ativos. A abrupta transmissão de choques pode comprimir de modo significativo o tempo dentro do qual as instituições individuais e os bancos centrais podem entrar em ação para reagir aos choques sistêmicos. De uma forma geral, os mercados de derivativos contribuem para o risco sistêmico, seja mediante obscurecimento das distinções entre instituições bancárias e não-bancárias que elevam a tolerância de impactos de falência sistêmica, seja pelo aumento das transações de balcão (*over-the counter*), que instala a possibilidade de quebra em grandes bancos ou firmas seguradoras nos mercados financeiros. O emprego simultâneo de uma mesma área de mercado, para propósitos de alavancagem e financiamento de forma combinada, acabam sendo altamente explosivos quando a rápida difusão de choques de mercado intensificam o risco sistêmico.

## 5. Conclusões

Do que foi exposto até aqui, conclui-se que a globalização financeira e seus impactos de desregulamentação, liberalização e contestabilidade concorrencial sobre os mercados financeiros têm ampliado enormemente as finanças especulativas. Um amplo mercado de inovações, com consequências ainda imprevisíveis sobre a condução política monetária e creditícia, expande-se mediante títulos secundários de alto risco.

O mercado de derivativos afirma-se como um paroxismo do capital sob a forma fictícia, estendendo as suas relações especulativas sobre um grande mercado financeiro mundial descompartmentalizado. O desconhecimento sobre essas formas de ativos sugere que se avance numa melhor compreensão no que diz respeito às suas virtuosidades no *funding* da economia capitalista, malgrado se espalhem situações de riscos e fracassos que podem gerar distúrbios sistêmicos.

Finalmente, torna-se de grande importância a retomada de estudos que tragam luzes para as implicações da acumulação financeira sobre as economias submetidas ao ajuste da nova ordem econômica global. Se o refluxo de capitais líquidos tornou a década de 80 conhecida como "a década perdida" da América Latina, o reingresso aos circuitos de financiamento internacionais ocorre num momento em que as inovações financeiras implicam em graves desafios para seus incipientes sistemas financeiros.